



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

División Política Económica

Area de Investigaciones Económicas

Area de Política Monetaria y Programación Macroeconómica

INFORME DE POLITICA MONETARIA

TERCER TRIMESTRE DE 2004

SÍNTESIS	1
I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL..	2
<i>El primer semestre</i>	<i>2</i>
<i>Desarrollos Recientes</i>	<i>2</i>
<i>Estados Unidos, Zona Euro y Asia</i>	<i>3</i>
<i>La región.....</i>	<i>5</i>
<i>Commodities</i>	<i>7</i>
II. LA ECONOMÍA URUGUAYA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004.....	8
NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO	8
<i>Evolución del PIB</i>	<i>8</i>
<i>Oferta y utilización finales.....</i>	<i>9</i>
<i>Sectores productivos</i>	<i>11</i>
<i>El mercado de trabajo</i>	<i>13</i>
FINANZAS PUBLICAS	14
SECTOR EXTERNO	16
SISTEMA FINANCIERO	18
III. DESARROLLOS RECIENTES Y EL CONTEXTO MACROECONÓMICO DEL PRÓXIMO AÑO	20
<i>Indicadores del tercer trimestre</i>	<i>20</i>
<i>Cierre 2004 y perspectivas para el 2005.....</i>	<i>21</i>
<i>Balance de riesgos</i>	<i>22</i>
<i>Motores de crecimiento</i>	<i>24</i>
<i>Sector externo y tipo de cambio real</i>	<i>25</i>
IV. LA INFLACIÓN.....	27
<i>Descomposición de la tasa de inflación</i>	<i>27</i>
ANEXO N°1: LA INFLACION SUBYACENTE.....	32
ANEXO N°2: LAS EXPECTATIVAS DEL MERCADO	34
<i>Presentación de la encuesta</i>	<i>34</i>
<i>Resultados recientes</i>	<i>35</i>
V. LA POLÍTICA MONETARIA EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2004.....	38
LA BASE MONETARIA.....	39
<i>Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la política monetaria.....</i>	<i>39</i>
<i>Los componentes de la oferta de BM.....</i>	<i>40</i>
EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO.....	41
<i>El multiplicador monetario y la oferta secundaria de dinero</i>	<i>41</i>
<i>La demanda real de dinero</i>	<i>43</i>
OTRAS VARIABLES MONETARIAS.....	43
<i>Las tasas de interés en moneda nacional</i>	<i>43</i>
<i>El crédito en moneda nacional</i>	<i>45</i>
VI. LAS PROYECCIONES MONETARIAS	46
CUADRO: URUGUAY – ESTADÍSTICAS FINANCIERAS.....	47

Síntesis

Luego de un primer semestre en que la actividad económica continuó mejorando a buen ritmo, los indicadores disponibles para el tercer trimestre del año sugieren que la economía uruguaya, apoyada en un entorno externo favorable y en el buen desempeño de las variables domésticas, siguió fortaleciéndose. Teniendo en cuenta este desempeño se proyecta una tasa de expansión del PIB en el entorno del 11% para el presente año.

El marco macroeconómico para los próximos doce meses supone condiciones internacionales favorables que facilitarán la continuidad del proceso de recuperación iniciado en el pasado año, aunque el ritmo de crecimiento de la economía uruguaya sería más lento, a tasas consistentes con la evolución del producto potencial. Si bien existen riesgos asociados, tanto a la evolución de las variables externas como a las internas, los mismos se encuentran acotados y no implican bajo ningún escenario cambios abruptos en la política económica.

En el tercer trimestre de 2004 la tasa de inflación – medida por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC) – fue de 2.5%, resultando ligeramente inferior a la observada en el trimestre anterior. El análisis de la evolución de la inflación, incluido en el cuerpo del presente informe, permitiría concluir que la tendencia inflacionaria de la economía uruguaya avanza hacia una estabilización o, incluso, hacia un ligero descenso. Sin embargo, la autoridad monetaria considera prudente mantenerse alerta a eventuales presiones inflacionarias asociadas a la recuperación económica.

Las expectativas de inflación, medidas a través de la encuesta mensual que realiza el Banco Central del Uruguay, continúan ubicándose por encima del rango de referencia para la política monetaria a setiembre de 2005, observándose una convergencia hacia dicho rango en las últimas mediciones. Adicionalmente los últimos datos revelan una reducción de la incertidumbre en las expectativas de inflación para los próximos doce meses y la inexistencia de discrepancias sustanciales en la percepción del fenómeno inflacionario por parte del mercado. En síntesis, la tendencia reciente de las expectativas parecería indicar un mayor grado de credibilidad de la política monetaria.

La base monetaria (BM) se ubicó en el centro de su rango objetivo, alcanzando un promedio de \$ 12.848 millones en el tercer trimestre, lo que implica una caída en términos reales de 8.3% en los doce meses finalizados en setiembre de 2004. Esta caída no se reflejó en los medios de pago disponibles en la economía (M1), que se ubica 8.8% por encima del stock existente un año atrás, debido al importante aumento que experimentó en el último trimestre el multiplicador monetario.

El Comité de Política Monetaria en su reunión del 28/09/04 evaluó que existen signos positivos respecto a los resultados alcanzados a partir de los esfuerzos realizados en materia monetaria en los pasados trimestres, por lo cual no se justificaría una profundización de los mismos. En consecuencia, se decidió mantener el rango objetivo para la variación de base monetaria que fuera adoptado en el mes de junio y su extensión, bajo los mismos criterios, hasta setiembre de 2005. Esto resulta consistente con un objetivo de inflación para el año móvil setiembre 2004 – setiembre 2005 que ha sido fijado entre 6% y 8%.

I. El contexto internacional y regional

El primer semestre

En la primera mitad del año, la coyuntura internacional estuvo signada por la combinación de bajas tasas de interés, precios altos y crecientes en la mayoría de los *commodities* y fuerte crecimiento económico mundial.

Las cifras disponibles muestran que durante el primer semestre la economía mundial aceleró su crecimiento de forma importante. Si bien por países las tasas fueron disímiles, los más relevantes para Uruguay crecieron por encima de sus promedios de los últimos años, observándose una importante sincronización de los ciclos. De esta forma, el crecimiento global del primer semestre, en el entorno del 5%, se ubica en niveles máximos históricos de los últimos 30 años.

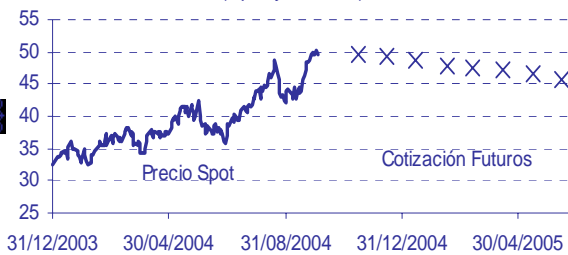
Esta pujanza, combinada con problemas de oferta puntuales en algunos sectores, provocó un alza generalizada en los precios de los *commodities*, lo cual favoreció notablemente a los países exportadores netos de estos productos, entre ellos Argentina y Brasil.

Las tasas de interés internacionales se mantuvieron en niveles muy bajos a lo largo del período. La tasa de los Fondos Federales que establece la FED permaneció en 1% durante el primer semestre. Por su parte, el BCE mantuvo sus tasas de referencia en los niveles mas bajos desde su creación.

Desarrollos Recientes

A nivel internacional, los hechos económicos más destacables de los últimos meses, son el alto nivel alcanzado por el crudo y los impactos que el mismo está generando. El precio del petróleo mantuvo su tendencia al alza durante el tercer trimestre del año, alcanzando máximos históricos y posicionándose desde fines de

PRECIO BARRIL PETROLEO WTI
(Spot y Futuros)



Fuente: Bloomberg

Nota: La cotización de los futuros fue tomada al 04/10/04.

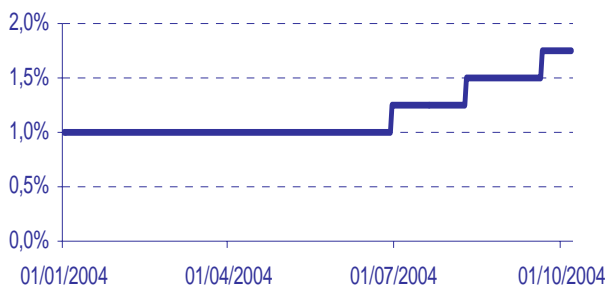
setiembre en el entorno de 50 dólares por barril (West Texas Intermediate). El conflicto armado en Irak, la inestabilidad y los recortes a la producción en países productores claves (Rusia, Venezuela, Nigeria), sumado a la mayor demanda china y a la actividad especulativa, son las principales explicaciones de este fenómeno. La cotización de los futuros en los primeros días de octubre mostraba un suave y progresivo descenso del precio del barril, aunque con valores que superaban los U\$S 40 para todo el 2005.

PROYECCIONES ECONOMIA GLOBAL			
	2003	2004	2005
Crecimiento PIB Global	3.9%	5.0%	4.3%
Crecimiento Comercio Mundial	5.1%	8.8%	7.2%
Inflación Países Desarrollados	1.8%	2.1%	2.1%
Inflación Países Emergentes	6.1%	6.0%	5.5%
Fuente: FMI			

Esta situación ha generado rebrotes inflacionarios en la mayoría de los países y ha llevado a que los analistas revisaran a la baja las proyecciones de crecimiento mundial para el próximo año. En su último informe, el FMI¹ pronostica un crecimiento del PIB global de 5% para el 2004 y de 4,3% para el 2005. Por su parte el comercio global, crecería 8,8% durante el presente año y 7,2% durante el 2005.

En el mencionado informe, el FMI manifiesta su preocupación por la situación de la cuenta corriente norteamericana. Pese a que dicho país en los últimos años viene creciendo a tasas por debajo de la media mundial, su déficit corriente ha ido aumentando progresivamente, proyectándose que el mismo alcance un 5,4% del producto durante el 2005. Si bien hasta ahora no han existido dificultades para financiar dicho déficit con entradas de capital, se remarca que tarde o temprano dicha situación deberá ajustarse, lo cual redundará en una merma del crecimiento en EE.UU., y por ende, afectará el crecimiento global.

TASA FONDOS FEDERALES FED



Fuente: FED

Estados Unidos, Zona Euro y Asia

El pasado 21 de setiembre la FED aumentó en un cuarto de punto la tasa de los Fondos Federales. Se trató de la tercera suba en el tercer trimestre. El anuncio no sorprendió al mercado que ya había descontado esta suba. De esta forma, a fines de setiembre la tasa

1. A partir de aquí, salvo aclaración en contrario, todas las predicciones de variables macroeconómicas internacionales provienen del " World Economic Outlook Report" publicado por el FMI en setiembre.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

se ubicó en 1,75%. Si bien se desconoce el *timing* del ajuste, se esperan nuevas subas para los próximos meses.

El último dato disponible de producto, al segundo trimestre del año, da cuenta de un crecimiento de 3% contra igual período del año anterior. A lo largo del tercer trimestre, se han ido modificando al alza las predicciones de inflación, y a la baja las de crecimiento para la principal economía del mundo. Al cierre de este informe se proyectaba un crecimiento del producto de 4,3% este año y de 3,5% durante el 2005. Para la inflación, el FMI espera que este año cierre en torno al 3%, y se mantenga en el mismo nivel durante el 2005.

Si bien se proyecta que la Unión Europea (UE) logre en el presente año y el siguiente tasas de crecimiento del producto superiores a las de los años pasados, la *performance* en materia de crecimiento de la UE se mantiene por debajo del promedio de los países desarrollados. Por su parte, es de destacar que en su último informe, el Banco Central Europeo reconoce la existencia de riesgos de presiones inflacionarias, principalmente debido a la actual coyuntura de precios del crudo. Sin embargo ha optado por mantenerse expectante sin realizar cambios en sus tasas de referencia, pues considera que las actuales condiciones no constituyen aún una amenaza a la estabilidad de precios y podría afectarse innecesariamente el crecimiento de la zona.

PROYECCIONES PRINCIPALES PAISES				
	2004		2005	
	PIB	Inflación	PIB	Inflación
EE.UU	4.3%	3.0%	3.5%	3.0%
Japón	4.4%	-0.2%	2.3%	-0.1%
U.E.	2.2%	2.1%	2.2%	1.9%
Alemania	2.0%	1.8%	1.8%	1.3%
Francia	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%
España	2.6%	2.8%	2.9%	2.7%
Reino Unido	3.4%	1.6%	2.5%	1.9%
China	9.0%	4.0%	7.5%	3.0%

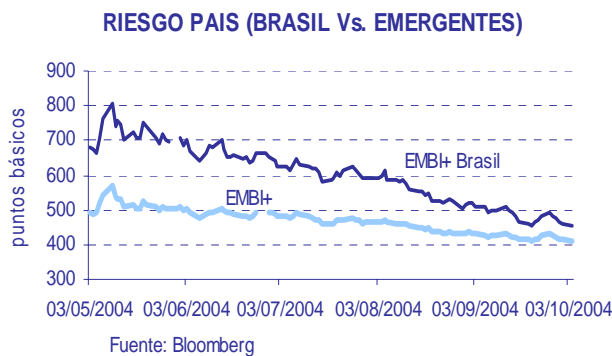
Fuente: FMI

La economía china continuó creciendo a un ritmo elevado, a pesar de la política monetaria orientada a enfriar la economía y reducir las presiones inflacionarias. Durante el segundo trimestre del año China registró un crecimiento interanual de 9,6%. Por su parte, la inflación en agosto trepó a 5,3% anual contra 1,2% durante 2003. Dado que los riesgos de recalentamiento persisten y existe un importante margen para políticas monetarias contractivas (la tasa real de interés de corto plazo aún permanece negativa), se espera que la política monetaria siga avanzando en esa dirección. El FMI proyecta un crecimiento de 9% para 2004 y de 7,5% para el 2005. Esta última proyección se asocia a un escenario en donde la economía china logra encontrar un sendero de desaceleramiento suave. Sin embargo, no se descarta un aterrizaje abrupto. Este

segundo escenario, traería aparejado un impacto negativo para los países con fuertes relaciones comerciales con China y sobre los exportadores netos de *commodities*, especialmente los no combustibles, de los que la potencia asiática es un fuerte comprador en el mercado mundial.

La región

Las últimas cifras conocidas del PIB para Brasil muestran un crecimiento desestacionalizado de 1,5% durante el segundo trimestre del 2004. Las proyecciones de crecimiento del PIB de este año relevadas por el Banco Central de Brasil se han ido corrigiendo al alza desde junio, ubicándose actualmente en 4,5% para el promedio de las opiniones. Otros indicadores dados a conocer en los últimos semanas dan cuenta de una consolidación de la recuperación, respaldando este cambio de expectativas. Las ventas minoristas de julio crecieron 12% respecto a igual período del año anterior. El saldo de la cuenta corriente continúa creciendo impulsado por el saldo comercial. Las cuentas fiscales muestran mejoras del resultado primario. El último dato disponible (agosto) da cuenta de un superávit primario de 4,9% del PIB. Esta situación, llevó a que el pasado mes se modificara al alza el resultado primario objetivo, pasando de 4,25% a 4,5% del producto.



Por su parte, el riesgo país de Brasil ha venido cayendo en forma persistente desde mayo, pasando de niveles cercanos a 800 puntos básicos, a los observados actualmente levemente inferiores a 500. La brecha entre el EMBI+ de Brasil y el promedio de los mercados emergentes se acortó notablemente. Esto indica que la reducción del riesgo país brasileño no solo obedece a fenómenos relacionados con el mercado internacional de capitales, sino también a los fundamentos económicos propios del país.

En función de este panorama, durante las últimas semanas las principales calificadoras de riesgo elevaron en un escalón la nota de la deuda soberana brasileña. Dos de las tres calificadoras no

INFORME DE POLITICA MONETARIA

revisaban la nota de la deuda soberana de dicho país desde hacia más de dos años. La calificación de Moodys (B1), permanece un escalón más abajo que la de Fitch y Standard & Poors (BB-).

En cuanto a la evolución de los precios, en sus últimas reuniones el Comité de Política Monetaria (COPOM) reconoció que las proyecciones de inflación para el 2004 arrojaban siempre resultados por encima de la meta central oportunamente fijada. Después de tres meses de subas consecutivas de la tasa de inflación anual, el COPOM de setiembre resolvió, por un lado, ajustar al alza su objetivo de inflación para el 2005 (de 4,5% a 5,1%) y, por otro lado, aumentar la tasa Selic a 16,25%, como forma de iniciar un “ proceso de ajuste moderado” . Si bien el alza fue poco significativa, es de destacar que se trata de un quiebre importante de la política monetaria brasileña, luego de más de un año y medio donde el COPOM en sus reuniones mensuales decidía mantener o bajar la Selic.

La economía argentina continuó creciendo en el tercer trimestre. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) desestacionalizado de julio creció 0,5% respecto al mes anterior y en lo que va del año acumula un crecimiento interanual de 8,5%. En efecto, contra los pronósticos que se manejaban algunos meses atrás, donde se preveía un desaceleramiento del crecimiento en Argentina a partir del segundo trimestre, los diferentes indicadores perfilan hoy al tercer trimestre como el mejor del año.

En el plano fiscal, la recaudación continúa creciendo a tasas muy por encima de las del producto. La meta de superávit fiscal de 3% del PIB fue superada ampliamente y la propuesta de aplicar los ahorros a una rebaja del IVA se ha descartado, por lo tanto actualmente se proyecta un cierre de balance con un superávit fiscal récord, cercano al 6% del PIB (consolidado gobierno nacional y provincias).

PROYECCIONES REGION (1)

	Argentina		Brasil	
	2004	2005	2004	2005
Variación PIB	7.3%	4.7%	4.5%	3.6%
Inflación	6.8%	7.5%	7.2%	5.9%
Saldo C. Corriente	2.2%	1.5%	1.5%	0.4%
Resultado Primario (2)	4.3%	3.6%	4.5%	4.3%

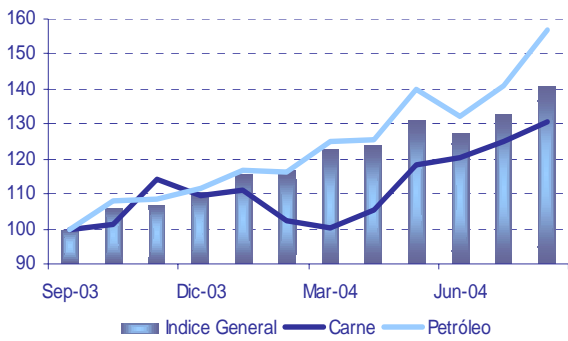
Fuente: BCB y BCRA.

(1) Los datos surgen del promedio de las expectativas de mercado compiladas por los respectivos bancos centrales. Los últimos datos disponibles corresponden al 06/10/04 para el BCRA y 08/10/04 para el BCB.

(2) El Resultado Primario para Argentina no incluye a las provincias.

Commodities

INDICE DE PRECIOS DE COMMODITIES



Fuente: FAO y FMI

En agosto de 2004, el índice de precios de *commodities* elaborado por el FMI acumulaba un crecimiento interanual de 40,8%. El último año, los precios de los *commodities* con mayor peso en la balanza comercial uruguaya, carne y petróleo, crecieron 30,6% y 56,9% respectivamente. El precio del petróleo exhibió una tendencia ininterrumpida al alza, mientras que el de la carne osciló hasta marzo, y luego a partir del segundo trimestre creció de forma importante. Asimismo, debe considerarse que nuestro país tuvo una mejora adicional de precios al poder colocar mejores cortes en otros mercados.

II. La economía uruguaya en el segundo trimestre de 2004

Nivel de actividad y empleo

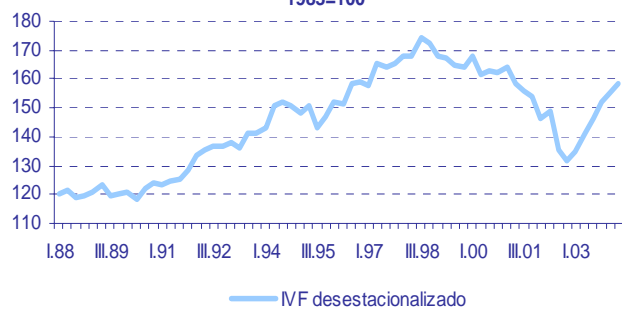
Evolución del PIB

El nivel de actividad económica continuó mejorando en el transcurso del segundo trimestre del año. El Producto Interno Bruto (PIB) creció en términos desestacionalizados 2,4% respecto al primer trimestre del año. Al cabo del primer semestre el nivel de producción de bienes y servicios era un 4,5% superior al registrado a fines de 2003, corrigiendo el efecto estacional. Por su parte, el Índice de Volumen Físico del PIB continuó registrando altas tasas de crecimiento en términos interanuales (12,6% en el segundo trimestre), por lo que en la primera mitad del año experimentó un importante incremento respecto a igual período del año anterior (13,6%).

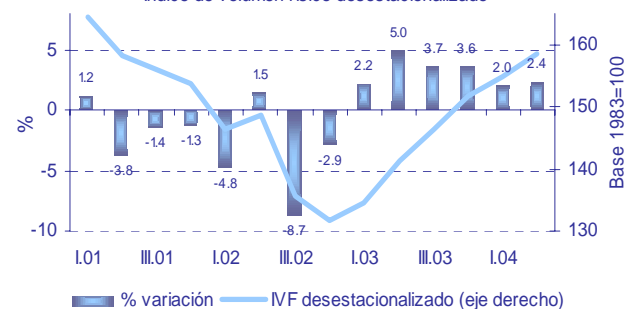
Un aspecto a destacar es la velocidad de la recuperación de la producción uruguaya. Como se sabe, la economía transitó por un largo período recesivo, cuya duración fue de poco más de cuatro años, en el que el PIB se redujo casi una cuarta parte. A partir del primer trimestre de 2004 se inició un vigoroso proceso de crecimiento, de modo que a mediados del 2004 el nivel de producción se hallaba sólo un 9% por debajo del pico máximo verificado en el tercer trimestre de 1998².

Como se vio anteriormente, el contexto internacional y regional fue ampliamente favorable. Ello se tradujo en un aumento de la

PRODUCTO INTERNO BRUTO
1983=100



PRODUCTO INTERNO BRUTO
Índice de volumen físico desestacionalizado



2. El PIB se redujo 24,4% en términos desestacionalizados en los diecisiete trimestres que van desde el cuarto trimestre de 1998 hasta el cuarto trimestre de 2002. En los últimos seis trimestres, el índice de volumen físico del PIB creció 20,4% en términos desestacionalizados, lo que equivale a una tasa anualizada de 13,2%.

demanda externa, así como en muy buenos niveles de precios de los *commodities*, lo que junto a una clara recuperación de la demanda interna, fueron los factores que contribuyeron a explicar el crecimiento económico observado.

La evolución más favorable de los precios de exportación respecto a los precios de importación, determinó una mejora de los términos de intercambio del entorno de 6% en el primer semestre de 2004 respecto a igual período del año anterior. Ello constituyó un elemento adicional para la mejora del ingreso nacional.

Oferta y utilización finales

OFERTA Y UTILIZACIÓN FINALES			
Variación interanual del IVF, en %			
	I.2004	II.2004	Sem.I 2004
Oferta final	18.4	17.1	17.7
PIB	14.6	12.6	13.6
Importaciones	29.5	29.6	29.5
Utilización final	18.4	17.1	17.7
Utilización interna	18.3	15.8	17.0
Form. bruta de capital	75.1	57.9	66.5
Form.bruta cap.fijo	58.3	27.7	39.7
Gasto de consumo final	12.7	11.9	12.3
Gobierno General	3.5	1.9	2.8
Privado	14.4	13.4	13.9
Exportaciones	18.7	20.7	19.7

La oferta final de bienes y servicios continuó aumentando en el segundo trimestre, ya que al referido incremento del PIB se sumó una sustancial expansión del volumen físico de las importaciones. El dinamismo de las compras al exterior evidenció la elevada elasticidad de éstas respecto al producto.

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. El gasto doméstico fue el que tuvo la mayor incidencia en la variación total del segundo trimestre (alrededor de las dos terceras partes), debido al mayor peso relativo de éste en el total de la demanda global.

Dentro de los componentes de la demanda interna, un aspecto a resaltar es el marcado crecimiento de la inversión. Ello fue el resultado, tanto de una mayor demanda con destino a la inversión de capital fijo, como del aumento de las existencias, fundamentalmente de productos agropecuarios. La formación bruta de capital fijo exhibió un sensible incremento al influjo, principalmente, de mayores compras de 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, porque el incremento de la inversión constituye un factor esencial para que la senda de crecimiento iniciada pueda sostenerse en el tiempo. Por otro lado, porque revela la existencia de expectativas favorables de los empresarios acerca de proyectos enmarcados en sectores diversos de la economía que arrojan una adecuada combinación de rentabilidad y riesgo en el mediano y largo plazo. Asimismo, debe considerarse que tales inversiones se han materializado en un año electoral, período en el que suele observarse cierta retracción y postergación de tales decisiones. Finalmente, también cabe consignar que el mayor gasto en activos fijos ha 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.

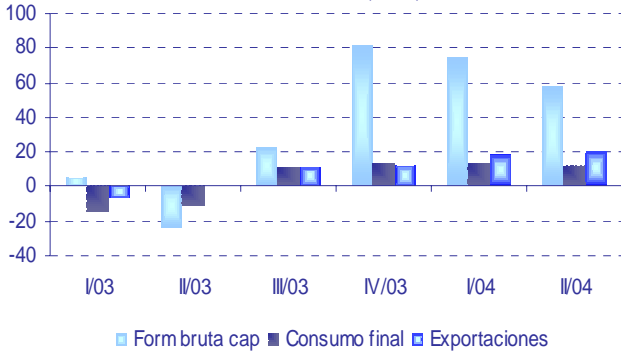
El gasto de consumo final también se expandió en forma importante en el período analizado. Ello fue consecuencia del comportamiento del sector privado, puesto que el consumo del gobierno general experimentó un mínimo crecimiento, en el marco del control del gasto público que ha llevado adelante el gobierno, como se ve en detalle más adelante.

El mayor nivel de gasto de consumo privado³ fue consistente con un escenario de expectativas favorables de los agentes económicos respecto a la evolución del ingreso futuro y de la situación económica general. En un marco de menor incertidumbre se comenzaron a materializar gastos, particularmente en bienes durables⁴, que habían sido postergados a raíz de la crisis que estalló en 2002. El consumo se habría financiado, en parte, por

3. 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.

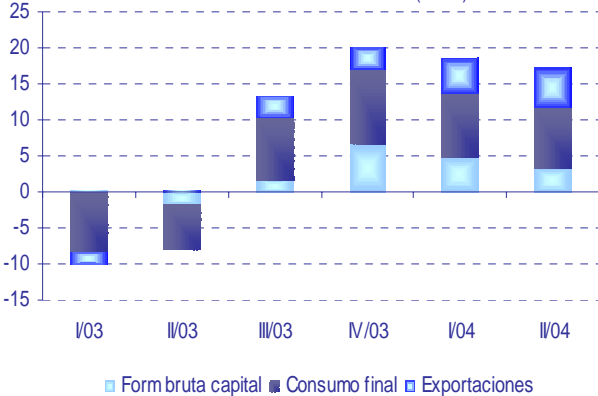
4. Las ventas de autos 0 km se triplicaron en el segundo trimestre de 2004 respecto a igual período del año anterior.

UTILIZACIÓN FINAL
Variación interanual (en %)



UTILIZACIÓN FINAL

Incidencia en la variación interanual (en %)



una reducción del ahorro del sector privado. Además, la masa salarial se incrementó, debido a una mejora apreciable en el empleo. El ingreso medio de los hogares, por su parte, si bien creció mínimamente en la primera mitad del año, el correspondiente a los estratos más altos se incrementó a una tasa superior⁵. En particular, se estima que el ingreso derivado de rentas de los sectores económicos más dinámicos (agro e industria) habría mejorado sustancialmente. Por su parte, también habría contribuido a la recuperación del consumo privado cierta reactivación observada en el segmento de tarjetas de crédito.

La demanda externa, por su parte, también mostró un comportamiento alentador. El volumen exportado tanto de bienes como de servicios, creció sustancialmente. Los rubros de mayor incidencia en las ventas de bienes al exterior en la primera mitad del año fueron la carne (explica la mitad del crecimiento total), los productos químicos, refinados de petróleo y material de transporte. Por su parte, la expansión de los servicios está vinculada a la buena temporada turística, la que se asocia, fundamentalmente, a la recuperación de la economía argentina.

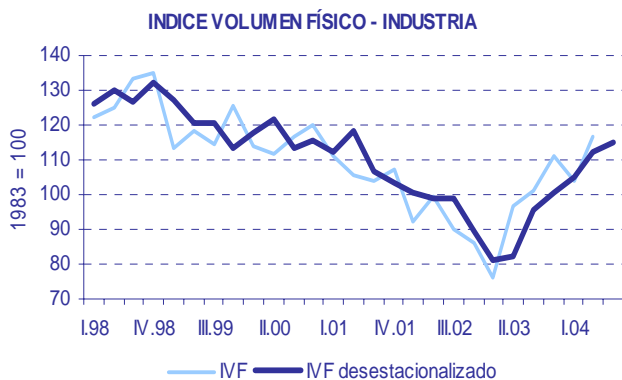
Sectores productivos

Otro aspecto saliente de la recuperación económica fue su carácter generalizado. Prácticamente todos los sectores de actividad, con la única excepción del sector de electricidad, gas y agua, contribuyeron al incremento de la producción. El sector agropecuario, la industria y el sector de comercio, restaurantes y hoteles, lideraron el crecimiento observado del PIB.

PRODUCTO BRUTO INTERNO		
Variación del IVF II Trim.04 (en %)		
Sector	Variación	
	Interanual	Desestacion.
Agropecuaria	15.3	7.7
Industria manuf.	20.9	2.8
Electricidad, gasto y agua	-0.3	0.0
Construcción	10.4	1.0
Comercio, rest.y hoteles	24.6	4.9
Transporte y comunic.	8.6	0.6
Otras actividades	7.7	0.7
PIB	12.6	2.4

5. De acuerdo a los datos que surgen de la Encuesta de Hogares relevada por el INE, el ingreso medio de los hogares montevideanos se incrementó 0,7% en términos reales en el primer semestre del año respecto a igual período del año anterior, mientras que el ingreso correspondiente al límite inferior del 20% más rico creció 1,7% real. Mientras tanto, en el Interior Urbano dichas tasas de crecimiento fueron 0,4% y 1,4% respectivamente.

La actividad agropecuaria exhibió un comportamiento especialmente dinámico en el segundo trimestre del año⁶, tanto en lo que refiere a la actividad agrícola como la pecuaria. El incremento de la actividad agrícola fue el resultado de una excepcional cosecha de soja y de cereales (principalmente arroz y trigo). La actividad pecuaria, por su parte, aumentó como consecuencia de la mayor producción de carne vacuna y lácteos. Tanto los cultivos como la actividad pecuaria fueron alentados por un elevado nivel de rentabilidad, originado por un contexto internacional muy favorable y por un tipo de cambio real alto. Todo ello se tradujo en un aumento significativo de las colocaciones en el exterior de varios productos agropecuarios.



La industria manufacturera continuó creciendo a buen ritmo en el segundo trimestre del año, aunque se desaceleró respecto al primer trimestre. 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, ayudaron a explicar el aumento de la producción industrial. La recuperación fue ampliamente generalizada y alcanzó a prácticamente todas las ramas industriales. Las divisiones industriales que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global fueron la Industria química, Alimentos, bebidas y tabaco, Productos metálicos, Maquinarias y equipos y Minerales no metálicos. A nivel de ramas, las que tuvieron mayor incidencia fueron Alimentos diversos y Frigoríficos.

La actividad de la construcción, en tanto, se recuperó en el segundo trimestre del año, como consecuencia de un aumento tanto de la construcción pública como privada, impulsada por la concesión de obras viales, el tendido de cables de energía eléctrica, por grandes obras del sector privado en Montevideo y

6. Cabe precisar que la significativa tasa de variación desestacionalizada del Índice de Volumen Físico de la actividad agropecuaria en el segundo trimestre (7,7%) resultó, en parte, del sensible incremento de la producción de soja, cuyo efecto se recogió íntegramente en dicho trimestre.

también, por cierta reactivación del sector en el departamento de Maldonado.

Los servicios también exhibieron un buen desempeño. Se destacó el aumento de la actividad de comercio, restaurantes y hoteles, al influjo de la recuperación de la demanda interna y del aumento del turismo receptivo. La actividad del sector de transportes y comunicaciones registró un leve crecimiento 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.

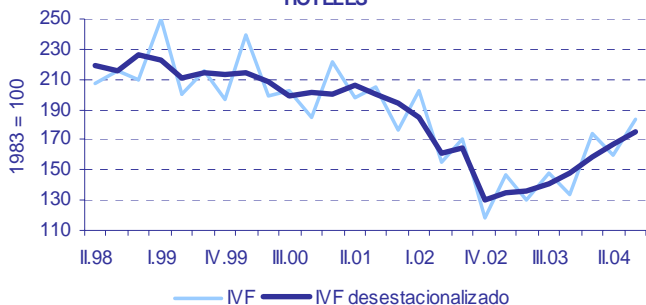
La actividad de electricidad, gas y agua, permaneció constante en términos desestacionalizados, como consecuencia de las dificultades energéticas que ha vivido el país debido al déficit hídrico registrado.

El mercado de trabajo

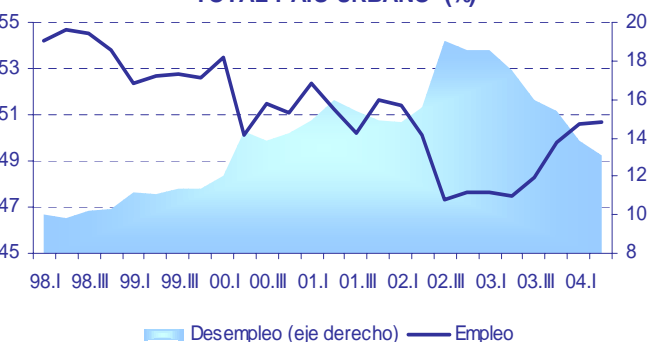
El mayor dinamismo económico se tradujo en una mejora del nivel de empleo en la economía. En el segundo trimestre de 2004 la cantidad de puestos de trabajo se incrementó 7,8% en términos interanuales. Si se expande la muestra relevada por el INE, se infiere que se habrían creado 77.400 empleos entre el segundo trimestre de 2004 e igual trimestre de 2003, en localidades de por lo menos 5.000 habitantes.

El sector económico que creó la mayor cantidad de empleos fue el de comercio, restaurantes y hoteles (40% del total), en consonancia con el dinamismo que ha mostrado su nivel de actividad. El personal ocupado en la industria manufacturera si bien aumentó, lo hizo en menor proporción que el volumen físico de la producción, por lo que pudo observarse un aumento de la productividad de la mano de obra.

INDICE VOLUMEN FÍSICO -COMERCIO, RESTAURANTES Y HOTELES



EMPLEO Y DESEMPLEO TOTAL PAÍS URBANO (%)

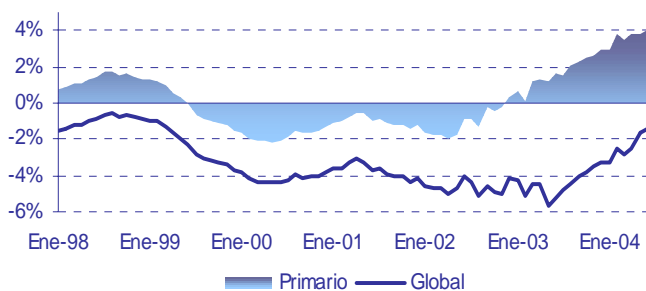


La mayor parte del aumento del empleo del año cerrado en junio tuvo lugar entre el tercer trimestre de 2003 y el primero de 2004, puesto que la tasa de empleo permaneció prácticamente constante en el segundo trimestre de 2004 respecto al primer trimestre del año.

Pese a que la oferta de trabajo aumentó en el segundo trimestre de 2004 en términos interanuales, el sensible crecimiento del empleo redundó en una marcada reducción de la tasa de desempleo respecto a igual trimestre de 2003 (pasó de 17,5% en el segundo trimestre de 2003 a 13,1% en igual período de 2004). Si se compara el segundo trimestre de 2004 respecto al trimestre anterior, también se observa cierta disminución de la tasa de desempleo, lo que fue el resultado de la caída de la oferta de trabajo, puesto que la tasa de empleo, como se vio, permaneció incambiada.

FINANZAS PUBLICAS

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

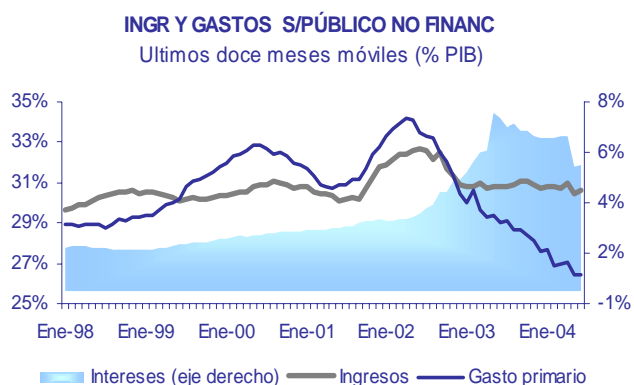


Otro punto destacado de la coyuntura ha sido la mejora del resultado del sector público. Coincidiendo con el crecimiento económico pudo observarse un sensible incremento de los ingresos fiscales, lo que permitió, junto al control del gasto público, la obtención de un cuantioso superávit primario. En el primer semestre del año, el resultado primario global fue superavitario en U\$S 316 millones⁷, guarismo significativamente mayor al obtenido en igual período del año anterior (U\$S 117 millones). De esta forma, el gobierno cumplió holgadamente la meta establecida con el FMI. Por su parte, en el año móvil

7. De acuerdo a los datos publicados por el Ministerio de Economía y Finanzas. Refiere al Resultado del Sector Público Consolidado, medido por encima de la línea. Dicha medición no considera los Gobiernos Departamentales.

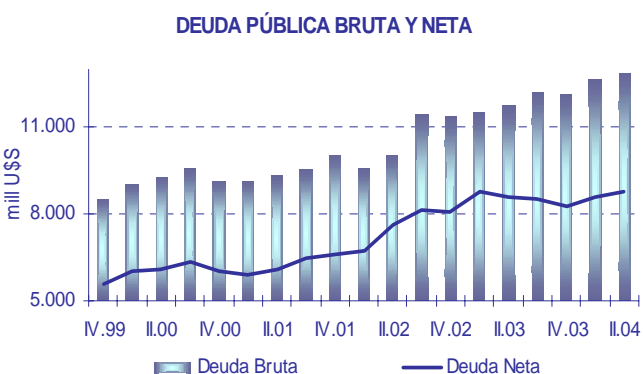
finalizado en junio de 2004, el superávit primario resultó equivalente a 4% del PIB⁸.

A diferencia del año anterior, la mayor proporción del superávit primario fue generado por el Gobierno Central (alrededor de las tres cuartas partes del total). La recuperación de la demanda interna se tradujo en un aumento real de la recaudación impositiva y de la venta de bienes y servicios públicos. Sin embargo, dos de las más importantes empresas del Estado (UTE y ANCAP), se vieron especialmente afectadas por la suba del precio del petróleo y el déficit hídrico que aquejó al país, lo que redundó en un deterioro de sus resultados financieros.



El gasto del Gobierno Central, por su parte, permaneció controlado. Si bien los gastos de funcionamiento y las inversiones experimentaron un incremento real importante, las remuneraciones crecieron mínimamente, al tiempo que las transferencias a la seguridad social continuaron reduciéndose en términos reales, en virtud de que las pasividades no lograron recuperarse en el período analizado.

Los intereses de la deuda pública aumentaron levemente al cabo del primer semestre del año en millones de dólares, pero se redujeron en términos del PIB.



El déficit del sector público consolidado se redujo sustancialmente respecto a los primeros seis meses de 2003 (44% en dólares), ubicándose en U\$S 209 millones. En los doce meses terminados en junio de 2004, el déficit fiscal consolidado era equivalente a 1,4% del PIB.

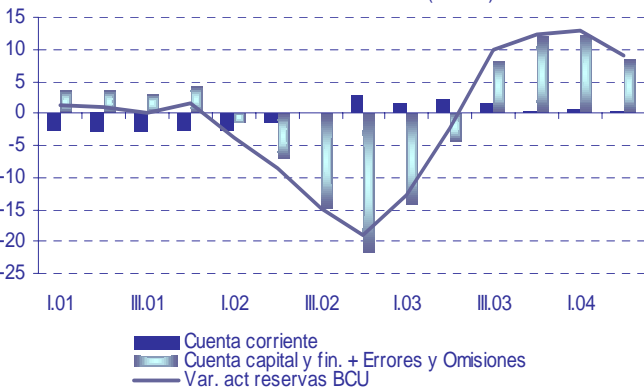
La deuda pública bruta del sector público global creció en el primer semestre respecto a fines de 2003, ubicándose a fines de junio de 2004 en U\$S 12.859 millones. Sin embargo, respecto al PIB experimentó una leve reducción (pasó de 109% a 105%). La

8. Los ingresos del sector público no financiero en los doce meses finalizados en junio de 2004 representaban 30,7% del PIB (porcentaje similar al registrado en el año móvil terminado en junio de 2003). Mientras tanto, el gasto primario del SPNF (sin considerar intereses) se redujo de 29% a 26,4% del PIB en dicho período, lo que pone de manifiesto el esfuerzo fiscal realizado.

deuda pública neta ascendió a U\$S 8.807 millones (72% del PIB). La expansión de la deuda bruta obedeció, fundamentalmente, al mayor endeudamiento del Gobierno Central y del Banco Central con el sector privado, resultado de la colocación de títulos públicos y, fundamentalmente, del incremento de depósitos del sistema financiero en la autoridad monetaria y de los pasivos netos del Sector Público no Financiero con el sistema bancario.

BALANZA DE PAGOS

Ultimos doce meses móviles (% PIB)



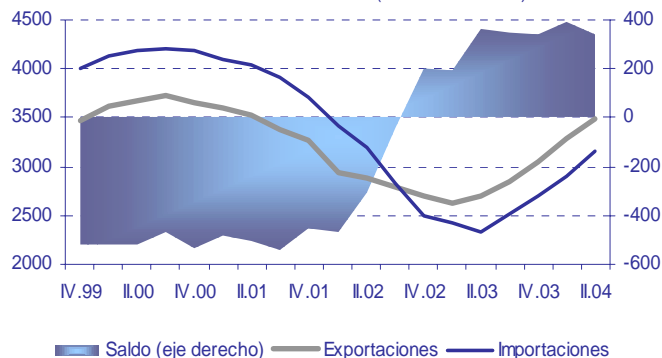
SECTOR EXTERNO

La cuenta corriente de la Balanza de Pagos permaneció prácticamente equilibrada en el segundo trimestre de 2004, al tiempo que la cuenta capital y financiera fue deficitaria. Sin embargo, ello fue compensado por el saldo positivo del rubro “ Errores y Omisiones” , de modo que los activos de reserva del Banco Central experimentaron un mínimo crecimiento (U\$S 9 millones).

El superávit en cuenta corriente se ha venido reduciendo. Ello ha sido la contracara del proceso de recuperación económica, que se tradujo en un sensible incremento de las importaciones de bienes, superior al aumento experimentado por las colocaciones de bienes y servicios en el exterior. En los doce meses finalizados en junio de 2004, el superávit en cuenta corriente resultó equivalente a 0,4% del PIB⁹.

BALANZA COMERCIAL

Ultimos doce meses móviles (en mill de dólares)

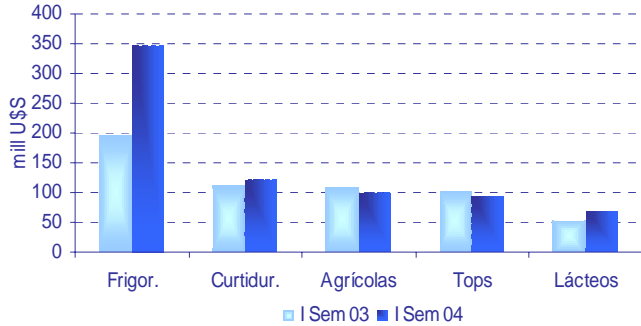


Las exportaciones de bienes aumentaron sustancialmente respecto al primer semestre del año anterior (30% medidas en dólares). Dicho resultado estuvo influido, fundamentalmente, por la mejora de los precios de exportación de varios productos agroindustriales¹⁰, por una mayor disponibilidad de bienes agropecuarios y por el mantenimiento de elevados niveles de

9. Conviene recordar que en 2002, año de la crisis, el superávit en cuenta corriente había sido equivalente a 2,6% del PIB.

10. En el primer semestre los precios de las exportaciones de bienes crecieron 14% respecto a igual período de 2003.

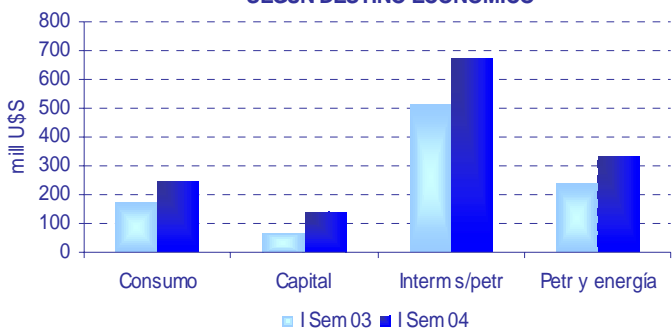
**EXPORTACIONES BIENES
CINCO PRINCIPALES GRUPOS DE ACTIVIDAD**



competitividad con varias zonas¹¹. Asimismo, debe destacarse que en la actualidad Estados Unidos constituye el principal comprador de nuestros productos (20% del total exportado en el primer semestre), especialmente de carne (44% 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 escasamente, mientras que las exportaciones a Argentina se recuperaron significativamente, aunque desde niveles muy bajos.

Por su parte, las importaciones de bienes experimentaron un sensible crecimiento en el mismo período (37%), en el contexto de la marcada reactivación del nivel de actividad. 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 recuperación del gasto del sector privado, particularmente en bienes durables. Finalmente, las importaciones de insumos intermedios también se expandieron, debido a la mejora de la actividad industrial.

**IMPORTACIONES BIENES
SEGÚN DESTINO ECONÓMICO**



La cuenta de servicios, como fuera señalado, exhibió un comportamiento favorable, debido a mayores entradas de divisas en concepto del turismo, principalmente en el primer trimestre del año, lo que debe asociarse a la recuperación de la economía argentina. El aumento de las exportaciones de servicios turísticos (57%) fue el resultado del aumento del número de turistas ingresados, de la permanencia y del mayor gasto *per cápita*.

La cuenta capital y financiera fue deficitaria en el primer semestre del año (US\$ 194 millones), debido a las salidas de capital del sector financiero privado y el sector público (BROU), orientadas básicamente a la adquisición de títulos en el exterior. Los bancos habrían realizado dichas colocaciones en pos de obtener cierto

11. La competitividad global de la economía uruguaya mejoró 7% en los primeros seis meses del año respecto al primer semestre de 2003, mientras que con Argentina lo hizo 2,4% y con Brasil 11,3%. Por su parte, si se consideran los países fuera de la región, la ganancia de competitividad fue de 6% en dicho período.

nivel de rentabilidad, dado el escaso dinamismo del mercado de crédito doméstico y a la decisión del BCU de no convalidar internamente la suba de tasas de la FED en la remuneración de los depósitos de los bancos en la autoridad monetaria. Sin embargo, el rubro “ Errores y Omisiones” registró un saldo positivo (U\$S 321 millones), lo que estaría indicando que los capitales del sector privado no financiero habrían 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 al cabo del primer semestre (U\$S 165 millones), lo que le permitió a la autoridad monetaria continuar el proceso de recomposición de reservas iniciado el año anterior¹². En los últimos doce meses finalizados en junio de 2004, el incremento de activos de reservas alcanzó a U\$S 1.086 millones (9% del PIB).

SISTEMA FINANCIERO

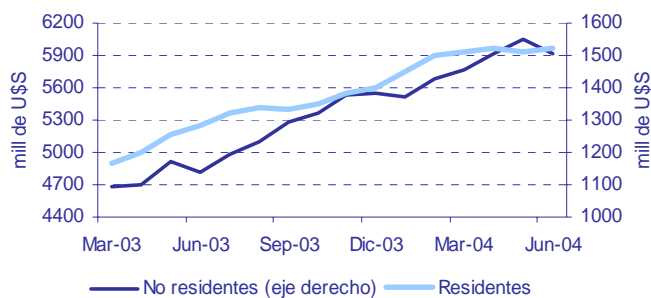
Los depósitos en moneda extranjera¹³ continuaron mostrando una tendencia creciente, incrementándose levemente en el segundo trimestre del año respecto al trimestre anterior. Dicho comportamiento pudo observarse tanto a nivel de los residentes como de los no residentes. Por otra parte, debe remarcarse que una elevada proporción de los depósitos continúa concentrándose en modalidades a la vista. Si bien ello indicaría cierta preferencia por la liquidez por parte de los ahorristas, también podría ser consecuencia del desestímulo que representan los bajos niveles de tasas de interés por depósitos a plazo ofrecidas por los bancos.

12. En rigor, la mayor parte de la ganancia de activos de reserva se materializó en el primer trimestre del año.

13. Refiere a los depósitos en el sistema bancario, casas financieras y cooperativas de intermediación financiera. No se consideran los depósitos en las Instituciones Financieras Externas. Asimismo se excluyó el Banco de Galicia, puesto que fue revocada su habilitación para operar como institución financiera.

EVOLUCIÓN SALDOS DE DEPÓSITOS EN M/E

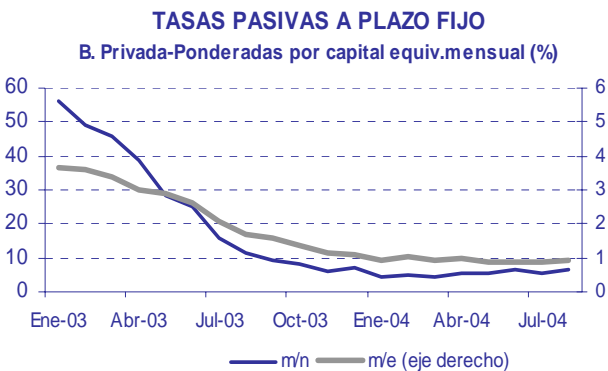
En el sist bancario, casas fin. y coop (Excluye IFEs y B.Galicia)



Pese al dinamismo económico observado, el mercado de crédito no ha dado muestras de reactivación. En efecto, el *stock* de los créditos brutos del sistema bancario se redujo nuevamente al cabo del segundo trimestre del año. Ello fue consecuencia de la contracción que experimentó el crédito otorgado por el BROU, pues en el caso de la banca privada pudo observarse cierto incremento del saldo de créditos brutos¹⁴.

De acuerdo a los indicadores elaborados por la Superintendencia de Instituciones Financieras¹⁵, el sistema bancario continuó fortaleciéndose al cabo de la primera mitad 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. 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 experimentaron una leve reducción en el segundo trimestre de 2004, pese al incremento registrado en las tasas internacionales. Las tasas pasivas a plazo fijo en moneda nacional aumentaron levemente, aunque se mantuvieron por debajo del retorno promedio de las Letras de Tesorería. En lo que refiere a las tasas activas, las correspondientes a moneda extranjera continuaron disminuyendo, al igual que sus pares en pesos¹⁶.



14. De acuerdo a lo que surge del [Reporte de Estabilidad Financiera](#) elaborado por la Superintendencia de Instituciones Financieras (SIIF), los créditos brutos totales concedidos por el BROU al sector no financiero en junio de 2004 se redujeron U\$S 121 millones respecto al trimestre anterior, sin considerar el efecto del segundo fideicomiso y el pasaje a cuentas de orden de los créditos castigados. Por su parte los créditos correspondientes a Banca Privada aumentaron U\$S 64 millones (sin considerar la transferencia a cuentas de orden de los créditos vencidos).

15. Al respecto véase <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/boletin/boletines.htm>

16. De acuerdo al referido informe de la SIIF, en junio de 2004 la tasa promedio por los depósitos a plazo fijo en dólares era 0,9% mientras que en marzo era 1%. Las tasas pasivas promedio en pesos a plazo fijo pasaron de 4% en marzo a 6% en junio. Las tasas activas promedio en dólares se ubicaban en 7% en junio y en 41% las correspondientes en pesos.

III. Desarrollos recientes y el contexto macroeconómico del próximo año

Indicadores del tercer trimestre

La economía uruguaya siguió fortaleciéndose durante el tercer trimestre, apoyada en un entorno externo favorable y en el buen desempeño de las variables domésticas.

Las solicitudes de exportación continuaron exhibiendo un marcado dinamismo en el trimestre, creciendo 32% en dólares corrientes. Otro aspecto destacable fue la continuidad de la recuperación de la inversión del sector privado: a pesar de la incertidumbre existente –típica de un período electoral– las importaciones de bienes de capital registraron significativas tasas de crecimiento en julio y agosto (tanto en términos interanuales como desestacionalizados).

El consumo privado también continuó expandiéndose a buen ritmo, según se desprende de los indicadores indirectos disponibles, tales como la recaudación de la DGI, las importaciones de bienes de consumo y las ventas del comercio minorista.

Sin embargo, estos resultados positivos fueron matizados por otros no tan favorables provenientes del mercado laboral y de las variables monetarias. En efecto, las últimas mediciones de empleo del INE muestran un cierto estancamiento en el proceso de creación de puestos de trabajo, lo que ha repercutido negativamente sobre la tendencia descendente que venía registrando la tasa de desocupación. Por otra parte, la evolución reciente de los medios de pago –especialmente del agregado más vinculado al nivel de transacciones en la economía (M1)– desnuda un cierto enlentecimiento del ritmo de crecimiento de los mismos, lo que podría estar asociado no sólo a la política monetaria de sesgo restrictivo seguida a lo largo de 2004, sino también, a un

menor dinamismo de la actividad económica y/o a un mayor nivel de incertidumbre entre los agentes.

Cierre 2004 y perspectivas para el 2005

De todas formas, no se prevé que el crecimiento se detenga. En los próximos trimestres la economía uruguaya seguirá recuperando –aunque a un ritmo más lento– el terreno perdido en el período recesivo 1999- 2002. Teniendo en cuenta el resultado del primer semestre, y suponiendo un aumento moderado del producto en la segunda mitad del año, se proyecta una tasa de expansión del PIB de entre 10% y 11% para este año.

Hacia el 2005, varios factores se conjugan para asegurar la continuidad del crecimiento a tasas más consistentes con el aumento del producto potencial de la economía. En primer lugar, el escenario externo que enfrentará la economía uruguaya seguirá siendo positivo, gracias a la consolidación de un vigoroso crecimiento mundial, el mantenimiento de elevados precios de los commodities en los mercados internacionales, la recuperación de la economía brasileña y la tendencia de moderado crecimiento en Argentina.

Por otra parte, las condiciones de financiamiento externo de las economías emergentes continuarán siendo favorables, aunque cabe esperar que los spreads de los bonos soberanos se vean afectados al alza por el paulatino aumento de las tasas de interés de Estados Unidos.

Lamentablemente, en los últimos meses se ha materializado un nivel del precio del petróleo muy por encima del promedio histórico. A pesar de que este mayor precio del petróleo persistiría por un tiempo relativamente prolongado, no se estima que comprometa el contexto internacional favorable del 2005.

Del lado de la demanda interna, es de esperar que continúe el comportamiento expansivo del gasto de los consumidores y las empresas. El aumento de la confianza y la mejora de las

perspectivas de mediano plazo de la economía uruguaya deberían desencadenar decisiones de compra de bienes durables y de bienes de capital, que habían sido pospuestas como consecuencia de la crisis. Es de esperar que el crédito, que hasta el momento ha mostrado un rezago respecto a la marcha del ciclo económico, comience a reactivarse en los próximos meses, coincidiendo con el repunte del gasto.

Por todo lo anterior, cabe esperar que en el curso del próximo año la economía uruguaya alcance una tasa de expansión superior a 4%.

Balance de riesgos

Si bien las perspectivas de la economía uruguaya son auspiciosas, existen factores de riesgo que pueden afectar las proyecciones incluidas en este informe. Por un lado, en el escenario internacional persiste una alta incertidumbre respecto a la evolución tanto de corto como de largo plazo del precio del petróleo, la que se vincula a fenómenos difícilmente predecibles, tales como las turbulencias en el Medio Oriente y eventuales aumentos futuros en la capacidad de producción. El impacto de la abrupta suba del precio del crudo sobre el nivel de actividad mundial puede ser más intenso que lo esperado, desencadenando un proceso de ajuste contractivo en las principales economías.

Adicionalmente, los desequilibrios fiscales y del sector externo de las principales economías se han profundizado, lo que mantiene vigente la posibilidad de ajustes bruscos en las paridades cambiarias que introduzcan grados adicionales de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Estos riesgos podrían verse amplificados por la sobre-reacción de los agentes ante un alza más pronunciada de lo esperado de las tasas de interés en EE.UU., lo que afectaría de manera más significativa a las economías emergentes más endeudadas.

Por último, una desaceleración abrupta de la economía china podría provocar un ajuste a la baja en los precios de los

INFORME DE POLITICA MONETARIA

commodities, afectando los precios de nuestros productos de exportación y, por ende, los ingresos de divisas al país.

Más allá de estos factores, resulta claro que el nuevo esquema de precios relativos de la economía uruguaya –resultado de la devaluación de 2002– ha implicado un sustancial estímulo a la producción de bienes transables, 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 en el tiempo.

Con relación a la actividad interna, los riesgos más destacables continúan asociados al período electoral y a la incertidumbre que se genera respecto a la política económica que seguirá el nuevo gobierno. Todos los candidatos han anunciado que mantendrán en términos generales los lineamientos económicos seguidos hasta el presente, por lo que no es de esperar grandes cambios en materia de política económica, al menos en el corto plazo. Por otra parte, las expectativas de los agentes económicos parecen haber incorporado el efecto del cambio de gobierno, por lo que no se anticipa una mayor volatilidad de las variables financieras en los próximos meses.

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 la volatilidad de las variables reales y financieras.

También existe una cierta incertidumbre respecto a la propagación del shock petrolero sobre el nivel de actividad y los precios de la economía. La magnitud efectiva que tenga este traspaso solo se dilucidará a medida que transcurra el tiempo, y dependerá entre otros factores de la duración del shock, el margen de maniobra en el frente fiscal y la respuesta de otras variables claves de la economía como el tipo de cambio o los salarios.

Finalmente, si bien el repunte de la inversión ha sido muy importante, ello no significa que hacia el próximo año el crecimiento de la formación bruta de capital esté asegurado. Este componente del gasto es el más sensible al cambio del entorno macroeconómico y las modificaciones de las expectativas de los agentes económicos. La sostenibilidad del proceso de reconstitución del stock de capital constituye un aspecto crítico para asegurar el crecimiento económico de largo plazo.

Motores de crecimiento

Con respecto a los motores del crecimiento, se entiende que todos los componentes de la demanda agregada podrían continuar expandiéndose en los próximos trimestres. Comenzando con las exportaciones, como consecuencia del escenario externo positivo y del elevado nivel de competitividad de los productos uruguayos, se proyecta que las ventas al exterior sean este año significativamente mayores que las del 2003. Para el año próximo, las exportaciones deberían seguir en alza, impulsadas por una temporada turística que se presume bastante mejor a la del año anterior, y la buena performance de las colocaciones de productos agroindustriales y otros bienes de base industrial. Respecto a estas últimas, la reactivación de la economía brasileña constituye un factor adicional que contribuirá a la expansión de las exportaciones.

El impulso que mostró el consumo en 2004 se prolongaría en el 2005 como resultado de la mejora del ingreso de los hogares, el afianzamiento de la confianza de los consumidores y la reactivación del crédito.

La formación bruta de capital fijo exhibe un fuerte dinamismo congruente con el entorno macroeconómico estable, las expectativas de crecimiento económico en los próximos años y la elevada rentabilidad esperada, sobre todo de las empresas orientadas a los mercados externos. En este contexto, se prevé que la inversión continúe creciendo tanto en valores absolutos como en términos del PIB. 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.

Las proyecciones respecto al gasto público suponen que cerrará el año alineado a las metas pactadas con el FMI. En 2005, el aumento de los ingresos tributarios derivado de la reactivación podría permitir –manteniendo un nivel de superávit primario congruente con la sostenibilidad fiscal– comenzar a recomponer los niveles de inversión pública e iniciar un proceso de recuperación de los salarios públicos y las pasividades que, como es sabido, fueron severamente afectados por la crisis de 2002.

Sector externo y tipo de cambio real

En este contexto, se espera que el gasto interno crezca algo por encima del producto, por lo que la cuenta corriente podría ser levemente deficitaria en 2005. Del lado de los componentes de la cuenta corriente, este resultado sería compatible con saldos positivos en la balanza comercial de bienes y servicios y del rubro de transferencias corrientes, que prácticamente compensarían el déficit en la partida de renta.

Desde el mes de julio el peso uruguayo ha venido exhibiendo una significativa tendencia a la apreciación. Este fenómeno responde a la conjunción de una serie de factores, entre los que se destaca la continuidad del crecimiento económico y el aumento de la productividad de los factores, el comportamiento más expansivo de la absorción doméstica, flujos de capitales hacia los países de la región que derivaron en la apreciación de las monedas de Brasil y Argentina, y la mejora de los términos de intercambio. Es probable que la política monetaria de sesgo restrictiva adoptada durante el 2004 haya sido funcional a este proceso, contribuyendo a modificar las expectativas de los agentes económicos domésticos en la dirección sugerida por la evolución de los fundamentos antes comentada.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Se estima que el tipo de cambio real multilateral –medido por el Índice Global de Capacidad de Competencia que elabora el BCU– se encuentra cercano a su nivel de equilibrio de largo plazo, que viene determinado por variables fundamentales tales como la productividad relativa entre sectores y entre Uruguay y sus socios comerciales, la relación gasto doméstico a PIB y los términos de intercambio.

En síntesis, el marco macroeconómico para los próximos 12 meses supone condiciones internacionales favorables que facilitarán la continuidad del proceso de recuperación iniciado en 2003, aunque el ritmo de crecimiento de la economía uruguaya será más lento, a tasas más consistentes con la evolución del producto potencial. Si bien existen riesgos asociados tanto a la evolución de las variables externas como a las internas, los mismos se encuentran acotados y no implican bajo ningún escenario cambios abruptos en la política económica.

El proceso de cierre de las brechas de capacidad instalada en algunos sectores de la economía, junto a las presiones inflacionarias originadas en el gradual aumento de los costos laborales unitarios de las empresas y en el ensanchamiento de los márgenes de comercialización, son elementos centrales a ser tenidos en cuenta en las proyecciones de inflación.

La política monetaria que se describe a continuación intenta compatibilizar el sustento del crecimiento esperado del nivel de actividad, con los recaudos necesarios para mantener la inflación dentro del rango objetivo de 6% a 8% establecido para el año cerrado en setiembre de 2005. El logro de esta meta permitiría dejar definitivamente atrás las tasas de inflación de dos dígitos que caracterizaron el período post-devaluación.

IV. La inflación

En el tercer trimestre de 2004 la tasa de inflación – medida por la variación del Índice de Precios al Consumo (IPC) – fue de 2.5%, ligeramente inferior al 2.6% del trimestre anterior.

El análisis de los fundamentos de la evolución de las distintas categorías de precios incluídas en el IPC, la consideración de un conjunto amplio de indicadores de inflación subyacente, la evaluación de los riesgos inflacionarios asociados a la recuperación económica y una primera cuantificación del desvío con respecto a las metas inflacionarias del Banco Central del Uruguay que pudo haber causado el aumento del precio internacional del petróleo, permitirían concluir que la tendencia inflacionaria de la economía uruguaya avanza hacia una estabilización o, incluso, hacia un ligero descenso. Sin embargo, parece prudente mantenerse alerta a eventuales presiones inflacionarias derivadas de la evolución de los márgenes de comercialización y los costos unitarios de la mano de obra.

El continuo crecimiento del precio de la carne, la estabilidad de los precios expresados en dólares de nuestros principales socios comerciales, la caída del tipo de cambio promedio, la lenta recuperación de los márgenes de comercialización explican la evolución de los precios de los bienes transables internacionalmente.

El aumento del precio internacional del petróleo, el encarecimientos de los servicios de salud y el incremento del costos del servicio doméstico contribuyeron al alza de los precios de los bienes y servicios no transables mientras que la rebaja del COFIS actuó en sentido contrario.

Descomposición de la tasa de inflación

El encarecimiento de los bienes y servicios no transables fue el de mayor incidencia en el crecimiento del tercer trimestre del IPC. Tiene implícito los efectos de shocks de oferta que han afectado al

INFORME DE POLITICA MONETARIA

país en los últimos tiempos. Además su incidencia tiene que ser estudiada cuidadosamente ya que algunos de los rubros considerados presentan ajustes de precios que no se suelen distribuir uniformemente en el tiempo sino que se concentran en ciertos meses (ajustes “ discontinuos”).

Se destacan el aumento de las tarifas de ANCAP (4.6% en promedio¹⁷), la suba de 11.1% del boleto de ómnibus en Montevideo (el ajuste anterior había sido en junio de 2003) y el encarecimiento de los servicios médicos mutuales y colectivos (4.72%). La eliminación del COFIS aplicado hasta el momento a los precios cobrados por UTE y ANTEL, dió lugar a una disminución “ por una sola vez” del Índice de Tarifas cuya evolución reciente se presenta en el cuadro de descomposición de la tasa de inflación que acompaña a este informe.

DESCOMPOSICION DE LA TASA DE INFLACION ⁽¹⁾								
	2003	2004						
		Trim I.04	Trim II.04	Julio	Agosto	Setiembre	Trim III.04	Set04 vs. Set03
Variación IPC								
Total	10.19	2.82	2.63	1.01	1.18	0.27	2.48	9.59
Transables internacionales	9.38	2.38	3.29	0.79	0.22	0.31	1.33	8.92
Transables regionales	9.33	-0.61	6.66	1.20	0.73	0.77	2.73	12.52
No Transables	10.99	4.12	1.05	1.10	1.94	0.10	3.17	9.17
Incidencias en la variación del IPC								
Transables internacionales	3.17	0.80	1.10	0.27	0.07	0.10	0.45	2.99
Transables Regionales	1.43	-0.09	0.98	0.18	0.11	0.12	0.42	1.87
No transables	5.58	2.11	0.54	0.56	0.99	0.05	1.62	4.73
Variación de los precios de los bienes y servicios no transables								
Total	10.99	4.12	1.05	1.10	1.94	0.10	3.17	9.17
Tarifas	21.58	8.25	1.64	1.64	0.59	-0.32	1.92	12.23
Salud	6.40	5.47	-0.28	0.56	4.31	-0.17	4.72	10.09
Política Departamental	18.79	1.40	1.53	1.85	4.95	0.69	7.64	10.81
Enseñanza	4.47	5.63	1.02	0.13	1.39	0.06	1.59	8.53
Otros	7.34	1.91	1.20	1.00	0.95	0.30	2.26	6.86
Incidencia en la variación de los precios de los bienes y servicios no transables								
Tarifas	4.29	1.80	0.37	0.37	0.14	-0.07	0.44	2.68
Salud	1.22	1.00	-0.05	0.10	0.78	-0.03	0.86	1.85
Política Departamental	1.95	0.16	0.17	0.20	0.54	0.08	0.83	1.21
Enseñanza	0.30	0.36	0.07	0.01	0.09	0.00	0.10	0.54
Otros	3.23	0.81	0.50	0.42	0.40	0.12	0.94	2.90

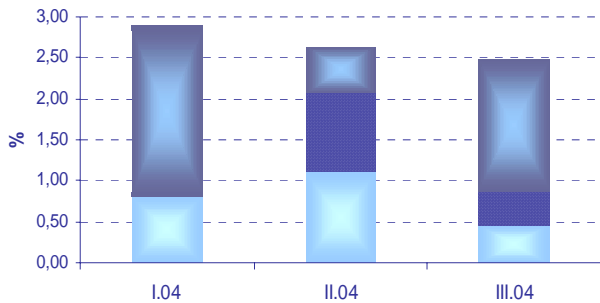
⁽¹⁾ Se ha revisado la clasificación en transables y no transables de los distintos bienes y servicios que componen la canasta del IPC, por lo que las cifras de este cuadro pueden diferir de las publicadas anteriormente.

¹⁷ Se utilizaron las ponderaciones del IPC.

El aumento de los precios del petróleo, tanto en Uruguay como en el resto del mundo, ha generado un incremento de la inflación. Estimaciones preliminares han situado el efecto de este shock de oferta entre 37 y 80 puntos básicos. Para obtener la primer cifra sólo se tuvo en cuenta a las tarifas de ANCAP; para la segunda, también se consideró a aquellos rubros cuyos precios dependen fuertemente de los de la empresa petrolera estatal.

La mayor tasa de variación de los no transables que no están sujetos a regulación debe ser evaluada con cautela en la medida que en ella tuvo una incidencia importante el ajuste “ discontinuo” (9.5%) del costo que el servicio doméstico tiene para los hogares y el peso del ajuste tarifario en la evolución de los gastos comunes. Sin embargo, tampoco puede desconocerse que el encarecimiento del servicio doméstico fue sustancialmente superior al de fines de 2003 y principios de 2004 y que en la paramétrica de cálculo de los gastos comunes la remuneración de la mano de obra es importante.

Incidencias en la variación trimestral del IPC



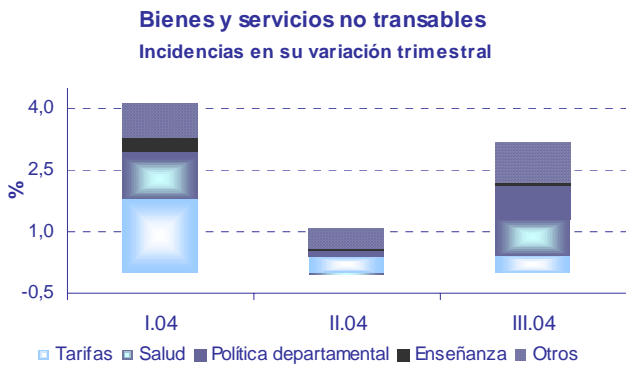
■ Transables internacionales ■ Transables regionales ■ No transables

Existen señales de que la inflación entre los bienes y servicios no transables podría aumentar en el futuro. En efecto, se ha estimado que la tendencia creciente del costo unitario de la mano de obra¹⁸ en los sectores de servicios se mantiene firme en el tercer trimestre. Luego del descenso del segundo trimestre de 2002 y del lento aumento de 2003, estos costos unitarios habrían aumentado significativamente su ritmo de crecimiento en los primeros nueve meses de 2004. En un contexto de reactivación de la actividad económica, es razonable suponer que estos aumentos del costo de la mano de obra se trasladen a precios.

¹⁸ 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 a nivel sectorial del tercer trimestre 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 Impuestos a las Retribuciones Personales ya que dicha rebaja no afecta el costo de la mano de obra.

Consistentemente con la apreciación del tipo de cambio real que se espera, se advierte una clara tendencia creciente en las tasas de variación de los salarios a precios corrientes de los sectores productores de bienes y servicios no transables, mientras que las correspondientes a los salarios industriales muestran una tendencia estable.

Se destaca la menor tasa de variación de los precios de los bienes transables internacionalmente. Como ha sido común en los dos últimos años, la mayor parte del encarecimiento que han tenido estos bienes en el tercer trimestre refleja el de la carne, fruto de la mejora de sus precios de exportación.



La evolución del precio de la carne, por otra parte, también se refleja en los bienes y servicios transables a nivel regional, a través de su impacto en las comidas fuera del hogar. Este último rubro y las frutas y las verduras, fueron los de mayor incidencia en el encarecimiento del tercer trimestre del año de los bienes comercializables regionalmente.

La evolución de los precios internacionales, del tipo de cambio, del proceso de recomposición de márgenes y de los costos unitarios de la mano de obra, explicarían la evolución de la inflación entre el grupo de bienes transables internacionalmente que no incluye a la carne.

En los primeros nueve meses del año, los precios expresados en dólares de nuestros principales socios comerciales mostraron un nivel medio 3.4% superior al de diciembre de 2003. Por otra parte, el tipo de cambio promedio de setiembre de 2004 fue 3.4% inferior al de diciembre de 2003.

También se ha mantenido firme en los primeros nueve meses del año la tendencia decreciente de los costos unitarios de la industria manufacturera, sector en el que la producción de bienes transables tiene un peso muy importante.

La evidencia empírica disponible muestra una leve recuperación de los márgenes de comercialización de los bienes transables

internacionalmente¹⁹. Luego de una caída cercana al 9% entre principios de 2002 y de 2004, que abrió una brecha entre la evolución del índice representativo de los precios al productor de los bienes seleccionados para la estimación de dichos márgenes y la evolución de los precios internacionales de nuestros principales socios comerciales expresados en pesos, los márgenes de comercialización habrían crecido algo más de 1% en el segundo y tercer trimestre del año.

Esta recuperación de márgenes de comercialización podría ser la explicación del leve crecimiento del componente tendencia-ciclo para el grupo de bienes transables internacionalmente que no incluye a la carne y también para aquel que, además de no contar con la carne, no contiene a la vestimenta, los cigarrillos y los lácteos, rubros que se destacan por su estacionalidad, sus ajustes discontinuos o shocks de oferta.

Hasta ahora, el proceso de recomposición de márgenes de comercialización no ha sido lo suficientemente vigoroso como para representar una presión inflacionaria. Sin embargo, no puede descartarse que el crecimiento de precios de los bienes transables internacionalmente pueda verse exacerbado por un fortalecimiento de dicho proceso impulsado por la recuperación económica.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que la interpretación de la evidencia empírica disponible se dificulta como consecuencia de un proceso de ajuste de calidad que desdibuja los índices.

¹⁹ 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 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 – setiembre 2004, lapso para el cual está disponible el IPPN.

ANEXO N°1: LA INFLACION SUBYACENTE

PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL		
Variaciones mensuales – Precios al consumo		
2003		
	Valor	Componente tendencia-ciclo
Enero	1.32	0.62
Febrero	1.33	0.64
Marzo	1.05	0.61
Abril	0.76	0.53
Mayo	0.58	0.45
Junio	0.25	0.40
Julio	0.13	0.39
Agosto	0.32	0.42
Setiembre	0.14	0.47
Octubre	0.23	0.52
Noviembre	0.22	0.57
Diciembre	0.50	0.62
2004		
	Valor	Componente tendencia-ciclo
Enero	1.11	0.65
Febrero	0.43	0.64
Marzo	0.42	0.64
Abril	1.02	0.66
Mayo	0.78	0.65
Junio	0.36	0.64
Julio	0.53	0.65
Agosto	0.60	0.67
Setiembre	0.23	0.68

Para poder extraer conclusiones sobre la inflación subyacente se consideran los componentes tendencia-ciclo de las siguientes series²⁰:

- a) El primer componente principal de las variaciones mensuales de 38 índices elaborados a partir de los utilizados para el cálculo del IPC²¹.
- b) La variación mensual del IPC.
- c) Un conjunto de estadísticos que se presentan en recuadro aparte, calculados a partir de la evolución de los precios de los 310 artículos que componen la canasta del IPC. En su construcción se parte del supuesto que la mayor variabilidad debilita la señal inflacionaria emitida por cada precio.

El componente tendencia-ciclo del primer componente principal de las variaciones mensuales de precios al consumo creció a lo largo del tercer trimestre aunque se enlenteció su aumento hacia el final del mismo. Su valor medio fue de 8.3% en términos anualizados ligeramente superior al de abril-junio (8.1% en términos anualizados).

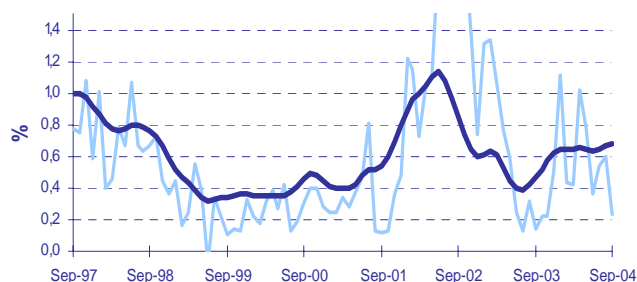
Para la mediana ponderada de las variaciones mensuales de los 310 precios considerados para el cálculo del IPC también se estimó una tendencia creciente, aunque la misma resultó más vigorosa. Las medias trucas ponderadas y la mediana común, por otra parte, muestran una tendencia decreciente en el tercer trimestre del año.

El análisis de los distintos indicadores de inflación subyacente considerados y la descomposición de inflación comentada

²⁰ 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.

²¹ 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 – Setiembre 2004 pueden ser adecuadamente representado por el modelo de un solo factor estimado. El nivel de significación empleado fue del 5%.

PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL
en variaciones mensuales de precios al consumo



sugieren que parece razonable concluir que la inflación ya habría empezado a ceder o estaría por hacerlo, aunque parece prudente seguir alerta a las eventuales presiones inflacionarias asociadas a la recuperación económica.

— Primer componente principal — Componente tendencia-ciclo

INDICADORES DE INFLACION SUBYACENTE EN 2004									
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre
(1) Media trunca ponderada 1									
Valor	1.87	0.54	0.58	0.62	0.70	0.47	0.96	0.83	0.06
Componente tendencia ciclo	0.90	0.85	0.80	0.77	0.76	0.76	0.75	0.74	0.72
(2) Media trunca ponderada 2									
Valor	1.89	0.60	0.54	0.59	0.69	0.53	0.67	0.31	0.06
Componente tendencia ciclo	0.83	0.78	0.71	0.67	0.65	0.62	0.58	0.54	0.52
(3) Media ponderada corregida									
Valor	1.77	0.55	0.62	0.75	0.67	0.57	0.97	1.13	0.33
Componente tendencia ciclo	0.72	0.74	0.75	0.77	0.77	0.78	0.79	0.78	0.75
(1) Mediana ponderada									
Valor	1.01	0.34	0.06	0.12	0.09	0.02	0.42	0.46	0.00
Componente tendencia ciclo	0.36	0.31	0.25	0.23	0.23	0.28	0.33	0.37	0.39
(1) Mediana común									
Valor	0.38	0.23	0.28	0.50	0.36	0.21	0.06	0.35	0.06
Componente tendencia ciclo	0.37	0.38	0.39	0.39	0.37	0.34	0.30	0.27	0.23

Medias truncas ponderadas: Se comienza calculando el promedio simple \bar{x} y la desviación standard s de las variaciones mensuales de precios al consumo del mes. Se descartan aquellas variaciones que no estén incluidas en el intervalo $\bar{x} \pm 1.5s$ (media trunca ponderada 1) o $\bar{x} \pm s$ (media ponderada trunca 2). 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 debe contar con series que muestren 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 – setiembre 2004, 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.

Mediana ponderada: Se ordenan de menor a mayor las variaciones mensuales de precios. La mediana ponderada es el valor que separa en dos partes la muestra así ordenada. Debe ser de 50% la suma de las ponderaciones correspondientes a las variaciones mensuales incluidas en cada una de las secciones así definidas.

Mediana: Se ordenan de menor a mayor las variaciones mensuales de precios. La mediana es el valor que separa en dos partes la muestra así ordenada. Cada una de las secciones así definidas contiene la misma cantidad de variaciones mensuales.

ANEXO Nº2: 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.

El Banco Central del Uruguay publica los resultados de la encuesta el undécimo día hábil de cada mes. El formato habitual de la publicación en la página Web incluye, para cada uno de los plazos definidos, el promedio de las expectativas, la mediana, la desviación estándar, el mínimo, el máximo y las instituciones participantes. El promedio y la mediana son indicadores de nivel de inflación esperada, mientras que los restantes son indicadores de la dispersión de las opiniones de los agentes consultados. La mediana es el valor de la inflación esperada para el cual la mitad de los encuestados opina que la inflación será igual o inferior al mismo. La mediana puede diferir de la media en casos en los

cuales hay datos extremos. Por ejemplo, si en una muestra de 10 encuestados 9 opinan que la inflación estará ubicada en 3% y el restante la sitúa en 13%, la mediana será 3% y el promedio 4%. De eso se deduce que el promedio será mayor que la mediana si hay unas pocas opiniones que sitúan la inflación en niveles muy altos. Por el contrario, si la mediana es inferior al promedio, será porque hay pocos agentes que esperan una inflación muy baja. La desviación estándar muestra la diferencia media de las opiniones con respecto al promedio. De esta manera, un valor cercano a cero es indicativo de que todos los encuestados tienen una opinión muy similar al promedio. Valores grandes de desviación estándar señalan grandes discrepancias en las opiniones.

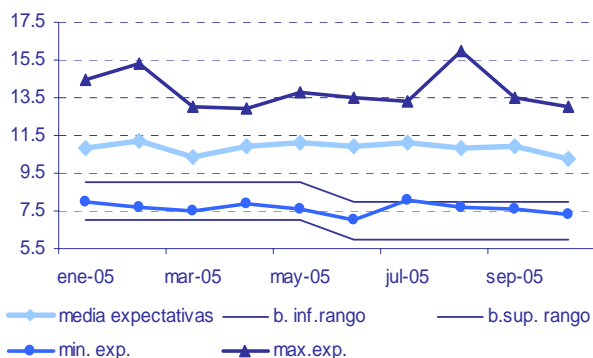
Las instituciones participantes se publican por dos razones. En primer lugar el número de respuestas es una señal del grado de representatividad de los datos presentados. En segundo lugar, la publicación de los nombres de las personas o instituciones participantes es un incentivo para que los agentes participen.

Si bien el grupo inicial de participantes fue seleccionado directamente por el Banco Central del Uruguay, la participación en la encuesta de expectativas de inflación es abierta para toda institución interesada que pueda acreditar experiencia en la materia y es absolutamente voluntaria.

Resultados recientes

En materia de resultados se destacan tres aspectos en los datos recientes. En primer lugar, si bien las expectativas de inflación continúan estando por encima del rango de referencia para la política monetaria a Setiembre de 2005, se verifica un fenómeno de convergencia hacia el mismo en los meses recientes, en particular en el mes de octubre. En segundo lugar, se observa un proceso de reducción de la incertidumbre en las expectativas de inflación para los próximos doce meses. Finalmente, hay un alto grado de coincidencia entre media y mediana, lo que sugiere que

INFLACION ESPERADA EN DOCE MESES

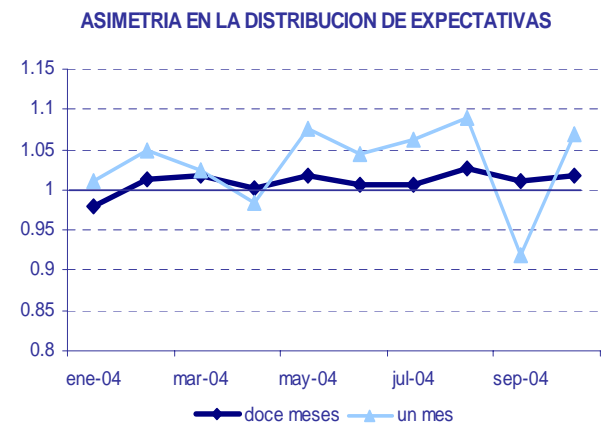


no hay discrepancias sustanciales en la percepción del fenómeno inflacionario.

El promedio de expectativas de inflación se situó en Octubre en 10.27% para los próximos doce meses, 227 puntos básicos por encima del rango objetivo de la política monetaria a setiembre de 2005. Este desvío en las expectativas del sector privado ha sido una constante en este año, pero se ha venido moderando en los últimos meses, lo que puede estar indicando una mejora de la credibilidad de la política monetaria. Mientras que en Julio pasado se esperaba que los siguientes doce meses tuvieran una inflación de 11.1%, en agosto y setiembre esa expectativa bajó a 10.9 % antes de caer 64 puntos básicos en el mes de octubre para alcanzar el mencionado guarismo de 10.27%. La mediana, el máximo y el mínimo experimentaron caídas similares para ese plazo en Octubre. En particular es importante señalar que luego de situarse por encima del rango objetivo de inflación en julio, el mínimo de las expectativas ha vuelto a situarse en el medio del mismo aún a pesar de la reducción en un punto porcentual, pasando de ser de 7 - 9% a 6 - 8%.

El grado de acuerdo en torno a la proyección de inflación también ha aumentado, como lo demuestra la reducción de la volatilidad de las expectativas de inflación. Efectivamente, la dispersión de las expectativas de inflación de los agentes consultados, representada en el gráfico por la desviación estándar de la inflación esperada para los próximos doce meses, se encuentra cerca del valor mínimo alcanzado en el período en que esta encuesta se ha relevado.

Finalmente, se observa en todo el período relevado un alto grado de coincidencia entre el promedio y la mediana de las expectativas de inflación para los siguientes doce meses. En las expectativas a



INFORME DE POLITICA MONETARIA

un mes esa relación es más elevada, y también más volátil, probablemente como consecuencia de mayores problemas para proyectar la inflación mensual que la anual.

Si bien es temprano para asegurar que el sector privado le da más chances al cumplimiento del objetivo inflacionario, la tendencia reciente parece indicar un mayor grado de credibilidad de la política monetaria.

V. La política monetaria en el tercer trimestre de 2004

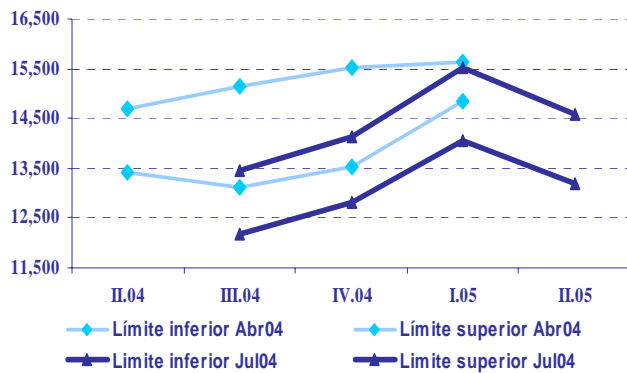
A comienzos del pasado trimestre, el Comité de Política Monetaria, en línea con el compromiso más activo con la evolución de los precios que gradualmente ha ido adoptando el BCU y en base a la evaluación de riesgos realizada, entendió conveniente el mantenimiento del tono restrictivo de la política monetaria. Esta decisión se materializó en un corrimiento hacia abajo del rango objetivo para la variación de la base monetaria (en adelante BM).

El régimen de rango objetivo para la variación de la BM fue introducido en el segundo trimestre del año, en el entendido que el mismo 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 un nivel objetivo dentro del rango anunciado públicamente, que opera como meta operativa a lo largo del trimestre. La flexibilidad del sistema de rango objetivo permite al BCU corregir sus metas operativas toda vez que el análisis de los indicadores de mercado así lo sugiere, circunstancia que no se produjo en el pasado trimestre.

En este período, el BCU realizó un uso más activo de la operativa de REPOs, que fuera introducida hacia fines del mes de abril, con el objetivo de atender necesidades sistémicas en períodos ilíquidos del mes. La utilización de estos instrumentos se articuló con las metas operativas de BM vigentes.

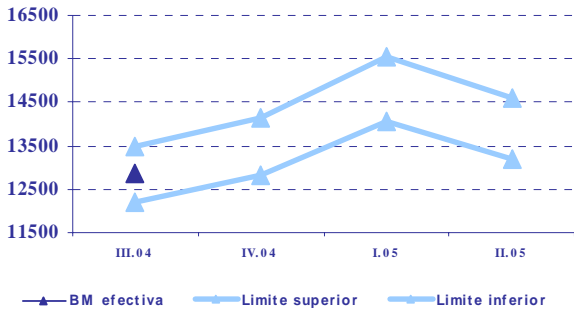
Dentro del proceso de mejoramiento del funcionamiento del mercado en el marco del régimen de tipo de cambio flexible, a partir del pasado trimestre el BCU comenzó a ofrecer en el mercado contratos forward de compra y venta de dólares con el objetivo de brindar mayor certeza a los agentes sobre la evolución del tipo de cambio. Operativamente el BCU fija a comienzos de cada jornada los montos y cotizaciones ofrecidas para operaciones forward a noventa y ciento ochenta días en pesos y UI.

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA
Saldos promedios en millones de pesos



LA BASE MONETARIA

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA
Saldos promedios en millones de pesos

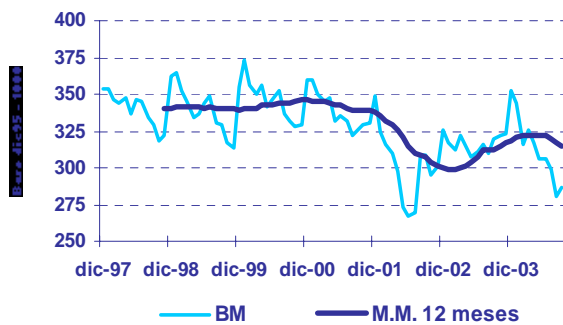


Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la política monetaria

La BM promedio alcanzó en el tercer trimestre \$ 12.848 millones, ubicándose prácticamente en el centro del rango objetivo de variación de la BM con el cual se comprometió el BCU, según lo dispuesto en la reunión del 5 de julio del presente año del Comité de Política Monetaria.

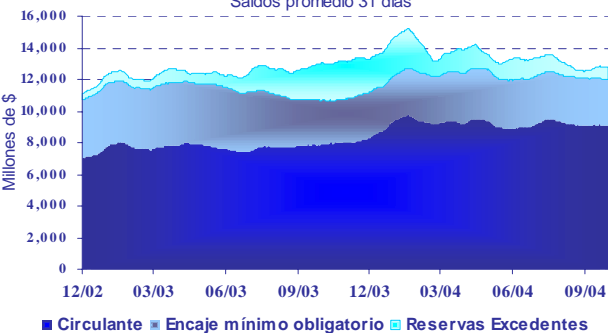
La BM continuó en el tercer trimestre mostrando la tendencia decreciente que la ha venido caracterizando desde el pasado mes de mayo, habiéndose reducido 6.7% en términos reales. Con relación a igual período del año 2003, la caída real experimentada por la BM alcanza 8.3%.

BASE MONETARIA
PROMEDIO MENSUAL EN TERMINOS REALES



Esta reducción de la oferta primaria de dinero, como posteriormente se analizará, no se ha reflejado en una menor oferta de medios de pago en la economía. Fenómeno este que se refleja en la evolución que han mostrado en el último año los distintos componentes que forman la BM. En efecto, los componentes más asociados a la demanda del público, circulante y encajes bancarios, resultaron superiores en términos reales a los existente en igual período del año anterior.

COMPOSICION DE LA BASE MONETARIA
Saldos promedio 31 días

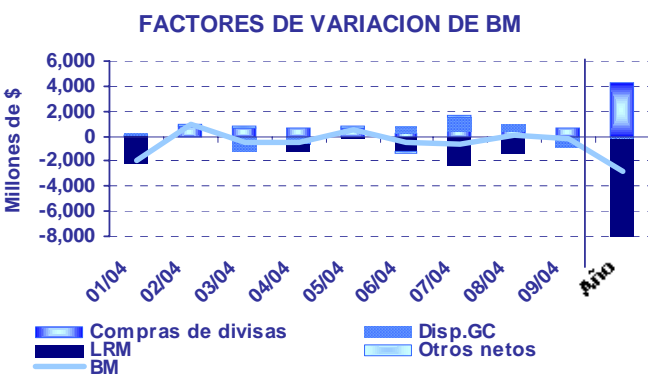


Por tanto, la menor oferta de BM se ha reflejado en el menor nivel que alcanzan los excedentes en poder de los bancos y de otras instituciones financieras, los cuales se han reducido casi 67% en términos reales con relación al tercer trimestre del año 2003. El retorno de esta variable a magnitudes similares a las existentes a comienzos del año pasado, se ha reflejado en la evolución del multiplicador monetario y en presiones al alza sobre las tasas de interés interbancarias, debido a la menor holgura en términos de liquidez con que ha operado el mercado, justificando en el período un uso más activo de los REPOs por parte de la autoridad monetaria.

Los componentes de la oferta de BM

La caída real de 6.7% que, como fuera mencionado, experimentó la BM durante el trimestre es equivalente a \$ 883 millones, medida en términos punta-punta, habiéndose procesado principalmente en el mes de julio, tal como puede observarse en el siguiente cuadro:

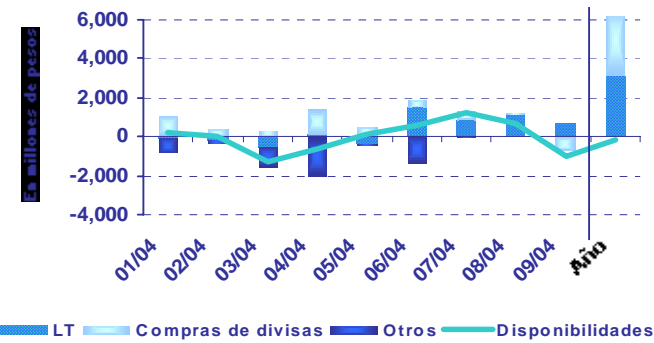
FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA				
Flujos acumulados en millones de pesos				
	Julio	Agosto	Setiembre	III.04
1- Compras netas de moneda extranjera	308	336	619	1,263
Al Sistema Financiero	15	2	-122	-109
Al Gobierno Central	293	338	741	1,371
2- Crédito neto al Sistema Financiero	-15	0	0	-15
3- Crédito al Gobierno Central	0	0	0	0
4- Utilización disponibilidad m.n. GC-BPS	1,209	668	-953	924
Amortización neta de letras de tesorería	846	1,139	658	2,642
Intereses sobre títulos en moneda nacional	144	121	68	333
Compras netas de moneda extranjera	450	103	-741	-189
Otros	-231	-694	-938	-1,863
5- Déficit de BCU en moneda nacional	141	159	189	490
6- Instrumentos de Regulación Monetaria	-2,326	-1,299	-32	-3,656
7- Otros	-8	189	-14	139
VARIACION TOTAL	-691	54	-201	-838



La obtención de financiamiento en moneda extranjera por parte del GC a comienzos del pasado trimestre, en la medida que determinó la necesidad de vender divisas para atender obligaciones en moneda nacional, introdujo un cambio en el manejo de sus disponibilidades. Si estas ventas de divisas se hubieran canalizado a través del mercado, el cambio de estrategia del GC hubiera resultado neutro en términos de la cantidad de dinero, no así en sus efectos sobre el nivel del tipo de cambio. Sin embargo, dichas ventas fueron realizadas a través del BCU (por el equivalente a U\$S 39 millones) determinando que en el tercer trimestre del año las compras netas de divisas de la autoridad monetaria volvieran a constituirse en uno de los principales factores de expansión de la oferta de BM.

Adicionalmente, el cambio de estrategia del GC determinó que, a diferencia de lo observado en los trimestres previos, el conjunto

USO DE DISPONIBILIDADES DE GC-BPS

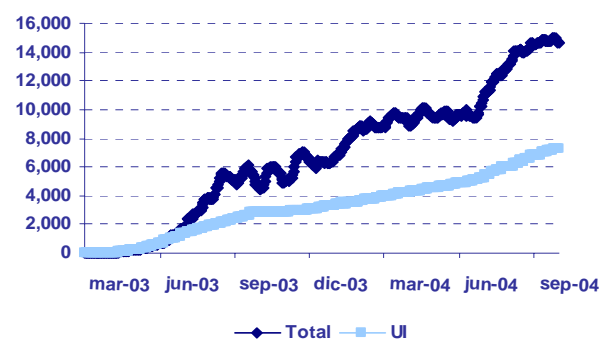


GC-BPS generara una expansión de la oferta de dinero primario del orden de \$ 924 millones. La misma se produjo como consecuencia de que los egresos originados en la amortización de Letras de Tesorería por \$ 2.975 millones fueron superiores a los ingresos derivados de la venta neta de divisas y el superávit en moneda nacional que en el tercer trimestre habría alcanzado el GC (del orden de \$ 1.863 millones).

En sentido también expansivo, aunque con un grado significativamente menor, operó el déficit en moneda nacional del BCU, el cual da cuenta de una expansión de la BM de \$ 490 millones.

Finalmente, la colocación neta de Instrumentos de Regulación Monetaria por \$ 3.656 millones aseguró que la BM se mantuviera en línea con los objetivos trazados. Esta cifra incluye la inyección de liquidez realizada por medio de REPOs que trasciende el trimestre, \$ 139 millones, y la colocación neta de títulos por \$ 3.795 millones. Este último monto hubiera resultado sustancialmente inferior de haberse canalizado en el mercado las ventas de divisas que el GC realizó en el período. El 54% de la colocación neta realizada en el trimestre corresponde a instrumentos nominados en UI, cuya participación en el circulante total de títulos emitidos por la autoridad monetaria se mantiene en el entorno del 50%.

CIRCULANTE DE TITULOS EMITIDOS POR BCU
Saldos diarios en millones de pesos

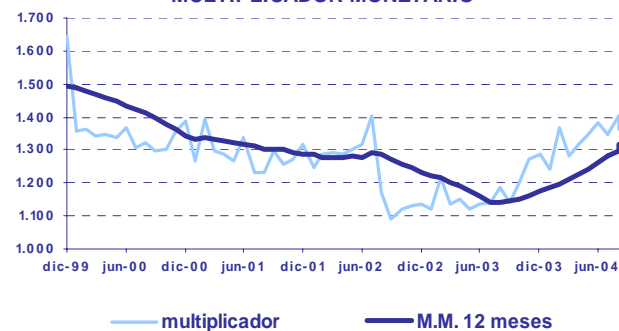


EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO

El multiplicador monetario y la oferta secundaria de dinero

El multiplicador monetario, que en el marco del modelo utilizado por el BCU relaciona el M1 fin de mes con la BM promedio, mantuvo en el tercer trimestre la tendencia creciente que lo ha caracterizado a partir de la segunda mitad del año pasado, no habiendo aún alcanzado los niveles que históricamente lo han caracterizado.

MULTIPLICADOR MONETARIO

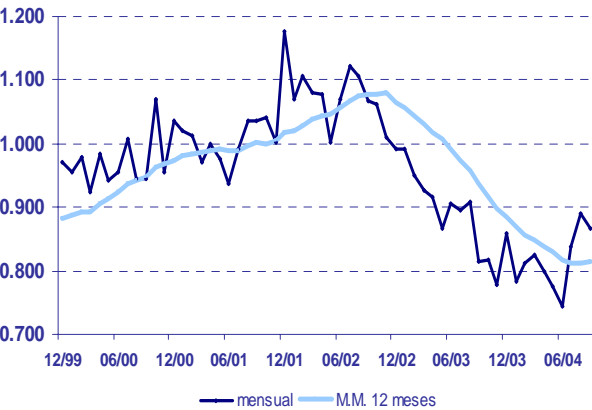


ENCAJES EXCEDENTES SOBRE LOS OBLIGATORIOS
Media móvil 31 días en millones de pesos



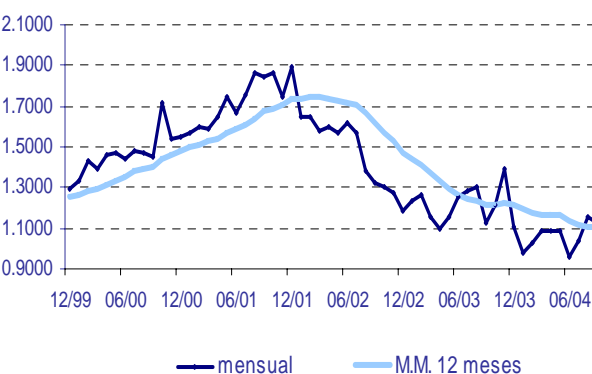
El aumento experimentado por el multiplicador monetario, de casi 19% respecto a igual período del año 2003, obedece a que prácticamente todos los coeficientes que lo determinan incidieron al alza. Dentro de estos, tal como ya fuera mencionado, el que más se destaca por su incidencia es el que incluye las reservas voluntarias por encima de los encajes obligatorios que deben mantener las instituciones, las cuales se ubican 67% en términos reales por debajo de los valores observados un año atrás.

PREFERENCIA DEL PUBLICO POR CIRCULANTE



Si bien con una incidencia significativamente inferior, el comportamiento del público en cuanto a su preferencia por circulante incidió también al alza sobre el multiplicador monetario. En efecto, la preferencia del público por circulante, consistente con el mantenimiento de un contexto caracterizado por el dinamismo del nivel de actividad, continuó reduciéndose, aunque a un menor ritmo que el observado en trimestres anteriores.

DEP. CAJA DE AHORROS Y PLAZO/ DEP. VISTA

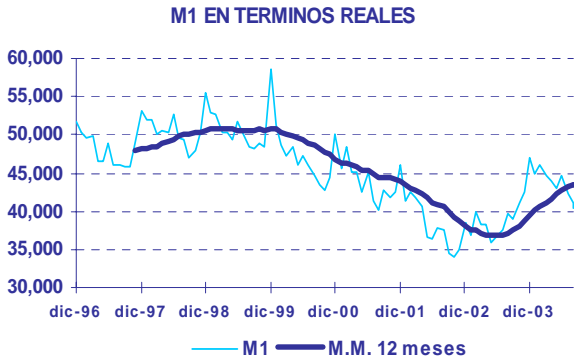


Por otra parte, los depósitos bancarios continuaron exhibiendo una clara preferencia del público por liquidez, tal como se refleja en la tendencia decreciente mostrada por la relación entre los depósitos caja de ahorro y plazo y los depósitos a la vista. Este factor, conjuntamente con cambios en la estacionalidad intramensual de los depósitos a la vista, habrían incidido levemente al alza en el multiplicador monetario que relaciona M1 con BM.

El importante aumento del multiplicador monetario explica que, a pesar de la caída en términos reales experimentada por la BM (8.3%), la oferta de medios de pago en la economía en el tercer trimestre resultara 8.8% superior, en términos reales, a la existente en igual período del año 2003²².

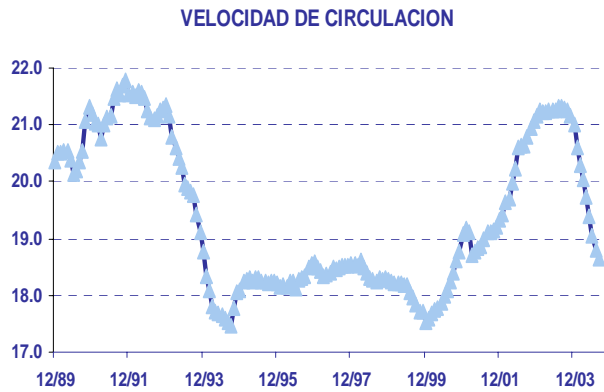
²² En base a datos preliminares y estimados a setiembre de 2004.

La demanda real de dinero



La demanda real de dinero, medida a través de la evolución del agregado monetario M1²³, mantuvo en el tercer trimestre del año la tendencia creciente que la ha venido caracterizando desde la segunda mitad del pasado año, aunque evidencia un cierto enlentecimiento.

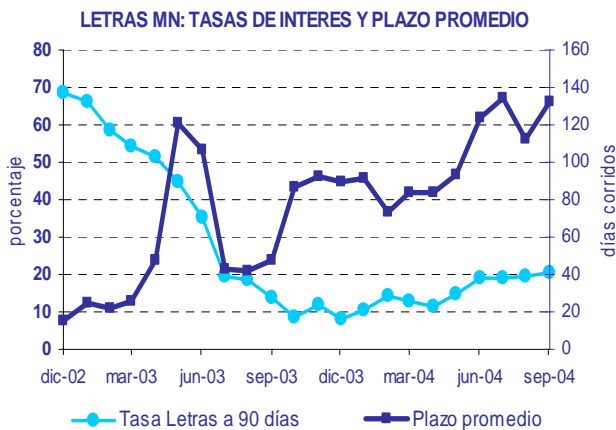
Este comportamiento de la demanda de dinero es el esperable en un contexto en el que, tal como se analiza anteriormente, la economía continuó fortaleciéndose debido a las favorables influencias externas y un buen desempeño de las variables domésticas. En idéntico sentido habrían incidido la evolución de las tasas de interés en el mercado doméstico que mantienen una tendencia decreciente.



Dentro de los rasgos más salientes de la demanda de dinero se destaca la firme tendencia a la reducción de la velocidad de circulación que, tal como era esperable, se ha venido procesando con relación a mediados del 2002, cuando el problema de expectativas que generó la crisis financiera determinó un abrupto crecimiento de esta variable.

OTRAS VARIABLES MONETARIAS

Las tasas de interés en moneda nacional

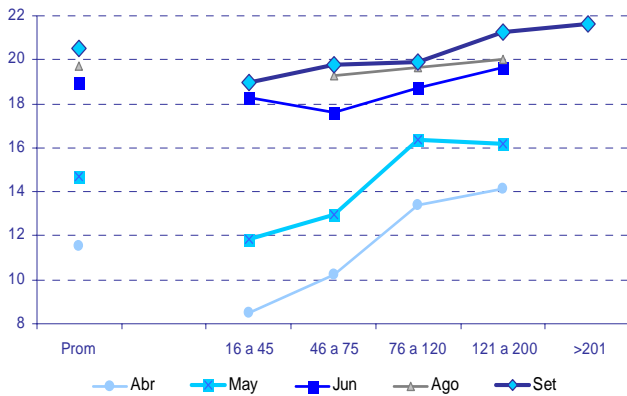


Las tasas promedio de los instrumentos en moneda nacional colocados en el mercado primario en el pasado trimestre, exclusivamente LRM ya que el GC dejó de colocar Letras de Tesorería desde junio, experimentaron una suba, al tiempo que se han extendido los plazos promedio de estos instrumentos. En

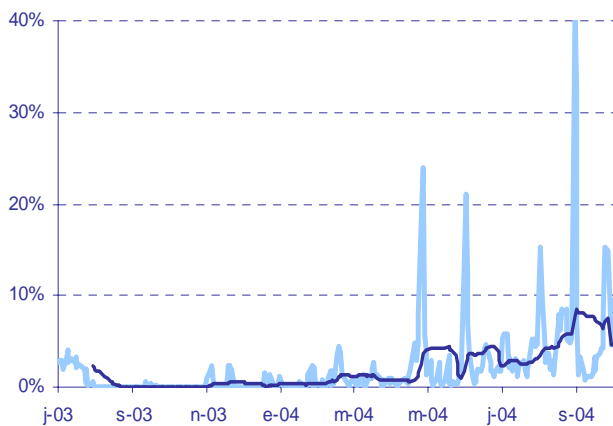
²³ En base a datos preliminares y estimados a setiembre de 2004.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

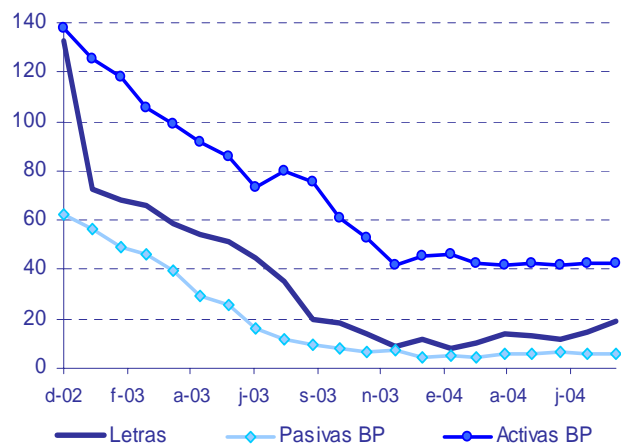
TASAS DE LETRAS MN: ESTRUCTURA TEMPORAL



TASA CALL INTERBANCARIA
Tasa promedio operada diariamente



TASAS MONEDA NACIONAL



efecto, las tasas de interés de las Letras en moneda nacional exhiben una tendencia claramente creciente a partir del mes de mayo, alcanzando en setiembre 20.5%, 150 puntos básicos por encima de los niveles promedio observados en junio. Conjuntamente con el aumento en las tasas se observa a partir de junio una reducción de las primas exigidas por los agentes para los instrumentos a mayor plazo, lo cual se ha reflejado en un achatamiento de la estructura temporal de las tasas de estos títulos, posiblemente como consecuencia de cambios que se han procesado en las expectativas de los agentes

Con relación al plazo promedio de estos títulos, hacia fines del tercer trimestre el mismo alcanza un promedio de 132 días, observándose una concentración de colocaciones en los plazos de 90 y 180 días, acorde con los plazos de las operaciones forward que realiza el BCU.

Al igual que las tasas de los instrumentos, las tasas call interbancarias muestran una clara tendencia creciente a partir del mes de mayo. Si bien estas últimas se ubican en niveles relativamente reducidos la mayor parte del mes, con excepción de los períodos intramensuales caracterizados por una situación de iliquidez, el spread respecto a la tasa mínima de referencia fijada por el BCU (0.75%) se ha incrementado en el último trimestre. Situación que está claramente asociada con la menor holgura en términos de liquidez que experimentó el mercado.

Las tasas pasivas pagadas por el sistema bancario en las operaciones efectivamente realizadas²⁴ se ha incrementado levemente en los últimos meses en el conjunto del sistema. Habitualmente estas tasas acompañan los movimientos de las tasas de las letras en moneda nacional, aunque con un cierto rezago y en diferente magnitud, observándose un aumento del spread existente entre ambas en el último trimestre.

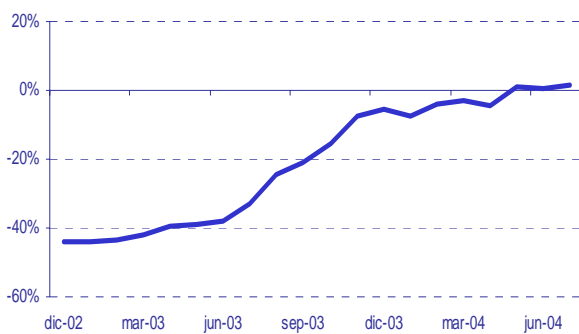
²⁴ Corresponde a las tasas pagadas sobre depósitos no transferibles.

Finalmente, las tasas activas en moneda nacional aplicadas por el conjunto del sistema se han mantenido prácticamente incambiadas en los últimos meses, ubicándose en niveles que son históricamente bajos.

El crédito en moneda nacional

El importante aumento del multiplicador monetario, principalmente asociado con menores niveles de reservas excedentes por parte de las instituciones bancarias, reflejaría un comportamiento más expansivo del sistema bancario. En este sentido apuntan los primeros datos de crédito en moneda nacional disponibles para el tercer trimestre del año. En efecto, al cierre del mes de julio las colocaciones en moneda nacional del conjunto del sistema bancaria se ubica 1.4% por encima²⁵, en términos reales, de las existentes en igual período del año 2003. Si bien este crecimiento es moderado, es el primer registro positivo observado desde la finalización de la crisis financiera.

CREDITO EN MONEDA NACIONAL
Variación anual en términos constantes



El análisis del comportamiento de las colocaciones desagregadas a nivel institucional sugiere que la leve expansión del crédito no es un fenómeno que abarque a la totalidad del sistema, siendo básicamente liderado por algunas de las instituciones que componen el sistema. En el resto del mercado se observa una marcada preferencia a aplicar fondos en títulos en moneda nacional.

Por otra parte, debe notarse que las características de los depósitos captados por el sistema, con un alto grado de liquidez, no estaría brindando condiciones propicias para un comportamiento más dinámico del crédito en moneda nacional al sector privado.

²⁵ A efectos de este análisis se ha ajustado la serie de crédito en moneda nacional eliminando operaciones especiales y los bancos liquidados.

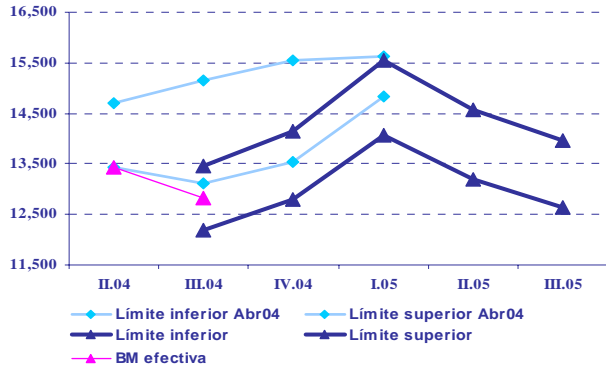
VI. Las proyecciones monetarias

La autoridad monetaria para el año móvil Setiembre 2004-Setiembre 2005, ha adoptado una trayectoria monetaria consistente con una inflación comprendida dentro del rango objetivo de entre 6% y 8%.

Tal como se analizó en la segunda parte de este informe, las proyecciones monetarias para los próximos doce meses se realizaron bajo el supuesto del mantenimiento, aunque a un menor ritmo, del proceso de recuperación que la economía uruguaya inició el pasado año. La evolución experimentada en lo que va del año, tanto por el nivel de actividad como por las tasas de interés, han incidido para prever un escenario más favorable en el horizonte de proyección que el considerado en oportunidad de la anterior revisión monetaria.

El Comité de Política Monetaria, en la reunión celebrada el 28/09/04, evaluó que aún cuando los precios se ubican en niveles superiores a los previstos para la fecha, existen signos positivos respecto a los resultados alcanzados a partir de los esfuerzos realizados en materia monetaria en los trimestres pasados., no justificándose una profundización de los mismos. Por este motivo se decidió el mantenimiento del rango objetivo para la variación de base monetaria adoptado a comienzos de junio, el cual, bajos los mismos criterios se extiende hasta setiembre de 2005:

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA
Saldos promedios en millones de pesos



RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA		
Promedios en millones de pesos		
Trimestre	Límite inferior	Límite superior
IV.2004	12.806	14.149
I.2005	14.057	15.536
II.2005	13.192	14.580
III.2005	12.630	13.959

El BCU continuará monitoreando atentamente las condiciones del mercado monetario y el contexto macroeconómico, comprometiéndose a introducir las medidas correctivas más convenientes toda vez que perciba un comportamiento de los precios que implique una apartamiento de la senda objetivo.

URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS							
	1999	2000	2001	2002	2003	I.2004	II.2004
1. Oferta y utilización final							
1.1 Producto Interno Bruto (PIB)							
Millones U\$S (últimos doce meses)	20.914	20.087	18.561	12.278	11.182	11.715	12.218
Variación real (contra igual período año anterior)	-2,8	-1,4	-3,4	-11,0	2,5	14,6	12,6
1.2 Demanda interna (var. igual período año anterior)							
Formación bruta de capital fijo	-8,1	-13,1	-9,4	-32,5	-11,4	58,3	27,7
Consumo total	-1,3	-1,4	-2,1	-15,9	-1,1	12,7	11,9
1.3 Sector externo (var. igual período año anterior)							
Exportaciones de bienes y servicios	-7,4	6,4	-9,1	-10,3	4,1	18,7	20,7
Importaciones de bienes y servicios	-5,8	0,1	-7,1	-27,9	1,6	29,5	29,6
2. Mercado de trabajo							
Empleo (var. igual período año anterior)	-2,2	-1,1	0,6	-3,5	-0,7	7,3	7,7
PEA (var. igual período año anterior)	-0,9	1,4	2,7	-1,5	-0,7	1,4	2,3
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período)	11,3	13,6	15,3	17,0	16,9	13,9	13,1
3. Sector externo							
3.1. Transacciones de mercaderías (var.igual período año anterior)							
Exportaciones de bienes (FOB)	-19,1	2,6	-10,5	-9,6	18,1	33,5	30,1
Importaciones de bienes (FOB)	-11,7	3,7	-12,0	-35,9	11,6	40,6	38,5
3.2. Balanza de pagos (últimos 12m en % del PIB)							
Cuenta corriente	-2,4	-2,8	-2,6	2,6	0,5	0,6	0,4
Exportaciones de bienes y servicios	16,6	18,2	17,6	21,9	27,2	28,1	28,6
Importaciones de bienes y servicios	19,1	20,9	20,0	20,3	24,2	24,7	25,8
Cuenta capital	1,7	3,8	2,7	-2,6	1,4	-1,2	1,2
Errores y omisiones	0,7	0,1	1,4	-18,9	10,5	13,6	7,3
Variación Activos de Reseva del Banco Central	0,1	1,1	1,5	-19,0	12,3	13,0	8,9
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	2.244
4. Finanzas Públicas							
4.1 Sector Público Consolidado (Últimos doce meses, % PIB)							
Resultado Global	-3,7%	-3,9%	-4,1%	-4,2%	-3,3%	-2,8%	-1,5%
Resultado Primario	-1,5%	-1,3%	-1,2%	0,3%	2,9%	3,5%	4,0%
4.2 Sector Público no Financiero (Últimos doce meses, % PIB)							
Ingresos totales	30,4	30,8	31,8	30,9	30,7	30,7	30,7
Egresos totales	33,9	34,3	35,6	34,8	33,6	33,1	31,4
Egresos primarios ⁽¹⁾	31,8	31,9	32,7	30,4	27,6	27,0	26,4
5. Deuda pública							
5.1 Deuda bruta (en % del PIB)	41	45	54	93	109	108	105
5.2 Deuda neta (en % del PIB)	27	30	36	66	74	73	72
5.3 Deuda externa bruta s/pco (en % del PIB)	27	30	31	67	85	84	78
5.4 Deuda externa neta s/pco (en % del PIB)	13	15	13	54	61	59	56
6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos 12 meses)							
6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)	4,2	5,1	3,6	25,9	10,2	8,4	9,6
6.2 Índice de Precios Mayoristas (IPM)	-0,3	9,5	3,8	64,6	20,5	11,4	21,7
6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)	7,6	7,3	13,1	93,5	7,3	3,3	11,3
7. Precios relativos (Var. igual período año anterior)							
7.1 Tipo de cambio real	-9,3	2,8	0,0	-2,1	30,7	11,2	3,2
7.2 Salarios reales	1,6	-1,3	-0,3	-10,7	-12,4	-1,9	-1,3
8. Indicadores monetarios							
8.1 Base monetaria (Últimos doce meses)							
En millones de U\$S	838	830	739	442	499	468	450
En % del PIB	4,0	4,1	4,0	3,6	4,5	4,0	3,7
Variación real	-2,1	1,4	-3,0	-8,0	10,0	1,5	-1,4
8.2 Agregados monetarios (Últimos doce meses)							
M1' ⁽²⁾ (variación real)	2,1	-5,5	-7,4	-19,9	22,5	18,0	23,2
M2 (variación real)	2,0	-1,3	-12,1	-26,8	17,7	21,7	13,0
Depósitos en moneda extranjera (variación en dólares) ⁽³⁾	1.565	914	1.801	-5.886	-297	901	163
Residentes	526	231	459	-1.982	249	1.119	735
No residentes	1.039	683	1.342	-3.904	-546	-218	-572
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	4,9
Moneda extranjera (3 meses plazo)	4,5	4,8	2,1	2,7	1,0	0,8	0,8

(1) Sin considerar el pago de intereses.

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

(3) Incluye depósitos en el sistema bancario, casas financieras y cooperativas de intermediación. No incluye depósitos de no residentes en Instituciones Financieras Externas. Asimismo, a partir del 30/06/04, no se incluye al Banco Galicia Uruguay S.A. por haberse revocado su habilitación para funcionar como banco.