



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

INFORME DE POLITICA MONETARIA

TERCER TRIMESTRE DE 2006

SÍNTESIS.....	2
I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL	3
<i>Desarrollos recientes</i>	<i>3</i>
<i>Estados Unidos, Zona Euro y Japón.....</i>	<i>4</i>
<i>La región.....</i>	<i>7</i>
II. LA ECONOMÍA URUGUAYA.....	11
NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO	11
<i>Oferta y utilización finales.....</i>	<i>13</i>
<i>Sectores productivos</i>	<i>15</i>
<i>El mercado de trabajo.....</i>	<i>16</i>
SECTOR EXTERNO	18
EL SECTOR FISCAL	21
EL SISTEMA FINANCIERO	30
<i>Los depósitos de residentes en el sistema bancario.....</i>	<i>30</i>
<i>El crédito bancario</i>	<i>31</i>
<i>La evolución de las tasas de interés.....</i>	<i>32</i>
<i>Indicadores de calidad de cartera, liquidez, solvencia y resultados del sistema financiero.....</i>	<i>34</i>
DESARROLLO MACROECONÓMICO RECIENTE: LOS INDICADORES DEL TERCER TRIMESTRE DE 2006.....	36
III. LA INFLACIÓN.....	37
<i>Evaluación del comportamiento de la inflación</i>	<i>37</i>
<i>Evolución del IPC</i>	<i>38</i>
<i>Los precios administrados</i>	<i>39</i>
<i>Los bienes transables internacionalmente.....</i>	<i>40</i>
<i>Los bienes transables regionalmente.....</i>	<i>42</i>
<i>Otros desarrollos destacados entre los bienes y servicios no transables</i>	<i>42</i>
<i>Los costos unitarios de la mano de obra</i>	<i>43</i>
<i>La inflación subyacente.....</i>	<i>45</i>
LAS EXPECTATIVAS DE LOS EXPERTOS	47
<i>Presentación de la encuesta.....</i>	<i>47</i>
<i>Resultados recientes.....</i>	<i>47</i>
IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS VARIABLES MONETARIAS.....	49
LA POLÍTICA MONETARIA	49
EL MANEJO DE CORTO PLAZO DE LA POLÍTICA MONETARIA .	50
EVOLUCIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO.....	52
<i>La oferta de dinero primario.....</i>	<i>52</i>
<i>Los factores de variación de la BM</i>	<i>53</i>
<i>La composición de la BM.....</i>	<i>54</i>
<i>El multiplicador monetario.....</i>	<i>54</i>
<i>La evolución de los medios de pago</i>	<i>56</i>
<i>El proceso de remonetización de la economía.....</i>	<i>57</i>

V. POLÍTICA MONETARIA Y BALANCE DE RIESGOS.....	60
ANEXO: COSTOS UNITARIOS DE LA MANO DE OBRA	62
ANEXO: CUADRO ESTADISTICOS.....	64
CUADRO 1: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN	65
CUADRO 2: FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA	66
CUADRO 3: ESTADÍSTICAS RESUMIDAS.....	67

Síntesis

Durante el segundo trimestre de 2006 la economía continuó experimentado un sólido ritmo de crecimiento, acelerando su tasa respecto a la del trimestre anterior. El proceso de crecimiento completó catorce trimestres consecutivos y determinó que el Producto Interno Bruto se ubicara un 6% por encima del mayor nivel anterior a la crisis. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre sugieren que el nivel de actividad continuó expandiéndose.

En el tercer trimestre de 2006 la inflación, medida a través del Índice de Precios al Consumo, alcanzó 2,19%. La inflación de los doce meses finalizados en setiembre de 2006 fue de 6,6%, ubicándose, por tercer trimestre consecutivo, dentro del rango objetivo anunciado por la autoridad monetaria.

Para los próximos 18 meses se prevé que la economía continúe enfrentando un contexto favorable en cuanto a financiamiento y demanda externa, aunque no se estima una recuperación sustantiva en los términos de intercambio. En este contexto se proyecta que la economía continúe creciendo a un ritmo de 3,5% a 4%.

En su reunión ordinaria celebrada el 5 de octubre de 2006 el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay mantuvo el rango objetivo de inflación anual en 4,5% - 6,5% para el horizonte de los próximos 18 meses. En forma consistente con el contexto macroeconómico previsto para dicho período, la pauta indicativa de incremento nominal de los medios de pago (M1) se ha mantenido en un crecimiento trimestral compatible con un 18% anual.

I. El contexto internacional y regional

Desarrollos recientes

A nivel global, los últimos datos disponibles de nivel de actividad para la economía mundial dan cuenta de un segundo trimestre de 2006 con un crecimiento global en franca desaceleración con respecto al primer trimestre, una instancia monetaria en línea con las expectativas del trimestre anterior y una formidable caída en el precio del petróleo, el que aún se sitúa en niveles históricamente altos.

El precio del petróleo se convirtió a partir del tercer trimestre del año en el centro de atención de la economía internacional. Luego de trepar por encima de los USD 77 el barril durante el mes de julio cayó por debajo de los USD 58 por barril en octubre. Este cambio de tendencia que comenzó a principios de agosto, parece haberse interrumpido sobre mediados de octubre en un nivel algo por debajo de los USD 60 el barril. Dicha tendencia se mantuvo a pesar de los anuncios de la OPEP respecto a eventuales ajustes en las cantidades producidas. El nuevo escenario de creciente estabilidad contrasta con la alta volatilidad que mostró el precio del petróleo durante el último trimestre, llegando a observarse una desviación estándar superior al doble de su promedio histórico.

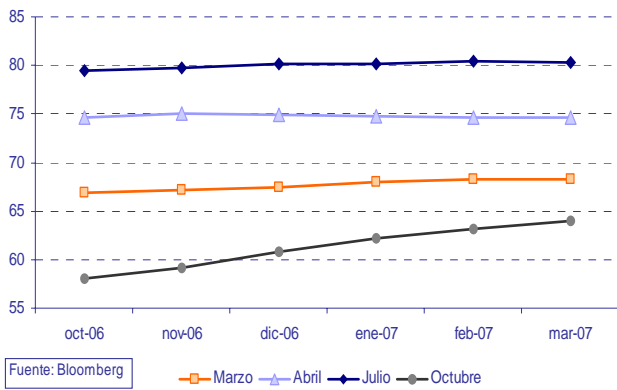
A la fecha de redacción de este informe el barril de petróleo West Texas Intermediate (WTI) cotiza a USD 58,94, apenas por encima del valor mínimo del 2006 (USD 57,66). No obstante la fuerte caída evidenciada, los precios del petróleo continúan en niveles relativamente altos en términos históricos y se espera en el horizonte de proyección un moderado aumento. Los contratos a futuro negociados en octubre para los próximos dos semestres se acercan a los valores negociados a principio de 2006, luego de haber mostrado una escalada a lo largo del año.

En un contexto de persistencia de factores que aseguran una situación de liquidez internacional holgada, los flujos de financiamiento internacional hacia países emergentes mostraron una importante recuperación luego de un período de notorio pero

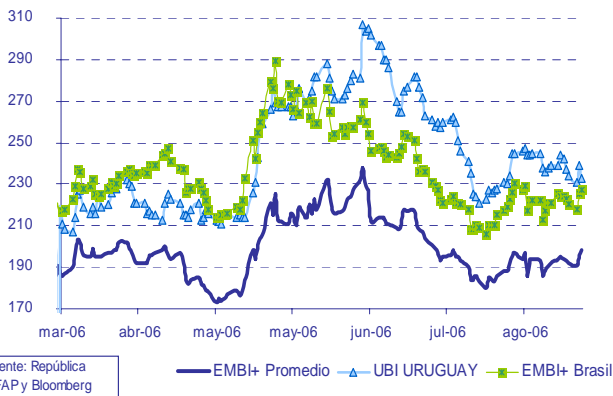
PRECIO BARRIL PETROLEO WTI 08/06/06
Evolución Spot y cotización futuros



FUTUROS NEGOCIADOS EN:

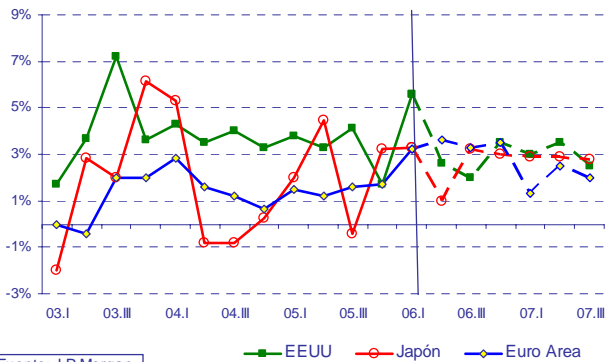


RIESGO PAIS



CRECIMIENTO OCDE:

Tasas trimestrales anualizadas y desestacionalizadas



transitorio enfriamiento en los meses de mayo y junio. Efectivamente, persiste una situación internacional en la que los superávits de cuenta corriente de los países asiáticos y productores de petróleo aseguran una abundante liquidez. Este fenómeno que señalamos en informes anteriores como impulsor de la caída del riesgo país de las economías latinoamericanas, se habría visto contrarrestado desde mediados de mayo y hasta mediados de julio por un cambio de humor de los inversores quienes, en el margen, habrían abandonado los títulos de países emergentes para refugiarse en activos de bajo riesgo. Dicha tendencia se revirtió posteriormente, debido a dos factores: en primer lugar, la perspectiva del fin del ciclo alcista en las tasas de referencia de la FED y, en segundo lugar, al elevado nivel de liquidez internacional. No obstante, de profundizarse la caída del crudo, podría ponerse en riesgo una fuente del exceso de liquidez internacional, en la medida en que se erosionaran los superávits en cuenta corriente de las economías exportadoras de petróleo.

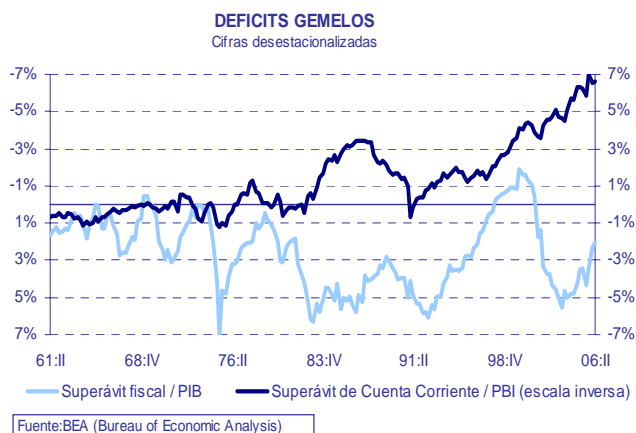
Dado que, a diferencia de episodios anteriores de retracción de financiamiento internacional, los inversores parecieron preferir desprenderse primero de los títulos menos líquidos, posteriormente, al revertirse las condiciones de mercado, dicha pérdida relativa en los papeles de países menos líquidos también se revirtió. Esto explicaría por qué Uruguay se ha visto más favorecido que otras economías emergentes, particularmente Brasil. En este sentido, el riesgo soberano de Uruguay cayó aproximadamente 75 puntos básicos entre fines de junio y fines de setiembre, al tiempo que el EMBI+ descendió algo menos de 40 puntos básicos al igual que el riesgo país brasilero.

Estados Unidos, Zona Euro y Japón

Como ya hemos comentado, durante el 2005 la economía norteamericana creció a un buen ritmo (3,5%) impulsada básicamente por el crecimiento en la inversión privada en equipamiento y el consumo de servicios. Durante el último trimestre del 2005 las cifras desestacionalizadas mostraron una notoria desaceleración, que se revirtió completamente en el primer trimestre del 2006, cuando el PIB creció a una tasa anualizada de

INFORME DE POLITICA MONETARIA

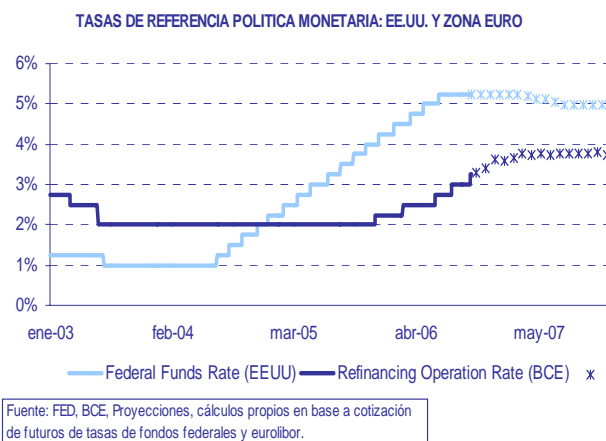
5,6% respecto al trimestre anterior. No obstante, la misma se enlenteció en el segundo trimestre del año para ubicarse en 2,6%.



Las exportaciones aumentaron 12% en el último año móvil finalizado en julio, en tanto que las importaciones aumentaron casi 13%. Ello llevó a que el déficit en cuenta corriente se vea incrementado, representando las contribuciones individuales de las exportaciones e importaciones al crecimiento del PIB 0,66% y -0,24% respectivamente. De este modo, el saldo en cuenta corriente en relación al PIB aumentó de 6,5% a fines del año pasado a 6,7% al cierre del segundo trimestre de 2006.

Con respecto al déficit fiscal, su relación respecto al PIB se redujo por tercer trimestre consecutivo cerrando próximo al 2%. Aún cuando éstas pueden ser interpretadas como buenas noticias, el nivel de los déficits gemelos en términos de PIB continúa siendo muy elevado.

La inflación en Estados Unidos, medida por la tasa de variación sobre doce meses, continúa acelerándose, resultando de 3,8% en agosto. No obstante, la *inflación subyacente* (excluidos alimentos volátiles, bebidas y energéticos) se ubica en 2,8%. En términos desestacionalizados, el crecimiento de los precios al consumo en agosto fue de 0,2% con lo que sumaría un 3,0% en lo que va del año. Si bien esta cifra en términos absolutos no resulta alarmante, es un guarismo muy alto en términos históricos para la economía estadounidense.



Por su parte, el nivel de desempleo se ubicó en niveles mínimos y la productividad continuó manteniendo niveles altos aunque en descenso. El desempleo, se ubicó en 4,7% en agosto, al tiempo que la productividad (medida por el producto sobre las horas trabajadas) creció en términos desestacionalizados 3,7% en la manufactura durante el segundo trimestre. Ello se reflejó en un aumento de los costos laborales unitarios de 2,4% en el segundo trimestre, según el informe de la Oficina de Estadísticas Laborales.

En la última reunión del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal¹ realizada a fines de junio se decidió mantener la tasa de fondos federales por segunda vez consecutiva en 5,25%. De esta forma, esta tasa se ubica en el mismo nivel que al finalizar el trimestre anterior. En promedio las expectativas apuntan a que no habrían alzas adicionales en las próximas reuniones del FOMC en octubre, noviembre y diciembre. Esta hipótesis se refleja en las operaciones a futuro de privados, pese a que durante setiembre las minutas de la última reunión del comité muestran cierta preocupación acerca de las presiones inflacionarias subyacentes.

En el segundo trimestre de 2006, la *zona euro* creció más de lo esperado, 2,7% en términos desestacionalizados. Dentro de la zona se observan elevadas tasas de crecimiento como la de Republica Checa (superior al 7,5%), junto a la buena performance de Alemania y Francia (aproximadamente 3%) y la menguada performance de Italia (cerca de 1.5%).

La inflación acumulada anual en la Zona Euro alcanzó en mayo a 2,3%, valor similar al observado en los meses previos; de hecho, desde agosto del año pasado la inflación se ha ubicado entre 2,2% y 2,6%. La energía nuevamente es un rubro de alto aumento de precios en el año móvil, aunque sensiblemente menor que en informes anteriores: 8.1%. De esta forma, la inflación subyacente acumula en igual período una suba de 1,3%, lo cual indica que la misma se mantiene baja y estable.

Respecto al sesgo en la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) recientemente aumentó las tasas de referencia² a 3,25%. Estudios de analistas internacionales privados calculan que la tasa de crecimiento del PIB potencial de la Zona Euro se encontraría algo por debajo del nivel actual, básicamente debido a la escasa oferta laboral y la baja productividad relativa. En este sentido, y dado que la inflación se encuentra por encima de la tasa deseada por el BCE, los analistas esperan un progresivo aumento en la tasa de referencia hasta niveles cercanos al 3,75% en el correr del 2007. Estas expectativas se corresponden con el tono que han registrado las últimas declaraciones de miembros del

PROYECCION DE CRECIMIENTO Principales Economías		
	2006	2007
EE.UU.	3,4%	2,9%
Japón	2,8%	2,8%
Euro Area	2,8%	2,5%
China	10,0%	9,0%
Países Desarrollados	3,0%	2,8%
Países Emergentes	6,2%	5,5%
Economía Global	3,6%	3,3%

Fuente: J.P.Morgan

¹ FOMC por sus siglas en inglés

² Refinancing Operation Rate

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Consejo Ejecutivo del BCE, quienes han remarcado la necesidad de aplicar una fuerte vigilancia sobre la inflación.

Por último, China continúa su sendero de fuerte crecimiento. En el segundo trimestre creció 10,4%, apenas por debajo de la cifra del primer trimestre. Sin duda el dato más destacado lo proporciona el balance comercial, el que, con las exportaciones creciendo a tasas interanuales superiores al 30%, alcanzó en agosto su récord histórico. Esto ha inundado de dólares la economía china, la cual, para mantener depreciada su moneda se vio forzada a aumentar fuertemente la cantidad de yuanes en circulación y, por consiguiente, acelerar aún más la economía. Hacia fin de año se espera un crecimiento cercano a 10,5%, enlenteciéndose al ritmo de la demanda estadounidense, para cerrar el 2007 en 9,5%.

PROYECCION DE INFLACION		
Principales Economías		
	2006	2007
EE.UU.	2,5%	2,6%
Japón	0,3%	0,6%
Euro Area	2,0%	2,1%
China	2,2%	2,0%
Países Desarrollados	1,9%	2,1%
Países Emergentes	4,4%	4,4%
Economía Global	2,4%	2,5%

Fuente: J.P.Morgan

En síntesis, pueden destacarse cuatro hechos relevantes en la coyuntura internacional durante los tres primeros trimestres del 2006, en cuanto a su impacto directo e indirecto sobre la economía uruguaya; a saber:

- (i) La escalada del precio al contado del petróleo, y su reversión durante el tercer trimestre.
- (ii) Un crecimiento de la economía global robusto pero inferior al observado en los últimos trimestres.
- (iii) Un sesgo contractivo en las políticas monetarias que parecería llegar a su fin en el caso de la Reserva Federal.
- (iv) Una reversión en la escalada del riesgo país observada sobre fines del segundo trimestre.

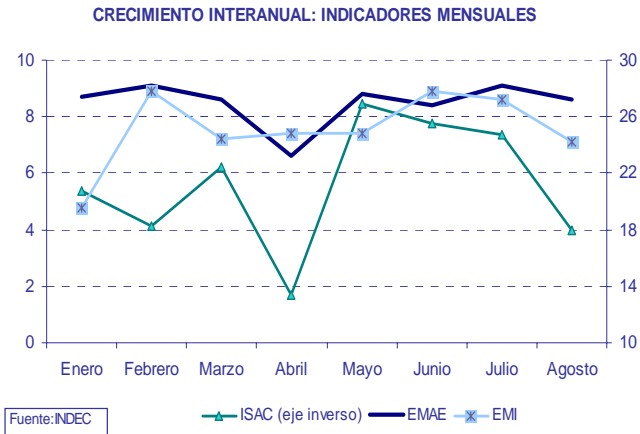
La región

El panorama macroeconómico de la región sigue mostrando dos historias diferentes. Argentina continua creciendo a tasas muy altas con un alto nivel de competitividad vía precios. Por otra parte, mantiene una inflación elevada en un marco de acuerdos voluntarios de precios. Brasil, cuando se esperaba que repuntase en materia de crecimiento, sorprendió con tasas reducidas en el segundo semestre; por otra parte, cuenta con una inflación baja y una situación fiscal, que aún bajo el sesgo expansivo de un año electoral, se encuentra bajo control.

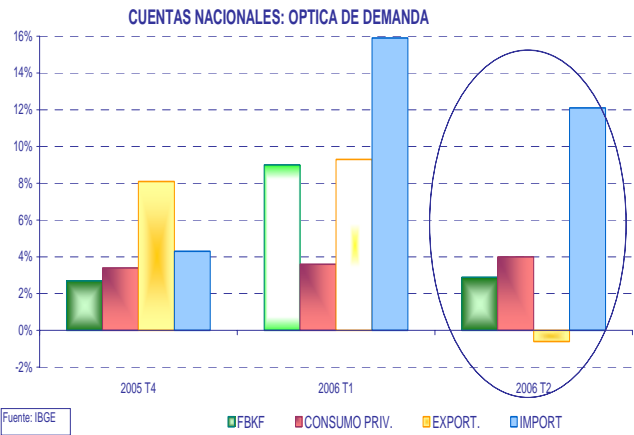
CRECIMIENTO REGIONAL			
	2005	2006(*)	2007(*)
Brasil	2,3%	3,3%	3,5%
Argentina	9,2%	7,8%	6,0%
MERCOSUR	4,0%	4,3%	4,1%

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

Los datos de cuentas nacionales del segundo trimestre de Argentina y los diferentes indicadores de actividad disponibles al tercer trimestre muestran que la economía argentina continúa creciendo a tasas elevadas. Efectivamente, el IVF del PIB creció durante el segundo trimestre del año 7,95% en términos interanuales; al tiempo que, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró en julio su tasa de crecimiento anual más alta del año: 9,1% y 8,6% en agosto; el Estimador Mensual de la Industria (EMI) creció en agosto 7,1% interanual y el Índice Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) aumentó 18% en agosto respecto a igual mes del 2005. Estas cifras y otras vinculadas al consumo auguran un crecimiento importante para el tercer trimestre y para lo que resta del año.



Las exportaciones han mostrado un menor dinamismo que el PIB desde fines del 2005. En el primer semestre de 2006, las exportaciones crecieron tan solo 3,1%, menos de la mitad que el PIB. Parte de la explicación de su menor crecimiento puede estar en la política de retenciones y prohibiciones a las exportaciones aplicada por el gobierno argentino. De este modo, los principales impulsores del crecimiento en de la demanda argentina durante el 2006 fueron la inversión, con una alta participación de la inversión pública, y el consumo.

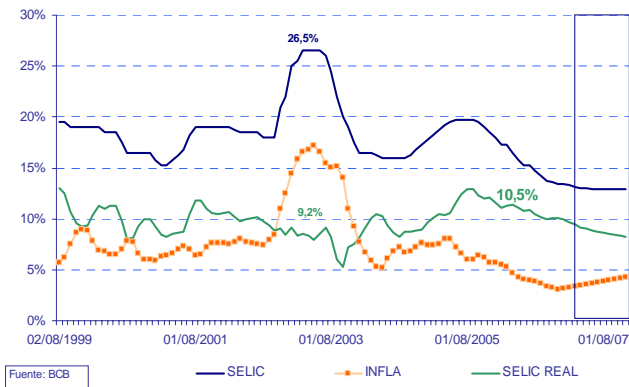


En el segundo trimestre del año Brasil mostró una tasa de crecimiento de 1,2% en términos interanuales, sustancialmente menor a la esperada de 2%. Del lado de la demanda, la debilidad del crecimiento está asociada al la caída de 0,6% en el IVF de las exportaciones, lo que contrasta con la tasa de crecimiento de 9,3% mostrada en el primer trimestre. La inversión también se enlenteció con respecto al primer trimestre, reduciendo su crecimiento de 9% a 2,9%; el consumo, por su parte, creció a una tasa de 4%. La aceleración del crecimiento del consumo privado en el último trimestre resulta consistente con el ciclo electoral que atraviesa la economía brasileña y con el conjunto de políticas de ingreso aplicadas por la actual administración.

Brasil experimentó una alta inflación en dólares (próxima al 15%), y elevadas tasas de interés reales (aproximadamente de 10%). En

INFORME DE POLITICA MONETARIA

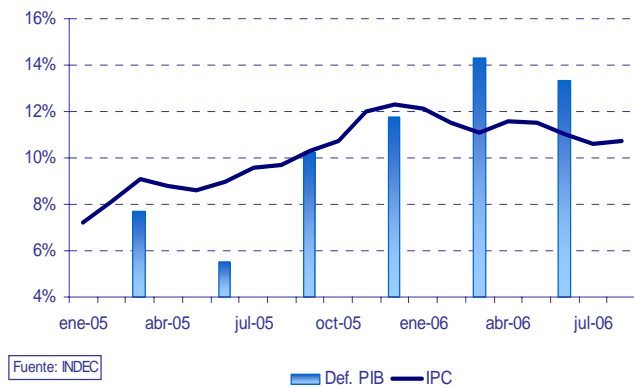
INFLACION Y TASA DE INTERES DE REFERENCIA



este entorno, las proyecciones de crecimiento se han ajustado a la baja, esperándose un crecimiento para el año 2006 de 3,3% y para 2007 de 3,5%.

En agosto, la inflación anual en Brasil cayó a 3,8%, continuando la tendencia descendiente que viene mostrando desde la segunda mitad de 2005, cuando superó el 8%. De verificarse las expectativas de mercado, la inflación cerraría el 2006 a más de 1% por debajo de la meta fijada por el Consejo Monetario Nacional de 4,5%, aunque dentro de la banda de 2,5% a 6,5%.

DESACELERACION INFLACIONARIA



No obstante la persistente reducción de la tasa SELIC establecida por el BCB de 19,75% a 13,75% durante el último año, la reducción de la inflación ha mantenido la tasa SELIC real en valores elevados, en torno a 10%. La coexistencia de una tendencia a la baja de la inflación con una demanda agregada débil hace prever una instancia monetaria más flexible, proyectándose que la tasa de referencia de la política monetaria llegará a un valor inferior a 13%, lo que, con una inflación alineada al objetivo de política, representa una tasa real inferior a 8%.

En Argentina, la inflación, tanto medida con un índice de precios libres como con un índice de precios controlados, o con otros indicadores de precios (como el deflactor del PIB o el Coeficiente de Variación Salarial) muestra en los últimos registros una tendencia decreciente desde niveles altos. Concretamente, la inflación medida sobre el IPC cayó de 12,3% en diciembre de 2005 a 10,7 en agosto de este año, acumulando de enero a agosto un incremento de 6,1% comparable al 7,7% registrado en idéntico período del año anterior. Los analistas encuestados por el BCRA prevén una tasa de inflación en torno a 10% a diciembre de 2006, apenas por debajo del 11% a diciembre de 2007.

INFLACION REGIONAL

	2005	2006(*)	2007(*)
Brasil	5,7%	3,1%	4,6%
Argentina	12,3%	10,0%	10,9%

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

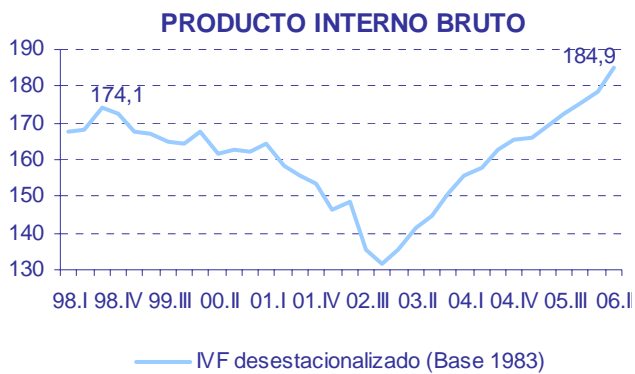
Los acuerdos voluntarios siguen siendo la principal explicación de la rebaja de la inflación. Según el BCRA, La política monetaria se lleva adelante desde mediados de 2005 con un sesgo más contractivo, en un contexto de cuantiosas compras de divisas lo que, dado el reducido superávit fiscal, requiere de una intensa política de esterilización. Concretamente, el stock de letras del BCRA aumentó

INFORME DE POLITICA MONETARIA

más de 40% desde enero de 2006 y más de una vez y media desde enero de 2005. Por lo tanto, se evalúa que esta estrategia puede resultar en un aumento del déficit parafiscal del BCRA, en un escenario de aumento en las tasas de interés que pagan estos títulos.

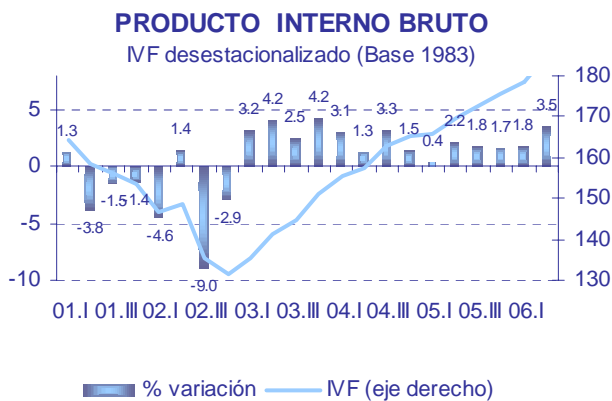
II. La economía uruguaya

NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO



La economía uruguaya siguió mostrando un gran dinamismo en el segundo trimestre del año. La tasa de crecimiento desestacionalizada del Producto Interno Bruto (PIB) se aceleró respecto a la del primer trimestre; en términos desestacionalizados la producción de bienes y servicios creció 3,5% en el segundo trimestre respecto al trimestre anterior. Por su parte, al cabo del primer semestre el índice de volumen físico de la producción se incrementó 8,4% en términos interanuales.³

Luego de catorce trimestres ininterrumpidos de crecimiento en términos desestacionalizados, el nivel de actividad se ubicó en el segundo trimestre de 2006 un 6% por encima del nivel récord que registrara el PIB en el tercer trimestre de 1998. Merece destacarse la alta tasa de crecimiento que ha mostrado la economía uruguaya desde el punto mínimo en la serie del IVF del PIB en el cuarto trimestre de 2002 (10,3% anualizada).⁴



Desde el lado de la demanda, al sostenido crecimiento de las exportaciones y de la formación bruta de capital, el primer semestre del año ha adicionado el crecimiento del consumo como motor del crecimiento de la producción. En particular, el gasto en consumo del sector privado reafirmó la tendencia de recuperación que había mostrado en el trimestre anterior —luego de un pobre desempeño en el año 2005— y creció por encima de lo que lo hizo el nivel de actividad. A la postre, casi la mitad del crecimiento de la oferta final resultó explicado por la expansión de este componente de la demanda.

3. El INE corrigió a la baja las cifras del IVF industrial luego de publicados los datos de Cuentas Nacionales por parte del BCU, lo que traerá aparejado su revisión en las oportunidades en que se hace habitualmente.

4. Al respecto, resulta útil comparar las actuales cifras con las del episodio que vivió nuestro país a principios de la década del ochenta (entre mediados de 1981 y 1983), cuando la economía se recuperó a una tasa promedio acumulativa anual significativamente inferior (4,6%).

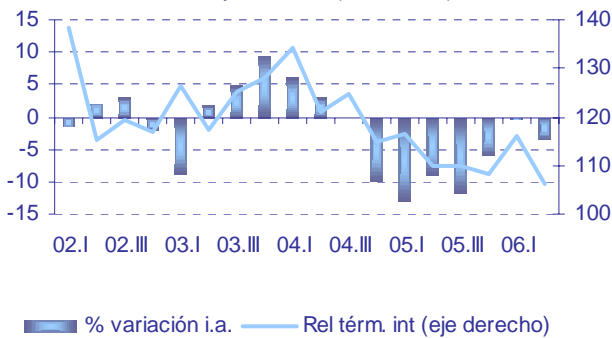
El desempeño exportador resultó empañado por la contracción de las exportaciones de servicios, que fueron afectadas negativamente sobre todo por las dificultades de acceso de turistas argentinos a nuestro país. Por el contrario, a la luz de un contexto internacional favorable, las exportaciones de bienes mantuvieron su dinamismo. El acceso a nuevos mercados y la fortaleza de la demanda externa facilitaron la colocación de varios productos agroindustriales, en especial de carne. Asimismo, del lado de la oferta se registraron condiciones que propiciaron la expansión de las exportaciones de bienes en el exterior.

La coyuntura financiera internacional también resultó positiva para el desempeño macroeconómico interno. En efecto, el mercado financiero internacional siguió mostrando una gran liquidez, lo que permitió al gobierno realizar importantes colocaciones de deuda en los mercados internacionales por más de 1.000 millones de dólares. De este modo, pudo financiarse el programa financiero del gobierno y mejorar la gestión de la deuda pública, tanto en lo que refiere al perfil temporal como a la reducción de los pagos de intereses, al amortizarse parte de la deuda con el FMI.

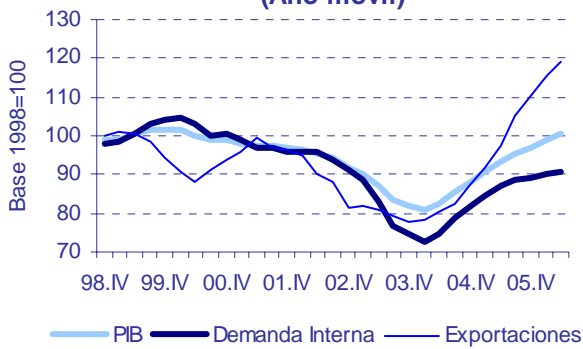
El crecimiento del precio del petróleo en el primer semestre del año representó uno de los elementos más negativos de la coyuntura. Ello determinó cierto deterioro de los términos de intercambio, pese a la evolución favorable de los precios de las materias primas no petroleras que exporta nuestro país. Tal situación impactó negativamente sobre la evolución del Ingreso Nacional. Asimismo, afectó al alza las tarifas de ANCAP y, junto a la falta de lluvias, también a las finanzas públicas, debido al mayor costo de generación térmica por parte de UTE.

Como se vio en el apartado anterior, la economía uruguaya recibió influencias disímiles del entorno regional. Si bien la economía argentina se mostró particularmente dinámica, la brasileña tuvo un pobre comportamiento en materia de nivel de actividad. En ese marco, las exportaciones de bienes hacia Argentina crecieron en mayor proporción que las destinadas al país norteamericano. Sin embargo, y como ya se adelantó, las restricciones a la entrada de turistas argentinos, en el marco del conflicto por la instalación de las plantas

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
Bienes y servicios (Base 1983)



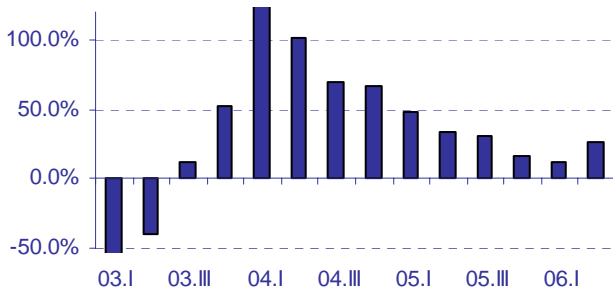
PIB Y COMPONENTES UTILIZ. FINAL
(Año móvil)



UTILIZACIÓN FINAL (Variación %)



INVERSIÓN MAQ Y EQUIPOS S/PRIV
(variación interanual, en %)



de celulosa, tuvo una influencia negativa sobre la temporada turística.

Oferta y utilización finales

El aumento de la producción interna, junto al incremento de las importaciones, expandió la oferta final de bienes y servicios. Las mayores compras al exterior se canalizaron sobre todo hacia bienes de consumo y de capital y, en menor medida, a la adquisición de insumos intermedios. Desde el ángulo de la demanda final, tal como ya se dijo, la demanda interna fue la que lideró el crecimiento del nivel de actividad.

Dentro de los componentes de la demanda interna, se destacó por su incidencia el comportamiento del consumo del sector privado.⁵ Dicho componente mostró una expansión de 9% al cabo del primer semestre con respecto al mismo período del año anterior, lo que contrasta con lo sucedido en 2005 cuando había mostrado un pobre desempeño (creció sólo 2%).

Varios factores concurren a explicar el mayor gasto en consumo del sector privado. Por un lado, una mejora del ingreso de los hogares debida, principalmente, a la recuperación del salario real y el empleo observados. Por otro lado, podrían haber coadyuvado a los mayores gastos en consumo las expectativas favorables de los agentes económicos. Asimismo, el crédito en moneda nacional mostró un gran dinamismo (creció 15% en términos reales en el primer semestre). La tendencia del consumo es consistente con la esbozada por el saldo de la cuenta corriente y en particular con una reducción del ahorro del sector privado.⁶

Por su parte, la inversión en capital fijo continuó creciendo a tasas significativas, realizada tanto por el sector privado como por el

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

6. Como se analiza más adelante, el saldo del sector privado de la cuenta corriente en los doce meses finalizados en junio se tornó deficitario, luego de mostrar un fuerte superávit desde la salida de la crisis de 2002.

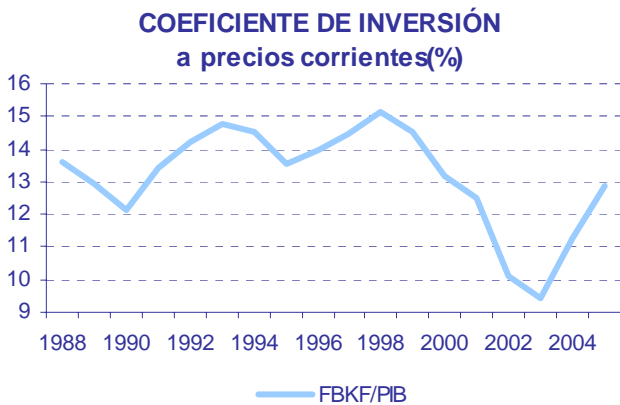
sector público. La inversión pública fue la que contribuyó en mayor proporción a la variación total. Las mayores inversiones llevadas adelante por el sector público se concentraron fundamentalmente en el primer trimestre y fueron destinadas sobre todo a la adquisición de maquinarias y equipos por parte de UTE para la instalación de una planta energética. En el caso del sector privado, la inversión en maquinarias y equipos fue la más dinámica, sobre todo por el comportamiento en el segundo trimestre, ya que hasta el trimestre anterior había mostrado una clara desaceleración. También merece destacarse la recuperación de la inversión en construcción, luego de haber sido afectada significativamente durante la crisis.

De todas maneras cabe señalar, como se ha hecho en anteriores Informes, que la inversión todavía se ubica en niveles reducidos, y aún por debajo de los guarismos del año 1998.⁷ Ello cobra mayor relevancia en la medida en que la rápida recuperación económica se basó sustancialmente en el uso del margen de capacidad instalada ociosa existente luego de la crisis, particularmente del complejo agroindustrial, que lideró el crecimiento a la salida de la recesión. Si bien no se cuenta con mediciones del grado de utilización de capacidad instalada sectorial, luego de un período tan prolongado e intenso de expansión, podría pensarse que varios sectores están operando a niveles cercanos a restricciones de capacidad, por lo que la inversión es crucial para sostener la senda de crecimiento.

Las exportaciones de bienes continuaron creciendo a buen ritmo, debido al buen desempeño de las exportaciones cárnicas y de productos pecuarios, así como también de material de transporte y productos del plástico.⁸ Las exportaciones de servicios, por el contrario, se contrajeron en el primer semestre, debido principalmente a la reducción del número de turistas argentinos ingresados —en el marco de las dificultades originadas por el bloqueo a las rutas de acceso a nuestro país— y a la reducción de la estadía media.

7. La Inversión Bruta Fija representó 13% del PIB en 2005, mientras que en 1998 alcanzó a 15,2%.

8. Casi el 60% del crecimiento de las exportaciones de bienes se explica por las mayores colocaciones de carne.



Sectores productivos

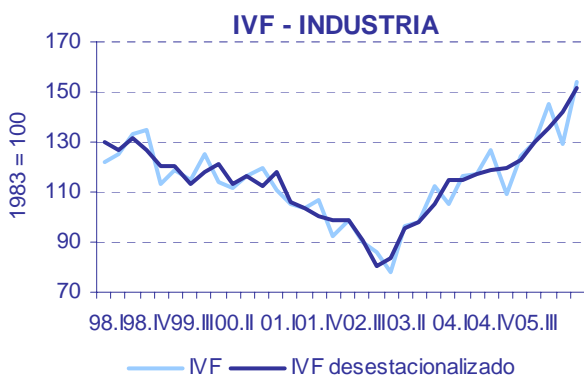
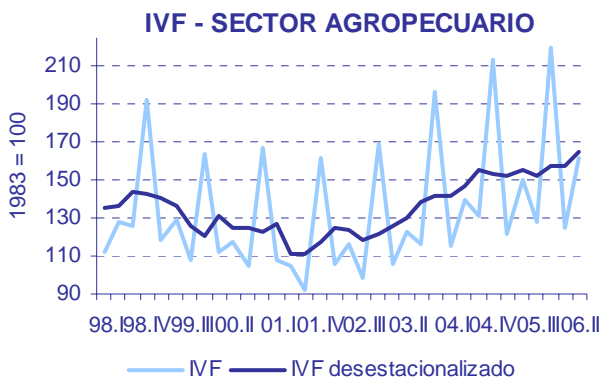
El crecimiento económico fue prácticamente generalizado. Si bien continuó siendo liderado por la Industria Manufacturera, el resto de los sectores productivos, con la excepción del de Electricidad, Gas y Agua, tuvo un buen desempeño.

La actividad Agropecuaria se incrementó debido al mayor nivel de actividad, tanto del sector agrícola, como del pecuario. Si bien la escasez de lluvias afectó a algunos cultivos de verano (sobre todo al maíz y al girasol) la producción de soja y arroz se incrementó, al igual que el área sembrada de los cultivos de invierno (trigo y cebada). Todo ello posibilitó la expansión de la actividad agrícola. La actividad pecuaria, en tanto, continuó creciendo, aún desde niveles históricamente altos. La faena de vacunos aumentó, favorecida por una demanda externa pujante, estimulada por la apertura de nuevos mercados e impulsada por los efectos de la sequía que llevó a algunos productores a realizar cierta liquidación de *stocks*. Asimismo, la actividad de la lechería continuó creciendo.

La Industria Manufacturera mostró un singular crecimiento al cabo del primer semestre al influjo de una demanda externa firme y, en menor medida, de la demanda interna.⁹ El crecimiento alcanzó a la mayoría de las ramas industriales. Los sectores industriales que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global del período fueron los de Alimentos, Bebidas y Tabaco, Productos Metálicos, Maquinaria y Equipos y Químicos. A nivel de ramas, la de mayor incidencia fue la de Alimentos Diversos, seguida de la de Carnes, al influjo de las mayores ventas al exterior. Si se excluye a ambas ramas y a la refinera de petróleo, se observa que el resto de las ramas industriales creció en el primer semestre a tasas más acordes a las del PIB (8,8%).

El sector de la Construcción —que fue uno de los últimos sectores en despegar luego de la crisis— experimentó un crecimiento apreciable, al influjo de la reactivación de obras públicas y privadas.

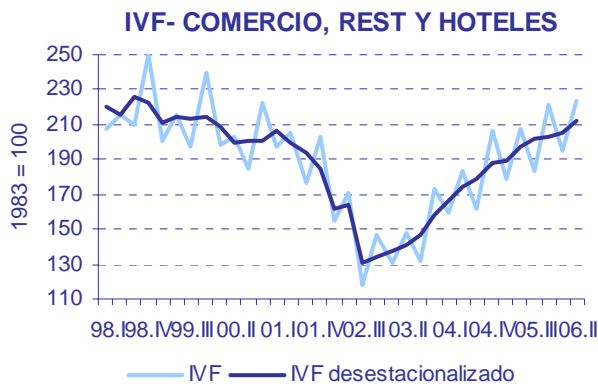
PRODUCTO INTERNO BRUTO			
Variación del IVF (en %)			
	I semestre 2006		Variación Desest. II.06-I.06
	Variación Interanual	Incid.	
Agropecuaria	5,4	0,6	4,5
Industria manufact	21,1	3,8	7,1
Electric, gas y agua	0,3	0,0	-0,6
Construcción	13,4	0,3	4,5
Comer, rest. y hoteles	8,2	1,0	3,3
Transporte y comunic.	10,7	1,4	4,1
Otras actividades	3,2	1,2	1,6
PIB	8,4		3,5



9. Como ya fue señalado en una nota al comienzo de esta sección, debe considerarse que el INE revisó a la baja las cifras del IVF industrial al publicar los datos correspondientes al mes de julio de 2006, con posterioridad a la estimación de las Cuentas Nacionales correspondientes al segundo trimestre de 2006.

En particular, se destaca las obras de construcción de las plantas de celulosa en Fray Bentos y la construcción de inmuebles en Maldonado. La recuperación de este sector es relevante tanto por su impacto directo en el nivel de empleo como por su efecto multiplicador sobre otros sectores de la economía.

La actividad de Comercio, Restaurantes y Hoteles también creció, pese a que la actividad turística fue menor a la del pasado año. El referido crecimiento debe asociarse con el incremento de la actividad comercial, tanto por mayores ventas de bienes importados (de consumo, intermedios y de capital) como de manufacturas locales. Mientras tanto, la actividad de los Restaurantes y Hoteles registró una reducción debido al menor gasto realizado por los turistas.



El nivel de actividad del sector de Transporte y Comunicaciones aumentó sustancialmente debido, principalmente, al aumento de las Comunicaciones, lo que debe vincularse al auge de la telefonía celular. Por su parte, la actividad de Transporte y Almacenamiento también se incrementó, aunque lo hizo en menor proporción, sobre todo por la expansión del transporte por agua y de cargas, en consonancia con la mayor actividad del comercio exterior e interno. El agregado Otras Actividades¹⁰ también se expandió. El comportamiento de este rubro reflejó básicamente el dinamismo de las importaciones y la recuperación de la demanda interna a través del aumento de las actividades de servicios.

El mercado de trabajo

En lo que refiere al mercado de trabajo, el INE a partir de 2006 comenzó a relevar la Encuesta Continua de Hogares Ampliada (ECHA) que sustituyó a la Encuesta Continua de Hogares. Los principales cambios introducidos fueron un aumento del tamaño de la muestra y una mayor cobertura geográfica (se incorporan las

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

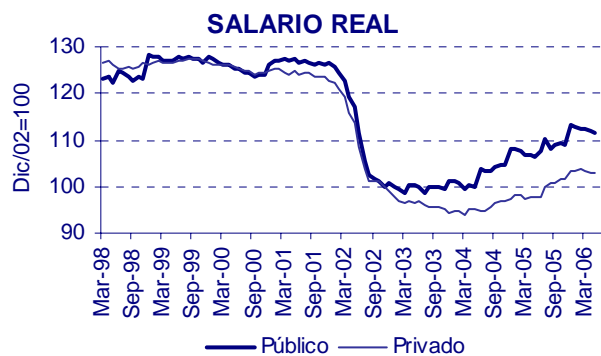
localidades menores a 5.000 habitantes y las áreas rurales). Estos cambios pueden introducir alguna distorsión en la comparación de las cifras con las de años previos.¹¹

La mejora del nivel de actividad se reflejó en un incremento del empleo en el primer semestre del año, aunque con menor intensidad que en el semestre anterior. Se estima que la demanda de trabajo se expandió alrededor de 3% en la primera mitad del año en términos interanuales. En lo que va del año se habrían creado alrededor de 27.000 nuevos puestos de trabajo. La mayor cantidad fue generada en el sector Comercio, Restaurantes y Hoteles y en la Industria Manufacturera, Electricidad, Gas y Agua.

Simultáneamente a la mejora en la tasa de empleo, pudo observarse una reducción de la tasa de desempleo. En el segundo trimestre del año dicha tasa se ubicó en 11,3%.

Asimismo, cabe señalar otro aspecto que ha caracterizado al mercado laboral en 2006, que ha sido el mayor grado de formalización; el número de cotizantes al BPS creció en forma importante en el primer semestre del año. Este proceso quizás esté vinculado a mayores controles por parte del BPS, así como también al mayor incentivo a formalizarse de los trabajadores en el marco del funcionamiento de los Consejos de Salarios.

El salario real se incrementó en el primer semestre de 2006 (5,4%). Esta recuperación de las retribuciones en términos reales fue mayor en el caso de los empleados del sector privado (5,7%), continuando el proceso de recuperación salarial luego de la aguda caída sufrida entre 2000 y 2004 (23,6%). Ello se debió, fundamentalmente, a la instauración de los Consejos de Salarios. Los empleados públicos, por su parte, también vieron acrecentadas sus remuneraciones por las mejoras presupuestales y el ajuste salarial dispuesto por el gobierno en enero del corriente año.



11 . El INE comunicó en un Informe Técnico del 13/07/06 que la metodología general se mantuvo. Además, afirma que "los hogares de las zonas de Montevideo que no tuvieron chance de ser seleccionados en las Encuestas de Hogares hasta 2005 tienen, en el primer trimestre de 2006, mayores tasas de actividad, empleo y desempleo que las restantes zonas de Montevideo. Si estas diferencias pueden suponerse también para el año 2005, entonces esas tasas fueron subestimadas para ese año".

SECTOR EXTERNO

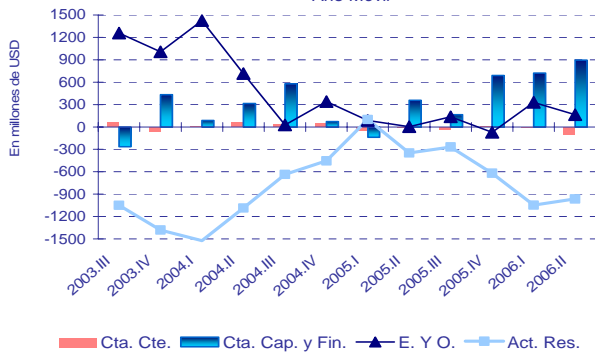
Flujos en millones de dólares

	Año móvil a:		I Sem. 2005	I Sem. 2006
	Jun2005	Jun2006		
Cuenta Corriente	-9,9	-95,1	47,7	-49,0
Cuenta Capital y Financiera	355,4	895,5	58,5	265,0
Errores y omisiones netos	3,6	164,0	-46,3	188,0
Activos de Reserva	-349,1	-964,4	-60,0	-404,1

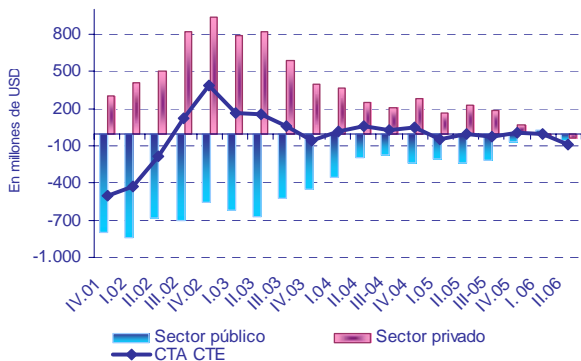
La Balanza de Pagos estimada preliminarmente para el primer semestre del año 2006 arroja en los grandes agregados una ganancia de Activos de Reserva por USD 404 millones, una Cuenta Corriente deficitaria en USD 49 millones, un ingreso neto de capitales a través de la Cuenta Capital y Financiera por USD 265 millones y un ingreso de fondos asociado a movimientos no relevados y a errores de estimación -Errores y Omisiones- por USD 188 millones.

En términos de tendencia – medida en el año móvil-, se verifica una aceleración del ingreso de capitales privados (al influjo de la inversión extranjera directa), una continuidad del descenso del saldo en cuenta corriente y el mantenimiento de un elevado monto de ganancia de reservas internacionales. Los movimientos no relevados y errores de estimación se mantienen en torno a los valores considerados históricamente normales. La tendencia declinante del saldo en cuenta corriente se compadece con la que paralelamente experimenta el saldo de transacciones reales del sector privado, donde la inversión excede al ahorro nacional privado.

BALANZA DE PAGOS-PRINCIPALES COMPONENTES
Año Móvil



CUENTA CORRIENTE COMO EXCEDENTE DEL GASTO SOBRE EL INGRESO



El déficit de USD 49 millones estimado para la cuenta corriente para el primer semestre de 2006, representa un descenso de USD 97 millones con respecto a igual semestre del año anterior, lo que se deriva de la caída del saldo en bienes. Estas importaciones presentaron una tasa de crecimiento cercana al 28% en valores corrientes con respecto al primer semestre del año anterior, mientras que las exportaciones tuvieron una variación del 20%. El crecimiento más intenso de los valores comprados al exterior que de los vendidos se explica tanto por el mayor crecimiento de los volúmenes importados como por el mayor alza de precios. Alrededor de un 60% del descenso del saldo de bienes se relaciona con la mayor intensidad del crecimiento de los volúmenes importados -en todas las categorías excepto petróleo- que de los exportados. El restante 40% estaría explicado por el menor

INFORME DE POLITICA MONETARIA

crecimiento de los precios de las exportaciones que de los de las importaciones.

En lo referente a los servicios, se registró un aumento del saldo del primer semestre de 2006 que obedece al registrado en el saldo de Viajes, ya que el de Transporte ha registrado una baja y el correspondiente a los restantes rubros se mantiene virtualmente constante. El gasto total del turismo emisor sufrió una caída superior a la del turismo receptivo por lo que el efecto neto sobre el rubro Viajes es positivo.

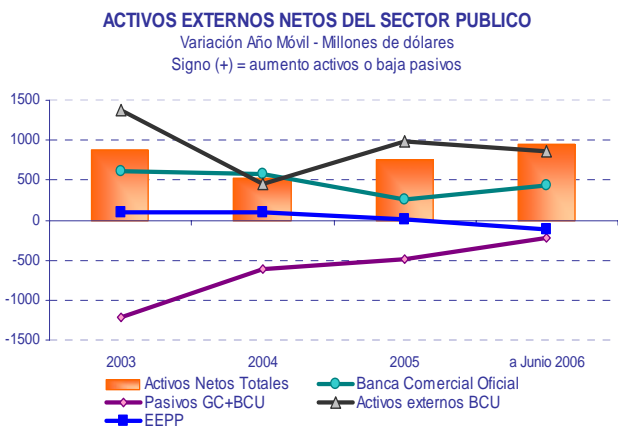
El Saldo de la Renta de la Inversión permanece prácticamente incambiado. El menor déficit en la Renta del Sector Público tiene que ver con el aumento de su Posición de Inversión Internacional y el aumento del mismo en el Sector Privado se condice con el aumento en la Inversión Extranjera Directa.

La Cuenta Capital y Financiera registra preliminarmente una entrada de fondos del orden de USD 265 millones en el primer semestre de 2006 originada en el comportamiento del sector privado, ya que el sector público registra una salida neta.

El ingreso de capitales estimado para el Sector Privado – cuya estimación preliminar es de USD 383 millones - se origina en la Inversión Extranjera Directa, cuya cifra se estima en USD 579 millones. Paralelamente, estas empresas constituyeron activos netos en el exterior en instituciones no vinculadas, por un monto estimado en el orden de los USD 100 millones.

La salida de divisas por movimientos financieros del Sector Público – estimada en USD 121 millones- se corresponde con la estrategia de deuda seguida. En el marco de la favorable coyuntura internacional para los mercados emergentes – que representó una caída del *spread* de deuda soberana- Uruguay apuntó a reestructurar el perfil de vencimientos de su deuda. Continuó profundizando su presencia en los mercados internacionales con instrumentos de largo plazo, fondeando de esta forma la amortización anticipada de obligaciones con vencimientos de menor plazo con organismos internacionales. En la medida que parte de

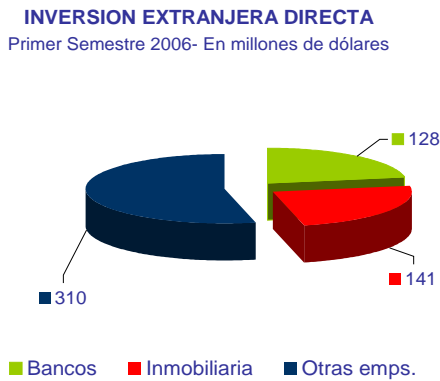
Flujos en millones de dólares		
	I Sem. 2005	I Sem. 2006
Saldo Cuenta Comercial	286,1	189,6
Bienes	22,6	-107,0
Servicios	263,4	296,5
Exportaciones		
Bienes	1768,5	2125,1
Servicios	748,4	729,5
Importaciones	2230,9	2665,0
Bienes	1745,9	2232,0
Servicios	485,0	433,0



INFORME DE POLITICA MONETARIA

los nuevos títulos fueron tomados por residentes, esa amortización anticipada implicó una salida neta de fondos en las transacciones del Gobierno Central y del Banco Central del Uruguay.

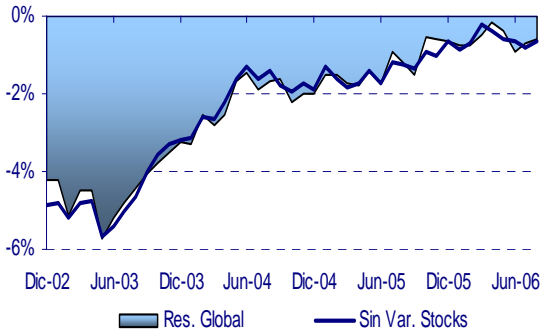
La amortización neta de obligaciones externas, aunada a una ganancia de reservas internacionales de USD 404 millones, significó un fortalecimiento de la posición de inversión internacional del conjunto del Gobierno Central y el Banco Central del Uruguay. También el BROU continuó con su tendencia al fortalecimiento de su posición externa. Por el contrario, el Resto del Sector Público No Financiero registró una entrada neta de capitales, relacionada básicamente al financiamiento de las importaciones petroleras.



Si bien, por definición, obviamente no se dispone de información sobre el contenido de Errores y Omisiones (que arroja USD 188 millones para el primer semestre de 2006), este ítem, que en el pasado reciente estuvo básicamente vinculado al retorno de fondos aplicados en el exterior durante la crisis del año 2002, actualmente podría estar reflejando transacciones en bienes y servicios con el resto del mundo, tales como las que se llevan a cabo en las zonas francas y que aún no se encuentran relevadas.

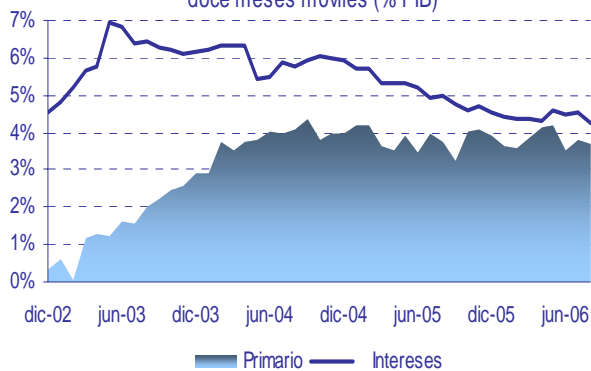
EL SECTOR FISCAL

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



En el entorno de crecimiento económico sostenido característico de los últimos años, que se manifiesta en todos los componentes de la demanda interna, el Sector Público Global mantiene en los últimos cuatro trimestres un déficit promedio cercano a 0,5 puntos del PIB.¹² Más específicamente, los 12 meses cerrados en agosto de 2006 muestran un déficit de 0,6% del PIB.¹³ Este resultado es menor a la meta indicativa del programa con el FMI para 2006, consistente en un déficit global de 1% del PIB. Dentro del Sector Público no Financiero (SPNF) es producto de una mejora en los resultados consolidados de Gobierno Central, BPS e IMM de 0,7% del PIB que compensa el deterioro del resultado consolidado de las empresas públicas (EP) en 0,8 puntos del PIB.

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



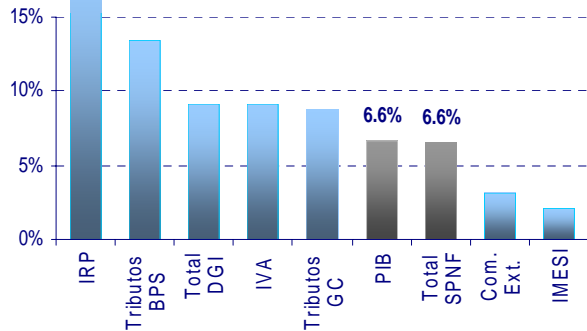
Tal como sucede desde el primer trimestre de 2004, el superávit primario se mantiene cercano a 4% del PIB, mientras que el peso de los intereses en el PIB se reduce. En los 12 meses finalizados en agosto de 2006, el superávit primario se ubica en 3,7% del PIB, cifra similar a la meta acordada con el FMI para 2006. Asimismo, los intereses continúan su senda decreciente, desde 6,3% del PIB en el primer trimestre de 2004 al nivel actual de 4,3% del PIB, pero a un ritmo más lento: comparada con el cierre de 2005 su reducción marginal ha sido sólo de 0,3 puntos.

El menor déficit global es el resultado del incremento real de los ingresos del SPNF (6,6% en el último año móvil), fruto a su vez de la evolución de su base imponible -el nivel de actividad-, acompañado por un crecimiento levemente inferior de los egresos (5,7% real). En estos últimos se destaca cierta aceleración del Gasto Primario real (7,1%), acompañada por un ligero descenso de los intereses reales (-1,9%).

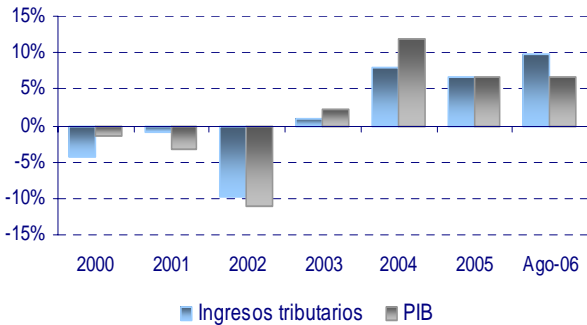
¹² Los datos de Cuentas Nacionales del segundo trimestre de 2006 muestran un crecimiento del PIB en los últimos cuatro trimestres de 7,2%. Por otra parte, la absorción privada, base imponible para el conjunto de la recaudación, crece 12,5%, compuesto por un crecimiento de 4,6% en el consumo privado y de 24,6% en la formación bruta de capital (FBK) privada; finalmente, las importaciones crecen 8,8%.
¹³ El déficit global neto de la variación de stocks de ANCAP, que aproxima la tendencia subyacente, muestra una evolución marginal similar.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

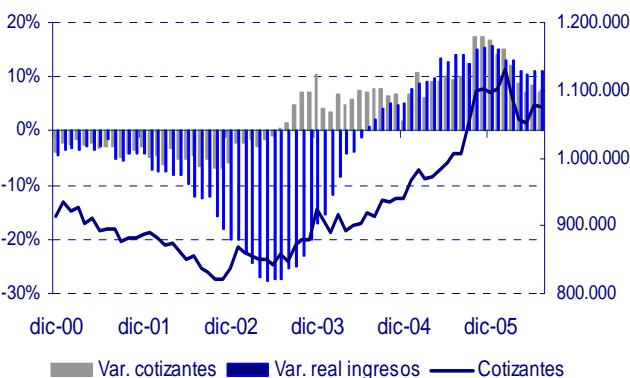
INGRESOS CONSOLIDADOS SPNF
var real 12 meses móviles



INGRESOS TRIBUTARIOS SPNF y PIB
% var real anual



COTIZANTES E INGRESOS BPS



La evolución de los ingresos es el reflejo de la acción de factores no discrecionales, como los estabilizadores automáticos, los cambios en los precios relativos y en el precio del crudo y la crisis energética; y de factores discrecionales, como la formalización tributaria y laboral y los ajustes de tarifas.

El crecimiento económico permite el aumento de los ingresos tributarios (GC y BPS) de 9,9% real, explicando en buena medida el crecimiento de la recaudación de DGI (9,2%, de la cual la del IVA es 9,1%) y parte de la expansión de la recaudación del BPS (13,4% real) a través de la mayor masa salarial.¹⁴ Además, la composición del crecimiento de la demanda también influye: el IVA importación (11,9% real) y, en menor medida, la recaudación de la Tasa Global Arancelaria (TGA; 3,8% real) evolucionan según las importaciones, su base imponible (8,8% real a junio 2006), mientras que el IVA interno evoluciona según la absorción privada (7,2% y 12,5% real, respectivamente).¹⁵ El IRIC presenta un importante aumento de 19,8% real, vinculado al crecimiento de las utilidades empresariales del año anterior, mientras que el pobre desempeño del IMESI (crece 2,1% real) se vincula a una nueva caída, aunque a menor ritmo, del consumo de combustibles. Por otra parte, el efecto de los cambios en los precios relativos en la recaudación, aproximado por el cociente entre el índice de precios de los productos gravados con IVA e IMESI y el IPC, se mantiene estable en los últimos 12 meses finalizados en agosto de 2006, en un nivel similar al promedio de 2005. Por otro lado, la mayor formalización en los contribuyentes de la DGI y el BPS, determinada por el carácter anticíclico de la evasión, los mayores controles y la instauración de los Consejos de Salarios, opera favorablemente sobre la recaudación, aunque su contribución marginal es casi nula. Así, el número de cotizantes de BPS, que se ubicaba en 850 mil a mediados de 2003, se estabiliza en 1,080 millones en los últimos meses.¹⁶ La evolución del número de cotizantes (7% desde julio de 2005 a julio de 2006, frente a

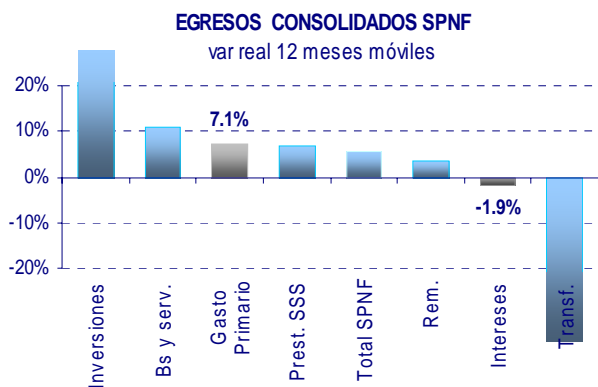
14 La masa salarial crece 8,5% real en los 12 meses finalizados en agosto de 2006, conducida por el salario real (4,9%), mientras que el empleo aporta el aumento remanente de 3,6% según estimaciones propias del Departamento de Análisis Fiscal (DAF).

15 Las importaciones sin petróleo y destilados, los cuales no tributan IVA, aumentan 14% real en el periodo, en línea con el IVA importación. Recuérdese que las alícuotas de la TGA varían según el producto y el origen de la importación. Por ende, su recaudación no necesariamente está alineada con la del IVA importación, ni en relación directamente proporcional con las importaciones agregadas.

16 La variación mensual de la tendencia-ciclo muestra un estancamiento desde marzo de 2006.

16,7% en 2005) se traduce en el enlentecimiento del aumento de los ingresos financieros de BPS: 10,1% en los dos meses terminados en agosto de 2006, frente a 15,7% del año 2005. Esta evolución determina un cambio de nivel en el número de cotizantes al BPS de 225 mil en el período considerado.

La evolución del resultado fiscal del BPS es influenciada, además, por el cambio de indexador, que pasó del Salario Mínimo Nacional (SMN) a la Base de Prestaciones y Contribuciones (BPC), junto con un importante aumento relativo del SMN. En los 12 meses cerrados en agosto de 2006 el SMN, en función del cual se pagan algunas remuneraciones y, por ende, sus aportes, aumentó 12,3% real; mientras tanto, la BPC, indexador de pasividades y demás prestaciones y contribuciones sociales, se mantiene prácticamente incambiada en términos reales. Desde la creación de la BPC en enero de 2005, el SMN acumula una brecha respecto a la BPC de 34,6%.¹⁷



El mejor desempeño del GC y BPS sigue siendo compensado por una reducción del superávit operativo de las Empresas Públicas¹⁸, esta vez de 16% real, pauta por un precio del crudo en niveles históricamente altos aunque en descenso y por la sequía, los cuales afectan directamente a ANCAP y UTE.¹⁹ Ello determina que las compras de bienes y servicios aumenten 18,1% real en los últimos 12 meses finalizados en agosto de 2006, impulsadas por ANCAP (22,3% real), aumento que sigue siendo trasladado parcialmente a tarifas (6,2% real el índice global y 9,2% real ANCAP), generando el referido deterioro financiero.

La evolución conjunta de estos factores determina que los ingresos consolidados del SPNF se mantengan en el entorno de 30% del PIB, característica de los últimos años.

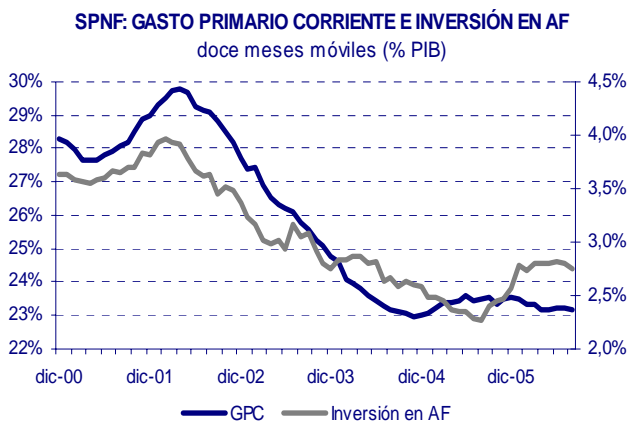
¹⁷ Estas medidas discrecionales también afectan positivamente a la recaudación del IRP, la cual aumenta 20,5% real en los 12 meses finalizados en agosto de 2006.

¹⁸ El resultado operativo de las EP forma parte de los ingresos consolidados del SPNF según la metodología de Borchardt y Licandro (1995).

¹⁹ El precio del barril de crudo Brent aumentó 23% en dólares en lo que va del año, ubicándose en USD 61 en comparación con los USD 49,5 del promedio de 2005. Unido a inflación y devaluación, el aumento real en pesos es 14,6%, similar al de los dos años anteriores. Sin embargo, la última cotización disponible de octubre se ubica en USD 57,8, marcando un descenso desde el máximo de USD 77,3 del 11 de agosto pasado.

Siguiendo a la evolución del PIB y de los ingresos fiscales, los egresos consolidados del SPNF continúan profundizando una fase expansiva moderada iniciada a fines de 2005, registrando en los 12 meses a agosto de 2006 un aumento real de 5,7%. Esta evolución se observa en todos los componentes del Gasto Primario. Sin embargo, mientras el Gasto Primario Corriente (GPC) continúa creciendo por debajo del PIB, los mayores aumentos son en inversiones. Por otra parte, los intereses se reducen levemente.

El GPC aumenta 5,1% real, manteniéndose en el entorno de 23 puntos del PIB, guiado por el aumento de 6,5% real del consumo del Gobierno General (remuneraciones y compras de bienes y servicios corrientes). Las remuneraciones aumentan 3,6% real ubicándose en 6,5% del PIB, cifra similar al mínimo de la última década (2004). Las compras de bienes y servicios corrientes del sector público aumentan 11,1% real, impulsadas casi exclusivamente por el Plan de Emergencia y la reducción de la deuda flotante, manteniendo su participación en el PIB en el entorno de 4% en los últimos 4 años.²⁰



El resto del GPC está compuesto por transferencias al Sector Privado, principalmente prestaciones sociales, que aumentan 6,9% real, siguiendo la evolución de la masa salarial, situándose en 12 puntos del PIB, similar al mínimo de 1992.²¹

Tal como sucede en los últimos meses, las inversiones públicas crecen en términos reales: en los doce meses finalizados en agosto de 2006 aumentan 27,7%, impulsadas por las Empresas Públicas, cuya inversión en activo fijo se incrementa en 60% real, fundamentalmente debido a la construcción de la central eléctrica por parte de UTE. El gasto de capital de Gobierno Central aumenta 13,5% real.²² Pese a esta evolución, las inversiones en activo fijo

²⁰ En los últimos 12 meses el referido plan acumula un gasto por 0,5% del PIB (USD 95:), mientras que la deuda flotante de GC se reduce USD 20:, ubicándose actualmente en USD 75:.

²¹ Las pasividades crecen 2,4% real, donde el aumento del salario real es compensado por la reducción del número de pasividades (-0,3% en el último año móvil), mientras que las prestaciones activas aumentan 9,9% real, impulsadas por la cuota mutual, el seguro de desempleo y, especialmente, el pago del Ingreso Ciudadano, componente del Plan de Emergencia a cargo del BPS, el cual aporta 6 puntos porcentuales al aumento total.

²² La central térmica de San José, culminada en agosto, supuso una inversión de USD 100: siendo la primera inversión en el parque generador uruguayo luego de 15 años. Aportará 200 megavatios adicionales a la capacidad de producción total.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

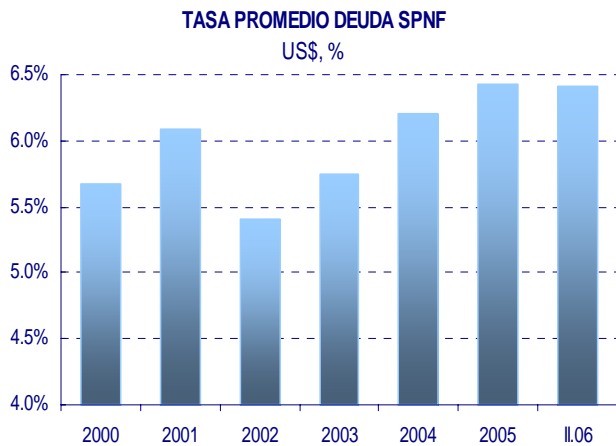
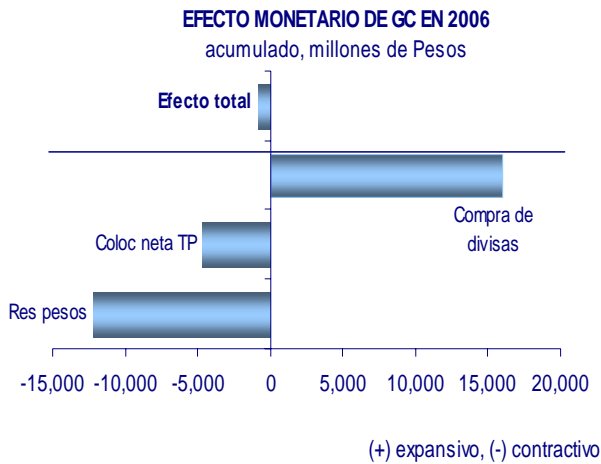
del SPNF en términos del PIB continúan ubicándose un punto por debajo del promedio de los últimos 15 años.

La evolución de las categorías anteriores determina que el Gasto Primario del SPNF presente un aumento de 7,1% real, mayor al aumento de 2005 (5,1%) y de 2004 (2,7%), manteniendo su carácter procíclico. De todas formas, se mantiene en el entorno de 26% del PIB, 7 puntos menos que antes de la crisis de 2002.

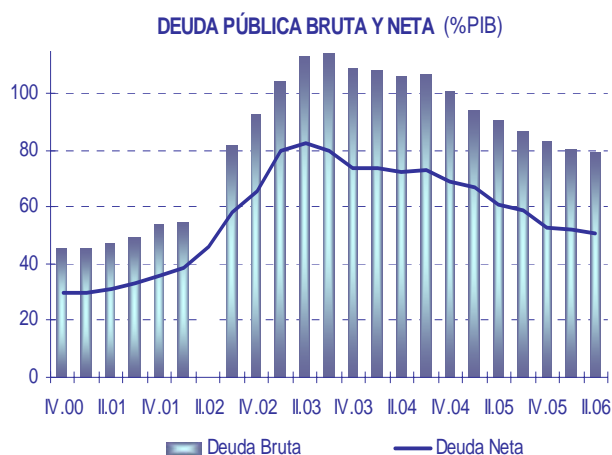
Como sucede habitualmente, el Gobierno Central habría mostrado superávit en pesos en setiembre, por un monto de \$ 1.906 millones, acumulando un superávit de \$ 12.505 millones en el año. Esta acción contractiva en el mes se complementa con la colocación neta de Títulos Públicos en pesos por \$ 108 millones. En contrapartida, la compra de dólares del GC por \$ 2.107 millones en setiembre determina un efecto final levemente expansivo por parte del GC en el mercado monetario por \$ 93 millones.

En el acumulado de los primeros tres trimestres del año el efecto neto de las finanzas públicas sigue siendo contractivo en términos monetarios en \$ 1.222 millones, cifra que ha venido disminuyendo desde mayo. Por otra parte, esta contracción es bastante menor a la ejercida en el mismo periodo del año anterior, cuando alcanzaba a \$ 2.788 millones. Si bien, como producto del ciclo y de las medidas discrecionales ya comentadas, el superávit en pesos es mayor en el 2006 en \$ 3.105 millones, la colocación neta de títulos en pesos es levemente inferior (\$ 303 millones) y, especialmente, el GC se ha mostrado mucho más activo en el mercado de cambios, comprando divisas en el 2006 por \$ 4.367 millones más que en el 2005.

El leve descenso de los intereses pagados por el SPNF es el resultado de la acción conjunta de factores favorables con otros que tienen consecuencias expansivas sobre la tasa de interés promedio de la deuda pública. Dentro de los primeros se destacan: la caída del dólar frente al peso, aunque a ritmo más lento que la observada en informes anteriores; la reducción de las tasas de interés en moneda nacional; y la reducción del *spread* promedio de la deuda, que acompañó la evolución del índice global de los mercados



emergentes (EMBI+) en un contexto más estable para esos mercados. Por otro lado, el aumento del euro y, por ende, de los Derechos Especiales de Giro (DEG) frente al dólar estadounidense y una nueva alza de las tasas de interés de referencia contribuyen al aumento de la tasa de interés pagada por el SPNF. Sin embargo, la actual evolución de estas variables marcaría un cambio favorable de tendencia. La conjunción de estos factores de efectos mezclados determina que la tasa de interés promedio de la deuda del SPNF se mantenga estable en el entorno de 6,4% en dólares desde diciembre 2005, la cual implica un valor levemente positivo en términos reales.²³



Los niveles estables de déficit fiscal, superávit primario y pago de intereses, en un entorno de crecimiento, marcan el fin del proceso de consolidación fiscal, el cual ubica a las finanzas públicas en niveles manejables en la actual coyuntura. Sin embargo, la elevada carga de intereses en relación al PIB en comparación con la de los años 90 lleva a la necesidad de mantener un superávit primario relativamente elevado (2,5% del PIB mayor al de los 90), explicitando la fuerte restricción fiscal que aún impone la dinámica de la deuda pública post crisis financiera de 2002.

Con datos a junio de 2006 la Deuda Pública Bruta del Sector Público Global continuó aumentando por quinto trimestre consecutivo, esta vez en USD 359 millones, ubicándose en USD 14.491 millones. Esto implica un aumento de USD 976 millones en el año móvil, liderado por colocaciones de Títulos Públicos en dólares en el mercado internacional, en UI en el mercado interno, y por el crédito de proveedores de ANCAP, siendo compensado por la amortización anticipada a los organismos multilaterales de crédito. En términos del PIB, la deuda pública bruta se ubica en 79%, habiéndose reducido casi 12 puntos del PIB en el último año móvil.

Como contrapartida, en este último trimestre los activos del Sector Público aumentaron USD 220 millones, ubicándose en USD 5.213 millones (28,4% del PIB), generando en el último año móvil un

²³ Todos estos factores influyen sobre la tasa de interés; por otra parte, los stocks y la estructura de la deuda también influyen sobre los intereses a pagar; los mismos se analizan más adelante.

aumento de USD 760: Estos activos se acumulan básicamente en activos de reserva del BCU, mientras que la venta del Nuevo Banco Comercial (NBC) supuso un cambio favorable en la composición de los activos del Gobierno, al recibir éste efectivo y acciones preferentes en el NBC. De esta forma, el 70% de los activos (USD 3.681 millones) son líquidos: USD 3.506 millones del BCU (Activos de Reserva) y USD 174 millones de activos de Gobierno administrados por el BCU; mientras que los activos por Asistencia Financiera descienden a USD 681 millones, un 13% del total.

De la evolución anterior se desprende que la Deuda Neta aumenta USD 139: en el trimestre, situándose en USD 9.278: (50,6% del PIB), nivel nominal relativamente estable desde el cuarto trimestre de 2004.



Analizando la deuda en Títulos Públicos y préstamos, cuyos datos se disponen con menor rezago y representan la mayor parte de la Deuda Bruta, los datos de julio, agosto y setiembre no implican mayores cambios en el stock nominal. Sin embargo, aportan novedades en cuanto a su composición, profundizando la sustitución de préstamos multilaterales por deuda soberana, aumentando la participación de la moneda nacional y extendiendo el plazo promedio.

Efectivamente, en una coyuntura financiera favorable para los mercados emergentes, en julio se amplía en USD 500 millones la emisión del Bono Global 2022, mientras que en setiembre se emite el Bono Global en Pesos reajustables 2da serie, por UI 9.560 millones (aproximadamente USD 400 millones), a 12 años de plazo, pagando una tasa en UI de 5%.²⁴ Paralelamente, en agosto se realiza otra amortización anticipada a multilaterales, esta vez íntegramente al FMI, por DEG 615 millones (aproximadamente USD 914 millones), correspondiendo al Gobierno DEG 397 millones y al BCU DEG 217 millones, y abarcando vencimientos hasta agosto de 2007. Esta cifra se suma a la amortización anticipada de febrero y marzo de 2006, totalizando unos USD 1.930 millones.

²⁴ El Bono 2022 fue emitido originalmente en noviembre de 2005. Esta reapertura se suma a la de enero 2006, totalizando una emisión de USD 1.200:, monto similar al de los bonos benchmark surgidos del canje de mayo de 2003.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Como resultado, a partir de febrero de 2006 se observa un fuerte cambio en la estructura por instrumento y por plazo, recomponiendo la situación vigente a fines de los 90. El ratio entre Títulos y Préstamos, que había aumentado desde 1,43 en diciembre de 2005 a 1,92 en marzo de 2006, se ubica en setiembre de 2006 en 2,56, superando el máximo de fines de 2001.

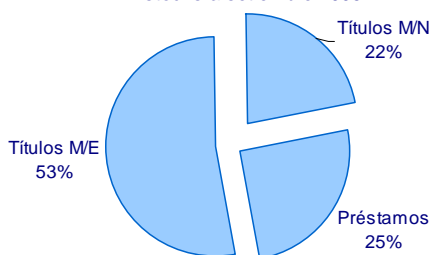
Por otra parte, el plazo promedio del conjunto Títulos Públicos y Préstamos del SPG pasa de 7,5 años en diciembre de 2005 a 9,4 años en setiembre de 2006. En el mismo sentido, la deuda a vencer en menos de 1 año pasa de 17% del total en diciembre de 2005 a 14% del total en junio de 2006, mientras que la que vence a más de 5 años pasa de 53% a 55%, respectivamente.

Finalmente, la colocación de deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales sigue siendo acompañada por nuevas emisiones locales de Bonos en UI y LRM en pesos y UI, mientras que la última colocación internacional en UI más que compensa la amortización del DPN de febrero²⁵, con lo que la participación de la moneda nacional en Títulos Públicos continúa aumentando, situándose en el entorno de 22% de la Deuda Bruta o 29% del total de títulos en el último año móvil finalizado en setiembre de 2006.

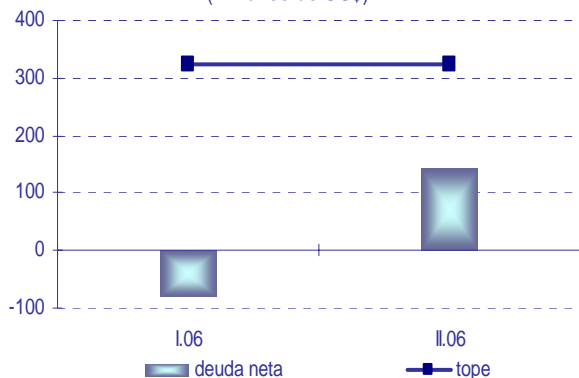
Por otra parte, la deuda neta del Sector Público Global compatible con la definida en la Ley de Endeudamiento aumentó USD 141 millones en el primer semestre de 2006, siendo el máximo permitido para el año de USD 325 millones.²⁶ Por lo tanto, las finanzas públicas se encuentran dentro de los márgenes legales autorizados.

El ratio entre Deuda y PIB, uno de los indicadores relevantes para la sostenibilidad fiscal, continúa profundizando en 2006 el camino de convergencia iniciado a fines de 2003, aunque a tasas marginales menores. En efecto, en este trimestre se reduce levemente: 1,6% tanto en términos brutos como netos, alcanzado en el año móvil finalizado en el segundo trimestre de 2006 respecto

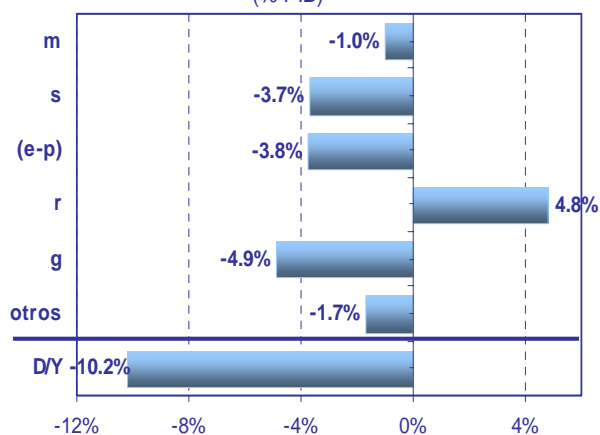
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA POR INSTRUMENTO/MONEDA
stocks a setiembre 2006



VARIACIÓN DEUDA NETA - TOPE ENDEUDAMIENTO
(millones de US\$)



COMPONENTES DEUDA MARGINAL II.05-II.06
(% PIB)



²⁵ "Debt Protection Note", o Bono con Cobertura Cambiaria, pagadero en pesos.

²⁶ Ley 17.947 del 13 de enero de 2006. En esta ley, el SPG no incluye a los Gobiernos Departamentales; se incluye como instrumento a la Base Monetaria y se valúa el stock con arbitrajes fijos. Por más información sobre la metodología consúltese la referida ley o la publicación del BCU Deuda Neta del Sector Público Global para control del tope de endeudamiento, junio de 2006:

<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmalf/controlmetadeuda/dncontrolmeta.pdf>

INFORME DE POLITICA MONETARIA

al segundo trimestre de 2005 una reducción bruta de 11,7 puntos y una reducción neta de 10,2 puntos, valores menores a los observados en el informe anterior. Como resultado, a junio de 2006 el cociente entre la Deuda Bruta y el PIB alcanza el valor de 79,0%, mientras que el cociente entre la Deuda Neta y el PIB se ubica en 50,6%.

Como sucede en los últimos años, esta reducción sigue siendo explicada por el fuerte crecimiento del PIB en dólares, pero con una incidencia menor y un cambio cuantitativo en sus determinantes. Dada la mayor estabilidad de precios relativos en el último año móvil, el descenso en el precio del dólar frente al peso contribuye con menos de 4 puntos, mientras que el crecimiento real aporta una reducción de 5 puntos. Por otra parte, el superávit primario continúa aportando cerca de 4 puntos adicionales y el señoreaje contribuye con 1 punto del PIB. Por ende, el único factor expansivo del ratio entre deuda y PIB son los intereses, los cuales aportan en el año móvil cerrado a fines de junio 4,8 puntos, mientras que las diferencias metodológicas entre stocks y flujos explican la reducción adicional remanente (1,7 puntos).

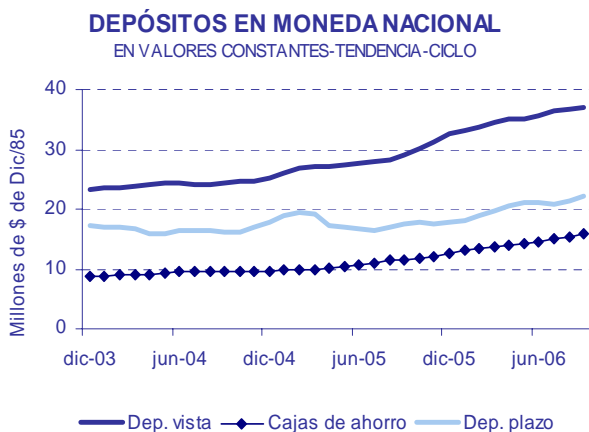
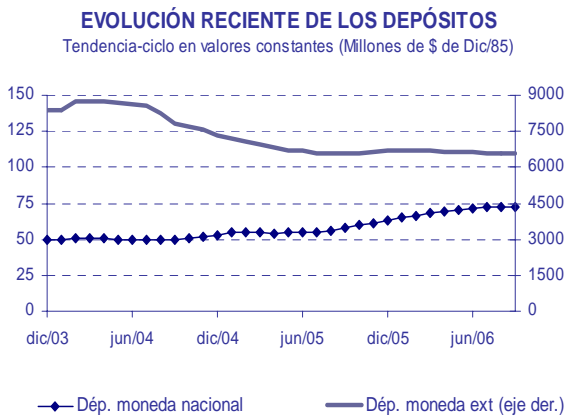
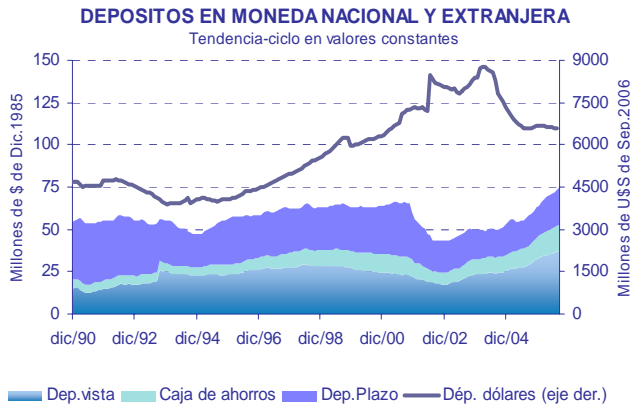
EL SISTEMA FINANCIERO

Los depósitos de residentes en el sistema bancario²⁷

En el tercer trimestre de 2006 los depósitos en moneda nacional, que habían dado muestras de desaceleración en el segundo trimestre del año, no recuperaron su ritmo de crecimiento, según surge de la variación intermensual del componente tendencia-ciclo de esta variable.²⁸ A pesar de esta desaceleración, al cierre de setiembre los depósitos en pesos se ubicaron en términos reales 25% por encima del nivel de un año atrás.

Por su parte, los depósitos en moneda extranjera durante el tercer trimestre permanecieron virtualmente estancados en términos de tendencia-ciclo. Estos depósitos medidos en dólares corrientes alcanzaron al cierre del tercer trimestre niveles 6,7% superiores que un año atrás, aunque si se miden en términos constantes exhiben una reducción de 0,1% en ese período. Las dinámicas opuestas en la evolución de los distintos tipos de depósitos por monedas están determinando un aumento de la participación de los pesos en el total captado por el sistema bancario, comportamiento que resulta consistente con el proceso de desdolarización que ha venido experimentando la economía.

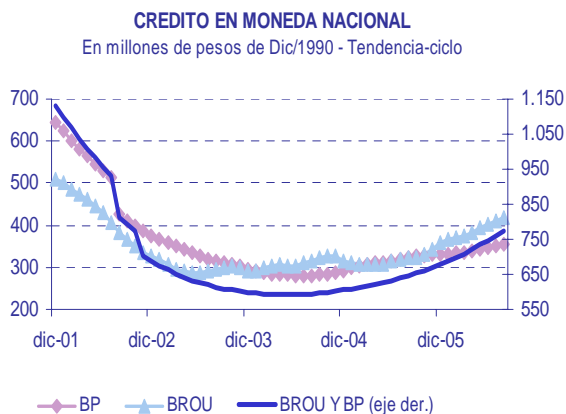
Dentro de los depósitos en moneda nacional, las cajas de ahorro fueron las que mostraron un mayor dinamismo en el tercer trimestre al registrar una tasa mensual de crecimiento real de casi 3%; los plazos fijos aumentaron a un ritmo mensual de 2% y las colocaciones a la vista subieron al 1,2%.²⁹ En los doce meses finalizados en setiembre de 2006, en términos reales las cajas de ahorro aumentaron 35%, los depósitos a la vista 26% y las colocaciones a plazo 17%.



²⁷ Para el análisis de depósitos se ha trabajado con información obtenida de los Balances Monetarios Consolidados, utilizando datos a setiembre de 2006.

²⁸ En el tercer trimestre de 2005 la tendencia-ciclo de los depósitos en pesos, valuados a valores constantes, había aumentado a un ritmo mensual promedio de 2%, en el cuarto trimestre de ese año lo hizo al 2,9% mensual, en el primer trimestre de 2006 al 2,5%, en el segundo al 1,4% y en el tercero al 0,9%.

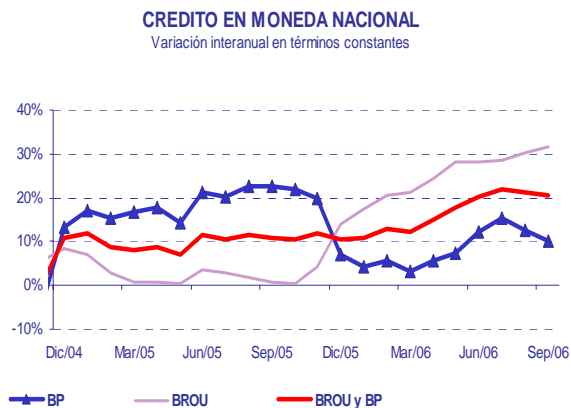
²⁹ Las variaciones mensuales se calcularon sobre el componente tendencia-ciclo de cada serie.



La evolución de los distintos tipos de colocaciones en moneda nacional muestra una clara preferencia por la liquidez por parte de los agentes. Si bien la relación entre depósitos líquidos (a la vista y cajas de ahorro) y los depósitos a plazo experimentó una ligera caída en el segundo trimestre de 2006, la misma se revirtió en el tercer trimestre y la relación continúa mostrando una clara tendencia creciente. Este comportamiento se explica fundamentalmente por la creciente bancarización de los medios de pago y por el hecho de que las tasas de interés pasivas no estarían resultando atractivas para el público.

El crédito bancario³⁰

El crédito en moneda nacional siguió expandiéndose durante el tercer trimestre de 2006, mostrando una marcada aceleración en su ritmo de crecimiento. En efecto, el componente tendencia-ciclo de esta variable, medida en términos reales, aumentó en el último trimestre a un ritmo mensual promedio de 2%, lo que equivale a una tasa anualizada de 26%. En los dos trimestres previos el incremento mensual promedio había sido de 1,5% y 1,7%.³¹



La aceleración del crédito se produjo tanto en el Brou como en la banca privada (BP) durante el segundo trimestre del año. En el banco estatal, el crédito pasó de crecer a un ritmo mensual promedio de 1,5% en el primer trimestre, a crecer a 2,4% mensual en segundo, y a 1,9% mensual en el período julio-setiembre. En el caso de BP, la tasa mensual promedio, siempre en términos de tendencia y a valores constantes, pasó de 0,6% en enero-marzo a 1,1% en los dos trimestres siguientes.

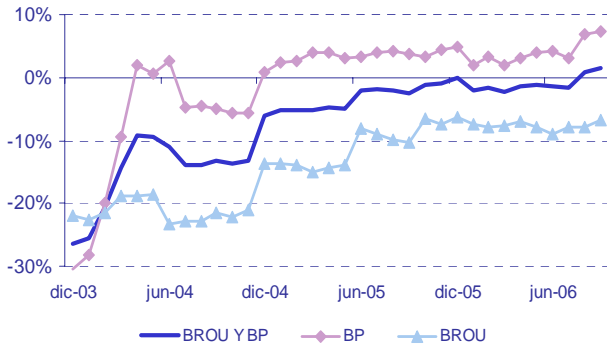
En los doce meses cerrados en setiembre los préstamos otorgados por el Brou registraron un crecimiento real de 32%, mientras que

³⁰ Para el análisis del crédito bancario se ha trabajado con datos preliminares al cierre de setiembre de 2006. La información utilizada corresponde a los saldos de créditos al sector privado no financiero que surgen de los Balances Monetarios Consolidados, siendo estas cifras corregidas por créditos castigados y por el efecto de ciertas operaciones especiales; no se considera al BHU.

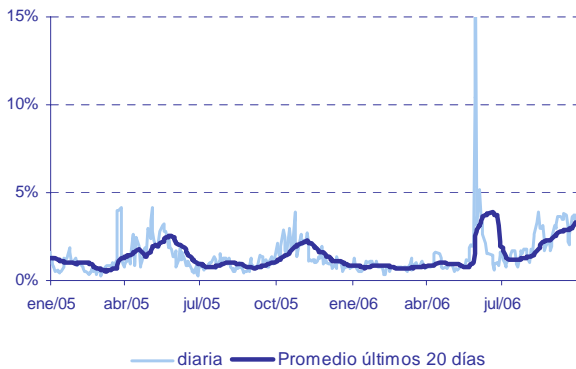
³¹ La tendencia-ciclo fue calculada con el ajuste de un modelo ARIMA por el programa Tramo-Seats.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

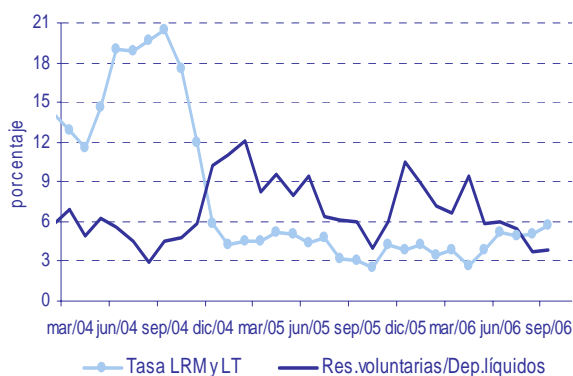
CREDITO EN MONEDA EXTRANJERA
Variación interanual en dólares corrientes



TASA CALL INTERBANCARIA
Tasa media operada en el mercado



TASA LETRAS MN Y EXCEDENTES DEL SISTEMA BANCARIO



los de BP aumentaron 10%. En el conjunto BP-BROU el incremento real fue de casi 21%.

De esta manera, el peso del BROU en el segmento del crédito en moneda nacional pasó de 48,6% en setiembre de 2005 a 53,1% un año después.

El fuerte dinamismo del crédito en pesos contrasta con el comportamiento del crédito en moneda extranjera. En los doce meses cerrados en setiembre los préstamos en esa moneda aumentaron 1,5% en dólares corrientes, como resultado de una baja de 7% en el BROU y un aumento de 6,7% en BP. En valores constantes, la caída global fue de casi 5%, con bajas de 12,6% en el BROU y un leve aumento de 0,5% en BP.

La evolución de las tasas de interés³²

En el tercer trimestre la tasa interbancaria aumentó respecto al trimestre anterior, en particular en el mes de setiembre, continuando con la suba que ya se había observado entre el segundo y el primer trimestre. Esta suba se dio en forma simultánea con la puesta en funcionamiento del Mecanismo Adicional para la Provisión de Liquidez.³³ Esta tendencia reciente de la tasa interbancaria se vincula a la política monetaria menos expansiva, en especial a partir de mayo pasado.

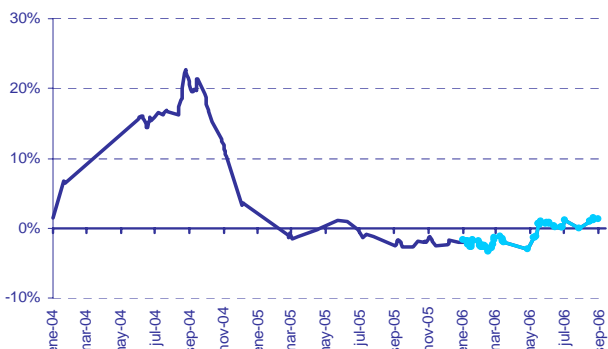
Las tasas pasivas minoristas en moneda nacional³⁴ aumentaron en los últimos dos trimestres alcanzando en setiembre 3,3%, nivel que casi duplica el observado en el primer trimestre del año (1,8%). Las tasas pasivas en moneda nacional en el período han mantenido un comportamiento similar al de las tasas de las Letras de Regulación Monetaria (LRM).

32 Este capítulo se elaboró sobre la base de información del sistema bancario proporcionada por la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF) disponible al mes de junio de 2006 e información de tasas interbancarias y pagadas sobre los títulos emitidos por el BCU proporcionada por la División Operaciones. Adicionalmente, se ha utilizado información del Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por la SIIF.

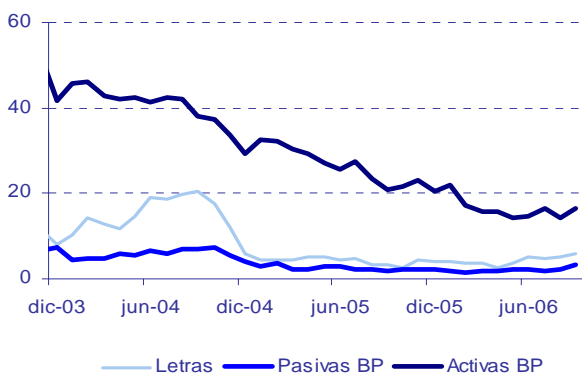
33 Un detalle de este mecanismo y de los efectos que genera sobre los distintos agentes intervinientes en el mercado se puede encontrar en el capítulo de Política Monetaria del presente informe.

34 Medidas a través de las tasas pagadas por el sistema bancario en las operaciones efectivamente realizadas.

TASA REAL DE LRM EN PESOS A 180 DIAS

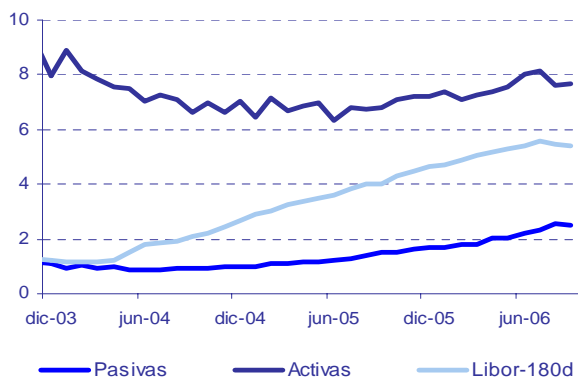


TASAS DE INTERES MONEDA NACIONAL



— Letras — Pasivas BP — Activas BP

TASAS DE INTERES EN MONEDA EXTRANJERA



— Pasivas — Activas — Libor-180d

Las tasas de LRM se incrementaron respecto a las vigentes en el primer trimestre del año, alcanzando en setiembre 5,7% en promedio. El aumento que estas tasas experimentaron a partir del segundo trimestre obedecería a varios factores, entre los cuales destacamos: la situación relativamente menos holgada en materia de liquidez, el aumento de las tasas de referencia internacionales, el mayor plazo promedio de los títulos colocados, la aparición de opciones de colocaciones alternativas de corto plazo, como el mecanismo adicional para la provisión de liquidez (MAPL, *clearing house*) y la mayor inflación esperada. No obstante lo anterior, no debe perderse de vista que las tasas de interés reales pagadas sobre los instrumentos en pesos emitidos por el Banco Central del Uruguay (BCU)³⁵, que constituyen el costo de oportunidad del crédito al sector privado, han sido negativas desde mediados de 2005, ubicándose en niveles apenas positivos desde fines de mayo de 2006.

Por su parte, las tasas activas en moneda nacional se redujeron hasta el mes de junio, cuando alcanzaron 14,8%, más de 1000 puntos básicos por debajo de las vigentes un año atrás. Durante el tercer trimestre las tasas activas en moneda nacional aumentaron alcanzando en promedio 16,3%. La evolución de estas tasas a nivel sectorial, de acuerdo a la información disponible hasta junio, no fue homogénea; en el último año móvil se produjo una disminución de las tasas aplicadas a todos los sectores con excepción de la industria manufacturera.

La tendencia de las tasas en moneda extranjera continuó determinada por la evolución de las tasas internacionales. Es así como las tasas pasivas internas se incrementaron de 1,83% a 2,2% en el segundo trimestre y alcanzaron 2,5% en setiembre. Por su parte, las tasas activas en moneda extranjera del sistema bancario, si bien aumentaron en el período abril-junio, se han reducido en el tercer trimestre del año. En efecto, estas tasas, que en el mes de marzo estaban ubicadas en 7,3%, alcanzaron un registro de 8% durante junio y cayeron hasta un promedio de 7,7% en setiembre. Es probable que la tendencia del tercer trimestre se consolide en

³⁵ El cálculo del rendimiento real se realizó tomando como inflación esperada la resultante de proyecciones internas.

los próximos meses, a juzgar por el comportamiento reciente de los mercados internacionales. Con relación al crédito sectorial, los datos disponibles hasta junio indican que el aumento del costo de financiamiento se confirmó en todos los sectores, excepto en Familias-Vivienda, Agropecuario y Construcción que tuvieron un comportamiento decreciente o estable.

Indicadores de calidad de cartera, liquidez, solvencia y resultados del sistema financiero³⁶

La morosidad de la cartera de colocaciones del sistema bancario al sector no financiero ha experimentado una mejora en el transcurso del segundo trimestre del año, alcanzando a 4,6% el ratio de créditos vencidos a créditos totales³⁷, porcentaje que se ubicaba en 6,2% a fines del trimestre previo y en 6,1% en junio de 2005.

La mejora experimentada por la calidad de la cartera bancaria también se desprende del análisis del riesgo de contraparte. En efecto, en junio de 2006 el 27% de los créditos concedidos por el sistema bancario al sector privado no financiero residente correspondía a las categorías de mayor riesgo (3, 4 y 5), mostrando una reducción de cinco puntos porcentuales respecto a junio de 2005.³⁸ Esta evolución se refleja en una mejor calificación promedio de la cartera bancaria, que pasó de un valor de 1,87 en marzo de 2006 a 1,81 a fines del segundo trimestre.

Si bien se han producido caídas en los ratios de liquidez³⁹ en relación con los vigentes en el segundo trimestre del año previo, tanto para el plazo de 30 como para el de 91 días, los valores observados para ambos plazos (superiores a 70%) indican que se mantiene un alto nivel de liquidez en el sistema bancario.

³⁶ Basado en BCU, SIIF, Reporte de Estabilidad Financiera, Segundo trimestre de 2006. http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref_ii-06.pdf.

³⁷ Corresponde a créditos vencidos y totales en términos brutos y considera la suma de moneda nacional y moneda extranjera.

³⁸ De acuerdo a la normativa bancocentralista, los créditos al sector no financiero son clasificados en categorías de riesgo de 1 a 5, en forma creciente de acuerdo al riesgo de incumplimiento.

³⁹ Los ratios de liquidez comparan los activos líquidos con los pasivos exigibles dentro de un mismo plazo contractual.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

En lo que refiere a la solvencia, debe notarse que a partir de fines del mes de junio entró en vigor una nueva normativa en materia de requerimientos mínimos de capital, que incorporó una serie de cambios⁴⁰ que aumentaron las exigencias totales de capital de los bancos en aproximadamente un 7%. De acuerdo a estos nuevos requerimientos, la responsabilidad patrimonial del sistema bancario alcanza casi 18% de los activos ponderados por riesgo, lo que implica que el respaldo patrimonial del sistema es 2,23 veces superior a lo que exige la regulación.

Por otra parte, el indicador de cobertura propia a créditos vencidos ha venido aumentando en forma notoria en el último año: al cierre del segundo trimestre de 2006 el patrimonio regulatorio del conjunto del sistema bancario era 18 veces mayor que los créditos vencidos netos de las instituciones, siendo que en junio de 2005 esta cifra se ubicaba en 11.

Los bancos alcanzaron un mejor desempeño en el primer semestre de 2006 respecto al año previo, mostrando resultados 35% superiores. Al cierre del mes de junio las ganancias del conjunto del sistema bancario eran de 18,8% sobre el capital propio. Este buen desempeño del primer semestre es consecuencia de la mejora alcanzada en los ingresos financieros y de la disminución de la morosidad del crédito.

40 Los cambios introducidos son: a) una adecuación de los ponderadores de riesgo de crédito a los perfiles de riesgo de los activos de las instituciones; b) la agregación de los requisitos de capital mínimo por riesgo de mercado a la cartera de valores para negociación (incluye requisitos de riesgo cambiario y requisitos de riesgo de tasa de interés); y c) la reducción del porcentaje mínimo de los activos de riesgo que debe mantenerse como capital (ratio de Cooke) de 10% a 8%.

Desarrollo macroeconómico reciente: los indicadores del tercer trimestre de 2006

Conforme a lo analizado, la economía uruguaya continuó creciendo a buen ritmo. Ello fue posible, principalmente, gracias a la predominancia de un ambiente externo favorable y del buen desempeño de las variables domésticas. La información surgida de algunos indicadores del tercer trimestre del año 2006 abona la idea de que el nivel de actividad ha continuado expandiéndose.

Las solicitudes de exportación crecieron 19% en dólares corrientes en los primeros nueve meses de 2006 respecto a igual período del año anterior. En tanto, las importaciones de bienes medidas en dólares corrientes, excluyendo petróleo y destilados, se incrementaron 18% en igual período. Las compras al exterior de todas las categorías económicas se expandieron, en particular las de bienes de capital (25%) y bienes de consumo (20%). Las importaciones correspondientes a insumos intermedios, si bien también crecieron, lo hicieron a una tasa inferior. Por su parte, la recaudación de IVA, que es un indicador indirecto del gasto, continuó aumentando.

Mientras tanto, la actividad industrial (excluyendo a la refinería), si bien ha desacelerado el ritmo de crecimiento, todavía registra un alto crecimiento en los primeros ocho meses del año respecto a igual período del año anterior: 16%.

III. La inflación

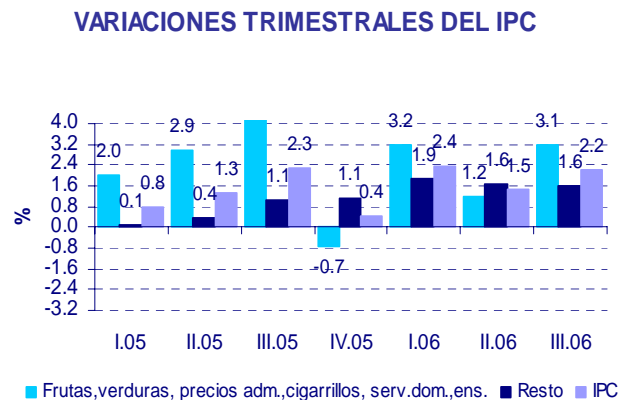
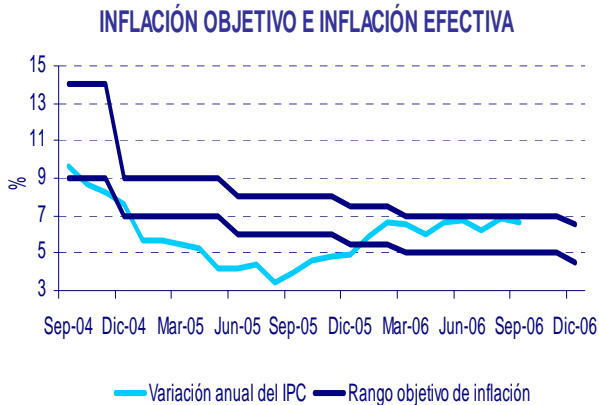
Evaluación del comportamiento de la inflación

El Índice de Precios al Consumo (IPC) aumentó 2,19% en el tercer trimestre de 2006, acumulando un crecimiento de 6,60% en el año culminado en setiembre. Este valor se encuentra dentro del rango de inflación oportunamente anunciado por la autoridad monetaria para el período de los últimos doce meses (5%~7%).

En el año culminado en setiembre, el índice que resulta de depurar al IPC de los rubros de precios administrados⁴¹, del servicio doméstico⁴², de la enseñanza⁴³ y de las frutas y verduras⁴⁴ tuvo una variación de 6,23%.

De esta manera, luego de permanecer por debajo del rango objetivo de la política monetaria a lo largo de 2005, la variación anual del IPC completó su tercer trimestre consecutivo dentro del rango que el Comité de Política Monetaria del BCU estableciera como objetivo, mostrando una marcada estabilidad en torno a un nivel de 6,6%.

Los objetivos de inflación anunciados para los años culminados en marzo, junio y setiembre de 2006 (5%~7%) se lograron cumplir a pesar de los choques de oferta que ejercieron una fuerte presión alcista sobre los precios uruguayos. En efecto, los precios internacionales del petróleo prácticamente se duplicaron entre marzo de 2004 y agosto de 2006⁴⁵ y severas sequías afectaron al país en la primavera de 2004, en el verano de 2005 y en el primer semestre de 2006.



41 Entre los precios administrados se encuentran las tarifas públicas, los de los servicios de salud mutuales y colectivos y los administrados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

42 Se imputa la variación del salario mínimo a la del costo que el servicio doméstico tiene para los hogares montevideanos. Por ello, este rubro muestra una variación de 8,1% en agosto. Esta metodología habría sobreestimado la variación del IPC en 2005, año en que el salario mínimo creció 61,4%.

43 Los precios de los servicios privados de enseñanza se ajustan en forma discontinua. Los mayores aumentos se observan en el primer trimestre. También se registran incrementos de menor entidad en el tercero.

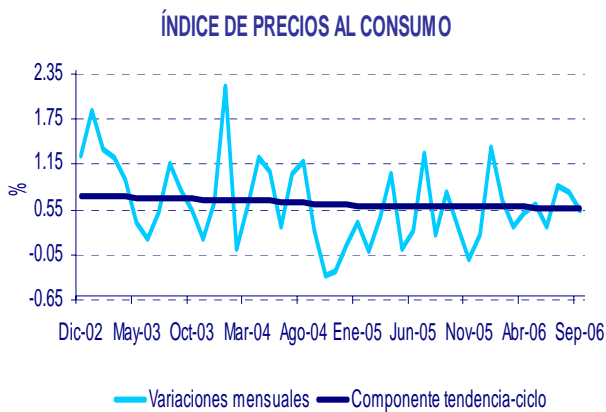
44 La evolución de los precios de frutas y verduras presenta una marcada estacionalidad y volatilidad.

45 El precio del crudo West Texas Intermediate, referencia de los precios locales de los combustibles, creció 98,9% entre marzo de 2004 y agosto de 2006. Aunque la variación se reduce a 73,8% si se agrega el dato de setiembre último, la misma no deja de ser alta.

Asimismo, cabe destacar que el cumplimiento de los objetivos de inflación vigentes para los años terminados en marzo, junio y setiembre de 2006 se dio en el marco de una nueva institucionalidad de las negociaciones salariales que supuso el funcionamiento de consejos de salarios que incluyeron entre sus pautas la recuperación del salario real.

Evolución del IPC

El IPC creció 2,19% en el tercer trimestre, acumulando un aumento de 6,16% a setiembre del corriente año.

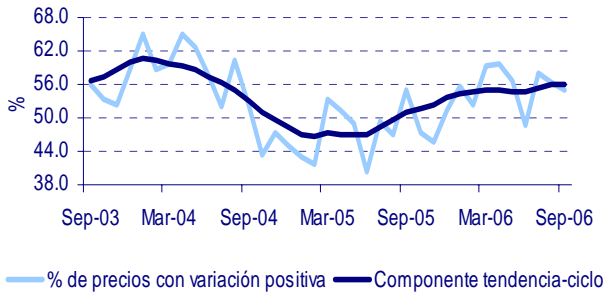


El componente tendencia-ciclo de las variaciones mensuales del IPC acumuló 1,69% en el tercer trimestre, cifra inferior a la de 1,74% del segundo y a la de 1,77% del primero.

Cabe aclarar que la tendencia-ciclo estimada puede estar contaminada por cambios en las pautas estacionales. En efecto, el método de extracción de señales empleado no capta adecuadamente el cambio en la pauta estacional de la inflación desencadenado por el funcionamiento de los consejos de salarios. Así, los cambios institucionales en la negociación salarial hicieron que los aumentos salariales del primer semestre de 2006 se distribuyeran de manera distinta a los de igual período de 2005. A partir de la segunda mitad de 2005 es probable que la inflación presente picos estacionales más elevados en el primer y en el tercer trimestre y más bajos en el segundo y en el cuarto. Dado lo reciente de dichos cambios, resulta difícil aislar correctamente el componente estacional de la variación del IPC. En el primer y tercer trimestre del año se podrían confundir efectos estacionales con incrementos del aumento tendencial del IPC, mientras que en el segundo y cuarto trimestre la estimación del componente tendencia-ciclo podría tener un sesgo negativo.

Por otra parte, los efectos de segunda ronda de la disminución del precio de los combustibles de fines de setiembre y de la reforma tributaria pueden contribuir a una disminución del componente tendencia-ciclo de las variaciones mensuales del IPC.

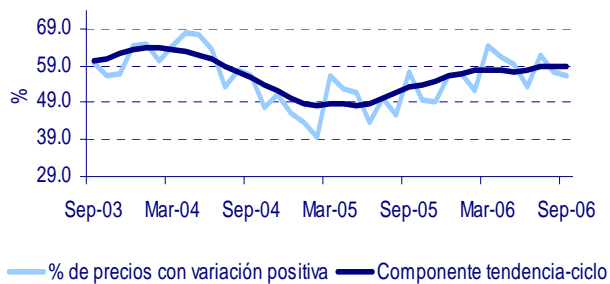
**ÍNDICES DE DIFUSIÓN
Total IPC**



Se destaca la reducción de la variabilidad de las variaciones mensuales del IPC verificada en 2006, especialmente si se compara con los datos de 2004, pero también evidente si la comparación es con los correspondientes a 2005.⁴⁶

Las tendencias del índice de difusión⁴⁷ que considera todos los precios incluidos en el IPC y del que excluye a los precios administrados y a los más volátiles mostraron estabilidad a lo largo del tercer trimestre. Considerando a los 310 artículos relevados para el cálculo del IPC, el componente tendencia-ciclo del índice de difusión de sus incrementos mensuales pasó de 55,45% en julio a 55,86% en setiembre. Si se excluyen los precios administrados, las frutas y verduras, la enseñanza, los cigarrillos y el servicio doméstico, los índices de difusión resultantes tienen un componente tendencia-ciclo que pasó de 58,67% en julio a 58,63% en setiembre.

**ÍNDICES DE DIFUSIÓN
Sin precios volátiles ni administrados**



Los precios administrados

Los precios administrados⁴⁸ crecieron 2,25% en el tercer trimestre, aportando 0,61 puntos porcentuales a la variación del IPC del período. Se destacan la rebaja de 2,04% de las tarifas de ANCAP⁴⁹, el encarecimiento de los servicios de salud (5,1%)⁵⁰ y del transporte terrestre de pasajeros (3,06%)⁵¹, así como el aumento de los impuestos municipales (6,12%)⁵² y de la patente de rodados (4,99%)⁵³.

La caída del precio internacional del petróleo es un choque de oferta positivo que presionó a la baja a los precios uruguayos. Los datos del IPC correspondientes al mes de octubre mostrarán una reducción de las tarifas de ANCAP de 10,2% en el bimestre iniciado

⁴⁶ La desviación estándar pasa de 0,71 en 2004, a 0,41 en 2005 y a 0,30 en los primeros nueve meses de 2006.

⁴⁷ Los índices de difusión muestran qué porcentaje se encareció entre los artículos considerados en cada caso.

⁴⁸ Tarifas públicas, precios de los servicios de salud mutuales y colectivos y los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

⁴⁹ Restó 0,12 puntos porcentuales a la variación del IPC.

⁵⁰ Tuvo una incidencia de 0,48 puntos porcentuales.

⁵¹ Aportó 0,11% puntos porcentuales.

⁵² La incidencia fue de 0,04 puntos porcentuales.

⁵³ Sumó 0,02 puntos porcentuales a la variación del IPC del período.

en agosto. La disminución del precio de los combustibles restará 0,46 puntos porcentuales a la variación del IPC del cuarto trimestre.

Por el contrario, el aumento de 18,8%⁵⁴ del gas por cañería se constituyó en un choque de oferta negativo de origen regional.

Los bienes transables internacionalmente

Los precios de los bienes transables internacionalmente aumentaron 1,02% en el tercer trimestre, aportando 0,31 puntos porcentuales a la variación del IPC del período. En el análisis de la evolución de esta categoría de precios se destaca el adelanto de la implementación de la reforma tributaria para la carne vacuna, las variaciones estacionales en los precios del rubro vestimenta y el leve fortalecimiento de la tendencia creciente de los precios de aquellos bienes que no presentan estacionalidad marcada, ni están sujetos a choques de oferta de significación, ni fueron objeto de ajustes impositivos de entidad.⁵⁵

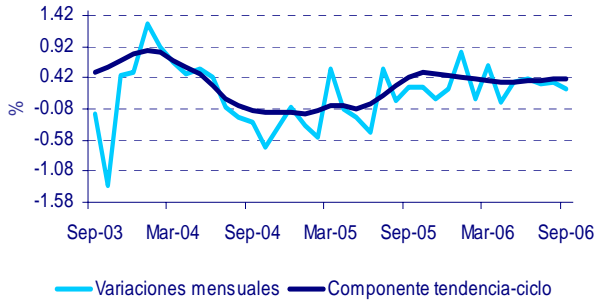
El 1o. de agosto entró en vigencia la rebaja de la alícuota del IVA del 14% al 10% y la eliminación del COFIS para la carne bovina. En el bimestre agosto-setiembre se produjo una reducción promedio de 3,6% de los precios de los cortes de carne vacuna incluidos en el IPC. El traslado total a precios de estas modificaciones tributarias hubiera dado lugar a una rebaja de 6,3%. Hasta el momento, los precios al consumidor terminaron reflejando un 57% de este adelanto de la reforma tributaria.⁵⁶

⁵⁴ La incidencia de este aumento fue de 0,04 puntos porcentuales.

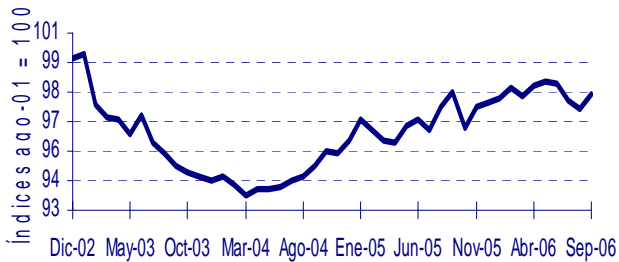
⁵⁵ La carne, los lácteos, la vestimenta y los cigarrillos.

⁵⁶ En general, el efecto de reducciones de impuestos indirectos sobre los precios depende de las condiciones de oferta y demanda de cada mercado (más específicamente, de la relación entre las elasticidades a los precios de la oferta y la demanda, esto es, de cuánto aumenta o disminuyen las cantidades ofertadas y demandadas a los precios). Dependiendo de ellas, menores impuestos pueden trasladarse al consumidor mediante menores precios o absorberse por el productor mediante mayores ingresos. En el caso considerado de la rebaja del IVA a la carne, el traslado parcial a los precios finales puede explicarse porque, tratándose de un bien exportable, su precio interno (antes de impuestos) viene determinado fundamentalmente por el precio internacional y el tipo de cambio (demanda totalmente elástica a los precios), los que no se alteraron por ese cambio impositivo.

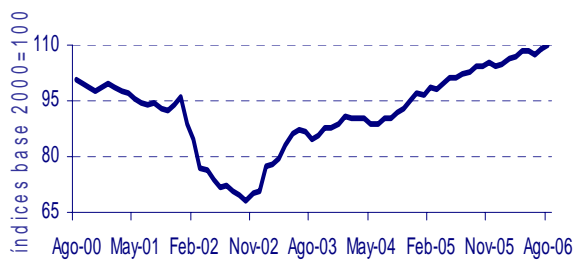
TRANSABLES INTERNACIONALES
Sin carne, cigarrillos, lácteos, vestimenta



MÁRGENES COMERCIALIZACIÓN MINORISTA
sin precios de ANCAP, frutas, verduras, cigarrillos



PRECIOS INTERNACIONALES
(expresados en dólares)



La estacionalidad en la variación de los precios del rubro vestimenta fue un determinante de las caídas de julio y agosto y del aumento de setiembre. En el trimestre, la caída promedio fue de 2,03%.⁵⁷

En el tercer trimestre la variación de los precios del grupo de bienes transables internacionalmente, que no incluye a aquellos que presentan estacionalidad marcada, pueden estar sujetos a choques de oferta de significación o fueron objeto de ajustes impositivos de entidad⁵⁸, fue de 0,91%. El componente tendencia ciclo de esta variación fue de 1,2% (4,9% si se anualiza), ligeramente superior al del trimestre anterior de 1,1% (4,3% si se anualiza).

Luego del crecimiento de 2004 y 2005, los márgenes de comercialización minorista de los bienes transables internacionalmente habrían caído levemente en el tercer trimestre para converger a niveles similares a los de fines de 2005.⁵⁹

Sobre la base de los datos de encuestas de expectativas relevadas en la región y a los informes de coyuntura internacional, se supone que en 2006 la inflación internacional relevante para Uruguay sería de 9%, ante la apreciación de 7,5% que terminaría experimentando el euro frente al dólar en el mercado internacional de divisas y los aumentos de los precios en dólares que se observarían en la región (10,8% en Brasil y 7,1% en Argentina).⁶⁰ Para el resto del horizonte de 18 meses relevante para la política monetaria, se supone un crecimiento sustancialmente menor de los precios externos.

En el horizonte de la programación monetaria, el seguimiento de las tendencias en el mercado de petróleo sigue siendo el factor crucial para evaluar el riesgo inflacionario proveniente de la variación de los precios internacionales.

⁵⁷ Fue de 0,10 puntos porcentuales la incidencia de esta caída de precios en la variación del IPC del período. Para el cálculo se tuvo en cuenta que el rubro vestimenta se incluye tanto en la categoría de bienes transables internacionalmente como en la de bienes y servicios comercializables en la región.

⁵⁸ No se incluye la carne, los lácteos, la vestimenta y los cigarrillos

⁵⁹ El indicador de los márgenes se construyó con aquellos bienes que están incluidos tanto en la canasta del IPC como en la del Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN). Para cada bien se comparó la evolución del precio al consumo con la del precio que percibe el productor. Las ponderaciones de estos indicadores de márgenes de comercialización minorista son las utilizadas en el IPC. Los datos corresponden al período agosto 2001-setiembre 2006, lapso para el cual está disponible el IPPN.

⁶⁰ La serie de precios internacionales presentada surge del cálculo de los índices de tipo de cambio real efectivo divulgados por el BCU.

Los bienes transables regionalmente

Los precios de los bienes y servicios transables regionalmente aumentaron 1,02% en el tercer trimestre, aportando 0,43 puntos porcentuales a la variación del IPC del período.

El aumento de 9,33% de los precios de las frutas y verduras sumó 0,28 puntos porcentuales a la variación del IPC del trimestre.

Si se excluye a las frutas y verduras, los bienes y servicios comercializables en la región se encarecieron 1,24%. El componente tendencia ciclo de esta variación fue de 1,5% (6,2% si se anualiza), inferior al del trimestre anterior de 1,6% (6,7% si se anualiza)

Otros desarrollos destacados entre los bienes y servicios no transables

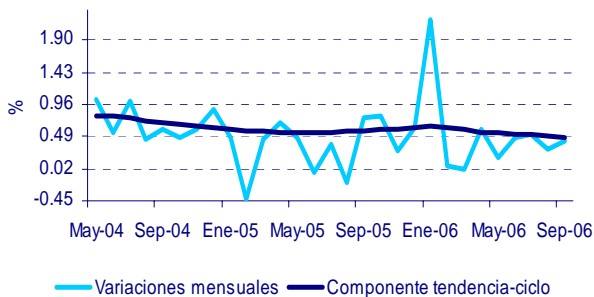
Además de la reducción de las tarifas de ANCAP y de los aumentos observados en el resto de los precios administrados, se destaca el encarecimiento de los servicios de enseñanza, el incremento imputado al servicio doméstico y la tendencia creciente de los precios de los bienes y servicios “ no transables de mercado” .

Como suele ocurrir en el tercer trimestre de cada año, se encarecieron los servicios de enseñanza. El aumento de 2,36% contribuyó con 0,08 puntos porcentuales a la variación experimentada por el IPC en el período.

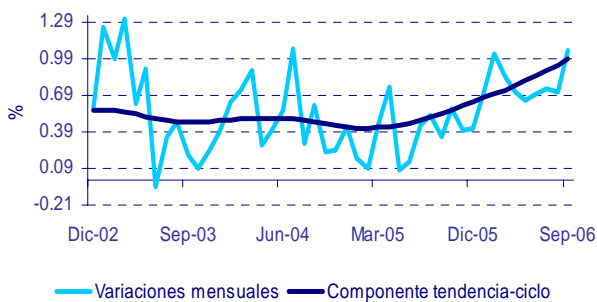
En agosto, el Instituto Nacional de Estadística (INE) asignó una variación de 8,11% al costo que el servicio doméstico tiene para hogares montevideanos con lo que agregó 0,21 puntos porcentuales al incremento registrado por el IPC en dicho mes.

Se obtiene la categoría de bienes y servicios “ no transables de mercado” al excluir del grupo completo de bienes y servicios no

TRANSABLES REGIONALES
Sin frutas ni verduras



NO TRANSABLES
Sin tarifas, salud, enseñanza,
política departamental, servicio doméstico

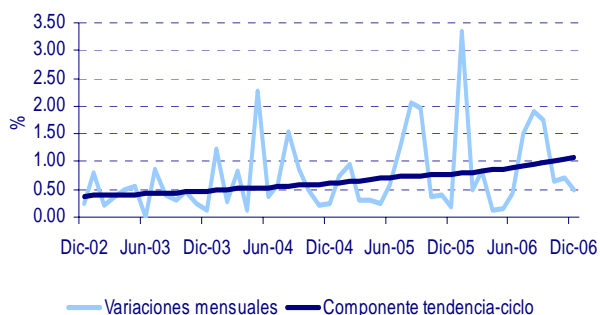


transables a la enseñanza⁶¹, al servicio doméstico⁶² y a los rubros de mayor peso entre los que están sujetos a regulaciones.⁶³ Desde principios de 2005, ha sido evidente la tendencia creciente de las variaciones de precios de este grupo de bienes y servicios. Dado el peso que el insumo mano de obra tiene en su producción, la evolución de los salarios habría jugado un papel muy importante.

Los costos unitarios de la mano de obra

Para analizar las presiones inflacionarias, más que la evolución de los salarios habría que tener en cuenta el comportamiento de los costos unitarios de la mano de obra, obtenidos como el cociente entre los salarios y la productividad del factor trabajo, debido a que son estos últimos los que se consideran en los cálculos empresariales a los efectos de determinar los precios.

SALARIOS PRIVADOS



Se presenta a continuación una estimación de los costos unitarios de la mano de obra en los sectores de “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” ; “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” ⁶⁴; “ Construcción” y “ Transporte y comunicaciones.”

La agregación sectorial difiere de la presentada en informes anteriores ya que se ha llevado a cabo una revisión metodológica tal como se detalla en uno de los anexos del presente informe.⁶⁵

También se analiza para cada uno de esos costos unitarios sectoriales el comportamiento de su componente de tendencia-ciclo. Sobre este último aspecto, cabe reiterar la advertencia hecha

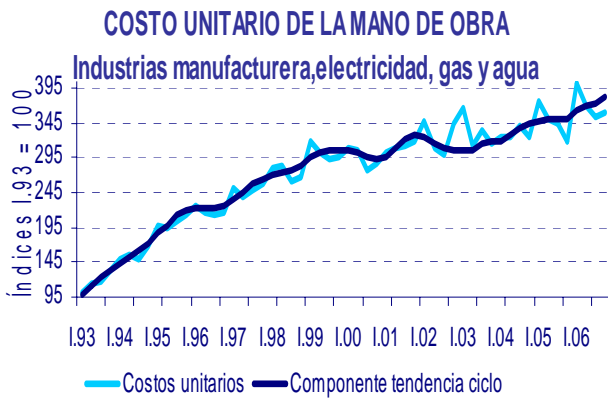
⁶¹ Los precios de los servicios privados de enseñanza se ajustan en forma discontinua. Los mayores aumentos se observan en el primer trimestre. También se registran incrementos de menor entidad en el tercero.

⁶² El costo del servicio doméstico para los hogares montevideanos se estima imputándole la variación del salario mínimo fijado administrativamente para esa categoría laboral. Esta metodología habría sobreestimado la variación del IPC en 2005, año en que el salario mínimo creció 61,4%.

⁶³ En este caso se excluye a las tarifas públicas, a los precios de los servicios de salud mutuales y colectivos y a los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

⁶⁴ Se trata de un agregado formado por: “Comercio y reparaciones” ;“Restoranes y hoteles”; “Intermediación financiera”; “Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler”; “Enseñanza”; “Servicios sociales y de salud”; “Eliminación de desperdicios, aguas residuales, saneamiento y actividades similares”; “Organizaciones y órganos extraterritoriales” y “Servicio doméstico”.

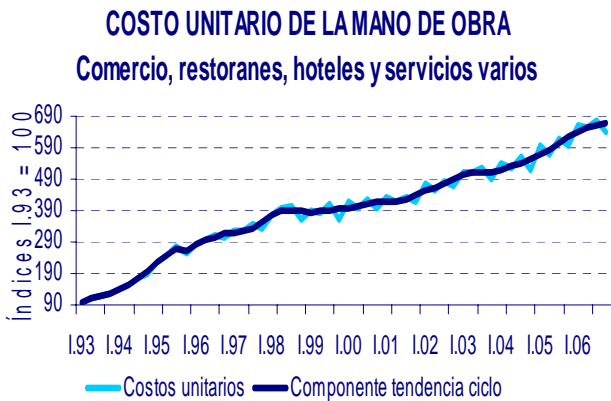
⁶⁵ Véase “Anexo: Costos unitarios de la mano de obra”.



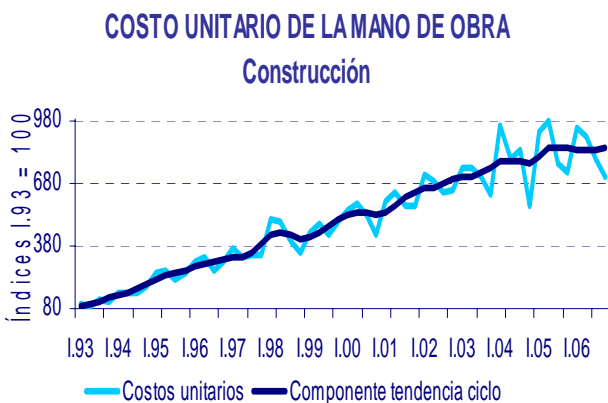
anteriormente respecto a la tendencia-ciclo de la inflación, en el sentido de que la estimación de este componente puede estar contaminada por los cambios recientes en la estacionalidad introducidos por el funcionamiento de los consejos de salarios. Puesto que en este caso se trata de indicadores directamente vinculados a los salarios, esas distorsiones serían mayores que en el caso del IPC y de sus grandes desagregaciones.

Cabe destacar, por otra parte, que se ha proyectado el comportamiento de los costos unitarios de la mano de obra del segundo semestre

En general, los costos unitarios de la mano de obra presentarían una tendencia creciente en 2006, aunque en algunos sectores su crecimiento tiene menos fuerza que el del año anterior. La productividad de la mano de obra estaría creciendo a buen ritmo en el corriente año aunque se observa un enlentecimiento en su incremento en algunos sectores.



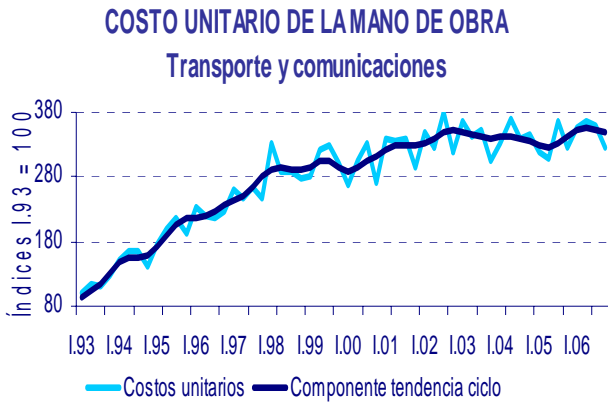
En 2006 los costos unitarios de la mano de obra tendrían una tendencia creciente en “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” , luego de la estabilidad de 2005. Si bien la productividad media de este sector seguiría creciendo a buen ritmo en el corriente año, lo estaría haciendo con menos fuerza que en 2005.



Los costos unitarios de la mano de obra de 2006 de “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” mostrarían una tendencia creciente menos vigorosa que la de 2005. El fortalecimiento del incremento de la productividad media sería un factor determinante de dicha evolución.

Los costos unitarios de la mano de obra en “ Construcción” se mantendrían estables en 2006. En este sector, el aumento de productividad se mantendría a buen ritmo.

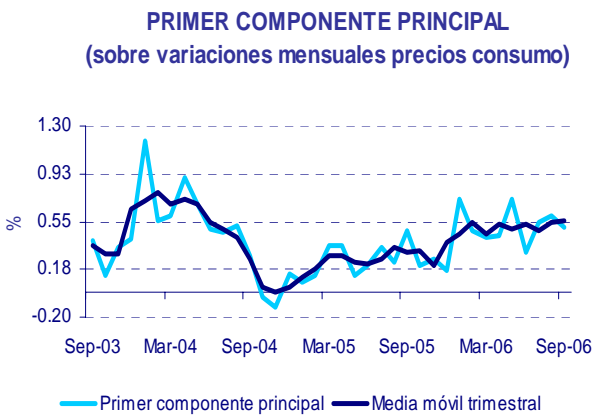
Los costos unitarios de la mano de obra en “ Transporte y comunicaciones” mostrarían una fuerte tendencia creciente en el primer semestre que dejaría paso a una leve caída en el segundo.



Desde fines de 2005, la productividad media de este sector habría crecido a un ritmo tendencial inferior al observado en 2004 y parte de 2005.

Posiblemente los cálculos realizados sobrestimen la tendencia-ciclo de los costos unitarios de la mano de obra en los períodos en los cuales ocurren ajustes salariales. Inversamente, habría una subestimación de la tendencia-ciclo del costo unitario de la mano de obra en los períodos sin ajustes de salarios. Ello se debe al reciente cambio en los mecanismos de negociación salarial, el que dificulta la extracción del componente tendencial de estos costos, ante la presencia de un nuevo patrón de estacionalidad. De ese modo, es probable que los incrementos salariales observados en el tercer trimestre de 2005 y en el primer trimestre de 2006 así como los proyectados para el segundo semestre de 2006, induzcan sesgos alcistas en la estimación de dicho componente.

Por otro lado, los cálculos realizados también pueden subestimar la tendencia de los costos unitarios de la mano de obra. Así, al trabajar con salarios líquidos no se recoge el aumento de costos derivado de la mayor tributación al BPS que muchas empresas debieron afrontar debido a la mayor eficacia inspectiva promovida por la instauración de los consejos de salarios. No obstante, esta mayor eficacia inspectiva del BPS puede no tener efectos significativos sobre los precios, sea por los aumentos de productividad como por el hecho de que esos costos repercuten en empresas que no lideran la fijación de precios, siendo entonces absorbidos por los márgenes empresariales.



La inflación subyacente

La evidencia disponible sugiere que la inflación subyacente, medida a través del primer componente principal de las variaciones de los 310 artículos que componen el IPC, estaría estabilizada en niveles cercanos al techo del rango objetivo anunciado por el BCU.

La conclusión anterior debe ser relativizada a los efectos de tener en cuenta que la medida presentada puede estar contaminada por efectos estacionales debido a los cambios en la negociación

INFORME DE POLITICA MONETARIA

salarial. También es necesario considerar que tanto la reciente caída del precio de los combustibles como la reforma tributaria a implementarse en 2007, no sólo tendrían un impacto directo y de corto plazo sobre la variación del IPC sino que también podrían representar factores con una incidencia de mayor persistencia en la variación de los precios en la medida que contribuyan a moderar eventuales presiones inflacionarias.

PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL DE VARIACIONES MENSUALES DE PRECIOS AL CONSUMO				
	Valor mensual	Acumulado en el año	Acumulado últimos doce meses	Media móvil trimestral centrada
Ene-06	0,73	0,73	3,63	0,46
Feb-06	0,48	1,22	4,00	0,55
Mar-06	0,43	1,65	4,07	0,45
Abr-06	0,44	2,10	4,17	0,53
May-06	0,72	2,84	4,79	0,49
Jun-06	0,31	3,16	4,91	0,53
Jul-06	0,54	3,72	5,11	0,48
Ago-06	0,60	4,34	5,50	0,55
Set-06	0,51	4,87	5,53	0,55

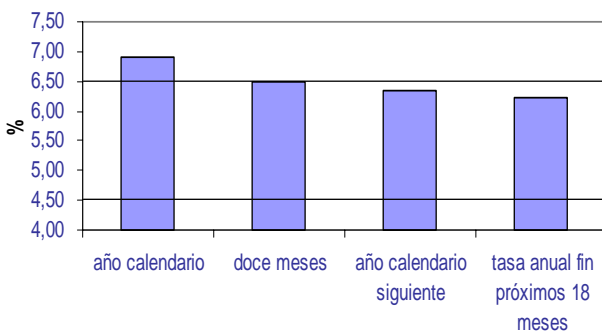
⁶⁷ Comunicación 2006/185 del 21 de julio de 2006.

LAS EXPECTATIVAS DE LOS EXPERTOS

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.

perfil temporal de las expectativas de inflación



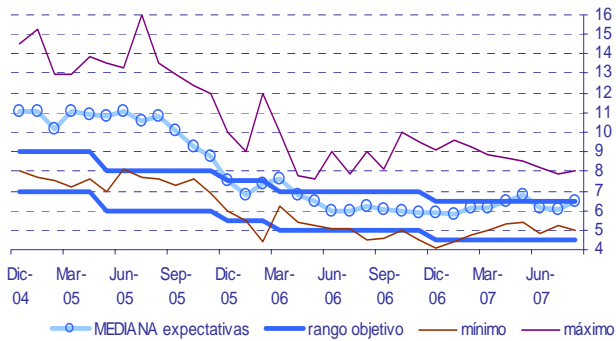
Orientada a un grupo de instituciones y formadores de opinión, la encuesta releva las expectativas de inflación para cuatro horizontes claves: el mes siguiente, el trimestre calendario en curso, el año calendario en curso y los siguientes doce meses.

En el COPOM de julio de 2006, el horizonte relevante de la política monetaria fue extendido de 12 a 18 meses. Así, a partir de este informe, se comienza a reportar las expectativas con dos horizontes nuevos: 18 meses hacia delante y el año calendario siguiente. El primero de esos horizontes se justifica naturalmente porque es el que se necesita relevar para comprobar qué piensa el mercado con respecto a las posibilidades de cumplimiento de la meta del Banco Central del Uruguay. Agregar el siguiente año calendario es importante en tanto el sector privado lo considera especialmente en sus procesos de formación de decisiones.

Resultados recientes

La mediana de las expectativas de inflación en el horizonte relevante de la política monetaria, dieciocho meses hacia delante, se ubica en 6,23% a setiembre de 2006, dentro del rango objetivo establecido por el comité de política monetaria para esa fecha. Si se

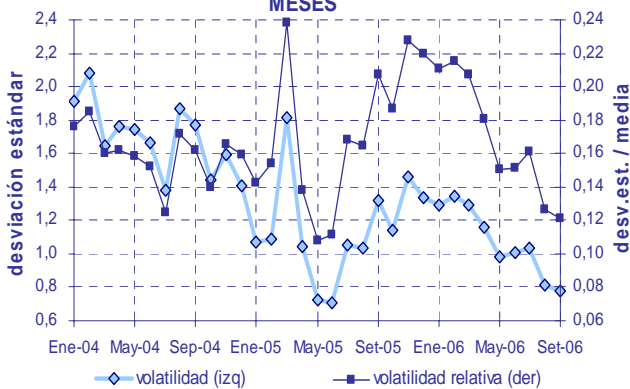
INFLACIÓN ESPERADA EN DOCE MESES



estudia el perfil temporal de la mediana de las expectativas, que se aprecia en la gráfica adyacente, se observa que se espera que la inflación siga un patrón decreciente a partir de finales del año 2006, mostrando una convergencia suave hacia el interior del rango hacia finales del año 2007. Es importante anotar que en las expectativas a setiembre de 2006 todavía no estaba incorporado el efecto de la rebaja de los combustibles decretado sobre el fin de ese mes, pues la encuesta fue recabada a principios del mes.

En el horizonte de inflación a 12 meses, la mediana de las expectativas se ubicó a principios de setiembre de 2006 en 6,5%, ligeramente por encima de la media (6,4%). Sin embargo, como puede verse en la gráfica de perfil temporal de las expectativas, no se espera que el efecto sobre la inflación de la rebaja de los combustibles de fines de setiembre sea de larga duración, ni se espera que afecte el cumplimiento del objetivo de inflación a 18 meses.

VOLATILIDAD DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES



La volatilidad relativa de las expectativas para los próximos doce meses se encuentra en un ciclo a la baja y próxima al mínimo histórico de la serie. Esto indica un mayor grado de consenso en las proyecciones, probablemente influido por la relativa estabilidad de la tasa de inflación en valores cercanos al techo del rango objetivo. Luego de presentar grandes fluctuaciones entre 2004 y principios de 2006, a partir de febrero la tasa de inflación muestra un nivel cercano al techo del rango objetivo pero estable, lo que favorece la reducción de la volatilidad en las proyecciones.

IV. La política monetaria y la evolución reciente de las variables monetarias

La política monetaria

La política monetaria implementada por el BCU durante el tercer trimestre mantuvo los principales rasgos que la han caracterizado desde fines de 2005. Es así como la autoridad monetaria siguió una lógica en la cual el único anuncio que operó como compromiso fue el de la tasa de inflación que se pretende alcanzar al cabo del horizonte de proyección.

Este último, a partir de la anterior reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) y en el marco de las pautas acordadas entre el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el BCU, había sido extendido a dieciocho meses. Se entendió que la ampliación de este plazo permitirá que los instrumentos de política monetaria tengan mayor influencia sobre el nivel de precios, al tiempo que se contribuirá a crear un contexto de mayor certidumbre a fin de facilitar el proceso de toma de decisiones y fortalecer el proceso de desdolarización. De esta forma se intenta incidir positivamente en las decisiones de inversión, en el desarrollo de los mercados de activos financieros en moneda nacional y en la reducción de la vulnerabilidad financiera interna.

Sin perjuicio del compromiso del BCU con la evolución de los precios y con el sólo objetivo de proporcionar al mercado una señal respecto del sesgo que seguirá la política monetaria, el COPOM estableció el crecimiento anual del agregado monetario M1. En términos operativos, se ratificó la utilización de la base monetaria (BM) como instrumento, no obstante lo cual se decidió mantener la flexibilidad respecto a la utilización de todos los instrumentos que la ley le asigna al BCU para responder a desvíos que puedan poner en riesgo el logro de la meta.

Este tipo de manejo ha resultado efectivo; en este sentido debe notarse que la inflación, medida a través de la tasa anualizada de

variación del IPC, por tercer trimestre consecutivo se ubicó dentro del rango objetivo que oportunamente fuera anunciado por la autoridad monetaria.

El manejo de corto plazo de la política monetaria

El COPOM había establecido en la reunión celebrada el pasado 5 de julio que, tal como fuera acordado con el MEF, el rango objetivo de inflación para los dieciocho meses que terminan en diciembre de 2007 se mantenía ubicado entre 4,5% y 6,5%.

En línea con los criterios antes comentados que rigen la política monetaria, se había decidido anunciar una pauta de crecimiento de los medios de pago de 18% anual, enfatizando que esta información es indicativa, en tanto es pasible de ser ajustada en función de los cambios que se procesen en el contexto macroeconómico. De hecho, la pauta anunciada implicó una corrección a la baja respecto a la que se había adoptado en oportunidad de la reunión del COPOM celebrada el 30 de marzo de 2006. Este tipo de correcciones ya se habían comenzado a aplicar a partir del mes de mayo como respuesta a los choques de oferta recibidos.

En este sentido el BCU evaluó que las diversas medidas de inflación subyacente estarían indicando una estabilización del proceso inflacionario, comportamiento consistente con una política monetaria que ha acompañado la mayor demanda por medios de pago, no observándose señales que alerten sobre la existencia de desequilibrios. Sin perjuicio de ello, el COPOM había alertado respecto a que, a su juicio, la evolución de la demanda de dinero se constituía en uno de los principales riesgos inflacionarios en el horizonte de proyección, a la luz de las dificultades que se habían enfrentado desde fines de 2004 para pronosticar en forma precisa esta variable y de la incertidumbre respecto a la continuidad del proceso de remonetización.

De esta forma, el seguimiento monetario comenzó a realizarse en base a un escenario de crecimiento interanual de los medios de

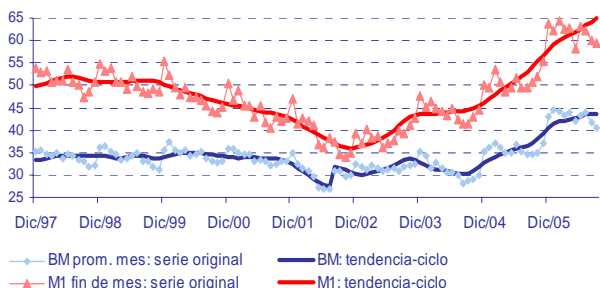
pago de 18% (segundo trimestre de 2007 respecto al mismo trimestre de 2006), previéndose que el crecimiento trimestral, medido en términos desestacionalizados, resultara relativamente homogéneo (4,2%).

El manejo del instrumento BM a lo largo del tercer trimestre fue, tal como lo ha sido desde mediados del año pasado, flexible. Con ese espíritu se convalidó un saldo promedio de BM levemente superior al originalmente previsto para julio, a fin de evitar presiones innecesarias en el mercado en la segunda mitad de ese mes. Por el contrario, el seguimiento en el bimestre agosto-setiembre fue cauteloso, atento a que la puesta en marcha del Mecanismo MAPL, debería propiciar un mayor dinamismo del proceso de creación secundaria de dinero.

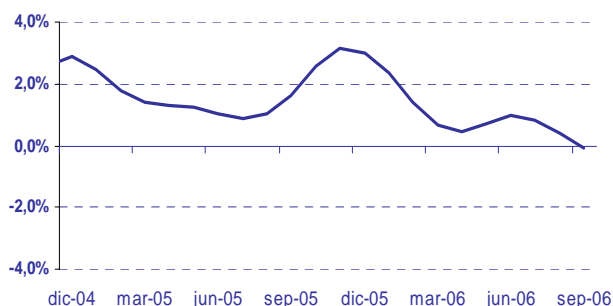
El MAPL, que comenzó a utilizarse a partir de fines de julio⁶⁷, es un instrumento que diseñó el BCU con el objetivo de lograr un funcionamiento más fluido del mercado de dinero. Ciertas restricciones regulatorias sobre las colocaciones de cada AFAP en el sistema financiero establecen límites máximos para cada institución bancaria, haciendo que una vez alcanzados esos topes, los fondos líquidos adicionales en poder de las AFAPs permanecieran como colocaciones en el BCU. De esta manera, esos fondos no podían colocarse en otros intermediarios financieros con algún faltante puntual de liquidez.⁶⁸ El MAPL posibilita a las AFAPs una reducción de esos saldos ociosos, al permitirles prestar a los bancos a través del BCU, el que toma, además, las garantías del caso. Adicionalmente, la puesta en funcionamiento del MAPL también implicó una mejora en la eficiencia de la gestión de las reservas excedentes de los bancos. Los bancos siguen políticas propias de límites a sus colocaciones a otros intermediarios, más allá de lo establecido por la regulación. En la medida que el MAPL también puede ser utilizado por los bancos, su funcionamiento sorteaba esos topes internos, mediante la intermediación del BCU, habilitando a mayores colocaciones. Por consiguiente, el MAPL, mediante ambos canales determinó una reducción de los encajes técnicos y tuvo el efecto de dar más fluidez a los mercados de dinero de corto plazo.

⁶⁸ Véanse las Circulares N° 1930, 1937 y 1954.

BASE MONETARIA Y AGREGADO M1
EN VALORES CONSTANTES



BASE MONETARIA
VARIACIÓN MENSUAL DE TENDENCIA-CICLO



BASE MONETARIA
VAR. REAL RESPECTO AL MISMO TRIM. DEL AÑO PREVIO



Evolución de los medios de pago

Los medios de pago, medidos a través del agregado M1⁶⁹, mantuvieron un importante dinamismo durante el tercer trimestre de 2006, aunque a diferencia de lo sucedido en trimestres anteriores, la creación secundaria de dinero se transformó en su principal motor de crecimiento, mientras que la BM no varió en forma significativa.

Ese comportamiento de los medios de pago se encuentra en línea con una mayor demanda de saldos reales generada en un contexto macroeconómico donde el crecimiento del nivel de actividad fue más alto de lo previsto originalmente.

La oferta de dinero primario

Durante el tercer trimestre de 2006 la BM permaneció virtualmente estancada: en ese período su componente tendencia-ciclo aumentó en términos reales a un ritmo mensual promedio de 0,4%, una tasa notoriamente más baja que las observadas en la primera mitad del año.⁷⁰

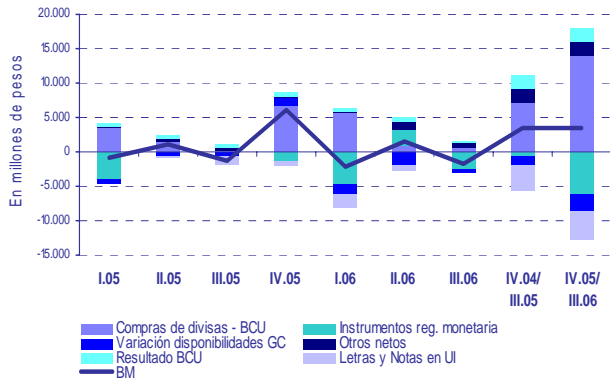
Sin perjuicio de esa desaceleración, la BM promedio del trimestre se ubicó, en términos reales, más de 20% por encima del nivel de igual período de un año atrás. Las tasas interanuales de variación de la BM real se han mantenido en niveles muy similares en los últimos cinco trimestres.

⁶⁹ Incluye el circulante en poder del público, los depósitos a la vista que el público realiza en el sistema bancario y los depósitos a la vista y *overnight* que instituciones no bancarias realizan en el BCU (siempre en moneda nacional).

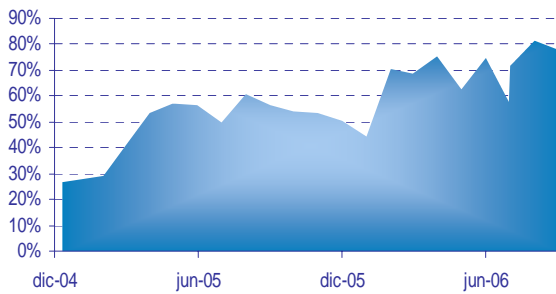
⁷⁰ La tendencia-ciclo de esta variable fue calculada a partir del filtro X12 REG ARIMA. Debe tenerse en cuenta que, a medida que se conoce nueva información o que se cuenta con proyecciones fiables, el filtro vuelve a recalcular la tendencia-ciclo de toda la serie, por lo que las variaciones pasadas de este componente suelen presentar algunos cambios. Dichas modificaciones no son significativas desde el punto de vista cuantitativo, ni cambian las valoraciones cualitativas que se hicieron en su momento.

Los factores de variación de la BM

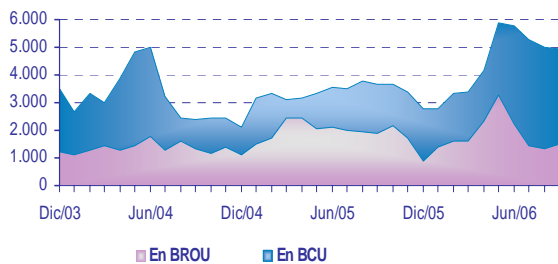
FACTORES DE EXPANSIÓN DE BM: I.2005 - III.2006
Flujos trimestrales y de doce meses móviles



RELACIÓN: LRM / BM



DISPONIBILIDADES EN MONEDA NACIONAL GC-BPS
Saldos promedio mensuales



Durante el tercer trimestre de 2006 la oferta de BM experimentó una reducción de \$ 1.800 millones, medida punta a punta⁷¹, comportamiento que obedeció básicamente a factores estacionales.

En el tercer trimestre las compras de divisas del BCU y el déficit de la propia autoridad monetaria incidieron en forma expansiva en la oferta primaria de dinero, determinando en conjunto un aumento de la BM cercano a \$ 1.000 millones.⁷² No obstante lo anterior, debe notarse que las compras de divisas del BCU alcanzaron una magnitud notoriamente inferior a la de los trimestres previos, ya que se limitaron a operaciones puntuales con el conjunto Gobierno Central-Banco de Previsión Social (GC-BPS).

El manejo de disponibilidades del conjunto GC-BPS operó en sentido contrario, generando una contracción del orden de \$ 400 millones.

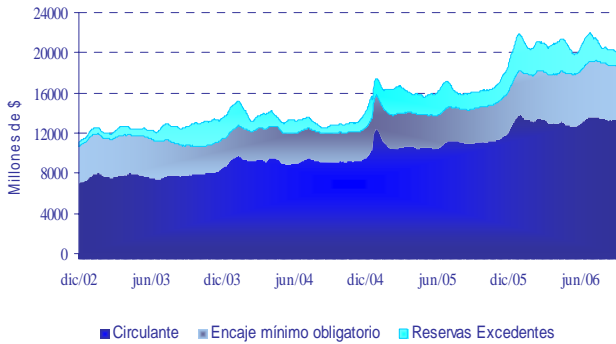
Si bien las colocaciones netas de instrumentos en UI que realizó el BCU contrajeron la BM en casi \$ 100 millones, fue necesario colocar LRM por casi \$ 2.600 millones con el propósito de alcanzar los objetivos operativos de BM que habían sido fijados. Como consecuencia, se produjo un aumento de la relación entre el stock de LRM y la BM, la que al cierre del trimestre se ubicó en casi 78%.

Debe notarse que el manejo de disponibilidades en moneda nacional por parte del conjunto GC-BPS resultó en el trimestre notoriamente menos contractivo que en trimestres anteriores. Ello obedeció a las mayores compras de divisas realizadas por el gobierno y a que el resultado fiscal en pesos fue algo menos superavitario. Este comportamiento menos contractivo fue posible gracias a la acumulación de disponibilidades en moneda nacional que se ha venido realizando desde fines de 2005.

⁷¹ Es decir, considerando los saldos del último día de cada trimestre y no valores promedio.

⁷² También hubo otros factores expansivos por más de \$ 200 millones, tal como puede observarse en el Cuadro Factores de Variación de la BM que se incluye al final del presente informe.

COMPOSICION DE LA BASE MONETARIA
Saldos promedio 31 días

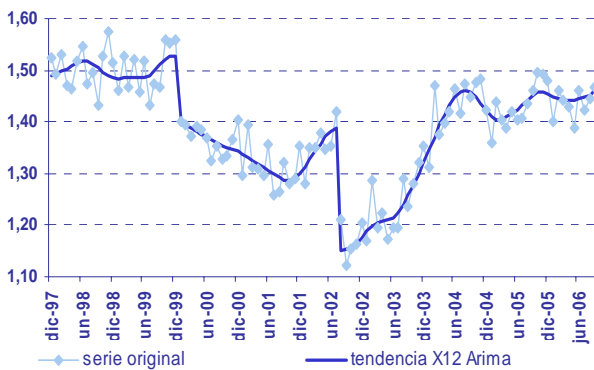


La composición de la BM

Los cambios que experimenta la composición de la BM muestran algunas señales sobre la evolución de la creación secundaria de dinero. Es así como el repunte que viene exhibiendo el multiplicador monetario desde comienzos del segundo trimestre se ha reflejado en una persistente reducción de la participación de las reservas excedentes, a favor del circulante en poder del público y de los encajes obligatorios sobre los depósitos bancarios, que son los componentes más asociados a los medios de pago.

Las reservas bancarias y no bancarias representaron 6,6% de la BM promedio en setiembre, porcentaje que alcanzaba al 15% en diciembre de 2005. En el caso de los excedentes bancarios la reducción se fue procesando en el transcurso del año, mientras que en el caso de los excedentes no bancarios⁷³ la caída se produjo recién a partir del tercer trimestre: en junio la participación de las reservas no bancarias se situaba en 4,8%, y en setiembre esta participación se redujo a 1,5%.

MULTIPLICADOR MONETARIO
(M1 fin de mes/Base Monetaria promedio)



La evolución reciente de las reservas excedentes está en gran medida asociada con la puesta en marcha del MAPL a fines de julio.

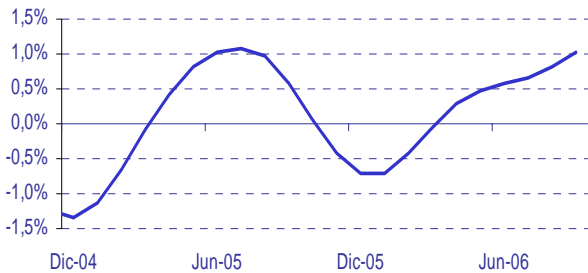
El multiplicador monetario

La caída de las reservas excedentes fue precisamente el principal factor que impulsó la creación secundaria de dinero durante el tercer trimestre de 2006. En ese período, el multiplicador monetario mostró una clara aceleración: la variación intermensual del componente tendencia-ciclo pasó de valores negativos en el primer trimestre del año a tasas positivas de 0,6% en junio y de 1% en setiembre.⁷⁴ En todo el tercer trimestre el multiplicador registró, en

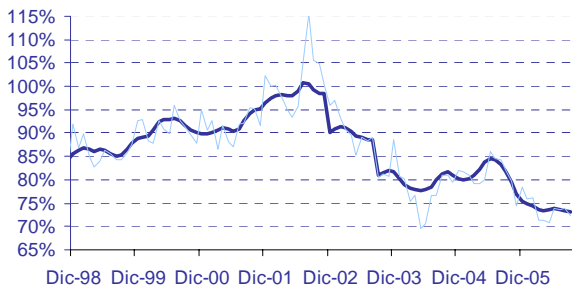
⁷³ En su mayor parte corresponde a las AFAPs.

⁷⁴ Ver nota 18

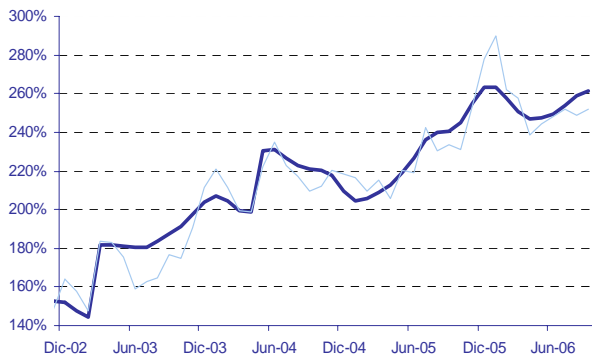
MULTIPLICADOR MONETARIO
VARIACIÓN MENSUAL TENDENCIA-CICLO (X12)



RELACIÓN CIRCULANTE/DEPÓSITOS VISTA EN PROMEDIOS MENSUALES



RELACION DEP. LIQUIDOS/DEP. PLAZOS



tendencia, un incremento mensual promedio de 0,8%, lo que equivale a una tasa anualizada de más de 10%.

A pesar de su repunte reciente, el multiplicador monetario se ubicó en el tercer trimestre de 2006 sólo 0,7% por encima del nivel de igual período del año anterior. Incluso, un análisis con mayor perspectiva temporal permite concluir que esta variable ha permanecido prácticamente estancada desde mediados de 2004 y que recién se están alcanzando niveles similares a los registrados antes de la crisis financiera y la recesión que atravesó el país entre fines de 1998 y mediados de 2003.⁷⁵

Aunque en el corto plazo la evolución del multiplicador monetario se explica fundamentalmente por el proceso que lleva a las reservas voluntarias de agentes bancarios y no bancarios a los niveles deseados, la dinámica de largo plazo está determinada por las preferencias del público y de las AFAPs entre los distintos instrumentos en moneda nacional, por el nivel de reservas técnicas que desean tener las instituciones y por el encaje obligatorio exigido por el BCU.

La estabilidad que ha presentado el multiplicador desde mediados de 2004 fue el resultado de factores que han operado al alza compensados por otros que lo han hecho en sentido inverso.

Entre los factores que han incidido positivamente en el multiplicador se encuentran la menor preferencia del público por circulante y el aumento de la relación entre los depósitos a la vista a fin de mes con respecto a los saldos promedio de estas mismas colocaciones.⁷⁶ Cabe señalar que la preferencia del público por circulante se ha venido reduciendo en forma sostenida, alcanzando niveles que resultan inferiores a los de 1998.⁷⁷

⁷⁵ Durante la recesión que comenzó en los últimos meses de 1998, el multiplicador monetario inició una tendencia descendente que se profundizó con la crisis financiera de 2002. Con la recuperación económica que empezó a mediados de 2003, el multiplicador monetario volvió a crecer, pero este crecimiento se detuvo desde mediados de 2004.

⁷⁶ Este coeficiente aparece en el multiplicador monetario porque el M1 que se utiliza corresponde al cierre de mes, mientras que la BM es el promedio de los valores diarios.

⁷⁷ Las razones que explican esta caída se analizaron en detalle en el informe trimestral anterior.

VARIACION INTERMENSUAL PROMEDIO TENDENCIA-CICLO			
	BM real	Multiplicador	M1 real
I.05	1,9%	-0,6%	1,8%
II.05	1,2%	0,8%	1,6%
III.05	1,2%	0,9%	1,9%
IV.05	2,9%	-0,4%	2,3%
I.06	1,5%	-0,4%	1,6%
II.06	0,7%	0,4%	1,0%
III.06	0,4%	0,8%	1,2%
Variación interanual	17,7%	1,5%	19,7%

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

En la variación interanual se compara la tendencia-ciclo de setiembre de 2006 respecto a igual mes del año 2005.

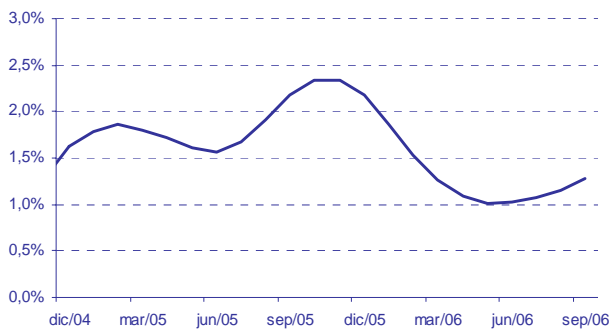
Por su parte, dentro de los principales factores que han incidido a la baja en el multiplicador monetario durante los últimos años está la mayor preferencia que ha mostrado el público por los depósitos más líquidos (cajas de ahorro y a la vista), en detrimento de los depósitos a mayor plazo. Esta decisión de portafolio de los agentes, que se ha venido verificando desde la crisis financiera de 2002, ha llevado a que los bancos deban mantener un mayor nivel de encajes, que muchas veces ha superado a los niveles mínimos exigidos por el BCU, lo que ha incidido a la baja en el multiplicador monetario. En igual sentido ha incidido, entre abril de 2005 y julio de 2006, las ya mencionadas restricciones regulatorias que recaen sobre las AFAPs.

La evolución de los medios de pago

Dadas las dinámicas seguidas por la BM y el multiplicador, tal como fuera ya señalado, los medios de pago mantuvieron un importante crecimiento durante el tercer trimestre de 2006. En ese período el agregado M1, que es el indicador que se utiliza como referencia en la actual política monetaria, aumentó en términos desestacionalizados 5,8% con relación al trimestre previo. Esta tasa de crecimiento superó a la de 4,8% del trimestre anterior⁷⁸, aunque fue inferior a las registradas en los dos últimos trimestres de 2005 y en el primero de 2006.⁷⁹

El fuerte crecimiento que ha venido registrando el M1 nominal está en línea con una mayor demanda de saldos reales, generada en un contexto de fuerte crecimiento económico y en medio de un proceso de remonetización de la economía. Cabe destacar que no se evidencian fricciones en el mercado que alerten respecto a la existencia de una demanda insatisfecha y, en tal sentido, debe notarse que las tasas de inflación se han ubicado en niveles próximos al límite superior del rango objetivo, al tiempo que las

AGREGADO MONETARIO M1
VAR % TENDENCIA-CICLO CONTRA MES ANTERIOR



⁷⁸ En el segundo trimestre de este año se moderó el manejo de la BM como respuesta a presiones inflacionarias. Esto se reflejó en una desaceleración del ritmo de crecimiento de los medios de pago.

⁷⁹ Estas variaciones son nominales y fueron calculadas con valores promedio de cada período, aunque el promedio de cada trimestre se calcula con los valores a fin de cada mes. (ver nota 18)

tasas de interés se han mantenido en guarismos históricamente bajos.

La evolución reciente de la cantidad real de medios de pago, que en el mediano plazo está determinada por la demanda real de dinero, puede analizarse a través de la trayectoria de la tendencia-ciclo del M1 real.⁸⁰ Este componente registró en el tercer trimestre del año un incremento mensual promedio de 1,2%, lo que equivale a una tasa anualizada de casi 15%. Este ritmo de crecimiento es muy similar al verificado en el trimestre anterior, aunque algo inferior al observado en todo el 2005 y en el primer trimestre de 2006.

Por su parte, la comparación del M1 real del tercer trimestre del año contra el de igual período del año pasado muestra un aumento de 21,3%, una tasa interanual muy similar a las observadas en los dos trimestres previos.

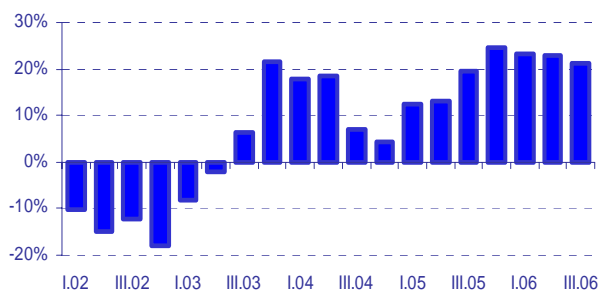
El proceso de remonetización de la economía

Tal como fuera analizado en informes previos, la economía uruguaya ha venido experimentando un proceso de remonetización desde comienzos del año 2003 y a partir de fines de 2004 con particular fuerza, al influjo de factores externos e internos.

Entre los factores internos es de hacer notar la recuperación del nivel de actividad y de la confianza en el sistema bancario uruguayo con posterioridad a la crisis financiera del 2002 y el pasaje, en junio del mencionado año, a un régimen de flotación cambiaria en el cual los agentes operan sin la existencia de seguros cambiarios implícitos. La situación controlada en materia de inflación, así como la adopción explícita de políticas favorables a la intermediación en moneda nacional (en particular en materia regulatoria), contribuyó al proceso de desdolarización y la consiguiente remonetización de la economía.

AGREGADO MONETARIO M1

VAR. REAL RESPECTO A IGUAL TRIMESTRE DEL AÑO PREVIO



⁸⁰ Ídem a la nota 5.

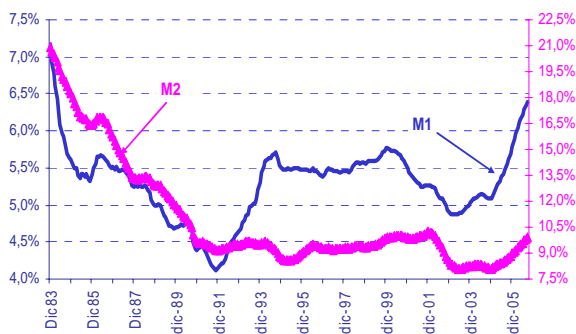
En lo que refiere al contexto internacional, Uruguay, al igual que otros países emergentes, ha experimentado un fuerte ingreso de capitales desde fines de 2004, lo que ha generado continuas presiones a la baja sobre el tipo de cambio nominal. Ello incidió en el manejo de portafolio de los agentes, potenciando la preferencia por instrumentos nominados en moneda nacional.

En el caso de Uruguay la magnitud de este proceso de remonetización queda de manifiesto al constatar que la relación entre M1 y PIB, que continuó creciendo durante el tercer trimestre, alcanza en setiembre un porcentaje de 6,4%⁸¹, uno de los mayores observados en los últimos veinte años.

La evaluación acerca de la transitoriedad o permanencia de este fenómeno no resulta sencilla. No obstante lo anterior, debe considerarse que no se espera, en el horizonte de programación, una reversión significativa de ninguno de los factores que en el contexto interno han incidido en la mayor monetización. Más aún, existe un firme propósito de consolidar aquellos factores que dependen de la política económica. Los factores asociados al contexto internacional -fuerte entrada de capitales en las economías emergentes, con la consiguiente expectativa de apreciación de sus monedas y el consenso respecto a la depreciación que en el mediano plazo debería experimentar la moneda de EE.UU.- parecen presentar un componente de mayor transitoriedad.

Parece importante observar como ha continuado evolucionando el proceso de remonetización en otros países emergentes pertenecientes a distintas regiones.⁸² De los once países analizados en el pasado Informe⁸³, ocho mostraban procesos de remonetización de similares características a las de Uruguay durante el año 2005; en particular, el fenómeno era notorio en América Latina. Los datos disponibles para el 2006 muestran que el fenómeno de remonetización se profundiza en cuatro de los diez

AGREGADOS MONETARIOS EN TÉRMINOS DEL PIB



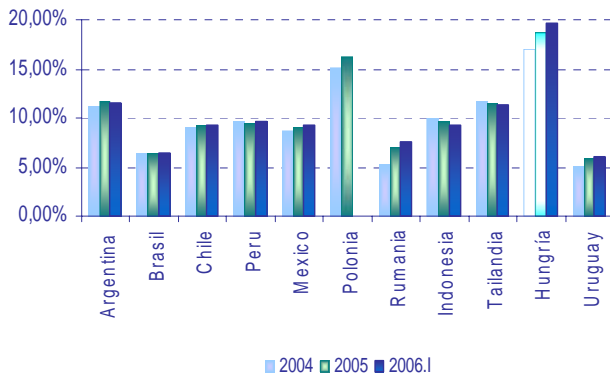
⁸¹ Para calcular este cociente se consideraron promedios móviles del M1 nominal y el PIB nominal de los últimos doce meses.

⁸² Se consideraron los mismos once países que en el pasado Informe Trimestral, de los cuales seis corresponden a América Latina, tres a Europa del este y los dos restantes al sudeste asiático. En este análisis se utilizó la definición de dinero de la publicación "Estadísticas financieras internacionales" del FMI.

⁸³ Argentina, Brasil, Chile, Hungría, Indonesia, México, Perú, Polonia, Rumania y Tailandia.

países para los que se dispone de datos, se revierte en tres y se mantiene estable en los tres restantes. En particular, debe notarse que, de los tres países de América Latina en los cuales durante el 2005 se observaba con mayor intensidad el fenómeno, éste sólo se mantiene en México y en Uruguay, ya que en Argentina se evidencia una reversión.

RELACION MEDIOS DE PAGO/PIB



En el caso de Uruguay existen aspectos que vuelven al proceso de remonetización particularmente frágil. Esto obedece a que el aumento en términos de PIB se ha concentrado en el agregado M1 y no en el resto de los instrumentos que integran el agregado M2, lo que estaría asociado con la preferencia por liquidez que ha mostrado la demanda del público. Si el proceso de remonetización se consolidara, debería observarse un aumento de los depósitos a plazo u otros instrumentos en moneda nacional. El comportamiento de estos depósitos a partir del presente año, así como el aumento experimentado por las tasas pasivas de interés en moneda nacional durante el último trimestre, podría estar marcando el inicio de este proceso. Este podría potenciarse en la medida que el BCU está incursionando en los mercados de títulos en moneda nacional a mayores plazos, de forma tal de contribuir a la formación de una curva de rendimientos de mayor plazo y densidad.

En este aspecto, el manejo de la política monetaria del BCU y las señales que éste trasmite hacia el mercado son condiciones necesarias para la consolidación del proceso de remonetización. Máxime cuando el mantenimiento de una inflación baja y predecible y las políticas firmes en materia de desdolarización del mercado son parte esencial de la explicación del fenómeno.

V. Política monetaria y balance de riesgos

Sobre la base de la evaluación del contexto internacional relevante, las perspectivas macroeconómicas y financieras de la economía uruguaya y la evolución reciente de la inflación, el COPOM del BCU en acuerdo con el Ministerio de Economía y Finanzas mantuvo el rango de la inflación objetivo entre 4,5% y 6,5% anualizados para su horizonte de compromiso de 18 meses que finaliza en marzo de 2008.

En un contexto de firme incremento del nivel de monetización de la economía y teniendo en cuenta otros factores que pueden tener incidencia en el proceso de formación de precios, el BCU generará un crecimiento del M1 del orden de 18% anual. Esta pauta supone el mantenimiento del sesgo menos expansivo impuesto a la política monetaria desde el mes de mayo pasado.

En el horizonte relevante de la política monetaria, las proyecciones de inflación muestran una tendencia decreciente, consistente con una tasa de inflación sobre 18 meses que se situaría en la parte inferior del rango meta.

El continuo crecimiento de la demanda de dinero sigue siendo uno de los factores más importantes a monitorear en los próximos meses. En informes anteriores hemos señalado el cambio en el comportamiento tendencial de la demanda de dinero, que se encuentra asociado tanto a factores internos, entre otros a las políticas que buscan la reducción de la fragilidad financiera de la economía, como a factores externos, entre otros la elevada liquidez internacional. En la medida que estos factores se profundicen o reviertan – algo que no puede ser previsto con exactitud por no depender exclusivamente de la política local- podrían generar desvíos en el comportamiento de la inflación, por debajo o por encima de lo previsto, respectivamente.

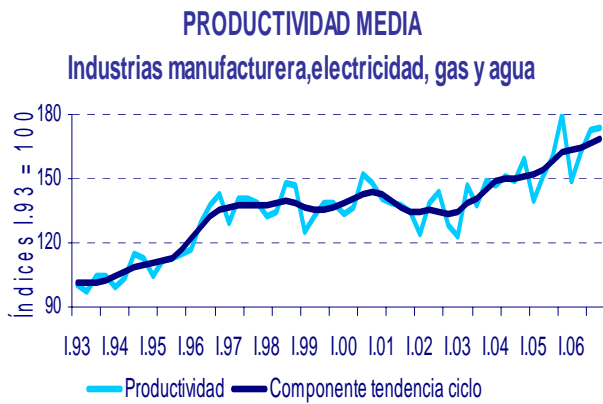
Un segundo factor de riesgo importante es la evolución de los precios internacionales del petróleo, de fuerte impacto en la inflación internacional que enfrenta Uruguay. Recientemente, la tendencia de estos precios se ha vuelto decreciente. Si bien existen

elementos para pensar que esa tendencia decreciente podría profundizarse en el largo plazo, la elevada dependencia de este precio de factores políticos lo convierte en un elemento que requiere de constante monitoreo en el quehacer de la política monetaria y justifica la posición conservadora adoptada en el escenario base de elaboración de la política.

Finalizada la ronda de negociación salarial de julio de 2006, la mayor parte de los aumentos salariales que surgen de los convenios están dentro de las pautas de aumentos reales establecidas por el Poder Ejecutivo. Estas pautas consisten en un aumento del salario real entre julio y diciembre de 2006 entre 1% y 1,5%; y de 1,25% a 2% semestral entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007. Aunque permanece la pregunta de cuál será el traspaso de los aumentos salariales a precios, los incrementos de productividad experimentados en los últimos años han sido claves para reducir el impacto sobre los costos de las empresas. A futuro, la convergencia del crecimiento de la productividad a su tendencia de largo plazo y un comportamiento más estable de la demanda requerirán de ajustes salariales adecuados a esa nueva realidad para no generar presiones inflacionarias.

El traspaso a precios de los aumentos salariales dependerá de la brecha de producto. Finalmente, la reducción de la brecha del PIB respecto a su potencial de largo plazo es un factor de riesgo cada vez más relevante en el futuro inmediato. En efecto, más allá de las diversas medidas de esa brecha, no cabe duda que se ha movido en dirección a un menor valor. El ritmo de crecimiento del PIB en los últimos trimestres ha resultado mucho más elevado del previsto, mientras que, paralelamente, si bien se ha experimentado una recuperación de la inversión, esta dista mucho de alcanzar los niveles necesarios para mantener un crecimiento de la capacidad productiva como el experimentado en el PIB. En la medida que la brecha de producto se cierra, aumenta la presión sobre los recursos disponibles, provocando presiones de costos que eventualmente pueden trasladarse a precios.

ANEXO: Costos unitarios de la mano de obra



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

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

Se proyectó la evolución de los costos unitarios de la mano de obra del segundo semestre.

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

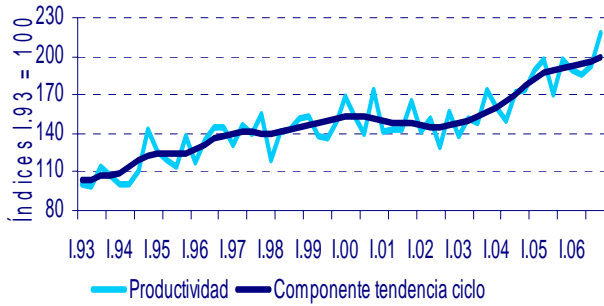
Al construir las series de costos unitarios de la mano de obra se procuró que la cobertura de actividades económicas fuera similar para las distintas variables consideradas (salarios, producto, empleo) y que no tuviera grandes cambios a lo largo del período estudiado (1993-2006). Este procedimiento fue el que determinó los agrupamientos de actividades económicas realizados.

Se trabajó con los siguientes agrupamientos sectoriales: “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” ; “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” ⁸⁴; “ Construcción” y “ Transporte y comunicaciones.”

Se ajustaron las proyecciones de producto utilizadas con el propósito de que reflejaran los cambios realizados por el INE a su series de producto industrial.

⁸⁴ Se trata de un agregado formado por: “Comercio y reparaciones”; “Restaurantes y hoteles”; “Intermediación financiera”; “Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler”; “Enseñanza”; “Servicios sociales y de salud”; “Eliminación de desperdicios, aguas residuales, saneamiento y actividades similares”; “Organizaciones y órganos extraterritoriales” y “Servicio doméstico”.

PRODUCTIVIDAD MEDIA
Transporte y comunicaciones



Las proyecciones de salarios se construyeron a partir de las pautas que rigieron las recientes negociaciones salariales.

Las proyecciones sectoriales de salarios, producto y empleo son compatibles con las globales del BCU.

En el presente anexo también se incluyen gráficas que muestran la evolución de la productividad media del factor trabajo en los distintos agrupamientos sectoriales considerados. En general, dicha productividad seguiría creciendo a buen ritmo en 2006, aunque en algunos sectores el incremento sería de menor entidad.

ANEXO: CUADRO ESTADISTICOS

CUADRO 1: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN								
	Variaciones trimestrales							
	I.05	II.05	III.05	IV.05	I.06	II.06	III.06	Set.06 vs Set.05
Variación IPC								
Total	0,80	1,32	2,29	0,41	2,37	1,48	2,19	6,60
Sin frutas ni verduras	0,57	1,22	2,19	0,80	2,14	1,76	1,97	6,83
Sin frutas, verduras, precios administrados	1,23	0,71	1,79	0,99	2,13	1,49	1,86	6,62
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico	0,49	0,73	1,10	1,03	2,03	1,55	1,61	6,36
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico, cigarrillos, enseñanza	0,11	0,37	1,06	1,11	1,88	1,64	1,61	6,39
Variación transables internacionales								
Total	-0,23	0,40	0,87	0,61	1,11	1,39	1,02	4,19
Carne y derivados	-0,92	-1,18	2,01	0,19	0,97	2,08	2,77	6,13
Vestimenta	-1,21	2,74	-1,26	2,98	-1,22	2,44	-2,03	2,09
Lácteos	0,56	2,05	0,02	-0,32	1,46	4,80	0,87	6,92
Cigarrillos	4,83	16,04	0,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Electrodomésticos	-2,32	-3,46	2,31	-0,86	1,46	0,75	-0,58	0,75
Sin carne	-0,04	0,83	0,57	0,72	1,15	1,21	0,55	3,67
Sin carne, lácteos, vestimenta, cigarrillos	-0,31	-0,73	0,88	0,59	1,55	0,77	0,91	3,87
Variación transables regionales								
Total	2,04	1,80	1,86	-0,97	3,77	-0,48	2,86	5,20
Frutas y verduras	8,30	4,33	5,09	-10,32	9,66	-6,86	9,33	0,15
Sin frutas y verduras	0,49	1,12	0,97	1,72	2,28	1,26	1,24	6,65
Variación no transables								
Total	1,06	1,72	3,23	0,70	2,68	2,08	2,65	8,35
Tarifas	-2,57	4,98	4,52	-0,27	1,76	4,70	-0,32	5,91
Salud	1,05	0,04	2,09	0,00	3,68	0,69	5,10	9,71
Política Departamental	-2,03	2,09	2,62	1,95	0,52	0,95	2,92	6,48
Enseñanza	6,00	0,97	2,13	0,03	5,63	0,69	2,36	8,90
Servicio doméstico	30,97	0,00	23,25	0,00	4,69	0,00	8,11	13,18
Otros	0,71	0,97	1,33	1,40	2,62	2,08	2,54	8,92

FACTORES DE VARIACION DE LA OFERTA DE BASE MONETARIA

DATOS EN MILLONES DE PESOS

	III.05	IV.05	I.06	II.06	III.06	Ultimos doce meses a:		
						Set 2005	Dic 2005	Set 2006
1 - Compras netas de moneda extranjera	300	6.818	5.641	895	567	7.206	12.132	13.921
Al sistema Financiero	80	6.473	5.278	-2.552	-4.390	5.987	12.268	4.809
Al Gobierno Central	220	345	362	3.447	4.957	1.219	-136	9.112
2 - Crédito neto al Sistema financiero	-8	-14	-8	-2	-5	-25	-38	-29
3 - Crédito neto al Gobierno Central	0	0	0	0	0	-24	-24	0
4 - Utilizacion disponibilidad m.n. GC-BPS	-648	921	-1.225	-1.929	-382	-1.261	-1.151	-2.615
Amortización neta de bonos y letras de tesorería	-1.747	-408	-974	-2.380	-1.806	-5.039	-5.425	-5.567
Intereses sobre bonos y letras en moneda nacional	229	468	280	520	169	1.456	1.433	1.437
Compras netas en moneda extranjera	4.551	4.398	4.361	4.825	5.715	14.103	16.520	19.299
Otros	-3.682	-3.538	-4.893	-4.893	-4.460	-11.781	-13.679	-17.784
5 - Deficit del BCU en moneda nacional	402	521	349	661	413	1.999	1.746	1.944
6 - Letras y Notas en UI	-1.251	-813	-2.138	-925	-97	-3.676	-2.175	-3.974
7 - Instrumentos de Regulacion Monetaria	5	-1.218	-4.767	2.415	-2.559	-647	-5.078	-6.130
8 - Otros	-29	-138	-121	359	240	-101	-160	340
VARIACION TOTAL BM	-1.228	6.077	-2.270	1.474	-1.824	3.472	5.252	3.457

CUADRO 2: URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS

	2001	2002	2003	2004	2005	I.06	II.06
1. Oferta y utilización final							
1.1 Producto Interno Bruto (PIB)							
Millones U\$S (últimos doce meses)	18.561	12.278	11.191	13.216	16.792	17.516	18.326
Variación real (respecto a igual período año anterior, en %)	-3,4	-11,0	2,2	11,8	6,6	7,3	9,4
1.2 Demanda interna (variación real igual período año anterior, en %)							
Formación bruta de capital fijo	-9,4	-32,5	-11,4	30,2	23,8	32,1	18,0
Consumo total	-2,1	-15,9	1,1	10,5	2,4	7,7	8,2
1.3 Sector externo (variación real igual período año anterior, en %)							
Exportaciones de bienes y servicios	-9,1	-10,3	4,2	27,6	16,8	7,7	8,3
Importaciones de bienes y servicios	-7,1	-27,9	5,8	26,5	8,8	12,2	14,6
2. Mercado de trabajo							
Empleo (var. igual período año anterior, en %) ⁽¹⁾	0,8	-3,6	-0,6	6,2	1,6	s/d	s/d
PEA (var. igual período año anterior, en %) ⁽¹⁾	4,2	-1,2	-0,8	1,5	0,5	s/d	s/d
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período) ⁽¹⁾	12,7	13,7	13,5	13,1	12,2	13,1	11,3
3. Sector externo							
3.1. Transacc. de mercaderías (var. igual período año anterior, en %)							
Exportaciones de bienes (en dólares FOB)	-10,5	-9,7	18,5	32,3	16,6	17,4	16,1
Importaciones de bienes (en dólares FOB)	-12,0	-35,9	11,6	42,6	24,6	23,2	27,1
3.2. Balanza de pagos (últimos doce meses en % del PIB)							
Cuenta corriente	-2,7	3,1	-0,5	0,3	0,0	0,0	-0,5
Exportaciones de bienes y servicios	17,6	21,9	27,6	32,5	30,3	29,9	29,6
Importaciones de bienes y servicios	20,1	20,3	24,4	28,6	27,7	27,6	27,8
Cuenta capital	2,6	-2,3	3,8	0,5	4,1	4,1	4,9
Errores y omisiones	1,5	-19,8	9,0	2,6	-0,4	1,9	0,9
Variación Activos de Reserva del Banco Central	1,5	-19,0	12,3	3,4	3,7	6,0	5,3
3.3. Activos de Reserva del BCU (en mill. de U\$S, fin de período)							
	3.100	772	2.087	2.512	3.078	3.116	3.506
4. Finanzas Públicas							
4.1 Sector Público Consolidado ⁽²⁾ (Últimos doce meses, % PIB)							
Resultado Global	-4,1	-4,2	-3,2	-2,0	-0,7	-0,5	-0,9
Resultado Primario	-1,2	0,3	2,9	4,0	3,9	3,9	3,6
Intereses	2,9	4,5	6,2	5,9	4,6	4,4	4,5
4.2 Sector Público no Financiero (Últimos doce meses, % PIB)							
Ingresos totales	31,8	30,9	30,7	29,8	30,2	30,5	30,0
Egresos totales	35,6	34,8	33,6	30,8	30,7	30,8	30,8
Gasto primario ⁽³⁾	32,7	30,4	27,6	25,6	26,1	26,4	26,3
5. Deuda pública							
5.1 Deuda bruta (en % del PIB)	54,3	92,7	108,7	100,8	83,0	80,7	79,2
5.2 Deuda neta (en % del PIB)	35,5	65,6	73,7	69,0	53,0	52,0	50,6
5.3 Deuda externa bruta s/pco (en % del PIB)	31,4	67,6	85,4	77,2	60,6	58,0	56,6
5.4 Deuda externa neta s/pco (en % del PIB)	12,8	53,8	60,8	54,8	37,5	35,7	33,5
6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos doce meses, en %)							
6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)	3,6	25,9	10,2	7,6	4,9	6,5	6,7
6.2 Índice de Precios Productor Productos Nacionales (IPPN)	3,8	64,6	20,5	5,1	-2,2	4,3	7,3
6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)	13,1	93,5	7,3	-9,2	-11,0	-4,9	-1,6
7. Precios relativos							
7.1 Tipo de cambio real efectivo (Variación igual período año anterior, en %)	0,6	6,4	29,3	1,0	-9,6	-2,3	-2,0
7.2 Salarios reales (Variación igual período año anterior, en %)	-0,3	-10,7	-12,4	-0,1	4,6	5,4	5,3
8. Indicadores monetarios							
8.1 Base monetaria ⁽⁴⁾							
En millones de pesos (promedio últimos doce meses)	9.937	10.057	12.766	13.544	16.618	17.761	18.923
En % del PIB	4,0	3,9	4,0	3,6	4,0	4,2	4,3
Variación real (Últimos doce meses, en%)	-3,0	-6,6	8,3	-0,2	22,5	20,0	17,4
8.2 Agregados monetarios							
M1 ⁽⁵⁾ (variación real últimos doce meses)	-6,6	-16,8	21,6	5,1	27,2	23,5	22,1
M1' ⁽⁵⁾ (variación real últimos doce meses)	-6,0	-20,2	21,9	6,2	27,7	26,0	24,3
M2 (variación real últimos doce meses)	-4,3	-26,9	17,4	5,5	21,2	22,3	24,9
Depósitos m.nacional s/privado ⁽⁶⁾ (var. real s/período anterior)	-3,3	-33,9	12,2	4,0	19,2	2,7	-0,1
Depósitos m.extranjera s/privado ⁽⁶⁾ (var. en dólar s/período anterior)	15,5	-54,4	12,7	5,0	1,7	4,7	0,4
8.3 Tasas de interés pasivas (fin de período)							
Moneda nacional (3 meses plazo)	19,4	45,6	5,7	4,5	2,6	2,1	2,0
Moneda extranjera (3 meses plazo)	2,1	2,7	1,0	0,8	1,1	1,1	1,0

(1) A partir de 2006 rige la Encuesta Nacional de Hogares ampliada, que utiliza un nuevo marco muestral.

(2) Sobre la línea

(3) Sin considerar el pago de intereses.

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

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

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