



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

INFORME DE POLITICA MONETARIA

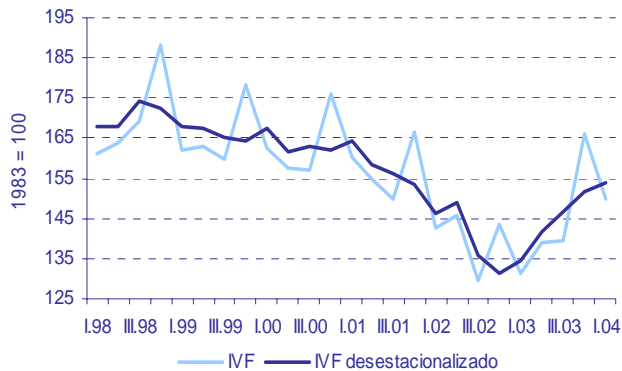
SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004

I. LA ECONOMÍA URUGUAYA EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2004	2
Nivel de actividad y empleo.....	2
Evolución del PIB	2
Oferta y utilización finales.....	4
Sectores productivos	6
El mercado de trabajo	7
Finanzas Públicas.....	8
Sector externo.....	10
Sistema financiero.....	12
II. LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS PARA EL RESTO DE 2004	13
III. LA INFLACIÓN	18
Descomposición de la tasa de inflación	19
La inflación subyacente	21
Riesgos inflacionarios	22
IV. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004	25
LA BASE MONETARIA	26
Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la política monetaria	26
Los componentes de la oferta de BM	27
EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO	29
El multiplicador monetario y la oferta secundaria de dinero	29
La demanda real de dinero	30
V. Las proyecciones monetarias	30
CUADRO: URUGUAY: ESTADÍSTICAS FINANCIERAS	32

I. La economía uruguaya en el primer trimestre de 2004

Nivel de actividad y empleo

PRODUCTO INTERNO BRUTO



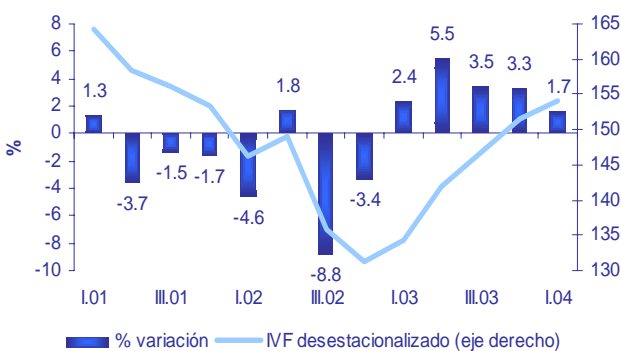
Evolución del PIB

La economía uruguaya continuó mostrando un gran dinamismo en el primer trimestre del año 2004. En efecto, el Producto Interno Bruto (PIB) creció 14,3% con relación a igual período del año anterior, mientras que en términos desestacionalizados se incrementó 1,7% respecto al trimestre inmediato anterior.

Luego de transitar durante cuatro años por un agudo período recesivo, habiendo tocado el punto más bajo en el cuarto trimestre de 2002, la economía uruguaya se ha recuperado vigorosamente en los últimos cinco trimestres (17% acumulado en términos desestacionalizados). De este modo, el PIB se halla casi un 12% por debajo del pico máximo alcanzado en el tercer trimestre de 1998.

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Índice de volumen físico desestacionalizado Base 1983 = 100



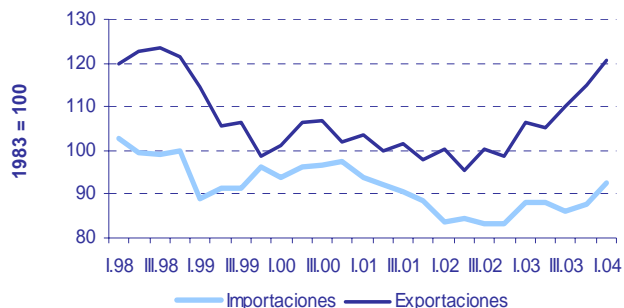
La economía uruguaya se vio beneficiada por un contexto internacional y regional ampliamente favorable. En lo que refiere al marco internacional, la recuperación de la economía y el comercio mundial continuaron afianzándose, lo que llevó a los organismos internacionales a estimar al alza la tasa de crecimiento del producto y el comercio mundiales en 2004¹. Las economías asiáticas, particularmente, China y la de Estados Unidos fueron las que presentaron el mayor dinamismo, mientras que las de los países de la Unión Europea continuaron mostrando un pobre desempeño. Mientras tanto, los países vecinos exhibieron tasas

1. Las proyecciones del FMI contenidas en el " World Economic Outlook" de abril de 2004, establecen un crecimiento de la economía mundial de 4,5% en 2004 (frente a 3,2% en 2003) y del comercio mundial de 7,5% (en lugar del 4,5% del año anterior).

de crecimiento similares en el primer trimestre del año respecto al trimestre inmediato anterior, quitando el efecto estacional².

Un aspecto relevante para el desempeño de la economía uruguaya ha sido la evolución de los precios de los *commodities*. En efecto, desde la segunda mitad del año 2003 estos precios mostraron una tendencia ascendente. Dicha evolución fue el resultado de la tonificación de la demanda mundial – debido al mayor crecimiento económico, particularmente de China y Estados Unidos–, combinado con problemas de oferta de varios productos. En este marco, los precios internacionales relevantes de la matriz exportadora uruguaya, mostraron un incremento significativo que alentó la producción de la cadena agroindustrial uruguaya; tal es el caso de la carne vacuna, el arroz, la soja, los lácteos, etc. Ello determinó una mejora de los términos de intercambio (7,1% respecto a igual trimestre del año anterior). Por su parte, el precio del petróleo aumentó significativamente, debido, principalmente, a la persistencia del conflicto en Irak, al aumento de la demanda mundial, a los bajos niveles de producción y de existencias y a la depreciación del dólar. Unido a esta circunstancia operó negativamente sobre nuestro país, la crisis energética regional, que redundó en restricciones al abastecimiento de energía eléctrica y gas natural por parte de Argentina a Uruguay.

INDICE PRECIOS EXPORTACIONES E
IMPORTACIONES DE BIENES



En lo que refiere a la cotización de las principales divisas, pudo observarse en el primer trimestre del año una depreciación del dólar respecto al Euro y al Yen³. lo que, de suyo, mejoró la competitividad de la producción uruguaya en dichas zonas.

2. Argentina creció 1,7% en términos desestacionalizados en el primer trimestre de 2004 respecto al cuarto trimestre de 2003, mientras que Brasil lo hizo a una tasa de 1,6%. Como se ve, dichas tasas son prácticamente idénticas a las de Uruguay (1,7%).

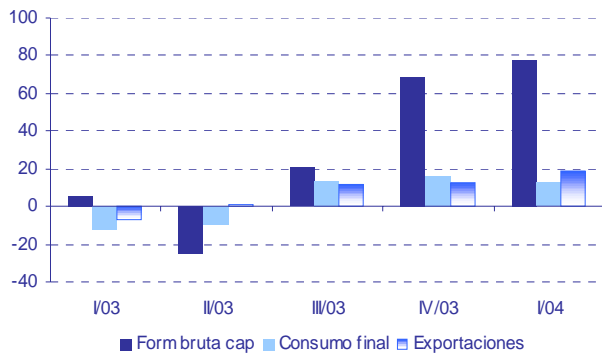
3. El Euro se apreció 10,3% en el primer trimestre del año respecto al promedio del año 2003 y 16,5% respecto a igual período del año anterior. Por su parte, el Yen se fortaleció respecto a la moneda estadounidense 8,2% y 23,6% respectivamente.

Oferta y utilización finales

Además del producto, las importaciones de bienes y servicios experimentaron un sensible crecimiento (29,9%), por lo que la oferta final de bienes y servicios en la economía se expandió en forma marcada en el primer trimestre del año respecto a igual período del año anterior (18,3%).

El crecimiento de la producción de bienes y servicios continuó apoyándose tanto en la demanda interna como en la demanda externa. Si bien ambos componentes de la utilización final crecieron a una tasa similar en el primer trimestre de 2004 en términos interanuales (en el entorno del 18%), dado el mayor peso de la absorción doméstica, ésta tuvo una mayor incidencia en la expansión de la demanda global.

UTILIZACIÓN FINAL
Variación interanual (en %)



Dentro de los componentes de la utilización interna, destaca por su incidencia, el aumento del gasto de consumo final del sector privado⁴. El importante crecimiento del consumo privado (13,1% en términos interanuales) debe vincularse con varios factores. En primer lugar, con una clara mejora de las expectativas acerca de la evolución de los ingresos futuros y de una percepción de una mayor estabilidad macroeconómica. En ese sentido, se estima que los agentes económicos en el marco de la aguda crisis acaecida en 2002, postergaron decisiones de gasto (particularmente de bienes durables) hasta avanzado el año 2003, momento en el que el clima macroeconómico comenzó a mejorar. En los primeros meses de 2004 esta tendencia se afirmó y el consumo privado continuó creciendo. Este aumento del consumo habría estado financiado, en parte, por una disminución del ahorro del sector privado. Asimismo coadyuvó el aumento de la masa salarial, ya que si bien el salario real no ha logrado recuperarse, mejoró el nivel de empleo. Por otro lado, también habría contribuido la mejora de los ingresos de los sectores vinculados al sector exportador. Finalmente, también facilitó la mejora señalada del

4. 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.

consumo, cierta reactivación observada en el segmento de tarjetas de crédito y el descenso de las tasas de interés.

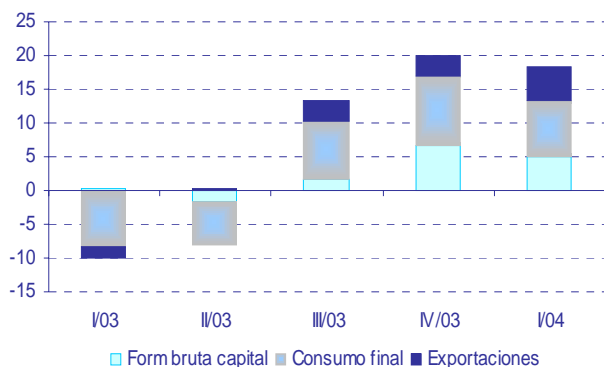
Mientras tanto, el gasto de consumo final del Gobierno General también creció en el primer trimestre del año, luego de sufrir una contracción significativa en los años previos. En el marco de una mayor recaudación, los gastos de funcionamiento experimentaron cierta expansión, debido, en parte, a la regularización parcial de los atrasos en los pagos incurridos con los proveedores en los años anteriores. También se verificó un leve aumento de las partidas de remuneraciones.

La inversión, por su parte, experimentó un notable crecimiento (77,3% interanual). Ello fue el resultado del significativo aumento de las existencias, especialmente de productos de origen agropecuario, y del marcado crecimiento de la formación bruta de capital fijo. Esto último se debió, a su vez, al incremento de la demanda de maquinaria y equipos, ya que la inversión en construcción mostró una moderada expansión.

Las exportaciones continuaron mostrando un importante dinamismo en el primer trimestre del año (18,8%), debido al buen desempeño, tanto de las exportaciones de bienes, como de las de servicios. En lo que refiere a las primeras, los mayores volúmenes exportados respondieron, fundamentalmente, a mayores colocaciones de carne, de productos alimenticios, de productos químicos y de productos primarios. Tal situación obedeció a la reapertura de algunos mercados cárnicos, a la mejora de los precios internacionales y de la oferta agropecuaria, a la mayor capacidad de competencia de la economía uruguaya, y a la recuperación de la demanda mundial y regional, especialmente de Argentina. Asimismo, las exportaciones de servicios también se incrementaron significativamente. Ello se debió a la mejora de la temporada turística, lo que debe asociarse principalmente a la recuperación de la economía argentina y al mantenimiento de un nivel de precios relativos favorable.

UTILIZACIÓN FINAL

Incidencia en la variación interanual (en %)



PRODUCTO BRUTO INTERNO

(variación interanual del IVF I/trim 04 e incidencia)

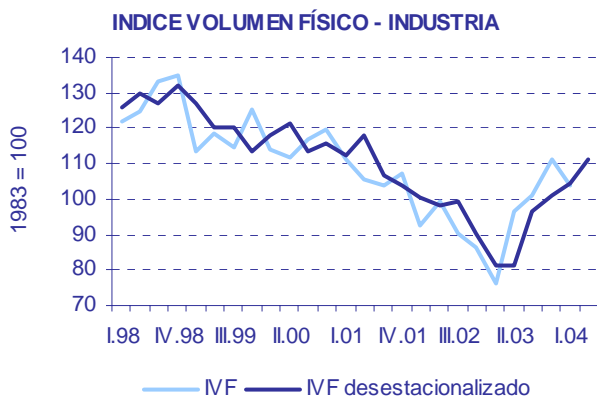
Sector	Variación %	Incidencia %
Agropecuaria	10.9	1.2
Industria manuf	36	5.3
Electricidad, gas y agua	-0.3	0
Construcción	9.3	0.2
Comercio, rest y hoteles	22.5	2.4
Transportes y comunic	11.9	1.5
Otras act	8.5	3.7
PIB	14.3	14.3

Sectores productivos

El crecimiento interanual del PIB en el primer trimestre del año (14,3%), fue consecuencia de la expansión de prácticamente todos los sectores, con la única excepción de electricidad, gas y agua debido, principalmente, a factores climáticos que afectaron la oferta exportable. Dicha expansión se vio favorecida por el aumento del nivel de actividad de la cadena agroindustrial, así como también del resto de la producción industrial, al tiempo que pudo observarse una marcada recuperación de los servicios (comercio, restaurantes y hoteles y transporte y comunicaciones).

El sector agropecuario continuó mostrando un claro dinamismo, debido al aumento tanto de las actividades pecuaria como de las agrícolas. Ello se manifestó fundamentalmente en un aumento de la producción de carne vacuna, leche y aves, así como en una expansión de los cultivos de cereales (sobre todo arroz y trigo). Varios factores incidieron en tal desempeño: la mejora de los precios internacionales que estimuló a los productores, así como factores climáticos que indujeron a un aumento de la productividad de algunas actividades (particularmente los cultivos de arroz y trigo, lácteos, etc.).

La industria manufacturera experimentó un notable crecimiento. La recuperación de la actividad industrial alcanzó, prácticamente, a todas las ramas. Los sectores que tuvieron mayor incidencia en el crecimiento global fueron la industria química, alimentos, bebidas y tabaco y productos metálicos, maquinarias y equipos. Los buenos niveles de precios de bienes agroindustriales, el mantenimiento de un elevado nivel del tipo de cambio real y la mejora de las condiciones de la demanda interna, explicaron el aumento de la producción industrial, que se materializó en un crecimiento de las colocaciones en el exterior, en la sustitución de importaciones de algunas ramas y en el aumento de la producción orientada a atender el mercado interno. Asimismo, cabe consignar que el sustancial aumento de la actividad de la industria se vio favorecido por la existencia de un alto porcentaje de capacidad instalada ociosa, que permitió incrementar rápidamente la oferta en respuesta al mayor nivel de la demanda sin tener que efectuar inversiones importantes.



La construcción creció en el primer trimestre del año, debido a un incremento tanto de la construcción pública como privada, impulsada por la agilización de la concesión de obras públicas, así como la reactivación de grandes obras del sector privado.

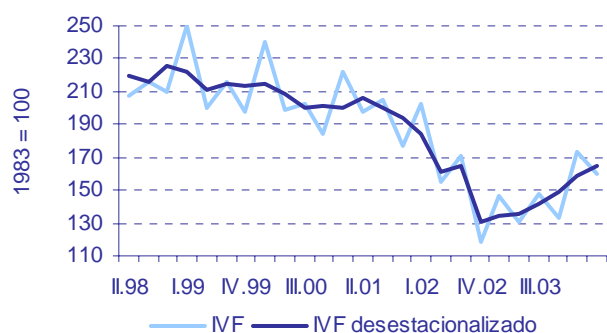
Los servicios también mostraron un buen desempeño. La actividad del sector comercio, restaurantes y hoteles creció acompañando la mejora del consumo interno y también por una buena temporada turística. El sector transporte y comunicaciones también exhibió un buen comportamiento, favorecido por el dinamismo de la actividad económica y el mayor nivel de gasto interno. El único sector que sufrió un leve retroceso fue el de electricidad, gas y agua, a raíz del déficit hídrico verificado en la primer parte del año.

Sin embargo, si se elimina la incidencia de factores estacionales, se observa cierta desaceleración de la tasa de crecimiento del producto respecto al trimestre inmediato anterior. En efecto, en el primer trimestre el PIB creció 1,7% en términos desestacionalizados, cifra que representa la mitad del guarismo registrado en los dos trimestres anteriores. Este resultado era, en parte, previsible ya que la economía experimentó un rápido crecimiento en comparación con un punto muy bajo de actividad económica, utilizando una porción relevante de factores productivos ociosos (tierra, trabajo y capital). Era dable pensar que en el correr de 2004, una vez que el *output gap* comenzara a achicarse y se superara la etapa de crecimiento “fácil”, el ritmo de crecimiento de la economía se enlenteciera.

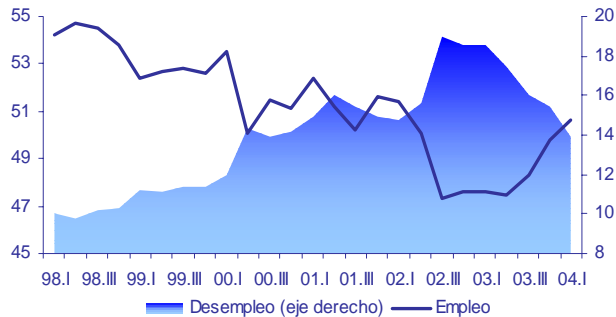
El mercado de trabajo

El mayor dinamismo económico permitió una mejora del nivel de empleo en la economía. En el primer trimestre de 2004 la cantidad de puestos de trabajo se incrementó 7,3% en términos interanuales y 1,9% respecto al último trimestre de 2003. Expandiendo la muestra relevada por el INE al total del país urbano, se infiere que se habrían creado alrededor de 22.500 empleos en el primer trimestre del año. Ello no sólo recoge el

INDICE VOLUMEN FÍSICO -COMERCIO,
RESTAURANTES Y HOTELES



EMPLEO Y DESEMPLEO
TOTAL PAÍS URBANO (%)



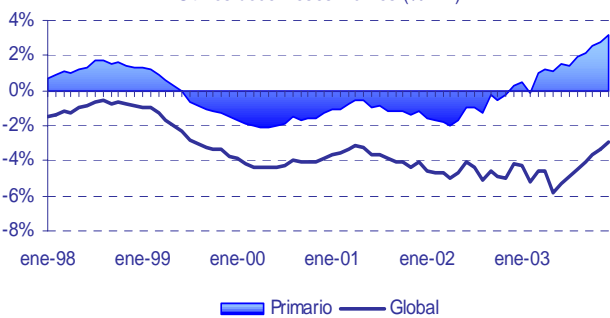
efecto de la mejora del nivel de actividad, sino que también da cuenta de un fenómeno estacional, debido a la generación de empleos vinculados al turismo.

De acuerdo a la Encuesta de Hogares, la mayor parte del empleo fue generado por el sector servicios y la construcción, mientras que la cantidad de puestos de trabajo en el comercio, restaurantes y hoteles se redujo respecto al último trimestre de 2003. Esto último podría estar vinculado con la importante creación de empleos por parte de dicho sector en los trimestres móviles inmediatos anteriores⁵.

La oferta de trabajo permaneció incambiada, por lo que la mejora del empleo redundó en una reducción de la tasa de desempleo, pasando de 15,4% en el último trimestre de 2003 a 13,9% en el período enero-marzo de 2004.

Finanzas Públicas

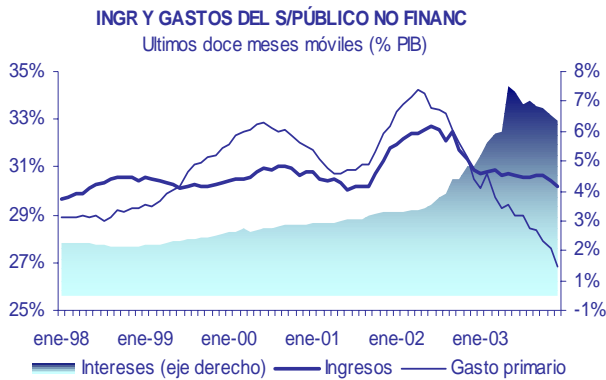
RESULTADO FISCAL GLOBAL Y PRIMARIO
Ultimos doce meses móviles (% PIB)



En el contexto señalado de fuerte reactivación económica, las finanzas públicas se fortalecieron al cabo del primer trimestre del año. De acuerdo a los datos publicados por el Ministerio de Economía y Finanzas⁶, el sector público consolidado alcanzó un superávit primario equivalente a U\$S 107 millones, lo que representó una mejora sustancial respecto al obtenido en igual período del año anterior (U\$S 33 millones). Dicho resultado implicó, además, el cumplimiento en forma holgada de la meta establecida para el primer trimestre en el acuerdo con el FMI. Por su parte, en el año móvil finalizado en marzo el superávit primario resultó equivalente a 3,5% del PIB.

5. Debe tenerse presente que en el trimestre móvil noviembre/03-enero/04, el empleo en el sector comercio, restaurantes y hoteles en el total del país urbano creció 4,6% respecto al trimestre móvil inmediato anterior y 8,8% respecto a igual trimestre del año anterior. Mientras tanto en el trimestre móvil octubre-diciembre/04, el empleo en dicho sector ya se había incrementado 6,6% y 7,7% respectivamente.

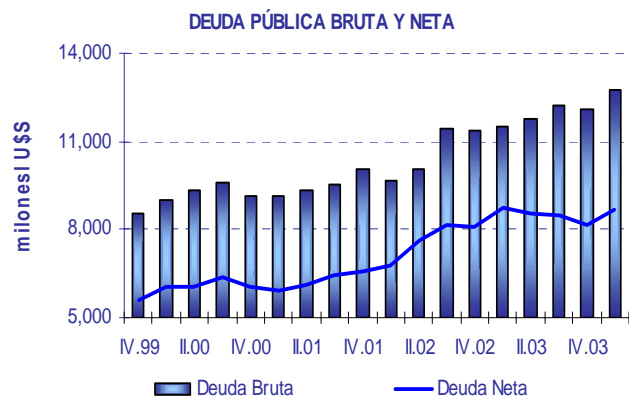
6. Refiere al Resultado del Sector Público Consolidado, medido por encima de la línea. Dicha medición no considera los Gobiernos Departamentales.



El mayor nivel del resultado primario se apoyó en la mejora del resultado de las Empresas Públicas y del Gobierno Central, lo que debe vincularse, a su vez, al incremento de los ingresos. Tanto las ventas de bienes y servicios de las empresas del Estado, como la recaudación impositiva mostraron una expansión significativa, al influjo de la recuperación de la demanda interna. En efecto, el incremento de la recaudación tributaria resultó explicado, principalmente, por el mayor volumen de la recaudación de IVA, COFIS e IMESI, impuestos ligados estrechamente a la demanda doméstica. También la recaudación de tributos del comercio exterior creció significativamente, debido a la expansión de las importaciones.

Esta mejora sustancial de los ingresos del Sector Público No Financiero (12,7% en términos reales) no se reflejó enteramente en la mejora del resultado primario, puesto que el gasto primario, a diferencia de los años previos, tuvo un comportamiento expansivo (6,8% real). En los primeros tres meses del año pudo observarse un crecimiento de cierta entidad de las inversiones (luego de sufrir una contracción muy significativa) y los gastos no personales. Asimismo, las remuneraciones experimentaron un leve aumento. En cambio, las pasividades continuaron mostrando un comportamiento contractivo, debido a la caída del salario real.

Los intereses crecieron, en función del aumento del *stock* adeudado (24% en dólares). Sin embargo, la mejora comentada del superávit primario, permitió que el déficit global del sector público se redujera respecto a igual período del año anterior, ubicándose en U\$S 134 millones. En términos de doce meses móviles el déficit fiscal global se ubicó en 2,7% del PIB.

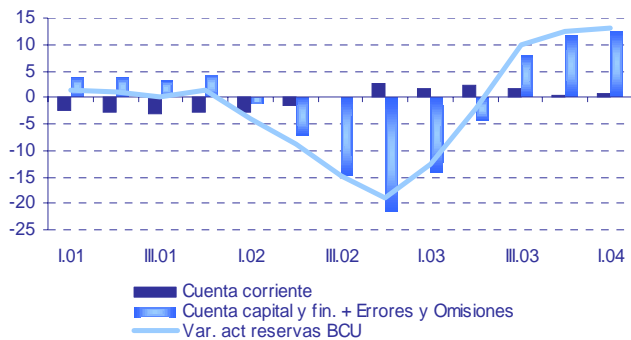


Por su parte, la deuda pública bruta del sector público global creció en el primer trimestre respecto a fines de 2003, ubicándose a fines de marzo de 2004 en U\$S 12.784 millones (109% del PIB), al tiempo que la deuda pública neta ascendió a U\$S 8.668 millones (74% del PIB). La expansión de la deuda bruta resultó, fundamentalmente, del mayor endeudamiento del Gobierno Central y del Banco Central con el sector privado, resultado de la

colocación de títulos públicos, el incremento de depósitos del sistema financiero en la autoridad monetaria y la reducción de los depósitos netos del Sector Público No Financiero en los bancos. Asimismo, también contribuyó al referido aumento los desembolsos de los organismos internacionales de crédito.

Sector externo

BALANZA DE PAGOS
Ultimos doce meses móviles (% PIB)

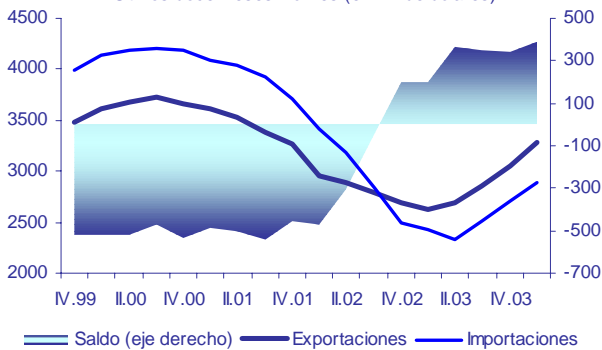


El sector externo mostró un comportamiento favorable en el primer trimestre del año. A la luz del buen desempeño exportador y de una buena temporada turística, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un mayor superávit. Ello, unido a un abultado saldo positivo del rubro “ Errores y Omisiones” , determinó una acumulación de activos de reserva por parte del Banco Central, pese a que se verificó una leve salida de divisas a través de la cuenta financiera.

El saldo en cuenta corriente (U\$S 36 millones) fue superior al obtenido en igual período del año anterior (U\$S 23 millones). Ello resultó explicado por un significativo aumento del saldo de la cuenta comercial, que compensó sobradamente el incremento del pago neto de intereses al exterior. Por su parte, la mejora del resultado comercial se debió al incremento del saldo de servicios, ya que el correspondiente a bienes se tornó deficitario, toda vez que el aumento de las importaciones compensó ampliamente la expansión de las exportaciones. En términos de los doce meses móviles finalizados en marzo de 2004, el superávit en cuenta corriente se ubicó en 0,8% del PIB.

Las exportaciones de bienes aumentaron sustancialmente respecto al primer trimestre del año anterior (34% medidas en dólares). Dicha situación estuvo influida, fundamentalmente, por la mejora de los precios de exportación de varios productos agroindustriales⁷, por una mayor disponibilidad de bienes

BALANZA COMERCIAL
Ultimos doce meses móviles (en mill de dólares)

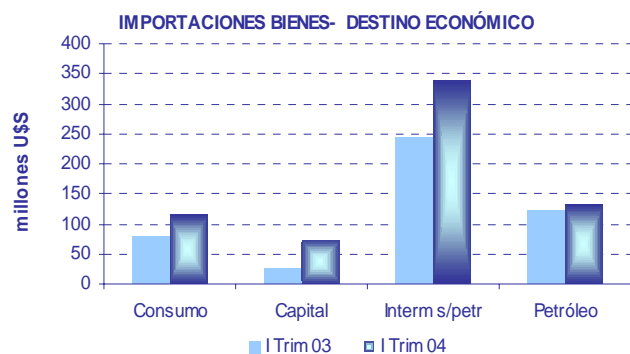


7. Se estima que en el primer trimestre los precios de las exportaciones de bienes crecieron alrededor de 13% respecto a igual período de 2003.

agropecuarios y por el mantenimiento de elevados niveles de competitividad con varias zonas⁸. Con respecto a los destinos de exportación, se destacaron por su incidencia en la variación total, las mayores colocaciones a Estados Unidos, Brasil, Argentina y algunos países de la Unión Europea.



Mientras tanto, las importaciones de bienes experimentaron un notable crecimiento (40%), en el contexto de la marcada reactivación del nivel de actividad económica. Se destaca el crecimiento de las importaciones de bienes de capital, debido a la toma de decisiones de inversión, vista la sensible recuperación de algunos sectores económicos, particularmente el agroindustrial. Por su parte, las compras al exterior de bienes de consumo también crecieron sustancialmente, al influjo de la recuperación del gasto del sector privado. Finalmente, las importaciones de insumos intermedios también se expandieron, debido a la tonificación de la actividad industrial.



Como fuera señalado, la cuenta de servicios tuvo un comportamiento favorable, debido a mayores entradas de divisas en concepto del turismo, lo que debe asociarse a la recuperación de la economía argentina. El aumento de las exportaciones de servicios turísticos (60%) fue el resultado del aumento del número de turistas ingresados, del mayor volumen (medido por el número de días totales) y del mayor gasto *per cápita*.

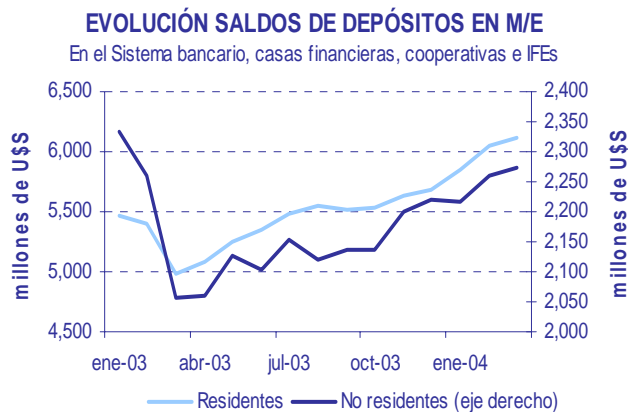
La cuenta capital y financiera registró un leve déficit en el primer trimestre (U\$S 16 millones) originado por salidas de capital del sector financiero privado y la constitución de depósitos en el exterior, lo que fue compensado parcialmente por la entrada de divisas al BCU provenientes de desembolsos de préstamos de organismos multilaterales de crédito. Sin embargo, como se expresó el rubro “ Errores y Omisiones” registró un saldo positivo (U\$S 136 millones), lo que estaría indicando que los capitales privados, en un contexto de mayor confianza, habrían

8. La competitividad global de la economía uruguaya mejoró 11,2% en los primeros tres meses del año respecto al primer trimestre de 2003, mientras que con Argentina lo hizo 6,6% y con Brasil 22%. Por su parte, si se considera la variación con relación al promedio del año 2003, la ganancia de competitividad fue de 7%, 1,2% y 8,8% respectivamente.

continuado retornando, luego de la pronunciada crisis financiera de 2002.

Como consecuencia de los movimientos señalados, los activos de reserva del Banco Central se incrementaron en el período (U\$S 157 millones), lo que le permitió a la autoridad monetaria continuar el proceso de recomposición de reservas iniciado el año anterior. En los últimos doce meses finalizados en marzo de 2004, el incremento de activos de reservas alcanzó a U\$S 1.523 millones (13% del PIB).

Sistema financiero



Los depósitos en moneda extranjera continuaron creciendo en los primeros tres meses del año (U\$S 487 millones), consolidando la tendencia verificada en el año anterior. Dicho crecimiento se debió a mayores depósitos de residentes y se concentró en modalidades a la vista⁹. Ello no habría respondido sólo a la preferencia por la liquidez de los depositantes, sino también a cierta reticencia de los bancos a captar fondos a plazos más largos debido al escaso dinamismo del mercado de crédito. El aumento de las colocaciones del sector privado se registró, fundamentalmente, en los bancos privados y, en menor medida, en el BROU.

Por su parte, las tasas de interés pasivas experimentaron una leve reducción en marzo de 2004 respecto a los niveles de fin de año, en un entorno macroeconómico de mayor estabilidad pero de poca actividad en el mercado de crédito.

Pese al favorable panorama de la coyuntura descrito en este Informe, el mercado de crédito no ha dado muestras de reactivación. En efecto, el stock de los créditos brutos del sistema bancario se redujo levemente al cabo del primer trimestre del

9. El 75% de los nuevos depósitos en moneda extranjera captados del sector residente fueron en depósitos a la vista y cajas de ahorro.

año¹⁰, luego de mostrar un leve incremento a fines del año pasado.

II. Las perspectivas económicas para el resto de 2004

En los últimos meses la dinámica económica ha continuado mostrando una trayectoria expansiva, confirmando las proyecciones efectuadas en el informe anterior. Los indicadores indirectos de actividad del segundo trimestre confirman la continuidad del crecimiento económico. La recaudación tributaria - una variable estrechamente vinculada con el ciclo económico- continúa creciendo a buen ritmo. La evolución de los agregados monetarios más restringidos (emisión, circulante en poder del público, M1) también refleja el mayor nivel de transacciones en la economía. Los flujos de comercio exterior de bienes -tanto exportaciones como importaciones- presentaron un marcado dinamismo en abril y mayo. En lo que respecta a los indicadores del mercado laboral, si bien el fuerte repunte del empleo que se venía observado desde el 2003 se vio interrumpido en la medición del trimestre febrero-abril, la información más reciente correspondiente al período marzo-mayo, da cuenta del retorno a la senda de aumento del empleo y caída de la tasa de desocupación, la que se ubica en el nivel más bajo de los últimos cuatro años.

Entre los factores externos que se espera continúen influyendo favorablemente sobre la economía uruguaya en lo que resta del año se destacan el fortalecimiento de la economía mundial, los elevados precios de algunos *commodities*, el repunte del nivel de actividad en Brasil y el mantenimiento de una tendencia positiva de crecimiento en Argentina.

10. De acuerdo a datos de la Superintendencia de Instituciones Financieras, los créditos brutos totales concedidos por el BROU al sector no financiero en marzo de 2004 se redujeron 1% respecto a diciembre de 2003. Por su parte los correspondientes a Banca Privada disminuyeron 3,6%.

Si bien la economía uruguaya sigue beneficiándose de un contexto externo favorable y de un escenario doméstico pautado por la reactivación económica y la mayor confianza de los agentes económicos, en los últimos meses han aparecido algunas señales de alerta, las que deben ser tenidas en cuenta a la hora de delinear el contexto macroeconómico de la segunda mitad de 2004.

Comenzando con el escenario internacional, sin dejar de ser en términos generales propicio para nuestro país, el mismo se ha tornado más complejo por la conjunción de una serie de factores adversos, entre los que se destaca el aumento de las tasas de interés internacionales, la mayor volatilidad de los mercados financieros, el retroceso de los precios de algunos *commodities*, las dificultades en términos de acceso a fuentes complementarias de energía a nivel regional y la suba del precio del petróleo. En los próximos meses será necesario realizar un cuidadoso seguimiento de las condiciones de los mercados internacionales que podrían afectar la *performance* de la economía uruguaya.

En primer lugar, resulta evidente que la suba de las tasas de interés en los países más desarrollados, especialmente en Estados Unidos, encarecerá el costo de financiamiento de los países emergentes, dificultando el acceso de estas economías a los mercados de capital. Los inversores financieros se han mostrado inquietos ante las perspectivas de una suba de las tasas de la FED, lo que ha repercutido fuertemente en algunas economías emergentes, particularmente en aquellas con un elevado nivel de endeudamiento. Brasil, nuestro principal socio comercial, acusó directamente el impacto y el riesgo país subió en forma marcada, lo que se propagó rápidamente a la cotización de los títulos uruguayos. Esto se reflejó en las tasas medias aceptadas en las licitaciones de Letras de Tesorería y Letras de Regulación Monetaria, las que registraron un considerable aumento en los meses de abril y mayo.

También corresponde poner de relieve el fuerte aumento del precio del petróleo, como consecuencia de la conjunción de problemas de oferta -por los problemas políticos y militares en

Irak- y una mayor demanda asociada a la reactivación de la economía mundial, la cual podría crecer, según estimaciones del FMI, al 4,5% durante el corriente año.

Por otra parte, en los mercados internacionales se han comenzado a registrar en los últimos meses algunos descensos en los precios de los *commodities* (fundamentalmente en los granos). A esta tendencia bajista de los productos primarios podría contribuir en los próximos meses la desaceleración de la demanda China y/o la apreciación del dólar frente al Euro y el Yen, asociada a la suba de las tasas en Estados Unidos. Si esta incipiente tendencia se confirma, podría deprimir los precios de nuestros productos de exportación, afectando así los ingresos de divisas al país y los términos de intercambio.

Más allá de estos factores, resulta claro que el nuevo esquema de precios relativos de la economía uruguaya – luego de la devaluación de 2002- ha implicado un sustancial estímulo a la producción de bienes transables con el exterior, favoreciendo así los rubros con perfil exportador y a las diversas actividades sustitutivas de importaciones. Las condiciones de rentabilidad en los sectores transables de la economía siguen siendo muy buenas, por lo que es de esperar que el dinamismo de estos sectores se prolongue por los próximos trimestres.

En cuanto a los determinantes domésticos que pueden influir sobre la velocidad de recuperación económica, el proceso electoral del presente año continúa siendo el principal factor de incertidumbre. La mayor volatilidad de las variables financieras en los meses previos al cambio de gobierno podría inducir un comportamiento más cautelosos de los consumidores y postergar las decisiones de inversión de las empresas. La disciplina fiscal, la prudencia de la política monetaria y la flexibilidad cambiaria constituyen elementos claves para atravesar sin sobresaltos el período de elecciones y disminuir el impacto de la mayor incertidumbre sobre las variables reales y financieras.

En este contexto, se prevé que el proceso de reactivación se desacelere en el resto del año, tanto si se mide en términos

interanuales como por las tasas desestacionalizadas. El fuerte arrastre positivo que dejó el crecimiento hasta el primer trimestre de 2004, junto a un aumento moderado del PIB esperado para los próximos trimestres, son suficientes para asegurar una variación del PIB superior a 7% en el promedio de 2004.

Con respecto a los motores del crecimiento, se entiende que todos los componentes de la demanda agregada podrían continuar expandiéndose. Comenzado con el consumo privado, su comportamiento dependerá de la evolución del ingreso de los hogares (que se espera comience a recuperarse impulsado por el aumento del empleo y, en menor medida, la suba de los salarios reales), del afianzamiento de la confianza de los agentes y de la recuperación del crédito al consumo. En la medida que las variables externas e internas continúen siendo favorables, es esperable que el gasto en bienes durables exhiba elevadas tasas de crecimiento interanual.

En cuanto a la inversión, la formación bruta de capital fijo debería seguir creciendo en 2004, poniendo fin a la caída del stock de capital verificada en los años previos. Si bien la incertidumbre derivada del cambio de gobierno puede afectar este proceso en el corto plazo, es de esperar que en el mediano plazo el elevado nivel de rentabilidad en los sectores transables, la normalización del sistema financiero traducido en condiciones de acceso al crédito menos restrictivas y la disminución de las holguras de capacidad instalada en muchos sectores sigan siendo los factores propulsores de la adquisición de maquinarias y equipos por parte de las empresas. A los efectos de asegurar un crecimiento sostenido y una adecuación tecnológica que permita aumentar el grado de competitividad de los productos uruguayos en el exterior, es imprescindible que el proceso de expansión de las inversiones continúe en los próximos años.

El gasto público, por su parte, presentará un comportamiento levemente expansivo, acompañando el nivel de actividad. El gobierno ha anunciado que el fuerte aumento de los ingresos del sector público le permitirá no sólo cumplir con las metas de superávit primario comprometidas con el FMI, sino también,

recomponer los niveles de inversión pública e iniciar el proceso de recuperación de los salarios públicos y las pasividades que, como es sabido, fueron severamente afectados por la crisis de 2002.

La recuperación de la demanda interna continuará impulsando la suba de las importaciones, tal como se observó en los últimos meses. En este marco, se prevé un achicamiento del superávit en la cuenta corriente para el presente año, reflejo del comportamiento más expansivo del gasto doméstico.

En función de las buenas perspectivas de crecimiento de la economía uruguaya para el corriente año, se prevé un contexto favorable para el aumento del empleo. Dado el actual nivel de precios relativos entre el capital y el trabajo, es probable que la absorción de mano de obra derivada del incremento del PIB sea proporcionalmente mayor que en la década de los noventa.

El aumento del empleo traería también aparejado una reducción de la tasa de desocupación, aunque la velocidad de caída de dicha tasa dependerá del ritmo de incorporación de nuevos trabajadores al mercado laboral.

En síntesis, el marco macroeconómico esperado para los próximos meses supone condiciones comerciales y financieras internacionales favorables para la economía uruguaya y –a nivel doméstico– la continuidad del proceso de recuperación iniciado en 2003. Si bien existen riesgos asociados tanto a la evolución de las variables externas (especialmente por la suba de las tasas de interés) como a las internas (por las incertidumbres que genera el cambio de gobierno, en un marco de alto endeudamiento público y fragilidad del sistema financiero), los mismos se encuentran acotados y no implican bajo ningún escenario cambios abruptos en la política económica. En este entorno, la política monetaria que se describe a continuación compatibiliza el sustento del crecimiento esperado del nivel de actividad, con los recaudos necesarios para mantener la inflación dentro del rango objetivo de 7% a 9% establecido para todo el 2004.

III. La inflación

En el segundo trimestre de 2004 la tasa de inflación – medida por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC) - fue de 2.6%, ligeramente inferior al 2.8% del trimestre anterior. Sin embargo, el estudio de la tendencia inflacionaria muestra un incremento de la inflación subyacente que resulta del claro aumento del mes de abril y de una mayor moderación a fines del trimestre.

Los bienes transables fueron los de mayor incidencia. Su encarecimiento fue sustancialmente mayor al del primer trimestre debido a factores estacionales, al aumento de la demanda externa y a la consolidación de la recuperación económica que habría permitido poner fin al fuerte ajuste a la baja que entre fines de 2001 y fines de 2003 habrían registrado los márgenes de comercialización. En dicho contexto se vio facilitado el traslado a los precios minoristas de la inflación internacional relevante observada en 2003.

En un escenario de recuperación de la demanda interna, parece factible que se produzca una recomposición de los márgenes de comercialización minoristas, lo que se traduciría en una eventual presión inflacionaria.

En el segundo trimestre moderaron sustancialmente su crecimiento los precios de los bienes no transables. Los aumentos de tarifas públicas fueron muy inferiores a los del primer trimestre. Como era de esperar, también fue menor el encarecimiento de la enseñanza. Por otra parte, se abarataron ligeramente los servicios de salud. Además, se redujo sustancialmente la tasa de crecimiento de los precios del resto de los bienes y servicios no transables. Sin embargo, el aumento de precios observado en junio entre esta última categoría de bienes y servicios no transables así como el incremento de los costos unitarios de la mano de obra que se estaría registrando en los sectores de servicios podría estar anunciando una mayor tasa de inflación no transable para el resto de 2004.

Descomposición de la tasa de inflación

En el segundo trimestre los precios de los bienes transables internacionalmente se incrementaron 3.5% contribuyendo con 1% al aumento de 2.6% registrado por el IPC. La carne, los cigarrillos, los lácteos y la vestimenta fueron los rubros de mayor incidencia en este aumento, sustancialmente mayor al de 1.6% del primer trimestre. También se produjo un aumento en el ritmo de crecimiento de los precios del resto de los bienes comercializables a nivel internacional.

La evolución de la demanda externa explicaría la de los precios de la carne.

En el caso de los cigarrillos, se trata de un ajuste anual por lo que su impacto debe ser evaluado con cuidado. Sin embargo, no puede desconocerse que se está ante un aumento que supera al que registró en el año culminado en junio tanto el IPC como el resto de los precios de los bienes transables internacionalmente. El incremento del consumo interno haría sustentable este ajuste.

LA DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE INFLACIÓN							
	Año 2003	I/Trim 2004	Abril	Mayo	Junio	II/Trim 2004	12 MM jun-04
Variación del IPC	10.2	2.8	1.2	1.0	0.3	2.6	9.6
Transables internac.	11.9	1.6	1.5	1.5	0.5	3.5	10.4
Transables regionales	9.3	-0.6	4.2	2.9	-0.5	6.6	13.7
No transables	9.6	4.4	0.3	0.3	0.5	1.1	8.1
Incidencia en la variación del IPC							
Transables internac.	3.4	0.5	0.4	0.4	0.1	1.0	3.0
Transables regionales	1.4	-0.1	0.6	0.4	-0.1	1.0	2.0
No transables	5.3	2.4	0.2	0.2	0.3	0.6	4.6
Variación de los precios de bienes y servicios no transables							
Total	9.6	4.4	0.3	0.3	0.5	1.1	8.1
Tarifas	21.6	8.2	1.0	0.0	0.7	1.6	14.5
Salud	6.4	5.5	-0.3	0.0	0.0	-0.3	8.5
Política departamental	18.3	1.5	0.0	1.3	0.2	1.5	3.5
Enseñanza	4.5	5.6	0.1	0.3	0.6	1.0	8.0
Otros	5.1	2.8	0.4	0.3	0.6	1.3	6.4
Incidencia en la variac. de los precios de bienes y serv. no transables							
Tarifas	3.9	1.7	0.2	0.0	0.1	0.3	2.9
Salud	1.1	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4
Política departamental	1.8	0.2	0.0	0.1	0.0	0.2	0.4
Enseñanza	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5
Otros	2.5	1.3	0.2	0.1	0.3	0.6	3.0

Tanto para la vestimenta como para los lácteos, el segundo trimestre es una época de ajuste de precios. En el primer caso, además, la evidencia disponible parecería indicar que la recuperación económica habría hecho posible que en el primer semestre del año se procesara una recuperación de márgenes de comercialización.

A partir de un sencillo modelo de series de tiempo, se podría concluir que los precios del resto de los bienes transables internacionalmente aumentaron su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre aunque esta tendencia parece haberse moderado hacia fines del período.

El incremento de 6.6% de los precios de los bienes y servicios que se comercializan en la región tuvo una incidencia de 1% en la variación del IPC del segundo trimestre. Aproximadamente dos terceras partes de dicho aumento de 6.6% le corresponden a las frutas y verduras. También llama la atención el encarecimiento de las comidas fuera del hogar, que podría estar impulsado por un aumento de la demanda interna y del precio de la carne.

Cabe destacar que sería de mala calidad la señal inflacionaria “emitida” por el aumento de 24.4% que en el segundo trimestre registraron las frutas y las verduras. En efecto, los precios de estos bienes tienen poco peso en la explicación de la variabilidad del conjunto de series utilizadas en el cálculo del IPC.

Los precios de los bienes y servicios no transables crecieron 1.1% en el segundo trimestre. A diferencia de lo ocurrido en el primero, fueron los de menor incidencia (0.6%) en la evolución del IPC del período.

Si bien las cifras reflejan el aumento de combustibles de mediados de marzo y la mejora de calidad de los combustibles de ANCAP y a pesar de que UTE aumentó sus precios ante la caída de la generación hidráulica, los aumentos de tarifas públicas del segundo trimestre fueron sustancialmente menores a los del primero. Por otra parte, el encarecimiento de parte de los servicios de transporte capitalino tuvo poco peso.

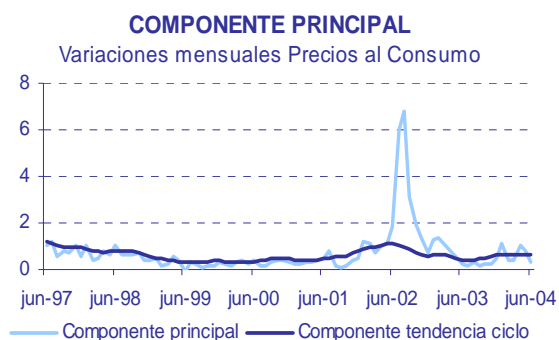
A nivel de la enseñanza no hubo sorpresas: el incremento de precios del segundo trimestre suele estar muy por debajo del que se observa al comienzo de cada año. El ligero abaratamiento de los servicios de salud también contribuyó al menor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y servicios no transables. El aumento de precios del resto de los bienes y servicios no transables¹¹ continuó mostrando una tendencia decreciente.

La inflación subyacente

Para poder extraer conclusiones sobre la inflación subyacente se consideran los componentes tendencia-ciclo de las siguientes series¹²:

- a) El primer componente principal de las variaciones mensuales de 38 índices elaborados a partir de los utilizados para el cálculo del IPC¹³.
- b) La variación mensual del IPC.

El componente tendencia ciclo del componente principal de las variaciones mensuales de precios al consumo descendió levemente a lo largo del segundo trimestre siendo su valor medio (8.3% en términos anualizados) superior al de enero-marzo (8.1% en términos anualizados). A partir de este indicador, se podría concluir que el componente común de las variaciones de los precios minoristas mostraría una tendencia decreciente. Sin embargo, la misma no luce particularmente firme, especialmente si se tienen en cuenta los riesgos inflacionarios que enfrenta la economía uruguaya.



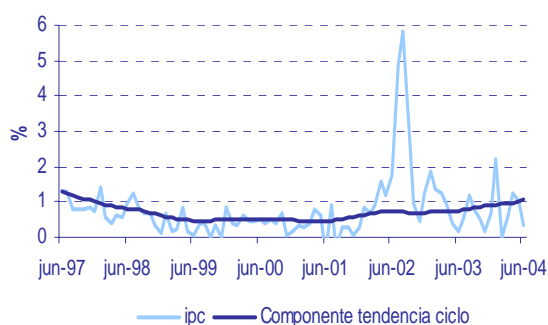
11. Se trata de bienes y servicios cuyos precios no son objeto de regulaciones

12. Para solucionar el problema del rezago de la información contenida en las variaciones últimos doce meses se optó por el análisis de variaciones mensuales. Debido a la mayor volatilidad característica de este tipo de variaciones se recurre a la estimación del componente tendencia-ciclo de estas series.

13. El primer componente principal representa razonablemente bien la variabilidad de las series consideradas. En efecto, el 80% de las observaciones del período Enero 1990- Junio 2004 y el 98% de las del lapso Julio 1995- Mayo 2004 puede ser adecuadamente representado por el modelo de un solo factor estimado. El nivel de significación empleado fue del 5%

IPC Y COMPONENTE PRINCIPAL DE VARIACIONES MENSUALES PRECIOS AL CONSUMO				
	Variac.mensual del IPC		Componente principal	
	Valor	Comp. tend-ciclo	Valor	Comp. tend-ciclo
ene-03	1.9	0.7	1.3	0.6
feb-03	1.4	0.7	1.3	0.6
mar-03	1.2	0.7	1.1	0.6
abr-03	1.0	0.7	0.8	0.5
may-03	0.4	0.7	0.6	0.5
jun-03	0.2	0.8	0.2	0.4
jul-03	0.5	0.8	0.1	0.4
ago-03	1.2	0.8	0.3	0.4
sep-03	0.8	0.8	0.1	0.5
oct-03	0.5	0.9	0.2	0.5
nov-03	0.2	0.9	0.2	0.6
dic-03	0.7	0.9	0.5	0.6
ene-04	2.2	0.9	1.1	0.6
feb-04	0.0	0.9	0.4	0.6
mar-04	0.6	1.0	0.4	0.7
abr-04	1.2	1.0	1.0	0.7
may-04	1.0	1.0	0.8	0.7
jun-04	0.3	1.1	0.4	0.7

VARIACIÓN MENSUAL DEL IPC



Por otra parte, el componente tendencia ciclo de la variación mensual del IPC sigue creciendo.

Riesgos inflacionarios

La recomposición de márgenes de comercialización y el aumento de los costos unitarios de mano de obra pueden constituirse en eventuales presiones inflacionarias. Las estimaciones para el segundo trimestre muestran un incipiente quiebre en la tendencia decreciente que a lo largo de 2003 mostrara el costo unitario de la mano de obra¹⁴ en los sectores

14. Para cada sector de actividad considerado se compara la evolución del valor en pesos corrientes del salario líquido con la 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. Para la proyección del producto del segundo trimestre a nivel sectorial se recurrió a indicadores mensuales de actividad económica elaborados en el Área de Estadísticas Económicas del BCU. Se corrigieron los datos de salarios para que no reflejaran el aumento del salario 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.

transables¹⁵ de la economía. En la medida que la recuperación económica le da más fuerza al aumento del empleo, pierde vigor el crecimiento de productividad que hasta el momento se había observado en estos sectores.

En los sectores de servicios, por otra parte, la tendencia creciente del costo unitario de la mano de obra de los últimos años se mantiene firme, lo que podría determinar un incremento de la tasa de inflación no transable. En efecto, téngase presente que el sector servicios se caracteriza por ser intensivo en mano de obra y que la recuperación de la demanda interna favorece la recomposición de márgenes. En un contexto de reactivación de la actividad económica, es razonable suponer que los aumentos del costo de la mano de obra se trasladen a precios.

Otra fuente de presiones inflacionarias a tener en cuenta es el comportamiento de los márgenes de comercialización. Así, la mayor tasa de crecimiento de los precios al consumo de los bienes transables a nivel internacional, sería reflejo del traslado a los precios al productor de la inflación internacional relevante en un contexto de recuperación económica que permitió que los márgenes de comercialización dejaran de caer.

En efecto, la evidencia empírica disponible muestra que los márgenes de comercialización de los bienes transables habrían dejado de caer¹⁶. Por otra parte, si se compara la evolución del índice representativo de los precios al productor de los bienes seleccionados para la estimación de dichos márgenes de

15. “ Industria Manufacturera” y “ Comercio, restaurantes y hoteles”

16. 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 (mayoristas). Se trabajó con 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 – junio 2004, lapso para el cual está disponible el IPPN.

comercialización con la de los precios internacionales expresados en pesos, se observa un rápido traslado a los precios al productor considerados de la inflación internacional relevante ajustada por devaluación doméstica. Los precios internacionales se habrían mostrado estables en lo que va de 2004. Pero, en la medida que el traslado a los precios al productor de la inflación internacional relevante de 2003 no ha sido completo, es de esperar que los precios mayoristas y los transables internacionales del IPC continúen creciendo. Para esta última categoría de bienes, el crecimiento de precios puede verse exacerbado por un intento de recomposición de márgenes de comercialización. Parece razonable que se procure aumentar estos márgenes en un escenario de crecimiento económico y luego de una caída cercana al 10% entre fines de 2001 y fines de 2003.

IV. La política monetaria en el segundo trimestre de 2004

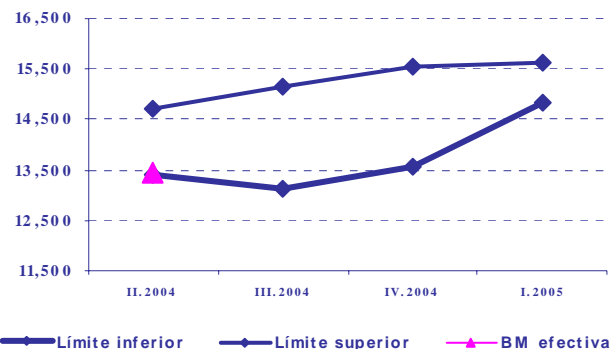
Desde comienzos del presente año, el BCU ha ido asumiendo, en forma gradual, un compromiso más activo con sus objetivos respecto del nivel de precios. En función de este mayor compromiso y debido a la percepción de eventuales presiones inflacionarias, la autoridad monetaria corrigió a la baja sus metas en el transcurso del primer trimestre, y a fines del mismo, en oportunidad de la revisión monetaria, modificó el sistema de metas que había venido siguiendo desde comienzos de 2003.

En efecto, a partir del trimestre finalizado, el BCU se comprometió públicamente con un rango objetivo para la variación de la base monetaria, en el entendido que una mayor flexibilidad en el uso de los instrumentos permitirá responder más adecuadamente a las eventuales presiones que afecten la dinámica que siguen los precios.

Desde el punto de vista operativo el BCU fija objetivos puntuales de BM, los que modifica toda vez que el análisis de los indicadores de mercado sugiere la existencia de mayores riesgos. Es por este motivo que los indicadores adelantados de inflación, de expectativas de inflación de mercado y de comportamiento del mercado monetario adquieren un rol fundamental en la implementación de la actual política monetaria.

La evolución de dichos indicadores en la primera mitad del año sugería la existencia de presiones inflacionarias alcistas, motivo por el cual la instancia monetaria aplicada por el BCU en el primer semestre del año ha sido restrictiva en comparación a las proyecciones anteriores.

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA
Saldos promedios en millones de pesos

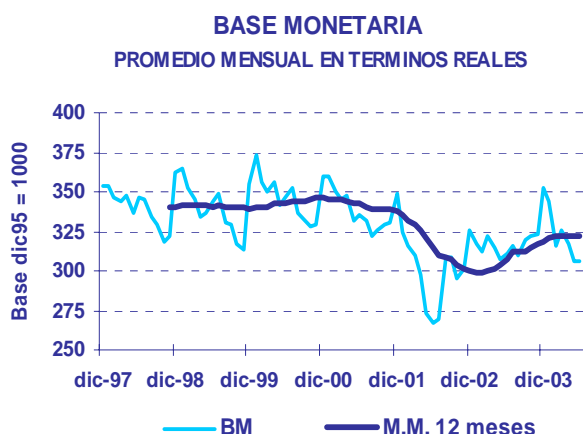


LA BASE MONETARIA

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

La base monetaria promedio¹⁷ alcanzó en el segundo trimestre \$ 13.429 millones. Como consecuencia, dicha variable se ubicó prácticamente en el nivel correspondiente al borde inferior del rango objetivo de variación de la BM (\$ 13.422 millones) con el cual se comprometió el BCU, según lo dispuesto por el Comité de Política Monetaria en su reunión del 02 de abril del presente año.

Con relación a las metas operativas con que trabajó el BCU en el trimestre, las mismas fueron reduciéndose hasta coincidir con el piso del rango objetivo de BM. Por tanto, la BM habría terminado el segundo semestre con un desvío de 0.05%, por exceso, respecto a la meta fijada.



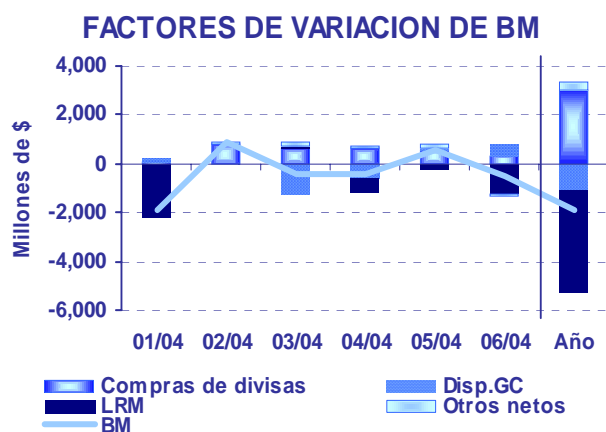
Saldos promedios mensuales en millones de pesos			
	BM objetivo	BM efectiva	Desvíos
2003.I	12,275	12,285	0.1%
2003.II	12,400	12,356	-0.4%
2003.III	12,735	12,744	0.1%
2003.IV	13,689	13,678	-0.1%
2004.I	13,950	13,928	-0.2%
2004.II	13,422	13,429	0.1%
Promedio 12 meses	13,449	13,445	-0.03%

Tal como puede observarse en la gráfica, a comienzos del segundo trimestre del año se enlenteció la tendencia creciente que la BM había exhibido desde el pasado año, produciéndose un quiebre de dicha tendencia en el mes de mayo. En efecto, luego de los cuatro registros positivos observados a partir de comienzos de 2003, en el pasado trimestre la BM promedio resultó 0.5% inferior, en términos reales, a la de igual período del año 2003.

17. En base a datos preliminares.

Los componentes de la oferta de BM

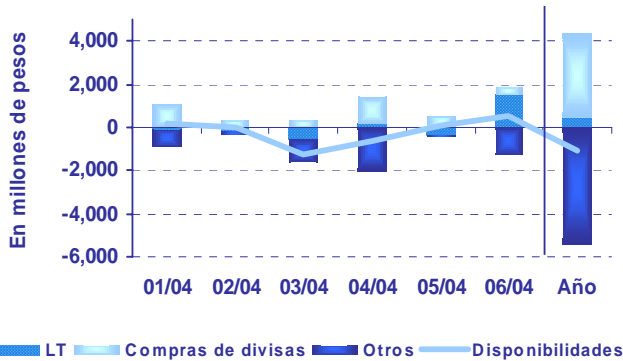
En términos punta-punta la BM experimentó una contracción, que alcanzó \$ 443 millones en el trimestre. Dicha contracción se materializó en los meses de abril y junio, en tanto que en mayo, como consecuencia de los problemas operativos que afectaron el funcionamiento del mercado en la segunda quincena del mes, la oferta de BM resultó expansiva.



FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA				
Flujos acumulados en millones de pesos				
	Abril	Mayo	Junio	II.04
1- Compras netas de moneda extranjera	640	598	277	1515
Al Sistema Financiero	449	509	197	1155
Al Gobierno Central	191	89	80	360
2- Crédito neto al Sistema Financiero	0	0	-370	-370
3- Crédito al Gobierno Central	73	29	0	102
4- Utilización disponibilidad m.n. GC-BPS	-604	81	538	15
Amortización neta de letras de tesorería	146	-362	1478	1262
Intereses sobre títulos en moneda nacional	136	347	159	642
Compras netas de moneda extranjera	1287	526	363	2176
Otros	-2173	-429	-1462	-4064
5- Déficit de BCU en moneda nacional	10	94	256	360
6- Instrumentos de Regulación Monetaria	-552	-265	-1219	-2036
7- Otros	-9	-20	-2	-31
VARIACION TOTAL	-441	517	-519	-443

En el segundo trimestre del año, nuevamente las compras netas de divisas del BCU se constituyeron en el principal factor de expansión, dando cuenta de un aumento de la oferta primaria de dinero por \$ 1.515 millones. Estas compras, que en el acumulado del trimestre son equivalentes a U\$S 51 millones, se canalizaron principalmente a través del mercado interbancario, y completan el monto de compras tentativas que el BCU anunció que realizaría durante el presente año. Al igual que las compras de divisas y tal como es habitual, el déficit en moneda nacional del BCU resultó expansivo en el período, aunque con un grado de significación muy inferior, al igual que el crédito al Gobierno Central y el manejo de disponibilidades en moneda nacional del conjunto GC-PBS.

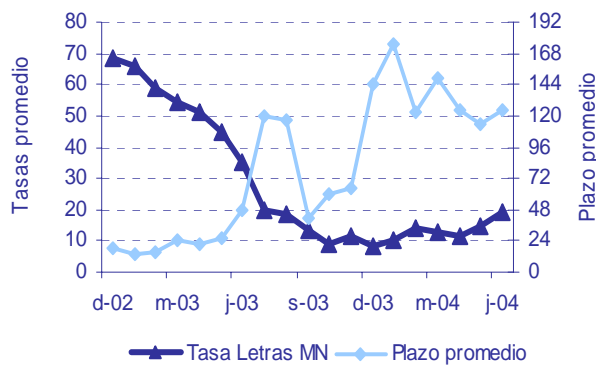
USO DE DISPONIBILIDADES DE GC-BPS



La colocación neta de Letras de Regulación Monetaria (LRM) necesaria para ajustar la evolución de la base monetaria con los objetivos del BCU alcanzó \$ 2.036 millones en el período abril-junio de 2004, constituyéndose, tal como es habitual, en el principal factor contractivo del período. En el marco de la política de reforzamiento del segmento en moneda nacional adoptada por la autoridad monetaria a mediados del pasado año, más del 50% de las colocaciones de LRM realizadas en el segundo trimestre estuvieron nominadas en UI.

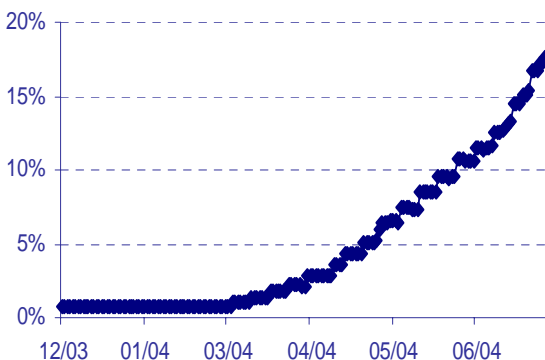
En el acumulado del trimestre el manejo de disponibilidades del Gobierno Central tuvo un efecto casi neutro, alcanzado \$ 15 millones la expansión de dinero primario originada en este factor. Los usos netos del conjunto GC-BPS, derivados de la amortización neta de títulos (\$ 1.262 millones) y de las compras de divisas realizadas (\$ 2.176 millones), fueron superiores al superávit alcanzado por el GC en el período (\$ 4.064 millones), determinando una leve reducción de las disponibilidades en moneda nacional del GC, con el consecuente efecto expansivo.

LT MN: TASAS Y PLAZO PROMEDIOS



El plazo promedio de las Letras de Tesorería (LT) en pesos colocadas por el GC en el segundo trimestre del año se mantuvo en el entorno de los 120 días, en tanto que las tasas de interés a las cuales el Gobierno colocó estos instrumentos se incrementaron, con relación al trimestre anterior, en más de 220 p.b.. Este aumento de las tasas de interés respondería en parte a las condiciones de liquidez imperantes en el mercado, de las cuales un buen indicador es la significativa caída que experimentaron los excedentes bancarios, los cuales resultaron en el período abril-junio 27% inferiores en promedio que los existentes en el primer trimestre del año.

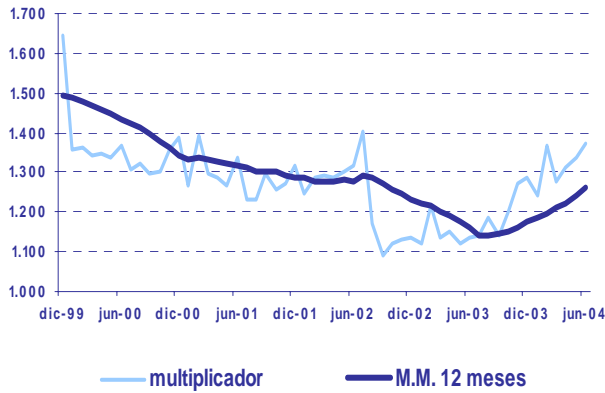
LT en UI en el circulante total de LT



El escenario macroeconómico favorable ha posibilitado que el Gobierno en el pasado trimestre redujera, a través de la amortización neta de LT en pesos que efectuó principalmente en junio, el circulante de títulos en moneda nacional y continuara con el proceso de mejora del perfil de vencimientos de su deuda a través de la utilización de instrumentos nominados en UI. De hecho, el circulante de LT en UI a fines de marzo alcanzaba 2%

del circulante total de LT, porcentaje que a fines de junio alcanza casi el 18%.

MULTIPLICADOR MONETARIO

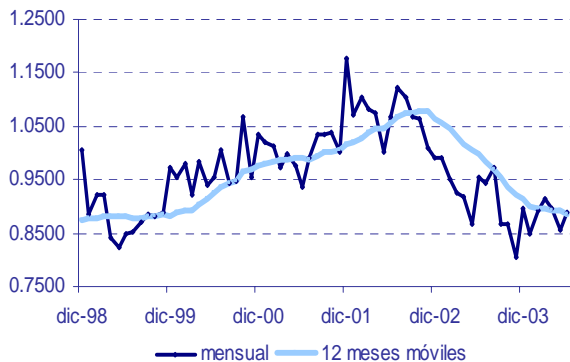


EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO

El multiplicador monetario y la oferta secundaria de dinero

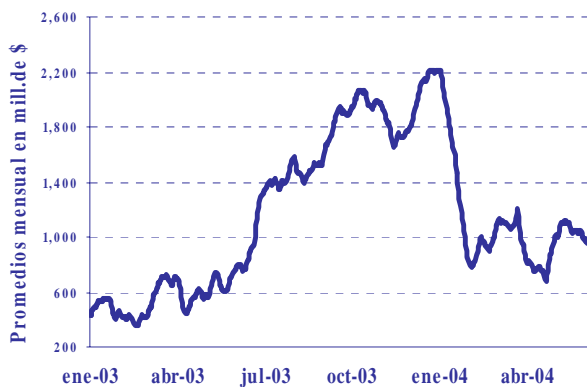
Durante el segundo trimestre del año el multiplicador monetario, que relaciona el M1 fin de mes con la BM promedio, mantuvo la tendencia creciente que lo ha caracterizado desde mediados del 2003, aunque ubicándose por debajo de los niveles que históricamente ha alcanzado. Como consecuencia de este mayor multiplicador monetario la reducción en términos reales que experimentó la oferta secundaria de dinero en el trimestre (-4.2%), evolución consistente con su pauta de comportamiento intra-anual, resultó inferior a la caída experimentada en el mismo período por la BM (-5.9%).

Preferencia del público por circulante



Las razones detrás del aumento del multiplicador monetario serían las mismas observadas el pasado trimestre: una reducción de la preferencia por circulante y menores niveles de reservas bancarias. La preferencia del público por circulante, en el contexto de recuperación del nivel de actividad en que se está operando, continuó convergiendo hacia los valores previos a la crisis, manteniendo la tendencia decreciente que ha mostrado desde mediados del año 2003. Tal como era esperable en el mencionado contexto adquirió mayor peso, en términos relativos, la demanda de empresas, la cual es más intensiva en depósitos bancarios. Dentro de estos, los depósitos a la vista, que son los directamente relacionados con la demanda de empresas, son los que lideran el crecimiento.

ENCAJES EXCEDENTES SOBRE LOS OBLIGATORIOS



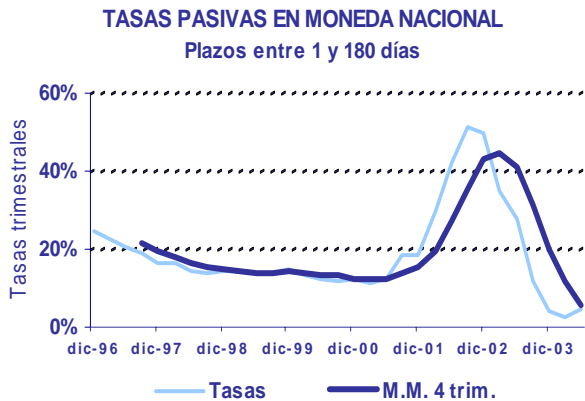
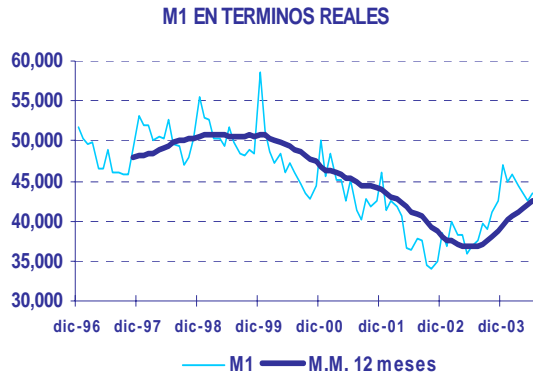
A pesar del aumento de las reservas bancarias, derivado del mencionado crecimiento de los depósitos líquidos captados por los bancos, las reservas bancarias totales se redujeron. Esta reducción obedece a la significativa caída que experimentaron las

reservas excedentes respecto al mínimo obligatorio durante el segundo trimestre del año, que como ya fuera mencionado, alcanzó 27%.

La demanda real de dinero

Durante el segundo trimestre del 2004 la demanda por M1¹⁸ mantuvo la tendencia creciente que la ha venido caracterizando desde la segunda mitad del pasado año, resultando en dicho período más de 16% superior en términos reales respecto a igual período de 2003.

Este comportamiento de la demanda de dinero es consistente con un contexto en el cual todos los indicadores sectoriales disponibles evidencian que el proceso de recuperación económica iniciado el año pasado se mantiene a buen ritmo, al tiempo que, las tasas de interés, si bien experimentaron un repunte en el pasado trimestre, continúan mostrando una marcada tendencia decreciente.



V. Las proyecciones monetarias

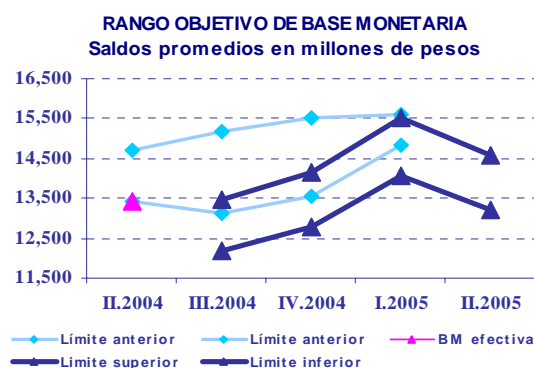
La autoridad monetaria ha evaluado como positiva la performance del sistema de rangos objetivos para la evolución de la base monetaria vigente desde el pasado trimestre. La flexibilidad que este sistema ha introducido en el manejo de la política monetaria ha sido de gran ayuda para enfrentar las presiones inflacionarias, en atención a las cuales el BCU aplicó una instancia monetaria restrictiva.

Para el año móvil Julio 2004-Junio 2005, se plantea una trayectoria monetaria consistente con una inflación comprendida dentro del rango objetivo de entre 6% y 8%, y un contexto macroeconómico que puede caracterizarse como favorable.

¹⁸ En base a datos preliminares y estimados a junio de 2004.

Tal como fuera analizado en la segunda parte de este informe, se espera el mantenimiento de condiciones comerciales y financieras favorables para el país y la continuidad del proceso de recuperación que la economía uruguaya inició el pasado año. En el horizonte de proyección monetaria, a los riesgos de eventuales subas en las tasas de interés internacionales, se agrega la mayor incertidumbre que en la evolución de las variables, tanto reales como financieras, imprime el ciclo electoral. Si bien se valora que tales riesgos no implican cambios abruptos del escenario macroeconómico, los mismos se reflejarán a partir de fines del presente trimestre en un enlentecimiento del proceso de recuperación económica, presiones al alza sobre las tasas de interés y un menor ritmo de crecimiento del multiplicador monetario.

La trayectoria de la BM prevista para los próximos cuatro trimestres, consistente con el objetivo de precios asumido para los doce meses finalizados en junio de 2005 y con el contexto macroeconómico que se proyecta para dicho período, se ubicará dentro del siguiente rango objetivo para la evolución de la base monetaria:



RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA		
Promedios en millones de pesos		
Trimestre	Límite inferior	Límite superior
III.2004	12.186	13.468
IV.2004	12.806	14.149
I.2005	14.057	15.536
II.2005	13.192	14.580

Si bien la autoridad monetaria considera que las presiones alcistas sobre la evolución de los precios se habrían moderado hacia fines del pasado trimestre, ha entendido conveniente mantener el sesgo restrictivo de su política, lo cual se refleja en una corrección a la baja del rango objetivo de base monetaria en todo el horizonte de proyección. Tal como es habitual este banco central realizará un seguimiento cuidadoso de las condiciones del mercado monetario y del contexto macroeconómico, y ante un eventual comportamiento de los precios que implique una apartamiento de la senda objetivo, se introducirán aquellas medidas que se consideren oportunas.

URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS						
	1999	2000	2001	2002	2003	I.2004
1. Cuentas Nacionales						
1.1 Producto Interno Bruto (PIB)						
Millones U\$S (últimos doce meses)	20,923	20,093	18,568	12,300	11,203	11,729
Variación real (contra igual período año anterior)	-2.8	-1.4	-3.4	-11.0	2.5	14.3
1.2 Demanda interna (var. igual período año anterior)						
Inversión bruta fija	-8.1	-13.1	-9.4	-32.5	-11.4	57.5
Consumo total	-1.3	-1.4	-2.1	-15.9	-1.1	12.3
1.3 Sector externo (var. igual período año anterior)						
Exportaciones de bienes y servicios	-7.4	6.4	-9.1	-10.3	4.1	18.8
Importaciones de bienes y servicios	-5.8	0.1	-7.1	-27.9	1.6	29.9
2. Mercado de trabajo						
Empleo (var. igual período año anterior)	-2.2	-1.1	0.6	-3.5	-0.7	7.3
PEA (var. igual período año anterior)	-0.9	1.4	2.7	-1.5	-0.7	1.5
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período)	11.3	13.6	15.3	17.0	16.9	13.9
3. Sector externo						
3.1. Transacciones de mercaderías (var.igual período año anterior)						
Exportaciones de bienes	-19.1	2.6	-10.5	-9.6	18.1	33.6
Importaciones de bienes	-11.7	3.7	-12.0	-35.9	11.6	40.8
3.2. Balanza de pagos (últimos 12m en % del PIB)						
Cuenta corriente	-2.4	-2.8	-2.6	2.6	0.5	0.7
Exportaciones de bienes y servicios	16.6	18.2	17.6	21.9	27.2	28.0
Importaciones de bienes y servicios	19.1	20.9	20.0	20.3	24.2	24.7
Cuenta capital	1.7	3.8	2.7	-2.6	1.4	-1.1
Errores y omisiones	0.7	0.1	1.4	-18.9	10.5	13.4
Variación Activos de Reseva del Banco Central	0.1	1.1	1.5	-18.9	12.3	13.0
3.3. Activos de Reserva del BCU (en mill. de U\$S, fin de período)						
	2,600	2,823	3,100	772	2,087	2,243
4. Resultado fiscal (últimos 12m en % del PIB) ⁽¹⁾						
4.1 Sector Público No Financiero (SPNF)						
Gobierno Central	3.8	3.7	3.9	3.9	2.8	2.8
Empresas Públicas	3.9	3.7	4.7	5.0	4.5	4.6
Gobiernos Locales y otros organismos	-0.3	-0.1	-0.8	-0.9	-1.7	-1.6
4.2 Parafiscal (Banco Central)						
	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
4.3 Resultado global						
	4.0	4.1	4.3	4.2	3.1	3.2
5. Deuda pública						
5.1 Deuda bruta (en millones de U\$S)						
En % del PIB	8,526	9,132	10,072	11,386	12,119	12,784
5.2 Deuda neta (en millones de U\$S)						
En % del PIB	40.7	45.4	54.2	92.6	108.2	109.0
5.3 Deuda externa bruta s/pco (en millones de U\$S)						
En % del PIB	5,593	6,026	6,594	8,058	8,164	8,668
5.4 Deuda externa neta s/pco (en millones de U\$S)						
En % del PIB	26.7	30.0	35.5	65.5	72.9	73.9
6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos 12 meses)						
6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)	5,590	6,092	5,829	8,300	9,558	9,836
6.2 Índice de Precios Mayoristas (IPM)	26.7	30.3	31.4	67.5	85.3	83.9
6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)	2,668	2,997	2,381	6,608	6,765	6,793
	12.8	14.9	12.8	53.7	60.4	57.9
7. Precios relativos (Var. igual período año anterior)						
7.1 Tipo de cambio real	4.2	5.1	3.6	25.9	10.2	8.4
7.2 Salarios reales	-0.3	9.5	3.8	64.6	20.5	11.4
	7.6	7.3	13.1	93.5	7.3	3.3
8. Indicadores monetarios						
8.1 Base monetaria						
En millones de U\$S, últimos doce meses	838	830	739	442	499	468
En % del PIB	4.0	4.1	4.0	3.6	4.5	4.0
Variación real últimos doce meses	-2.1	1.4	-3.0	-8.0	10.0	1.5
8.2 Agregados monetarios						
M1 ⁽²⁾ (variación real, últimos doce meses)	2.1	-5.5	-7.4	-19.9	22.5	18.0
M2 (variación real, últimos doce meses)	2.0	-1.3	-12.1	-26.8	17.7	21.7
Depósitos en moneda extranjera (variación en dólares, últ doce mes)	747	959	1,758	-6,223	155	1,344
Residentes	526	231	459	-1,982	249	1,127
No residentes	220	728	1,298	-4,241	-94	217
8.3 Tasas de interés pasivas (fin de período)						
Moneda nacional (3 meses plazo)	14.5	13.1	19.4	45.6	5.7	5.0
Moneda extranjera (3 meses plazo)	4.5	4.8	2.1	2.7	1.0	0.8

(1) Medido por fuentes de financiamiento. Los datos de 2004 corresponden a los últimos doce meses finalizados en enero de 2004.

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

(3) Incluye depósitos en el sistema bancario, casas financieras, cooperativas de intermediación financiera e instituciones financieras externas.