



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

División Política Económica

Área de Investigaciones Económicas

Área de Política Monetaria y Programación Macroeconómica

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

CUARTO TRIMESTRE DE 2004

<i>Síntesis</i>	3
I. El contexto internacional y regional	3
<i>I. El contexto internacional y regional</i>	4
Resumen 2004	4
Desarrollos recientes	5
Estados Unidos, Zona Euro y Asia	6
La región.....	9
Commodities	10
Mercados Emergentes.....	10
II. La economía uruguaya en el tercer trimestre de 2004	12
Nivel de actividad y empleo	12
Evolución del PIB.....	12
Oferta y utilización finales.....	13
Sectores productivos.....	15
El mercado de trabajo	17
Sector externo	18
Sistema financiero	21
Finanzas públicas	23
El resultado del Sector Público.....	23
La deuda pública.....	25
III. La inflación	26
Anexo N°1: La inflación subyacente	30
Anexo N°2: Las expectativas del mercado	32
Presentación de la encuesta	32
Resultados recientes.....	32
IV. Desarrollos recientes y la política monetaria en el cuarto trimestre de 2004	34
El cierre de 2004	34
La política monetaria	35
La base monetaria	37
Grado de cumplimiento de la meta y manejo de la oferta primaria de dinero.....	37
Los componentes de la oferta de BM	38
Evolución de los medios de pago	40
La oferta de dinero primario, el multiplicador monetario y los medios de pago.....	40
La demanda real de dinero.....	42
Otros desarrollos recientes en el sector monetario	43
Las tasas de interés	43
Los depósitos bancarios.....	45
El crédito bancario.....	46
V. El contexto macroeconómico del año 2005 y las proyecciones monetarias	49
Perspectivas para el 2005	49

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Proyecciones de las principales variables	51
Las proyecciones monetarias	51
Balance de riesgos	52
En síntesis	55
<i>Cuadro: Uruguay – Estadísticas Financieras</i>	56

Síntesis

En los últimos meses del 2004 la economía uruguaya continuó recuperándose, mostrando un dinamismo que superó las previsiones, apoyada en un entorno externo favorable y en el buen desempeño de las variables domésticas. Así, el año 2004 habría cerrado con una tasa de crecimiento del PIB cercana al 12%.

El marco macroeconómico bajo el cual se desenvolverá la política monetaria en los próximos doce meses supone condiciones internacionales que, sin presentarse tan auspiciosas como en el año anterior, siguen favoreciendo el proceso de recuperación de la economía uruguaya. Si bien existen riesgos, asociados tanto a la evolución de las variables internacionales como a las domésticas, los mismos presentan baja probabilidad de ocurrencia y no implican bajo ningún escenario modificaciones abruptas de la política económica.

En el cuarto trimestre de 2004 se produjo una caída de 0,5% en el Índice de Precios al Consumo (IPC). La tasa de inflación para todo el año - medida por la variación del IPC - alcanzó 7,6%, ubicándose dentro del rango que la autoridad monetaria se planteara como objetivo un año atrás. El análisis de la evolución de la inflación subyacente, incluido en el cuerpo del presente informe, permite apreciar que, hacia fines del año pasado, la tendencia inflacionaria de la economía uruguaya muestra un claro descenso, ubicándose en una senda consistente con los objetivos trazados para el 2005. Sin embargo, la autoridad monetaria deberá mantenerse alerta a las eventuales presiones inflacionarias asociadas a la recuperación económica y al aumento de los precios en dólares de los principales socios comerciales de Uruguay.

Las expectativas de inflación, medidas a través de la encuesta mensual que realiza el Banco Central del Uruguay, muestra un continuo proceso de corrección a la baja en la segunda mitad del año, que cobró particular fuerza a partir de octubre. Para los próximos doce meses las expectativas de los agentes convergen en promedio hacia el rango objetivo establecido por el Banco Central.

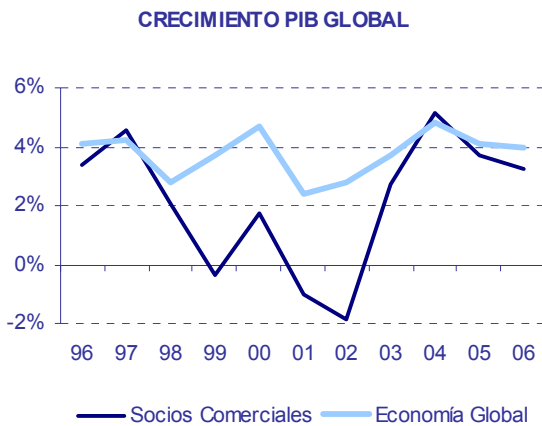
En el cuarto trimestre del 2004 la base monetaria (BM) alcanzó un nivel cercano al límite superior de su rango objetivo, mostrando una caída en términos reales de 6,1% respecto a igual período del año 2003. La menor oferta de dinero primario no impidió que los medios de pago disponibles en la economía (M1) experimentaran un aumento en términos reales de 4,1% en el mismo período, ya que el multiplicador monetario se incrementó 11,1%, reflejando una conducta más expansiva por parte del sistema bancario.

En el año 2005 la autoridad monetaria seguirá desarrollando una política monetaria consistente con una trayectoria decreciente de la tasa doce meses de inflación, la cual se ubicará dentro del rango objetivo de 5,5% - 7,5% de acuerdo a la decisión adoptada por el Comité de Política Monetaria en su reunión del 29/12/04. En función de este objetivo y el contexto macroeconómico previsto para el presente año se prevé que los medios de pago experimenten un aumento en términos reales del orden de 6%. Con base en estas proyecciones se decidió realizar una corrección al alza del rango objetivo de variación de la base monetaria.

I. El contexto internacional y regional

Resumen 2004

Durante el 2004 la economía mundial consolidó la tendencia de crecimiento iniciada en el 2003 alcanzando una tasa cercana al 5%¹, de las más altas en las últimas tres décadas. Los EE.UU. y Asia del Pacífico (fundamentalmente China) fueron los motores de este crecimiento. El notable desempeño de la economía global se apoyó, entre otros factores, en condiciones monetarias expansivas en las principales economías.



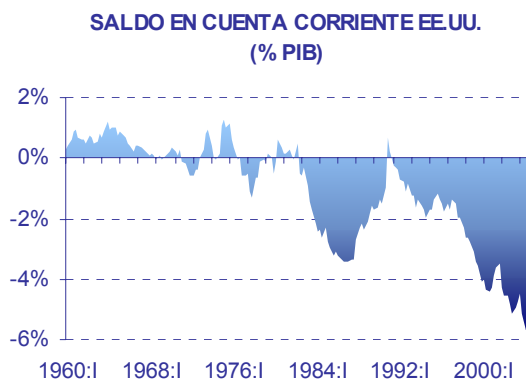
Esta pujanza tuvo un fuerte impacto sobre el precio de las materias primas, que desde la segunda mitad del 2003 y hasta el tercer trimestre del 2004 inclusive, mostraron un fuerte y sostenido crecimiento. De acuerdo a datos del FMI, en dicho período el índice general de *commodities* primarios creció 45% medido en dólares. El precio del petróleo explica gran parte de esta alza, pero no toda: los *commodities* no energéticos en el mismo período tuvieron un incremento de 22%. A mediados de 2004 los precios de los *commodities* no energéticos se estabilizaron mientras que el valor del petróleo se disparó, alcanzando en octubre niveles reales no observados desde la segunda crisis del petróleo (1979-1980). Posteriormente, la tendencia del precio del crudo fue a la baja, observándose un descenso promedio cercano a U\$S 10 por barril entre octubre y diciembre. Los efectos nocivos de los altos precios del petróleo no son inmediatos. Durante el 2004 solo se hicieron sentir sobre la inflación, esperándose para el 2005 sus efectos adversos sobre el crecimiento global.

Los altos precios de los *commodities* generaron una coyuntura especialmente favorable para los países de América Latina, cuya *performance* sería de las mejores en los últimos 25 años: la CEPAL estima un crecimiento de 5,5% en 2004. El crecimiento de los principales socios del MERCOSUR superó todas las

¹ En base a metodología del FMI que pondera la tasa de crecimiento de cada país por su PIB ajustado por PPP.

proyecciones iniciales, previéndose actualmente una tasa superior a 8% para Argentina y cercana a 5% para Brasil.

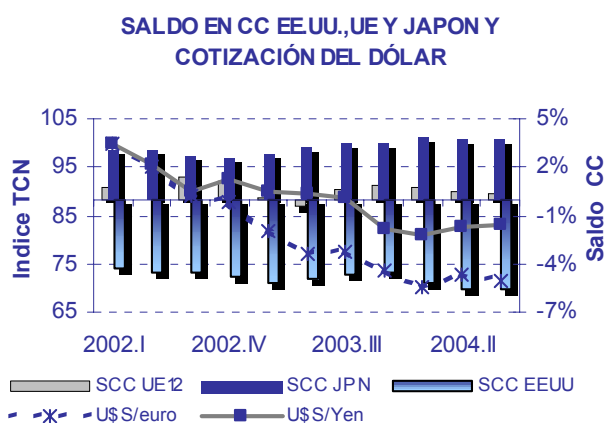
Cabe destacar que al considerar el crecimiento global relevante para Uruguay, esto es, considerando los socios comerciales de Uruguay ponderado por la importancia en las exportaciones, durante el 2004 se alcanza una tasa de crecimiento de 5,2%². Es la primera vez desde 1997 que el crecimiento ponderado por el peso de las relaciones comerciales supera al crecimiento de la economía global.



Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Desarrollos recientes

El déficit de la cuenta corriente de EE.UU. y el comportamiento de las monedas más relevantes del escenario internacional conforman hoy un nudo que constituye el principal centro de atención de la coyuntura internacional. De su desenlace dependerá la evolución de gran parte de las variables exógenas relevantes para la economía uruguaya. De acuerdo a estimaciones de la OCDE, la cuenta corriente norteamericana arrojaría un déficit de 5,7% en el 2004 y, de mantenerse las condiciones actuales, dicho guarismo se incrementaría en el año que comienza. Se trata del déficit en cuenta corriente más importante de EE.UU. de los últimos 45 años, descontándose que el mismo debe revertirse en el mediano plazo. El proceso de ajuste ya fue anticipado por el mercado: durante el cuarto trimestre de 2004 el dólar se depreció cerca de 10% frente al euro y poco más de 6,5% frente al yen. Las opciones disponibles para continuar el proceso de ajuste conducen a diferentes escenarios internacionales, algunos de los cuales traerían efectos adversos para la economía global y, en especial, para los países emergentes. Por el momento, las opiniones mayoritarias coinciden en pronosticar un proceso de ajuste suave, no previéndose el uso agresivo de la



Fuente: BEA, OCDE, BoJ y Eurostat.

² Los datos para 2004 a 2006 fueron calculados en base a las proyecciones promedio de OCDE y diversos bancos de inversión.

tasa de interés. Además se espera que el dólar continúe depreciándose frente al resto de las monedas. De esta forma, las principales interrogantes son, en primer lugar, si se dejará el ajuste en manos del mercado o si existirá alguna clase de solución negociada. En segundo lugar, cómo se repartirá esa depreciación, cuáles serán las estrategias que asumirán los bancos centrales más importantes y, por ende, cuales serán las monedas que saldrán mas fortalecidas luego de este proceso. Paralelamente, se esperan reformas en el régimen cambiario chino que traerían asociado una apreciación del yuan. Esto aliviaría la balanza comercial bilateral de EE.UU. con dicho país, reduciendo las necesidades de depreciación del dólar frente a terceras monedas.

CRECIMIENTO GLOBAL			
	2003	2004(*)	2005(*)
EE.UU.	3,0%	4,4%	3,3%
Japón	2,5%	4,0%	2,1%
Euro Area	0,6%	1,8%	1,9%
OCDE	2,2%	3,6%	2,9%
China	9,1%	9,2%	8,0%
Economía Global	3,9%	4,8%	4,1%

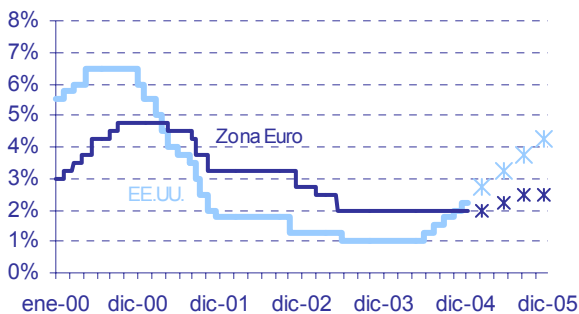
Fuente: OCDE

(*) Datos proyectados

Estados Unidos, Zona Euro y Asia

El último dato disponible de crecimiento del PIB norteamericano correspondiente al tercer trimestre fue corregido al alza, situándose actualmente en 4%³. Empujado por el crecimiento del consumo privado (especialmente en bienes durables), el crecimiento se aceleró con respecto al trimestre anterior. Las proyecciones de la OCDE apuntan a que en el 2004 el producto de EE.UU. cerrará con un crecimiento promedio de 4,4%. De acuerdo a un reciente comunicado de prensa de este organismo, el escenario más probable para el 2005 es el de un desaceleramiento del crecimiento de la principal economía del mundo durante los dos primeros trimestres, luego de la cual se observarían tasas levemente crecientes por encima de 3%. De esta forma, EE.UU. crecería 3,3% en el presente año.

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



Fuente datos históricos FED, BCE. Proyecciones JP Morgan.

El pasado 14 de diciembre la FED elevó a 2,25% la tasa objetivo de los fondos federales. Se trata de la quinta suba consecutiva de la tasa de referencia de la política monetaria norteamericana. Al igual que las cuatro anteriores, el salto fue de 25 puntos básicos. Las expectativas de los principales analistas sobre la evolución durante el 2005 de dicha tasa no son coincidentes. Para fin de 2005, las proyecciones se ubican en un rango que va de 2,25% a

³ En términos desestacionalizados frente al trimestre anterior (cifra anualizada).

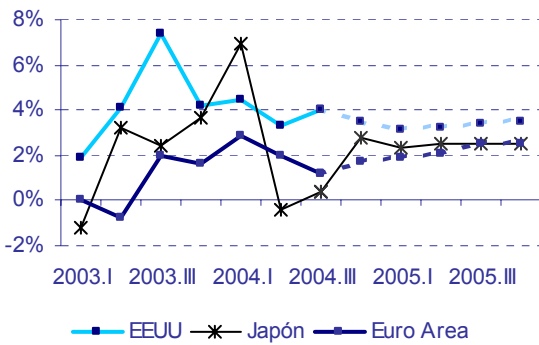
4,5%. Es de destacar sin embargo que existe una fuerte concentración en torno a la media (3,5%) y que, si bien existe unanimidad en que la instancia de política monetaria será menos expansiva que en el 2004, ninguno de los analistas proyecta una instancia monetaria realmente contractiva. Mayoritariamente las opiniones apuntan a que durante el 2005 la FED buscará llevar la tasa de los fondos federales a su nivel "neutral". Para ello mantendrá el patrón desarrollado en la segunda mitad del 2004: aumentos progresivos de un cuarto de punto porcentual.

En términos desestacionalizados, los precios al consumo tuvieron en noviembre un incremento de 0,2%. Por su parte la inflación a un año móvil cerrado en noviembre ascendió a 3,5%. El rubro energía es el que mayor crecimiento tiene en el período (19,2%), y explica por si solo mas de un punto de inflación. Para el 2005 se prevé un menor crecimiento de los precios, ubicándose las proyecciones en torno a 2,5%.

En cuanto a Europa, si bien las opiniones mayoritarias concuerdan en que la desaceleración del crecimiento en la UE-15⁴ durante el tercer trimestre fue transitorio, y no refleja un cambio de tendencia, las previsiones de crecimiento económico de los principales bancos de inversión, consultoras y bancos centrales para el 2005 se han ido corrigiendo a la baja. Los altos precios del petróleo y la apreciación del euro, son elementos claves en este cambio.

Los datos publicados por Eurostat muestran un tercer trimestre con un desempeño mas bien magro: un crecimiento del PIB de 0,3% desestacionalizado respecto al trimestre anterior, con lo cual se acumula una suba de 1,6% en el último año móvil. Alemania y Francia exhibieron crecimiento casi nulo (0,1%) en términos desestacionalizados, mientras que España creció el doble que el promedio. Por su parte Reino Unido e Italia crecieron a tasas cercanas al promedio de la región. Actualmente se espera que el 2004 cierre con un crecimiento de 1,8%, *performance* que no se alteraría prácticamente durante el 2005.

CRECIMIENTO OCDE: EVOLUCION Y PROYECCIONES



Fuente: OCDE.
Tasas desestacionalizadas en términos anuales.

⁴ UE-15 comprende la zona Euro más Inglaterra, Suecia y Dinamarca.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

El último dato disponible del Índice Armonizado de Precios al Consumo (HICP) para la zona euro corresponde a noviembre, observándose una tasa de inflación anual de 2,2%. Esto implica una caída de 0,2 puntos porcentuales respecto a la inflación a un año móvil de octubre. Los rubros del HICP que acumulan un mayor impacto sobre la inflación a un año en noviembre son, al igual que en EE.UU., los vinculados al petróleo: combustible para transporte y para calefacción explican por sí solos el 25% de la inflación total. Se espera que a lo largo del 2005 los precios reduzcan lentamente su velocidad de crecimiento, cerrando el 2005 con una inflación entre 1,5% y 2%.

Las medidas contractivas implementadas por las autoridades chinas están progresivamente logrando su objetivo. El recalentamiento observado en algunos sectores en la primera mitad de año, empezó a retroceder durante el tercer trimestre y, de acuerdo a cifras preliminares, dicho proceso habría continuado durante el último trimestre del año. El PIB chino creció 9,1% durante el tercer trimestre del 2004 con respecto a igual período del año anterior. Esto muestra un desaceleramiento en el margen si se lo compara con el crecimiento de 9,7% registrado durante los dos trimestres anteriores. Por otro lado las medidas contractivas con respecto al crédito se han ido afinando con el objetivo de focalizarse en el centro del problema: reducir la tasa de crecimiento en la inversión en activo fijo (vinculado a préstamos de mediano y largo plazo), pero evitando generar cuellos de botella en lo referido a capital de giro de las empresas (vinculado a préstamos de corto plazo). Con respecto a la inflación, luego de observarse tasas interanuales de más de 5% a lo largo de todo el tercer trimestre, durante el último trimestre las mismas se redujeron considerablemente. En octubre se registró una inflación de 4,3% y en noviembre dicha tasa descendió a 2,8%. Las proyecciones actuales de la OCDE sugieren que la economía china lograría transitar un sendero de ajuste suave. Se pronostica un cierre del 2004 con un crecimiento de 9,2% respecto al año anterior y para el 2005 un crecimiento del PIB en torno al 8%.

La región

Los últimos datos disponibles dan cuenta de un crecimiento desestacionalizado del PIB brasileño durante el tercer trimestre de 1,0%. Sectorialmente se destacó la industria, que creció 2,8%. Del lado de la demanda sobresale el crecimiento de la inversión: 6,7%⁵, lo cual marca el alcance de la recuperación. Si bien el último dato de PIB implicó un desaceleramiento en el margen respecto al desempeño de la economía brasileña en los tres trimestres previos, es de destacar que contra igual trimestre del año anterior, el crecimiento de 6,1% fue el más alto desde 1996. Luego de la divulgación de estos datos por parte del IBGE, las proyecciones de crecimiento del PIB brasileño de los analistas privados relevadas por el BCB se ajustaron al alza en casi medio punto para el 2004. En cuanto al 2005, las proyecciones actuales promedian un crecimiento de 3,6%.

En Argentina, los datos de cuentas nacionales publicados por INDEC a fines de diciembre confirmaron lo adelantado por los diferentes indicadores de avance: en el tercer trimestre la economía argentina tuvo un desempeño excepcional, con crecimiento desestacionalizado de 2,9% frente al trimestre anterior y de 8,3% respecto a igual trimestre del 2003. Destaca el crecimiento interanual alcanzado por la industria manufacturera (9,5%), la construcción (26,1%) y el comercio mayorista y minorista (13,6%), que juntos explican casi el 60% del crecimiento del producto. Por su parte el EMAE de octubre arrojó un aumento de 0,7% respecto al mes anterior, y otros indicadores indirectos adelantan un desempeño similar de la economía durante noviembre y superior en diciembre. En función de estos últimos datos, las previsiones de crecimiento para Argentina se han vuelto a ajustar al alza, estimándose que el 2004 cerró con un crecimiento de 8,3%. Para el 2005 se espera un crecimiento del producto menor. De acuerdo al último relevamiento de expectativas de mercado (REM) realizado por el BCRA, las proyecciones de los analistas promedian un crecimiento del PIB durante el 2005 de 5,8%. Un entorno internacional menos

PROYECCIONES VARIABLES REGIONALES				
	2004		2005	
	PIB	Inflación	PIB	Inflación
Brasil	5,1%	7,5%	3,6%	5,7%
Argentina	8,3%	6,1%	5,8%	7,1%

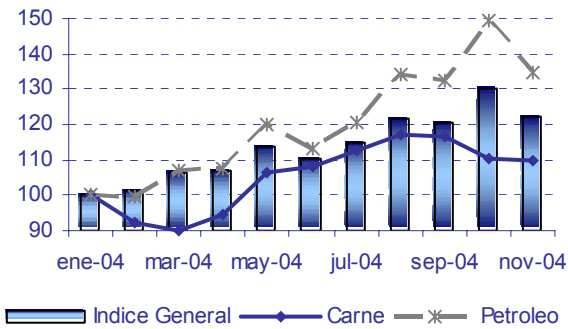
Fuente: BCB y BCRA

Nota: Los datos surgen del promedio de las expectativas de mercado compiladas por los respectivos bancos centrales.

⁵ Tasa de crecimiento desestacionalizado respecto al trimestre anterior, sin anualizar.

favorable previsto para el presente año, especialmente en lo que hace a precios de *commodities* y tasas de interés internacionales, sumado a la reducida capacidad instalada ociosa en sectores claves, explicarían la menor tasa de crecimiento del producto esperado para el 2005.

EVOLUCION PRECIOS DE COMMODITIES

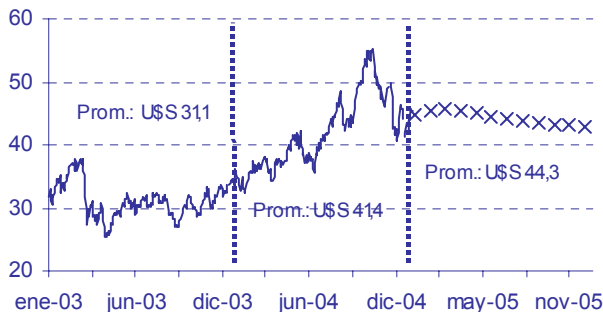


Fuente: FMI , FAO.

Commodities

A lo largo del año, los *commodities* con mayor peso en la balanza comercial uruguaya, carne y petróleo, tuvieron un incremento de precios de 9,7% y 34,5% respectivamente. La brecha entre ambos llegó a un máximo relativo en octubre con la disparada de los precios del crudo, luego de lo cual se redujo en noviembre, proceso que habría continuado en diciembre. Exceptuando el petróleo, se espera que los *commodities* coticen durante el 2005 por debajo del promedio del pasado año. El petróleo tendría también un decrecimiento en el margen, pero el arrastre estadístico del 2004 es de tal magnitud que, en promedio, durante el 2005 se superarían los niveles del 2004. Actualmente la cotización de los futuros muestra una curva con valores entre 46 y 42 dólares para todo el 2005⁶. Inicialmente la curva presenta una pendiente suavemente positiva, volviéndose negativa a partir de abril, lo cual concuerda con las opiniones de los principales analistas que pronostican un precio del crudo durante el primer trimestre del año oscilando en torno a los valores observados en diciembre, retrocediendo lentamente a partir de la primavera boreal.

PRECIO BARRIL PETROLEO WTI
Evolución spot y futuros



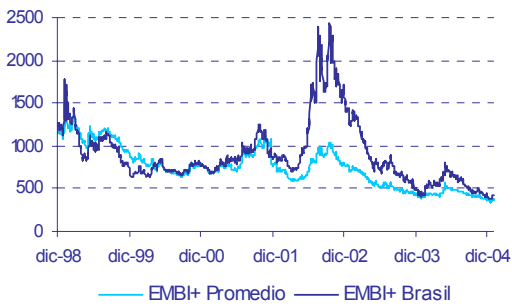
Fuente: Bloomberg

Mercados Emergentes

Desde mayo del 2004, el riesgo país de los mercados emergentes mantuvo una clara y marcada tendencia decreciente. En noviembre el EMBI+ descendió de los 400 puntos básicos, situándose durante los últimos dos meses en los valores mínimos

⁶ Datos de Bloomberg al 11/01/05.

RIESGO PAÍS: BRASIL Vs. EMERGENTES



Fuente: Bloomberg.

del índice desde su creación 6 años atrás. Las bajas tasas de interés y la abundante liquidez internacional, junto con la evolución favorable de los fundamentos de las principales economías emergentes, están detrás de este proceso. A su vez la positiva evolución de los fundamentos y de los ratios de sostenibilidad de la deuda brasilera fueron lo suficientemente importantes como para que el EMBI+ de este país acortara su distancia con el EMBI+ promedio. Desde mayo de 2004, cuando la diferencia entre ambos índices era superior a 200 pb, la brecha fue reduciéndose progresivamente, situándose actualmente por debajo de 50 pb.

II. La economía uruguaya en el tercer trimestre de 2004

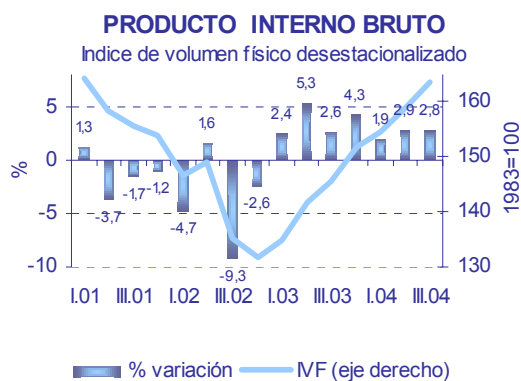
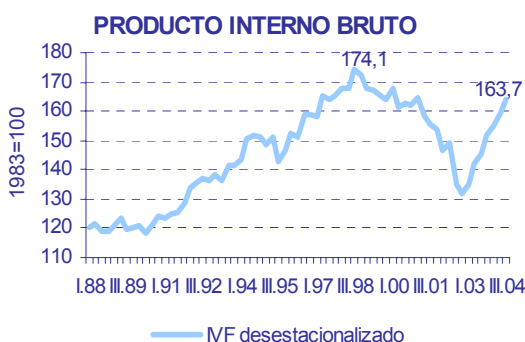
Nivel de actividad y empleo

Evolución del PIB

El nivel de actividad económica siguió mejorando a lo largo del tercer trimestre. El Producto Interno Bruto (PIB) registró una tasa de crecimiento desestacionalizado de 2,8% respecto al trimestre anterior. Considerando las cifras sin estacionalidad, en los primeros tres trimestres del año la economía uruguaya se expandió 7,8%, en tanto que, comparando los primeros nueve meses del año contra igual período de 2003, el Índice de Volumen Físico del PIB subió 13,1%.

Como ha sido destacado en informes previos, la velocidad de recuperación de la economía uruguaya ha sido extraordinaria. Luego de un profundo período recesivo, en el que el PIB se redujo casi una cuarta parte, a partir del primer trimestre de 2003 se inició un vigoroso proceso de crecimiento, de modo que en el tercer trimestre de 2004 el nivel de producción se hallaba sólo un 6% por debajo del pico máximo verificado en el tercer trimestre de 1998.

Uno de los factores claves para explicar el buen desempeño de la economía uruguaya fue el contexto internacional y regional ampliamente favorable. El mismo se tradujo en un aumento de la demanda externa de bienes y servicios, una mayor inserción de los productos uruguayos en los mercados extrarregionales y una mejora de los precios de exportación de nuestro país. Concomitantemente, en un marco de expectativas favorables de los agentes económicos, el consumo privado siguió afianzándose, y se observó un importante repunte en la inversión. El comportamiento más expansivo del gasto interno también contribuyó a explicar el crecimiento económico observado.



7. Considerando cifras desestacionalizadas.

La evolución más favorable de los precios de exportación respecto a los de importación determinó una mejora de los términos de intercambio de bienes y servicios del entorno de 3% en los primeros nueve meses del año. La mejora relativa de los precios de exportación también aportó al incremento del ingreso nacional. Sin embargo, debe subrayarse que este efecto fue perdiendo intensidad en el transcurso del año, en virtud de la escalada que sufrió el precio del petróleo avanzada la segunda mitad del año.

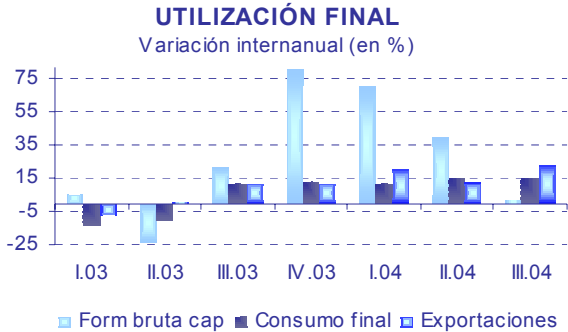
Oferta y utilización finales

El crecimiento aludido del PIB, junto a una sustancial expansión del volumen físico de las importaciones, determinó una mayor oferta final de bienes y servicios. En el período enero-setiembre de 2004, la oferta global se incrementó 16,7% a precios constantes respecto a igual período del año anterior. El dinamismo de las importaciones se reflejó en todas las categorías de bienes –consumo, insumos intermedios y bienes de capital–, y fue consistente con la fuerte recuperación del nivel de actividad.

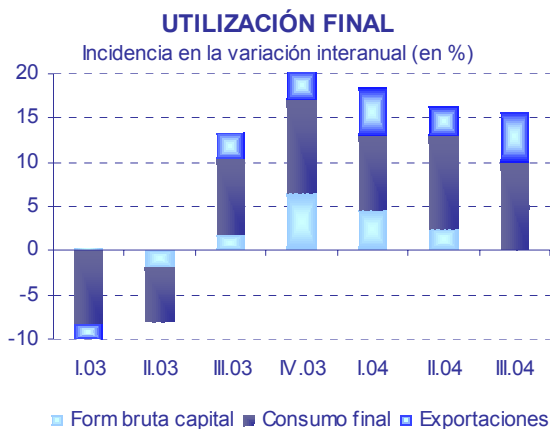
La mayor disponibilidad de bienes y servicios se orientó a satisfacer niveles crecientes de la demanda interna, así como también del exterior. En efecto, tanto la utilización interna como las exportaciones de bienes y servicios registraron elevadas tasas de crecimiento en el tercer trimestre: 13,2% y 22,8% respectivamente. El gasto doméstico fue el de mayor incidencia en la variación total de la demanda agregada (explicó más de las dos terceras partes de la misma), debido a su mayor peso relativo.

Dentro de los componentes de la demanda interna, un aspecto que merece un destaque especial fue el marcado dinamismo de la inversión. Ello fue el resultado, fundamentalmente, de una mayor demanda con destino a la inversión de capital fijo, particularmente en maquinarias y equipos. Las inversiones en construcción, si bien crecieron, lo hicieron a un menor ritmo. El mayor gasto en bienes de inversión fue realizado por el sector privado, ya que el nivel de formación bruta de capital fijo del sector público permaneció prácticamente sin cambios.

OFERTA Y UTILIZACIÓN FINALES				
Variación interanual del IVF, en %				
	I.04	II.04	III.04	Acumulado Año
Oferta final	18,4	16,3	15,6	16,7
PIB	14,6	12,4	12,5	13,0
Importaciones	29,5	27,0	23,2	26,5
Utilización final	18,4	16,3	15,6	16,7
Utilización interna	18,3	17,5	13,2	15,9
Form. bruta de capital	75,1	39,4	1,5	31,2
Form.bruta cap.fijo	58,3	25,6	31,3	34,4
Gasto de consumo final	12,7	15,5	14,9	14,2
Gobierno General	3,5	1,7	-0,2	1,8
Privado	14,4	17,7	17,1	16,3
Exportaciones	18,7	13,0	22,8	18,8



El dinamismo que exhibe la inversión privada es particularmente importante en la coyuntura actual por varias razones. En primer lugar, la senda de crecimiento iniciada en 2003 ha sido posible por la existencia de capacidad instalada ociosa. Las mediciones del producto potencial de la economía⁸ sugieren que dicha holgura se estaría agotando, en particular en algunos sectores transables, por lo que el incremento de la formación bruta de capital constituye un factor esencial para que la senda de crecimiento pueda ser mantenida en el tiempo. En segundo lugar, las decisiones de inversión revelan la existencia de expectativas favorables de los empresarios y un bajo nivel de incertidumbre en un año electoral, período en el que tradicionalmente suele observarse cierta retracción y postergación de las compras de bienes de capital. Finalmente, también cabe consignar que el mayor gasto en inversión tuvo lugar en un contexto de estancamiento del crédito bancario, por lo que, en muchos casos, tales emprendimientos se habrían financiado mediante el aporte de recursos propios de las empresas.



El gasto de consumo final también se incrementó en forma importante en el período analizado. Ello reflejó el comportamiento expansivo del sector privado, puesto que el consumo público –en el marco de la política de control del gasto llevada adelante por el gobierno– permaneció estable.

El mayor nivel de gasto de consumo privado⁹ tuvo lugar en un contexto de mejora de las expectativas de los agentes económicos respecto a la evolución de los ingresos futuros y a la situación económica general. En un marco de menor incertidumbre, las

⁸ Las mediciones de producto potencial actualmente utilizado por el BCU se basan en la técnica de tendencias segmentadas (ver el trabajo “Tendencia y ciclo en el producto uruguayo” de E.Bucacos – Revista de Economía Vol.8,Nº 2, Segunda Epoca, Noviembre 2001) y en una medición basada en el filtro de Hodrick – Prescott.

⁹ Debe tenerse presente que esta variable es estimada por residuo, por lo que recoge los errores de medición del resto de las variables, así como el efecto de los cambios de stocks de los productos no computados en la estimación de la variación de existencias.

ventas de bienes durables exhibieron un gran dinamismo¹⁰. El consumo se financió, en parte, mediante una reducción del ahorro del sector privado, lo cual –como se verá más adelante– se reflejó en la cuenta corriente de la balanza de pagos. También habría operado un “ efecto riqueza” de signo positivo derivado, principalmente, de la recuperación de los precios de los papeles públicos uruguayos. Por otro lado, también habría contribuido al incremento del consumo la mejora de los ingresos de los sectores vinculados al sector agroexportador y cierta reactivación observada en el crédito al consumo, particularmente en el segmento de tarjetas de crédito.

La demanda externa fue otro de los motores del crecimiento observado en 2004. El volumen exportado tanto de bienes como de servicios, creció sustancialmente. Los rubros de mayor incidencia en las ventas de bienes al exterior en los primeros nueve meses del año fueron la carne, los productos agrícolas y los químicos. Por su parte, la expansión de las exportaciones de servicios estuvo vinculada al aumento del turismo receptivo, el cual obedeció, fundamentalmente, a la recuperación de la economía argentina.

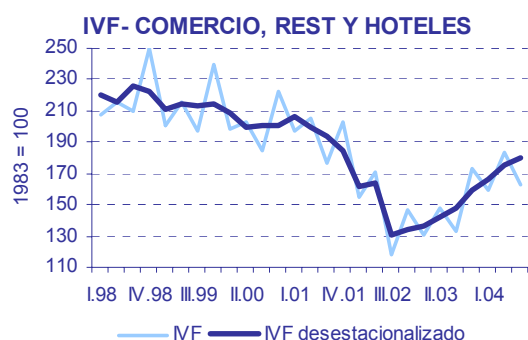
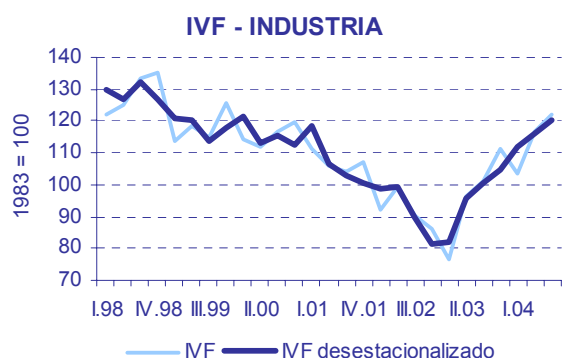
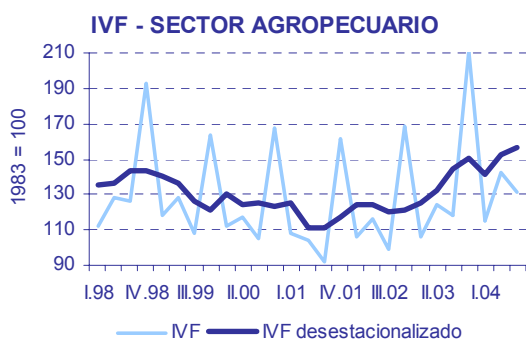
PRODUCTO INTERNO BRUTO			
Variación del IVF desestacionalizado (en %)			
	I/04	II/04	III/04
Agropecuaria	-7,1	9,2	2,6
Industria manufacturera	7,0	3,8	3,4
Electricidad, gasto y agua	0,4	-0,2	0,6
Construcción	-4,6	1,7	-1,5
Comercio, rest.y hoteles	4,6	5,4	3,0
Transporte y comunic.	4,3	0,9	4,8
Otras actividades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

Sectores productivos

Del lado de la oferta, la reactivación abarcó a casi todos los sectores de actividad. Exceptuando la construcción, todos los sectores contribuyeron al incremento de la producción en el tercer trimestre. El agro, la industria y el sector de transporte y comunicaciones, fueron las actividades más dinámicas. Sin embargo, los sectores con mayor incidencia en la tasa de crecimiento del tercer trimestre fueron la industria manufacturera y

10. Las ventas de autos 0 km crecieron 180% en el tercer trimestre de 2004 respecto a igual período del año anterior. En el acumulado de los primeros nueve meses del año las ventas superaron las 6.000 unidades, lo que representó un incremento de 173% respecto a igual período de 2003.

“ Otras actividades” ¹¹, explicando cada uno de ellos 0,9 puntos porcentuales del crecimiento total.



La actividad agropecuaria continuó exhibiendo un comportamiento dinámico en el tercer trimestre del año, tanto en lo que refiere a la producción agrícola como a la pecuaria. El incremento de la actividad agrícola fue el resultado de las buenas cosechas de cereales y oleaginosos, así como de las actividades vinculadas a las próximas zafas y las mayores áreas sembradas. La actividad pecuaria, por su parte, siguió aumentando por la mayor producción de carne vacuna y lácteos. Tanto los cultivos como la actividad pecuaria fueron alentados por un elevado nivel de rentabilidad, originado en un contexto internacional muy favorable en materia de precios y en un tipo de cambio real alto. Todo ello, a la postre, se tradujo en un aumento significativo de las colocaciones en el exterior de varios productos agropecuarios.

La industria manufacturera continuó creciendo a un ritmo acelerado en el tercer trimestre del año. Los buenos niveles de precios de los bienes agroindustriales, el mantenimiento de un elevado nivel de competitividad, la mejora de las condiciones de la demanda interna —tanto por un aumento del gasto doméstico como por la sustitución de importaciones en algunas ramas— y de la demanda externa ayudan a explicar el aumento de la producción industrial. La recuperación fue ampliamente generalizada y alcanzó a prácticamente todas las ramas industriales. Las divisiones industriales que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global fueron: Alimentos, bebidas y tabaco, Industria química y Productos metálicos, maquinarias y equipos.

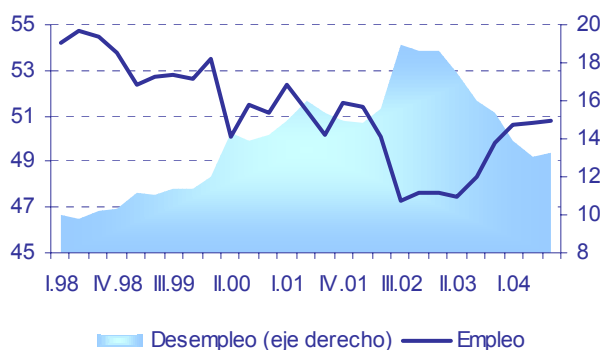
Los servicios también mostraron un buen desempeño. Se destacó especialmente en el tercer trimestre el aumento de la actividad de transporte y comunicaciones, debido principalmente al aumento del transporte de carga, servicios de almacenamiento y

11. Incluye 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.

comunicaciones. Ello se vincula con el dinamismo de los sectores agropecuario e industrial, como se vio anteriormente, así como con la recuperación de la demanda interna. Por su parte, el sector comercio, restaurantes y hoteles continuó recuperándose al influjo del mayor dinamismo de la demanda interna y del aumento del turismo receptivo.

Finalmente, la actividad de electricidad, gas y agua, tuvo un leve crecimiento en el tercer trimestre como consecuencia, fundamentalmente, del aumento de la demanda de electricidad y gas, por parte de los consumidores industriales y comerciales, en respuesta al mayor nivel de actividad de dichos sectores.

EMPLEO Y DESEMPLEO
TOTAL PAÍS URBANO (%)



El mercado de trabajo

El mayor dinamismo económico se tradujo en una mejora del nivel de empleo en la economía. En el tercer trimestre de 2004 la cantidad de puestos de trabajo se incrementó 6% en términos interanuales. Si se expande la muestra relevada por el INE, se infiere que se habrían creado unos 62.000 empleos entre el tercer trimestre de 2004 e igual trimestre de 2003 en localidades de por lo menos 5.000 habitantes.

Sin embargo, cabe precisar que la casi totalidad de los nuevos puestos de trabajo se generaron entre el cuarto trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2004 (88% del total), ya que la tasa de empleo permaneció prácticamente constante a partir del segundo trimestre de 2004.

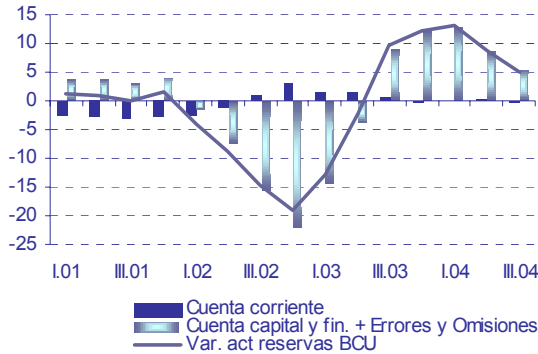
El sector que creó la mayor cantidad de empleos en los últimos doce meses fue el de comercio, restaurantes y hoteles (43% del total). Por otra parte, la mayor cantidad de puestos de trabajo se generaron en el interior del país (63% del total).

Pese a que la oferta de trabajo aumentó en el tercer trimestre de 2004 respecto a igual trimestre del año anterior, el crecimiento del empleo redundó en una marcada reducción de la tasa de desempleo (pasó de 16% en julio-setiembre de 2003 a 13,3% en

igual período de 2004). Sin embargo, al analizar la tasa de desempleo a lo largo de 2004 se observa que la misma se ha mantenido prácticamente constante a partir del segundo trimestre.

BALANZA DE PAGOS

Ultimos doce meses móviles (% PIB)



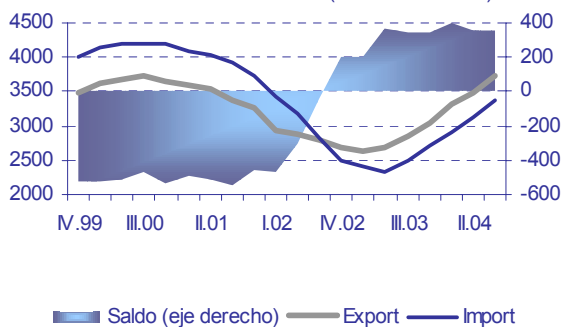
Sector externo

La cuenta corriente de la Balanza de Pagos experimentó un resultado deficitario en el tercer trimestre de 2004 (U\$S 99 millones), el que fue compensado ampliamente por el resultado superavitario de la cuenta capital y financiera y del rubro “ Errores y Omisiones” , de modo que los activos de reserva del Banco Central se incrementaron U\$S 103 millones.

Analizando las cifras en términos de años móviles, se registró un cambio de signo en el saldo de la cuenta corriente. En efecto, en los últimos doce meses finalizados en setiembre el resultado pasó a ser deficitario en 0,4% del PIB¹². Ello fue la contracara del proceso de acelerada recuperación económica, que se tradujo en un sensible incremento de las importaciones de bienes, superior al aumento experimentado por las colocaciones de bienes y servicios en el exterior. Desde otro ángulo, ha sido consecuencia del aumento del gasto del sector privado que ha compensado sobradamente la disminución del déficit de las cuentas públicas.

BALANZA COMERCIAL

Ultimos doce meses móviles (en mill de dólares)

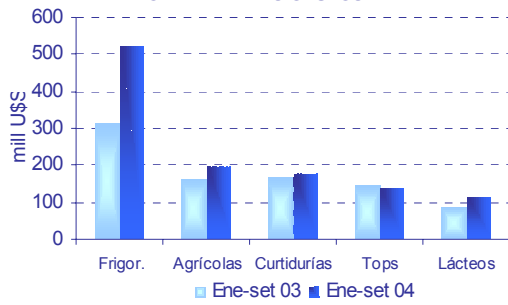


Si se consideran los primeros nueve meses del año, el saldo de la balanza comercial fue positivo (U\$S 290 millones) debido principalmente al resultado favorable de la cuenta de servicios (U\$S 225 millones), la balanza de bienes arrojó un superávit moderado (U\$S 65 millones).

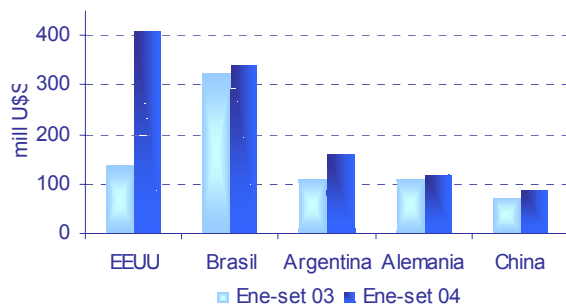
Las exportaciones de bienes aumentaron sustancialmente respecto a igual período del año anterior (32% medidas en dólares). Dicho resultado estuvo influido, fundamentalmente, por la mejora de los precios de exportación de varios productos

12. En igual período finalizado en setiembre de 2003, el saldo de la cuenta corriente era positivo y equivalente a 0,7% del PIB.

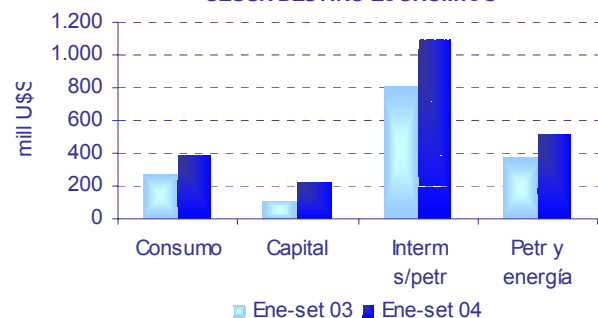
**EXPORTACIONES BIENES
CINCO PRINCIPALES GRUPOS DE ACTIVIDAD**



**EXPORTACIONES BIENES
PRINCIPALES DESTINOS**



**IMPORTACIONES BIENES
SEGÚN DESTINO ECONOMICO**



agroindustriales¹³, por una mayor disponibilidad de bienes agropecuarios y por el mantenimiento de elevados niveles de competitividad con varias zonas¹⁴. A este respecto, cabe resaltar que el tipo de cambio real (TCR) promedio de los primeros nueve meses del año fue un 15% más alto que el vigente durante el período enero1991 - junio 2002. Asimismo, el TCR resultó un 24% superior al nivel promedio de 1998, año en el que la economía uruguaya se hallaba en la fase alta del ciclo económico.

Por otra parte, debe destacarse que Estados Unidos se constituyó en el principal comprador de nuestros productos (19% del total exportado en el período enero-setiembre de 2004), especialmente en el rubro carnes (casi la mitad de las exportaciones de los frigoríficos se destinaron a dicho país). Las ventas a Brasil (que fue el segundo comprador en orden de importancia) crecieron escasamente. Las exportaciones a Argentina (que pasó a ser el tercer mayor comprador) se recuperaron significativamente, aunque desde niveles muy bajos.

Por su parte, las importaciones de bienes experimentaron un sensible crecimiento en el mismo período (41%), en el contexto de la marcada reactivación del nivel de actividad. Como se comentó antes, se verificó un importante crecimiento de las importaciones de bienes de capital, reflejo de decisiones de inversión sustentadas en las expectativas favorables de los empresarios. Por su parte, las compras al exterior de bienes de consumo también crecieron sustancialmente, al influjo de la recuperación del gasto del sector privado, particularmente en bienes durables. Finalmente, las importaciones de insumos intermedios se expandieron, debido a la mejora de la actividad industrial.

La cuenta de servicios exhibió un comportamiento favorable, debido a mayores entradas de divisas en concepto del turismo,

13. En los primeros nueve meses del año los precios de las exportaciones de bienes crecieron 11,6% respecto a igual período de 2003.

14. La competitividad global de la economía uruguaya mejoró 5% en el promedio de los primeros nueve meses del año respecto al promedio de igual período de 2003. La mejora de la capacidad de competencia fue de 5,6% con Brasil, mientras que con los países de fuera de la región fue de 5,9%. Mientras tanto, frente a Argentina la competitividad se mantuvo estable en el período.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

principalmente en el primer trimestre del año, lo que debe asociarse a la recuperación de la economía argentina. El aumento de las exportaciones de servicios turísticos (49%) fue el resultado del aumento del número de turistas ingresados, de la permanencia de los mismos por más días, y del mayor gasto *per cápita*.

El desequilibrio de la cuenta de renta, mientras tanto, se amplió levemente al cabo de los primeros nueve meses del año respecto a igual período del año anterior, debido al aumento del pago neto de intereses, que fue parcialmente compensado por la reducción de la remisión de utilidades al exterior.

La cuenta capital y financiera fue deficitaria en el período enero-setiembre en U\$S 169 millones debido a las salidas de capital del sector financiero, orientadas básicamente a la adquisición de activos en el exterior. Los bancos habrían realizado dichas colocaciones en pos de obtener un mayor nivel de rentabilidad, dado el escaso dinamismo del mercado de crédito doméstico y la decisión de la autoridad monetaria de no trasladar la suba de tasas de la FED a la remuneración de los depósitos que los bancos mantienen en el BCU.

El rubro “ Errores y Omisiones” registró un saldo positivo (U\$S 489 millones), lo que estaría indicando que los capitales del sector privado no financiero habrían continuado retornando, luego de la pronunciada crisis financiera de 2002.

Como consecuencia de los movimientos señalados, los activos de reserva del Banco Central se incrementaron al cabo de los primeros nueve meses del año en U\$S 268 millones, lo que le permitió a la autoridad monetaria continuar el proceso de recomposición de reservas iniciado el año anterior. En los últimos doce meses finalizados en setiembre de 2004, el incremento de activos de reservas alcanzó a U\$S 636 millones (5% del PIB).

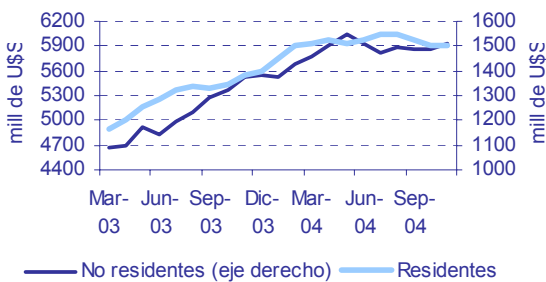
Sistema financiero

De acuerdo a los indicadores elaborados por la Superintendencia de Instituciones Financieras¹⁵, el sistema bancario continuó fortaleciéndose al cabo de los primeros nueve meses de 2004. En particular puede destacarse la reducción que ha experimentado la morosidad, tanto a nivel de los bancos privados como en el caso del BROU (excepto en el último trimestre en que aumentó levemente). Asimismo, el sistema bancario ha exhibido altos niveles de liquidez, al tiempo que pudo observarse una mejora de los indicadores de solvencia y rentabilidad.

Los depósitos en moneda extranjera¹⁶ se mantuvieron estables en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior. Dicho comportamiento a nivel agregado pudo observarse tanto a nivel de los residentes como de los no residentes. Sin embargo, tal situación no es homogénea a nivel de las distintas instituciones. De acuerdo a la información que surge del Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por la Superintendencia de Instituciones Financieras (SIIF)¹⁷, los depósitos del sector no financiero privado en los Bancos Privados se expandieron significativamente al cabo del tercer trimestre respecto al trimestre anterior (U\$S 124 millones), mientras que en el caso del BROU también aumentaron (U\$S 19 millones)¹⁸. Mientras tanto, los depósitos en el Nuevo Banco Comercial se redujeron (U\$S 134 millones) por la conjunción de varios efectos¹⁹. Según el informe comentado de la SIIF, corrigiendo estos efectos los depósitos totales se habrían incrementado en el trimestre, manteniendo la tendencia creciente esbozada desde la salida de la crisis.

SALDOS DE DEPÓSITOS EN M/E

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



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

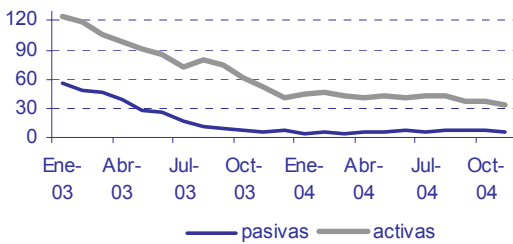
16. Refiere a los depósitos en el sistema bancario, casas financieras y cooperativas de intermediación financiera. No se consideran los depósitos en las Instituciones Financieras Externas. Asimismo se excluyó el Banco de Galicia, puesto que fue revocada su habilitación para operar como institución financiera.

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

18. Este aumento de la captación tuvo lugar, incluso, en forma simultánea con la devolución anticipada de la segunda cuota de los depósitos reprogramados.

19. Por el ejercicio de la opción Put con los Fondos de Recuperación de Patrimonios Bancarios (U\$S 102), por la reclasificación de certificados de depósitos (U\$S 18) y por el pago de una cuota de certificados de depósitos (U\$S 20 millones).

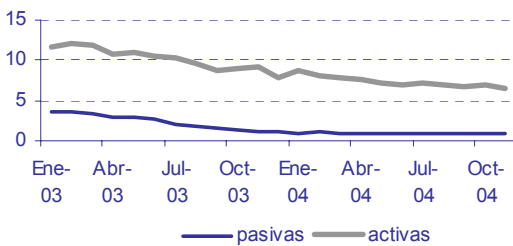
TASAS EN MONEDA NACIONAL
B. Privada-Ponderadas por capital
 equiv.mensual (%)



Por otra parte, debe remarcarse que una elevada proporción de los depósitos continúa concentrándose en modalidades a la vista. Si bien ello indicaría cierta preferencia por la liquidez por parte de los ahorristas, también podría ser consecuencia del desestímulo que representan los bajos niveles de tasas de interés por depósitos a plazo ofrecidas por los bancos.

Pese al dinamismo económico observado, el mercado de crédito no ha dado muestras de reactivación. En efecto, el *stock* de los créditos brutos del sistema bancario aumentó levemente en términos de dólares al cabo del tercer trimestre del año. Ello fue, en parte, debido al efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre los créditos en moneda nacional. A nivel de instituciones pudo observarse una contracción del crédito otorgado por el BROU, mientras que en el caso de la banca privada y del Nuevo Banco Comercial se verificó cierto incremento del saldo de créditos brutos.

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



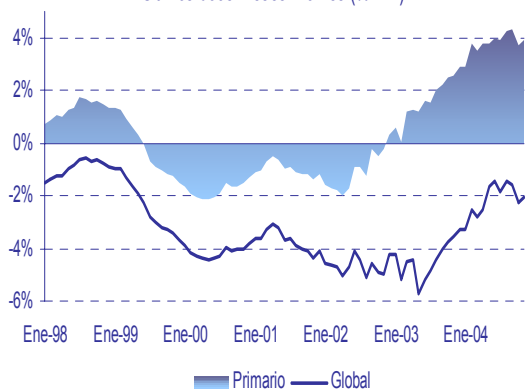
Las tasas de interés pasivas en dólares se mantuvieron constantes en el tercer trimestre de 2004, pese al incremento registrado en las tasas internacionales, al igual que las correspondientes a depósitos a plazo fijo en moneda nacional. Estas se mantuvieron muy por debajo del retorno promedio de las Letras de Tesorería. En lo que refiere a las tasas activas, las correspondientes a moneda extranjera continuaron disminuyendo, al igual que sus pares en pesos²⁰.

20. De acuerdo al referido informe de la SIIF, en setiembre de 2004 la tasa promedio por los depósitos a plazo fijo en dólares era 0,9% mientras que las tasas pasivas promedio en pesos a plazo fijo se ubicaron en el entorno del 6%. Las tasas activas promedio en dólares se ubicaban en 6,7% en setiembre y en 38% las correspondientes en pesos.

Finanzas públicas

RESULTADO FISCAL GLOBAL Y PRIMARIO

Ultimos doce meses móviles (% PIB)



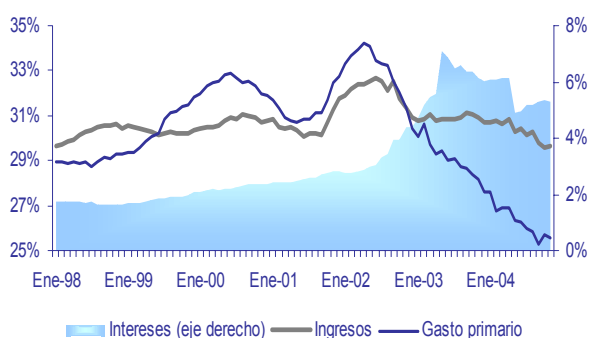
El resultado del Sector Público

El superávit primario presentado por el Sector Público Global se ubicó en el año móvil cerrado a noviembre en U\$S 509 millones²¹ (un 4% del PIB), el cual representa una mejora significativa respecto al obtenido en igual período del año anterior (U\$S 285 millones).

Este esfuerzo fiscal se explica por el fuerte incremento real de los ingresos, cuya tasa de variación en 12 meses a noviembre 2004 ascendió a 8% (acompañando el crecimiento económico), y por un gasto primario real en descenso. La sostenida recuperación de la demanda interna continuó impulsando un aumento real de la recaudación impositiva y un incremento en la venta de bienes y servicios públicos. La variación real en 12 meses a noviembre de la recaudación de la DGI fue de 15%, impulsada fundamentalmente por el comportamiento del principal impuesto, el IVA. Además, la recaudación de los impuestos del comercio exterior también aumentó significativamente debido al crecimiento de las importaciones. En tanto, la variación real en las ventas de servicios públicos fue de 13%.

INGRESOS Y GASTOS S/PÚBLICO NO FINANCIERO

Ultimos doce meses móviles (% PIB)



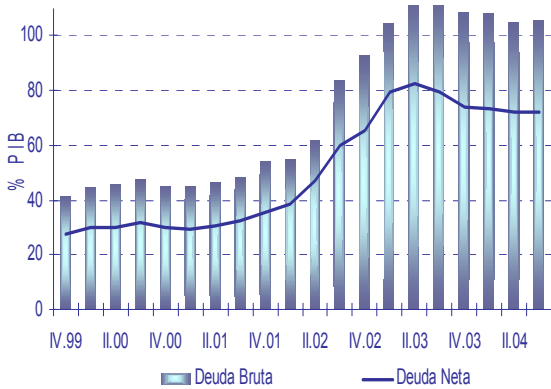
El gasto primario consolidado del Sector Público no Financiero²² a partir de junio 2004 ha dejado de caer en términos reales, presentando tasas de variación en 12 meses cercanas a 0, o levemente positivas. Tanto las remuneraciones, como los gastos de funcionamiento y las inversiones, han crecido en términos reales en torno al 6% en el año móvil cerrado a noviembre, al tiempo que las prestaciones sociales continuaron reduciéndose en términos reales (-2%).

21. De acuerdo a datos de la Contaduría General de la Nación, de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto y del BCU, resultado medido por encima de la línea.

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

INFORME DE POLITICA MONETARIA

DEUDA PÚBLICA BRUTA Y NETA



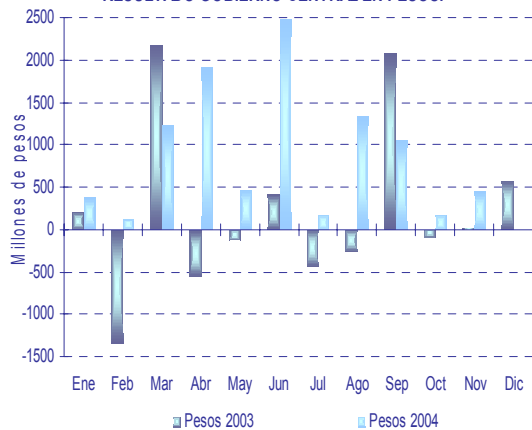
El Gobierno Central ha generado en este año la mayor proporción del superávit primario global, -alrededor de las dos terceras partes del total-. Cabe destacar además que, a pesar de la merma que sufrió en los ingresos por la rebaja tributaria del IRP, los mismos aumentaron en términos reales 11% en los 12 meses cerrados a noviembre. Fue este aumento en los ingresos junto a un gasto estabilizado, lo que permitió la obtención de un superávit en pesos en todos los meses del año. De esta forma, el Gobierno Central generó a través de su resultado en pesos una contracción monetaria en el año de \$ 9737 millones²³, a diferencia de lo ocurrido en el año 2003 donde la contracción fue de \$ 2606 millones.

A su vez, las empresas públicas presentan un superávit de 1.6% del PIB en el año móvil cerrado a noviembre 2004. El superávit alcanzado en el trimestre setiembre-noviembre por las cuatro empresas más importantes superó el superávit acumulado hasta agosto de este año (U\$S 63 millones frente a U\$S 51 millones), situación no observada en años anteriores. En particular, se destaca la recuperación en el resultado financiero que ha presentado UTE a partir del mes de agosto.

Los intereses de la deuda pública ascendieron en el año móvil cerrado en noviembre a 6% del PIB, valor que coincide con el promedio observado a partir del 2003, observándose una reducción en términos reales de 3.8%.

Del resultado primario e intereses mencionado se obtiene un déficit del Sector Público Global de 2% del PIB, nivel similar al observado a mediados de 1999 pero con una composición muy distinta dado que, al año móvil cerrado a mayo de ese año, los intereses eran 2.3% del PIB en tanto el resultado primario ascendía a 0.3%.

RESULTADO GOBIERNO CENTRAL EN PESOS.



²³ Datos acumulados a noviembre 2004, no se cuentan con el dato medido sobre la línea a diciembre.

La deuda pública

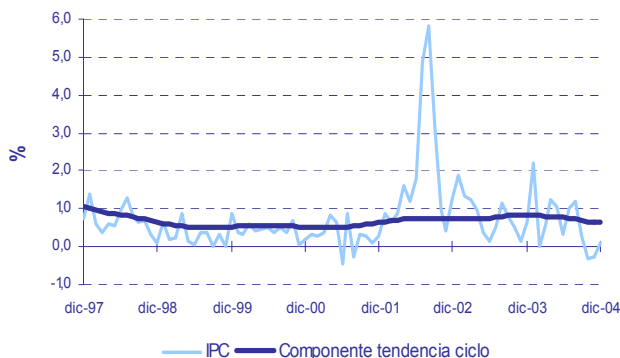
La deuda pública bruta del sector público global se sitúa en U\$S 13.428 millones al cierre de setiembre de 2004, lo cual representa un aumento de U\$S 1264 millones en los primeros nueve meses del año. Sin embargo, el ratio Deuda/PIB experimentó una leve reducción: pasó de 109% a 106%²⁴. En tanto, la deuda pública neta ascendió a U\$S 9.201 millones, equivalente a 72% del PIB, igual nivel que en diciembre 2003. El crecimiento de la deuda bruta obedeció, fundamentalmente, a la necesidad de financiamiento que mostraron en el año tanto el Gobierno como el Banco Central. Este financiamiento fue otorgado principalmente por el sector privado, posibilitando la colocación neta de títulos públicos realizada en el año (U\$S 643 millones) y el incremento de depósitos del sistema financiero en la autoridad monetaria (U\$S 464 millones). También contribuyeron al aumento de la deuda los mayores pasivos netos del Sector Público no Financiero con el sistema bancario.

Si se descompone la deuda bruta por moneda se observa el mayor peso que registra la deuda en moneda nacional en setiembre 2004 respecto al registrado en diciembre 2003: 9% y 6%, respectivamente. Este aumento es más marcado en el caso de los títulos, en los cuales la participación de los nominados en moneda nacional pasó de 15% en diciembre 2003, a 22% en setiembre 2004. Esta evolución obedece, fundamentalmente, al incremento registrado en la colocación neta de Letras de Regulación Monetaria emitidas por el BCU para fines de Política Monetaria (U\$S 128 millones acumulado anual a setiembre 2004) y a la apertura de los Mercados Internacionales para la colocación de deuda del Gobierno Central en pesos y en unidades indexadas, la cual alcanzó en el año U\$S 402 millones.

²⁴ Reducción provocada por el alza en el PIB en dólares (dada tanto por el incremento en el nivel de actividad como por el descenso en el precio del dólar).

III. La inflación

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO



En el cuarto trimestre de 2004 se registró una caída de 0.5% en el Índice de Precios al Consumo (IPC). La tasa de inflación para todo el año— medida por la variación del IPC — fue 7.6%, ubicándose dentro del rango que la autoridad monetaria se había planteado como objetivo un año atrás.

DESCOMPOSICION DE LA TASA DE INFLACION (1)

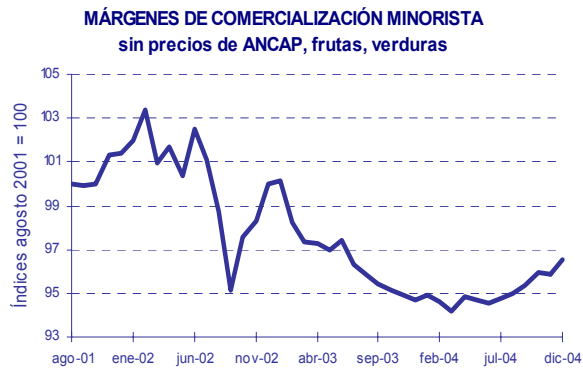
	2003	2004							Dic04 vs. Dic03
		Trim I.04	Trim II.04	Trim III.04	Octubre	Noviembre	Diciembre	Trim III.04	
Variación IPC									
Total	10.19	2.82	2.63	2.48	-0.33	-0.26	0.09	-0.50	7.59
Transables internacionales	9.38	2.29	3.29	1.27	-0.40	-0.80	-0.23	-1.42	5.48
Transables regionales	9.33	-0.61	6.66	2.73	-0.82	-0.16	0.38	-0.60	8.25
No Transables	10.99	4.17	1.06	3.20	-0.14	0.05	0.20	0.11	8.76
Incidencia en la variación del IPC									
Transables internacionales	3.17	0.76	1.09	0.43	-0.13	-0.26	-0.07	-0.47	1.83
Transables Regionales	1.43	-0.09	0.98	0.42	-0.13	-0.02	0.06	-0.09	1.26
No transables	5.58	2.14	0.55	1.64	-0.07	0.02	0.11	0.06	4.50
Variación de los precios de los bienes y servicios no transables									
Total	10.99	4.17	1.06	3.20	-0.14	0.05	0.20	0.11	8.76
Tarifas	21.58	8.25	1.64	1.92	-1.00	-0.31	0.00	-1.30	10.68
Salud	6.40	5.47	-0.28	4.72	-0.03	0.00	-0.03	-0.06	10.07
Política Departamental	18.79	1.40	1.53	7.64	0.00	0.07	0.18	0.25	11.09
Enseñanza	4.47	5.63	1.02	1.59	0.00	0.16	0.21	0.36	8.80
Otros	7.34	2.05	1.22	2.34	0.22	0.23	0.42	0.87	6.64
Incidencia en la variación de los precios de los bienes y servicios no transables									
Tarifas	4.29	1.79	0.37	0.43	-0.22	-0.07	0.00	-0.29	2.32
Salud	1.22	0.99	-0.05	0.85	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	1.83
Política Departamental	1.95	0.15	0.16	0.83	0.00	0.01	0.02	0.03	1.23
Enseñanza	0.30	0.35	0.06	0.10	0.00	0.01	0.01	0.02	0.55
Otros	3.23	0.88	0.51	0.98	0.09	0.10	0.18	0.36	2.84

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

A lo largo de 2004, el análisis de las distintas categorías de bienes y servicios incluidas en el IPC hace evidente los efectos de la apreciación del tipo de cambio real impulsada por la evolución de los fundamentos de la economía uruguaya. Los bienes y servicios no transables se encarecieron más que los bienes que son objeto

de comercio internacional, siendo particularmente evidente este ajuste de precios relativos en el segundo semestre del año.

La deflación del último cuatrimestre de 2004 se manifestó con más fuerza entre los bienes transables a nivel internacional. La evolución del tipo de cambio tiene un impacto importante en el comportamiento de los precios de esta categoría de bienes. Durante 2004, en particular en el segundo semestre, el dólar tuvo un proceso de fuerte caída a nivel internacional que se vió favorecido a nivel doméstico por una serie de factores que hablan del buen momento de la economía doméstica. El tipo de cambio sufrió una apreciación de 9.2% en el año, sustentado en una mejora en los términos de intercambio, la productividad de la economía y el continuo proceso de recuperación de la confianza en el sistema financiero. Este comportamiento de la moneda extranjera tuvo una influencia determinante en el comportamiento de los precios de bienes transables, que lideraron el proceso deflacionario que se observó en el cuarto trimestre. Además, la habilitación de la importación desde la región desencadenó la caída de los precios incluidos en el rubro Carnes y Derivados.



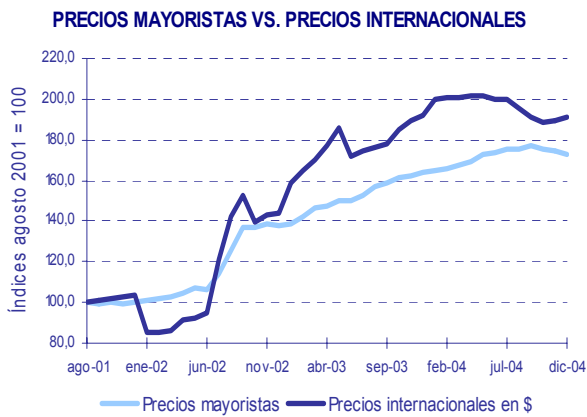
El impacto deflacionario de la evolución del tipo de cambio nominal y del precio de la carne, se habría visto atenuado por la recuperación de márgenes de comercialización. En efecto, la evidencia empírica disponible muestra un leve aumento de la rentabilidad del comercio minorista de los bienes transables internacionalmente²⁵.

Luego de una caída cercana al 9% entre principios de 2002 y de 2004, que abrió una brecha entre la evolución del índice representativo de los precios al productor de los bienes seleccionados para la estimación de dichos márgenes y la evolución de los precios internacionales de nuestros principales

²⁵ Para obtener una serie de márgenes de comercialización se comparó la evolución de los precios minoristas de los bienes transables con el comportamiento que registran en el primer nivel de transacción los precios de los bienes producidos en el país que tienen como destino el mercado interno (mayorista). Se trabajó con aquellos bienes que estaban incluidos tanto en la canasta del IPC como en la del Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPN). Para cada bien se comparó la evolución del precio al consumo con la del precio que percibe el productor. Para calcular las ponderaciones de los indicadores de márgenes de comercialización así obtenidos se parte de las que se utilizan en el IPC. Los datos corresponden al período agosto 2001 – diciembre 2004, lapso para el cual está disponible el IPPN.

socios comerciales expresados en pesos, la serie de márgenes construida mostró un crecimiento de 2.5% en el período abril-diciembre de 2004.

Esta leve recuperación de márgenes minoristas de comercialización habría tenido incidencia en el leve crecimiento del componente tendencia-ciclo de los precios del grupo de bienes transables internacionalmente que no incluye a la carne. Además, se habría concentrado en la venta de algunos alimentos, materiales para la conservación de la vivienda y muebles, siendo especialmente evidente a nivel de varios rubros de la vestimenta.



La caída del tipo de cambio nominal y del precio de la carne también se reflejó en la deflación del último trimestre de 2004 observada entre los bienes y servicios transables a nivel regional. El efecto contrario habrían tenido el aumento de precios expresados en dólares y el crecimiento del consumo observados en Argentina, así como la expansión de la demanda doméstica. La fuerza de la recuperación del consumo de residentes y del turismo receptivo, se reflejaron en aumentos de precios relativos en las comidas fuera del hogar y en algunos bienes y servicios destinados al esparcimiento.

Las tarifas también incidieron en la caída del IPC del último cuatrimestre de 2004. Se destaca el descenso de los precios de Telecomunicaciones y que la apreciación cambiaria y la baja del precio internacional del petróleo hayan contribuido a evitar un nuevo aumento de las tarifas de ANCAP y del servicio de transporte capitalino, diluyéndose así el shock de oferta petrolero que había sido preocupación de la autoridad monetaria en los primeros nueve meses del año.

Se destaca la contribución de aquellos rubros más intensivos en la utilización del insumo trabajo en el crecimiento de 2004 de los precios de los bienes y servicios no transables que no están sujetos a regulaciones. Estos aumentos son consistentes con la fuerte tendencia creciente que, a lo largo de 2004, ha registrado el costo unitario de la mano de obra entre los sectores de servicios incluidos en dicha categoría del IPC.

El acelerado crecimiento de la economía en 2004, sugiere que la brecha de producto, definida como la diferencia entre el producto actual y el potencial²⁶, podría haberse reducido.

En este entorno macroeconómico, se habría registrado una débil recuperación de márgenes de comercialización. Aunque la interpretación de la evidencia disponible se dificulta como consecuencia de un proceso de ajuste de calidad que desdibuja los índices de precios, se podría concluir que esta recomposición de la rentabilidad del comercio minorista no parece haber sido lo suficientemente vigorosa como para representar una presión inflacionaria de importancia. Téngase presente que la limitada recuperación de los ingresos de los hogares habría desestimulado cualquier ajuste al alza de los precios. Sin embargo, no puede descartarse un fortalecimiento del proceso de recomposición de márgenes para 2005, aunque, seguramente, las rentabilidades anteriores a la recesión sean difíciles de alcanzar en un contexto en que ha aumentado la presencia de los grandes centros comerciales.

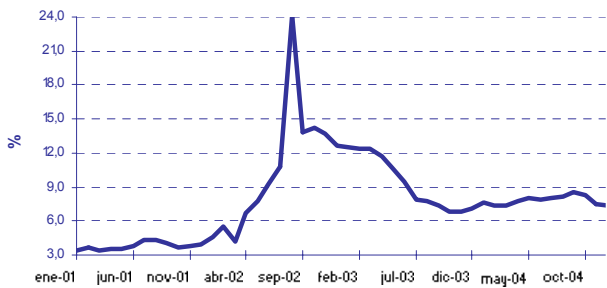
El análisis de los datos disponibles y de las estimaciones realizadas sobre evolución de salarios, producto y empleo sectoriales, permite apreciar que hacia fines de año podría haberse generalizado la presencia de una tendencia creciente en la evolución de los costos unitarios de la mano de obra²⁷. Esta tendencia creciente no sólo se detectaría en los sectores productores de servicios no transables sino también en los que producen servicios transables regionalmente (Comercio, Restaurantes y Hoteles) y en un sector como la industria manufacturera donde es importante el peso de la producción transable internacionalmente. Esta tendencia creciente sería atribuible, básicamente, a una menor fortaleza del crecimiento de

²⁶ Ver Nota al pie (8).

²⁷ Para cada sector de actividad considerado se compara la evolución del valor en pesos corrientes del salario líquido con la del producto medio. Los datos de salarios provienen de la encuesta del Índice Medio de Salarios, los del producto se calculan en el BCU y los de empleo son los relevados por la Encuesta de Hogares. Para la proyección del producto a nivel sectorial del cuarto trimestre se recurrió a indicadores mensuales de actividad económica elaborados en el Área de Estadísticas Económicas del BCU. Se corrigieron los datos de salarios para que no reflejaran el aumento del salario percibido por los trabajadores ante la disminución de las tasas del Impuestos a las Retribuciones Personales ya que dicha rebaja no afecta el costo de la mano de obra.

la productividad media, consistente con la fortaleza de la recuperación económica. La consolidación de la tendencia creciente de los costos unitarios de la mano de obra daría lugar a una eventual presión inflacionaria.

PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL
variación anual componente tendencia ciclo



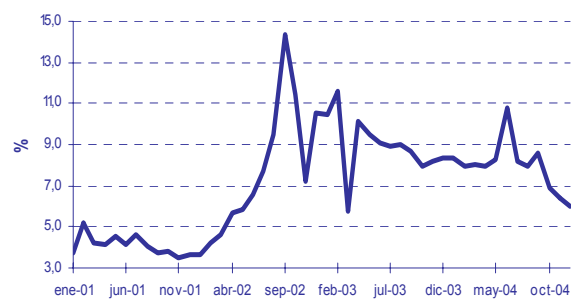
Anexo N°1: La inflación subyacente

Para poder extraer conclusiones sobre la inflación subyacente, se construyeron tres indicadores cuya evolución tendría un poder predictivo razonable de la tasa de variación anual del IPC doce meses adelante. Téngase presente que el objetivo último de la autoridad monetaria es que dicha variación se encuentre en un rango preestablecido y que el horizonte de la política monetaria es de un año.

Cada mes T se procede de la siguiente forma:

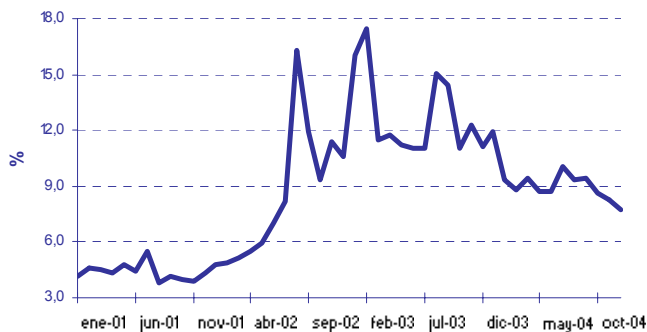
- 1) Se calculan la media trunca ponderada, el primer componente principal y la media ponderada corregida (ver recuadro aparte) de un conjunto de variaciones mensuales de precios al consumo
- 2) Se estima el componente tendencia ciclo de dichos estadísticos recurriendo a todos los datos disponibles hasta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

MEDIA TRUNCA PONDERADA
variación anual componente tendencia ciclo



El análisis de la evolución de los indicadores así calculados permite apreciar que, hacia fines de año, la inflación subyacente de la economía habría comenzado a mostrar una

MEDIA PONDERADA CORREGIDA
variación anual componente tendencia ciclo



tendencia decreciente consistente con el objetivo inflacionario fijado por la autoridad monetaria en la última reunión del Comité de Política Monetaria.

INDICADORES DE INFLACION SUBYACENTE EN 2004

	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Setiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
(1) Media trunca ponderada									
Variación anual componente tendencia ciclo (*)	8.0	8.3	10.8	8.2	8.0	8.6	6.9	6.4	6.0
(2) Media ponderada corregida									
Variación anual componente tendencia ciclo (*)	9.4	8.7	8.7	10.1	9.3	9.4	8.7	8.2	7.7
(3) Primer componente principal variaciones mensuales de precios al consumo									
Variación anual componente tendencia ciclo (*)	7.8	8.0	7.9	8.0	8.2	8.5	8.3	7.4	7.4

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

Media trunca ponderada: Se comienza calculando el promedio simple \bar{x} y la desviación standard s de las variaciones mensuales de precios al consumo del mes. Se consideran los 310 artículos que componen la canasta del IPC y el período abril 1997 – diciembre 2004. Se descartan aquellas variaciones que no estén incluidas en el intervalo $\bar{x} \pm s$. Las ponderaciones de las restantes variaciones mensuales reflejan las empleadas en el cálculo de la variación del IPC. Se las corrige para que sumen 1.

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

Media ponderada corregida por variabilidad: Para el cálculo de este estadístico se tuvieron en cuenta los 310 artículos que componen la canasta del IPC. Se construyeron series que muestran los cambios de precios relativos implícitos en el IPC. Dichas series se calculan comparando la variación mensual de cada precio considerado con la del IPC. Para el período abril 1997 – diciembre 2004, se calcula la desviación standard de las series así obtenidas. Cada una de las ponderaciones utilizadas en el cálculo de las variaciones del IPC se corrige por el inverso de las correspondientes desviaciones standard.

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

Primer componente principal: Se calcula el primer componente principal correspondiente a 74 series que muestran las variaciones mensuales de precios al consumo. La muestra utilizada corresponde al período enero de 1989 – diciembre de 2004 y se consideran todos los precios incluidos en el IPC.

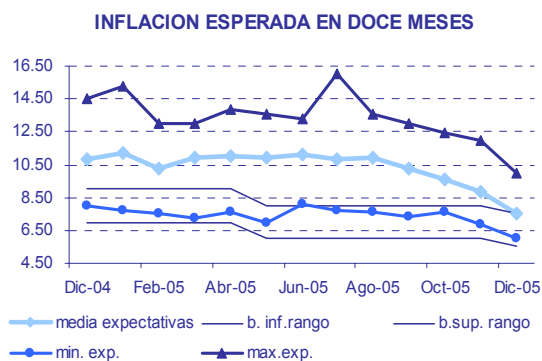
Anexo N°2: Las expectativas del mercado

Presentación de la encuesta

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

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

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



Resultados recientes

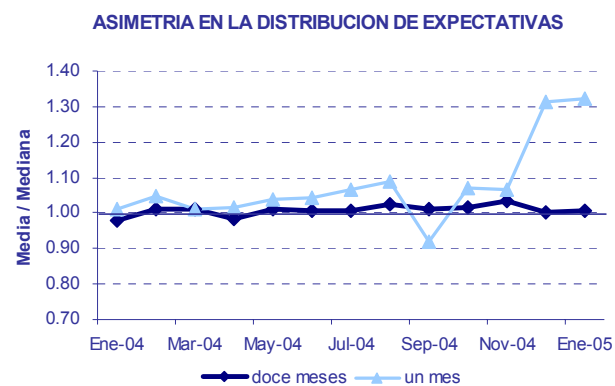
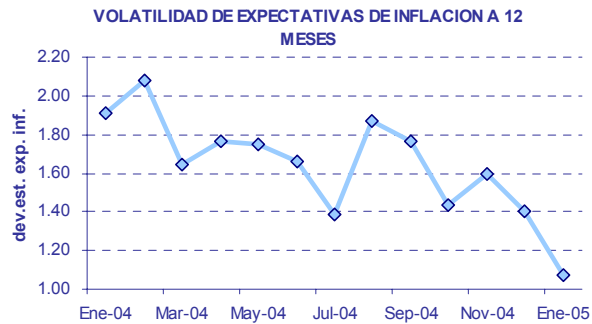
En los últimos meses los agentes que participan en la encuesta han acentuado el proceso de corrección a la baja de las expectativas de inflación para todos los horizontes temporales relevados. Dicho proceso comenzó a mediados de 2004, pero la reducción de las expectativas inflacionarias ha sido particularmente importante desde octubre a la fecha. En lo que refiere al horizonte correspondiente a los próximos doce meses -

INFORME DE POLITICA MONETARIA

horizonte relevante para la política monetaria-, se ha verificado la convergencia del promedio de las expectativas de los agentes hacia el rango objetivo establecido por el Banco Central. En efecto, de la encuesta de enero surge que la media de las expectativas de inflación a diciembre de 2005 se ubica apenas 4 puntos básicos por encima de dicho rango (e incluso la mediana coincide con su borde superior), aún a pesar de que el mismo se redujo de 6 - 8% a 5.5 - 7.5%. La distancia del promedio de las expectativas de inflación a doce meses y el borde superior del rango objetivo ascendía a 227 puntos básicos en octubre, 161 en noviembre y 81 en diciembre.

En segundo lugar, se ha consolidado la reducción de la volatilidad de las expectativas de inflación para los próximos doce meses, representada en el gráfico por la desviación estándar, lo que da cuenta de un mayor grado de coincidencia en las respuestas de los agentes consultados. La dispersión de las respuestas de enero para la inflación a doce meses es la menor desde que se releva la encuesta.

Finalmente, se destacan algunas diferencias entre la evolución de las expectativas para los horizontes de corto plazo (mes de la encuesta) y de mediano plazo (próximos doce meses). Por una parte, si bien se verifica un alto grado de coincidencia entre el promedio y la mediana de las expectativas de inflación para los siguientes doce meses, esa relación es más elevada -y más volátil- para las expectativas a un mes. Por otra parte, las correcciones que han realizado los agentes en los últimos meses han sido bastante más acentuadas para el horizonte del mes en curso que para los próximos doce meses: en enero la inflación esperada a un mes (anualizada) se ubicó en 4.86%, 268 puntos básicos por debajo de la inflación esperada para los siguientes doce meses (7.54%). En noviembre esa diferencia se ubicaba en 430 puntos básicos y en diciembre ascendía a 316. Este último aspecto podría estar dando cuenta de que los agentes atribuyen parte de los fenómenos deflacionarios recientes a *shocks* transitorios.



IV. Desarrollos recientes y la política monetaria en el cuarto trimestre de 2004

El cierre de 2004

En los últimos meses del 2004 la economía uruguaya continuó recuperándose, apoyada en un entorno externo favorable y en el buen desempeño de las variables domésticas. Así, el año habría cerrado con una tasa de crecimiento del PIB cercana al 12%, trasladando hacia el presente año un arrastre estadístico de aproximadamente 3%.

Las cifras disponibles del cuarto trimestre muestran un escenario incluso más dinámico que el considerado en el anterior Informe de Política Monetaria. De acuerdo con los indicadores preliminares que se han ido divulgando, tanto el gasto interno como las exportaciones siguieron expandiéndose a buen ritmo.

Las solicitudes de exportación presentaron un crecimiento de 32% en dólares corrientes en el trimestre. Las importaciones de bienes excluyendo petróleo y destilados, por su parte, exhibieron un aumento en 36% en el bimestre octubre-noviembre, destacándose la recuperación de las compras de bienes de capital (92% en el mismo período). Otros indicadores indirectos de gasto, como la recaudación de la DGI y las importaciones de bienes de consumo continuaron registrando resultados satisfactorios.

A nivel sectorial, el ritmo de crecimiento de la actividad industrial siguió siendo elevado. En el agro, se registraron producciones récord en varias actividades agrícolas. También se destacó la performance de los sectores vinculados a la demanda doméstica, particularmente el comercio. Asimismo, se constató un significativo incremento tanto en el número de turistas ingresados al país como en el gasto medio por turista.

En el mercado laboral se apreció un cuadro más positivo al delineado en el informe anterior. En efecto, si bien a partir del primer trimestre del 2004 se había observado un cierto estancamiento de la creación de puestos de trabajo, las últimas cifras divulgadas por el INE correspondientes al trimestre cerrado en noviembre exhibieron resultados más consistentes con el crecimiento del nivel de actividad (el empleo repuntó en el trimestre móvil finalizado en noviembre un 1% respecto al tercer trimestre del año y 4,5% respecto al mismo período de 2003).

El mercado financiero local, por otra parte, se ha caracterizado en los últimos meses por la estabilidad del nivel de depósitos bancarios y por el descenso del tipo de cambio y las tasas de interés, lo que deja de manifiesto la mejora en las expectativas de los agentes económicos y la escasa incertidumbre que despierta el cambio de gobierno.

Finalmente, como se vio en detalle en la sección III de este informe, la evolución de los precios de la economía determinó que la tasa de inflación medida a través del IPC convergiera a la meta establecida por la autoridad monetaria al cierre de 2004. En los últimos meses del año la inflación subyacente transitó una senda descendente. Hasta el momento, la rápida recuperación de la actividad económica no ha provocado presiones inflacionarias significativas y –de acuerdo a la encuesta de expectativas que releva el BCU– las expectativas inflacionarias de los agentes se han ido ajustando a la baja.

La política monetaria

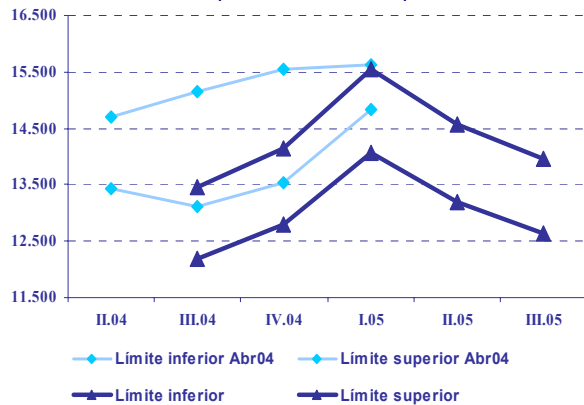
El régimen de agregados monetarios a través del cual se condujo la política monetaria fue seguido en forma estricta por el BCU en el transcurso del año 2003, respetando las metas comprometidas. Como consecuencia a fines del mencionado año la autoridad monetaria había recuperado la credibilidad del mercado. En este contexto se consideró que estaban las condiciones dadas para avanzar en el tipo de régimen aplicado, pasando, a partir del 2004,

INFORME DE POLITICA MONETARIA

a poner un mayor énfasis en el objetivo final de la política: la evolución de los precios. Es en este nuevo marco que, frente a la percepción de mayores presiones inflacionarias en el primer trimestre del año, el BCU adopta una política de manejo de la base monetaria (en adelante BM) que puede calificarse como restrictivo.

A partir del segundo trimestre se introduce un cambio en la política, pasando de compromisos puntuales sobre la BM a anuncios de rango objetivo para la variación de esta variable. Este cambio, que fue aceptado por el mercado, permitió que la autoridad monetaria dispusiera de mayor flexibilidad para responder a movimientos inesperados en la evolución de los precios. El manejo de la oferta de dinero primario en el período que transcurrió entre marzo y setiembre fue cauteloso, en atención a los riesgos de presiones inflacionarias que aún persistían en el mercado, corrigiendo a la baja el rango objetivo de BM toda vez que se entendió conveniente.

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA
Saldos promedios en millones de pesos



El Comité de Política Monetaria, en su reunión celebrada a fines de setiembre de 2004, evaluó que, en la medida que se se evidenciaban signos positivos como resultado de los esfuerzos monetarios realizados en los trimestres previos, no se justificaba una profundización de dichos esfuerzos. Esta decisión se adoptó aún cuando los precios se ubicaban por encima de los objetivos vigentes para esa fecha. Por tanto, el Comité ratificó los rangos objetivo para la variación de la BM adoptados a comienzos de julio, siendo los mismos extendidos, bajo los mismos criterios, hasta setiembre de 2005.

Debe recordarse que, desde el punto de vista operativo, el BCU realiza el monitoreo de la política monetaria a partir de un cierto nivel de referencia de la BM, el cual se ubica dentro del rango objetivo que es anunciado públicamente. La flexibilidad del sistema de rango objetivo permite que la autoridad monetaria corrija sus metas operativas toda vez que el análisis de los indicadores de mercado así lo sugiere.

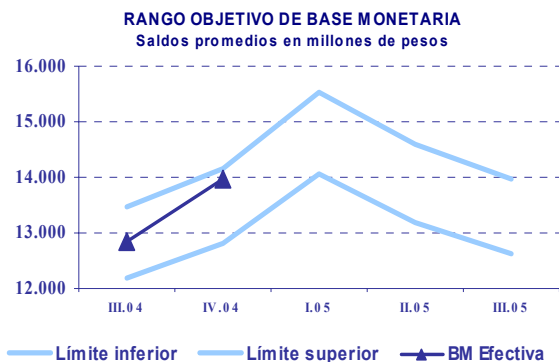
En el marco de ese mayor compromiso con los precios es que el BCU apeló en el transcurso del pasado trimestre a la flexibilidad

que tiene implícito el régimen de rangos objetivos para la variación de la base monetaria. Es así como la meta, que comenzó el trimestre ubicada en el centro del rango objetivo, fue corregida al alza en forma paulatina.

Esta decisión del BCU se tomó en un contexto que evidenciaba que las expectativas de los agentes se mantenían alineadas y que la incertidumbre generada por el ciclo electoral era menor a la prevista originalmente. Por otra parte, ya a mediados de octubre se comenzaron a percibir tendencias deflacionarias y presiones a la baja del tipo de cambio nominal. Es en este contexto que el BCU comenzó a utilizar en forma muy activa el instrumento de REPOs, incrementando de esta forma la oferta primaria de dinero. Posteriormente, a fines de noviembre, se adoptó formalmente la decisión de aumentar la meta operativa de BM trimestral, la cual quedó fijada en un nivel 1.9% inferior al techo del rango objetivo. Esta medida se complementó con la eliminación de la facilidad de depósitos rentados en moneda nacional, reduciendo incentivos para el mantenimiento de reservas voluntarias por parte de los bancos, de forma de alcanzar mayores efectos sobre la evolución de los medios de pago.

La base monetaria

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



La BM promedio alcanzó un nivel cercano al techo del rango objetivo de variación de la BM con el cual se comprometió el BCU, según la decisión adoptada por el Comité de Política Monetaria en su reunión de fecha 29/09/04. En efecto, durante el cuarto trimestre la BM se ubicó en \$ 13.971 millones, siendo el límite superior del rango objetivo de \$ 14.149 millones.

El promedio alcanzado por la BM revela la existencia de un leve desvío, por exceso, respecto a la meta operativa que, como se

INFORME DE POLITICA MONETARIA

comentó antes, fuera adoptada a comienzos del mes de diciembre. Este desvío, cuya magnitud (0.65%) y signo no resultaron preocupantes en el contexto en que se operaba, fue básicamente consecuencia de las dificultades para compensar variaciones no deseadas de la oferta de BM, que a lo largo de todo el trimestre generó el manejo de disponibilidades por parte del GC.

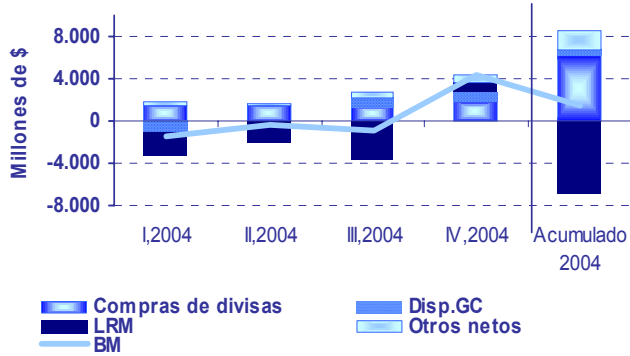
Los componentes de la oferta de BM

El aumento de la BM en el cuarto trimestre de 2004, medido en términos punta-punta, alcanzó \$ 4.337 millones. Más del 60% de esta expansión de dinero primario se procesó en diciembre, mes en el cual, tal como se había previsto en la programación monetaria, las necesidades de pesos del mercado son tradicionalmente superiores. Este tipo de previsiones se adoptan teniendo en cuenta el objetivo subsidiario de la actual política monetaria: evitar presiones derivadas de desequilibrios de corto plazo en el mercado de dinero.

FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA					
Flujos acumulados en millones de pesos					
	Octubre	Noviembre	Diciembre	IV.04	2004
1- Compras netas de moneda extranjera	126	555	1.210	1.891	6.171
Al Sistema Financiero	-2	76	117	192	3.569
Al Gobierno Central	128	479	1.093	1.700	2.602
2- Crédito neto al Sistema Financiero	0	0	0	0	-385
3- Crédito al Gobierno Central	0	0	0	0	102
4- Utilización disponibilidad m.n. GC-BPS	392	-74	533	851	675
Amortización neta de letras de tesorería	744	237	-1.003	-22	3.074
Intereses sobre títulos en moneda nacional	46	377	68	492	2.321
Compras netas de moneda extranjera	-103	148	1.816	1.861	5.629
Otros	-295	-459	-348	-1.480	-10.349
5- Déficit de BCU en moneda nacional	123	223	405	751	1.938
6- Instrumentos de Regulación Monetaria	-242	459	681	899	-6.965
7- Otros	14	3	-73	-56	39
VARIACION TOTAL	414	1.166	2.757	4.337	1.574

Como puede observarse en el cuadro, las operaciones de compra-venta de divisas realizadas por el BCU, que alcanzaron el

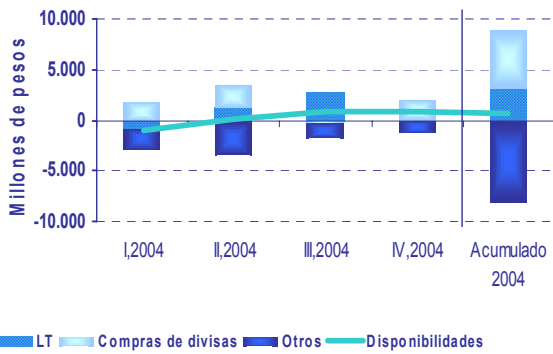
FACTORES DE VARIACION DE BM



equivalente a \$ 1.891 millones, volvieron a constituirse en el principal factor de expansión de la oferta de BM. Las mismas, al igual que en el período julio-setiembre, estuvieron asociadas al comportamiento del GC, el cual adoptó en el transcurso del trimestre dos estrategias diferentes, pero con un rasgo en común: la realización de ventas de divisas al BCU. Estas ventas, en el acumulado del trimestre, alcanzaron U\$S 64 millones.

Hasta mediados de octubre, el GC continuó con la política de amortización de Letras de Tesorería en moneda nacional que había adoptado en el tercer trimestre. Tal como fuera analizado en el anterior Informe de Política Monetaria, a comienzos del segundo trimestre de 2004 el GC obtuvo financiamiento en moneda extranjera, lo que lo llevó a vender divisas para atender sus obligaciones en moneda nacional. Estas ventas, al canalizarse a través del BCU, no resultaron neutras en términos de cantidad de dinero. La segunda estrategia fue adoptada a partir de noviembre, cuando el GC comenzó a realizar importantes compras de divisas en el mercado, en un contexto en que se mantenía la situación restrictiva de sus disponibilidades en moneda nacional. Las consecuentes necesidades de pesos fueron cubiertas a través de la colocación de Letras de Tesorería y de ventas en el BCU de una parte sustancial de las divisas que adquiría en el mercado.

USO DE DISPONIBILIDADES DE GC-BPS



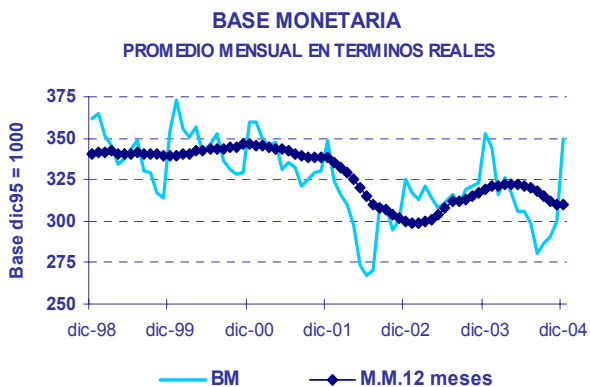
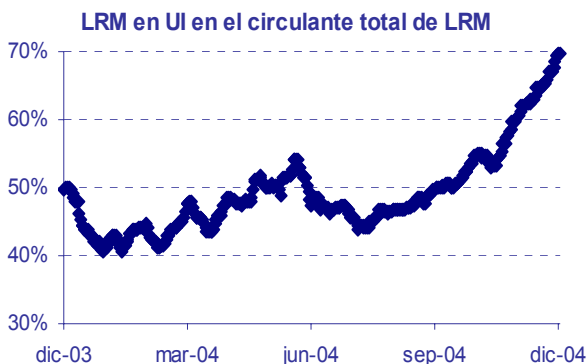
La disminución que experimentaron las disponibilidades en moneda nacional del conjunto GC-BPS en el trimestre determinaron una expansión de la oferta de BM ligeramente superior a los \$ 850 millones. Esta expansión se produjo porque los egresos de fondos derivados de la amortización neta de Letras de Tesorería en moneda nacional (\$ 470 millones) y de las compras de divisas realizadas (\$1.861 millones), resultaron superiores al superávit primario en moneda nacional que habría alcanzado el conjunto GC-BPS en el período (en el entorno de \$ 1.500 millones).

Debe notarse que si bien el GC generó una fuerte contracción como consecuencia del superávit alcanzado a lo largo del año 2004 (superior a los \$ 10.000 millones según datos preliminares), el mismo fue más que compensado por las políticas seguidas

tanto en materia de endeudamiento en moneda nacional, como en compras de divisas. Como consecuencia, el conjunto GC-BPS ha generado una expansión de la oferta primaria de dinero del orden de \$ 675 millones en el transcurso del pasado año.

En sentido también expansivo operó el déficit en moneda nacional del BCU, el cual da cuenta de una expansión de la BM de \$ 751 millones en el último trimestre. El 70% de este monto corresponde a los intereses pagados sobre las LRM que han vencido en el período.

Finalmente, la amortización neta de Instrumentos de Regulación Monetaria por casi \$ 900 millones aseguró que la BM alcanzara los niveles que se habían adoptado como objetivo del trimestre. Esta cifra se compone de la amortización de LRM en pesos por \$ 3.232 millones, la colocación de Notas en UI por el equivalente a \$ 2.315 millones y la cancelación neta de REPOs que había sido colocados en el tercer trimestre (\$ 18 millones). Debe notarse que el monto de LRM amortizadas en pesos hubiera resultado sustancialmente superior de haberse canalizado en el mercado las ventas de divisas que el GC realizó en el período. El otro punto importante que se desprende de estas cifras es la mayor importancia que han ido adquiriendo los títulos en UI, los cuales al cierre del año representaban el 70% del circulante total de títulos emitidos por el BCU.



Evolución de los medios de pago

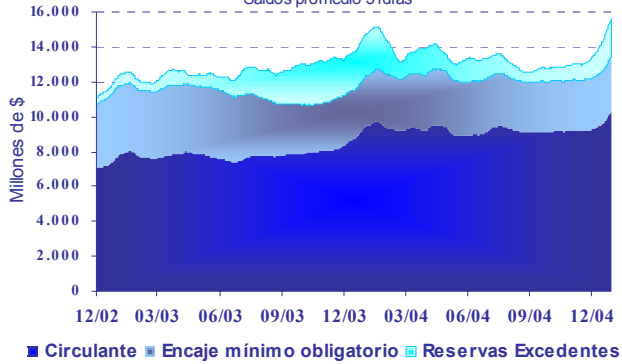
La oferta de dinero primario, el multiplicador monetario y los medios de pago

En el trimestre recién finalizado la BM mantuvo la tendencia decreciente que ha venido exhibiendo desde el mediados del año. Es así que en el mencionado período la BM, deflactada por IPC,

INFORME DE POLITICA MONETARIA

COMPOSICION DE LA BASE MONETARIA

Saldos promedio 31 días

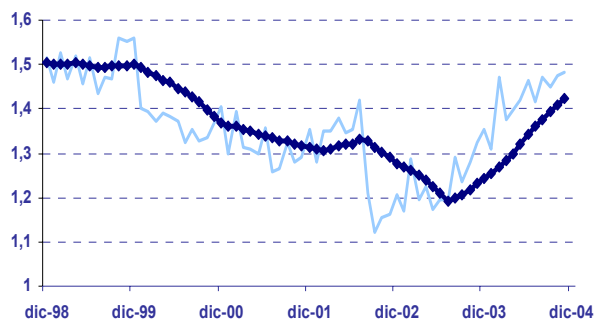


se ubicó 6,1% por debajo de la observada en octubre-diciembre de 2003.

Sin embargo, esta menor oferta primaria de dinero no se reflejó en una reducción de los medios de pago disponibles en la economía, tal como se infiere al analizar la evolución de los componentes de la BM. En efecto, en el cuarto trimestre del año el circulante aumentó casi 4% en términos reales respecto a igual período del año 2003.

El componente en el cual se reflejó, fundamentalmente, la menor oferta de BM son los excedentes en poder de los bancos y de otras instituciones financieras, los cuales se redujeron casi 45% en términos reales con relación al cuarto trimestre del año 2003. Sin embargo, con relación al tercer trimestre de 2004 los saldos de reservas excedentes resultan 84% superiores en términos reales, comportamiento que se relaciona con el manejo expansivo de la BM que, tal como se mencionó, realizó el BCU en la segunda parte del cuarto trimestre y el lento proceso de ajuste que caracteriza las reservas bancarias voluntarias.

MULTIPLICADOR MONETARIO



Estos cambios en la composición de la BM se reflejaron en la evolución del multiplicador monetario que, en el marco del modelo utilizado por el BCU, relaciona el M1 fin de mes con la BM promedio. En efecto, el multiplicador monetario mantuvo en el cuarto trimestre la tendencia creciente que lo ha caracterizado a partir de la segunda mitad del año pasado, no habiendo aún alcanzado los niveles que históricamente ha mostrado, y evidenciando una leve desaceleración hacia el mes de diciembre, consistente con el aumento experimentado por las reservas bancarias excedentes.

ENCAJES EXCEDENTES SOBRE LOS OBLIGATORIOS

Media móvil 31 días en millones de pesos



En el último trimestre del año 2004 el multiplicador monetario experimentó un crecimiento de 1,4%, alcanzando un nivel que resulta 11,1% superior al existente en igual período del año 2003. Este importante aumento del multiplicador monetario explica que, a pesar de la caída en términos reales experimentada por la BM (6,1%), la oferta de medios de pago en la economía en el tercer

trimestre resultara 4.1% superior, en términos reales, a la existente en igual período del año 2003²⁸.

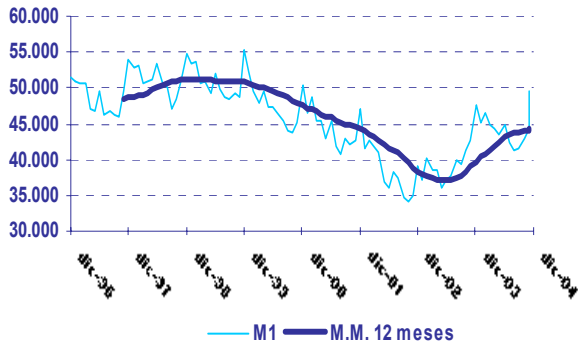
La demanda real de dinero

La demanda real de dinero, medida a través de la evolución de los medios de pago, esto es, del agregado monetario M1²⁹, experimentó un crecimiento de 9.3%, en términos reales en el cuarto trimestre, alcanzando niveles que resultan 4.1% superiores a los observados en el período octubre-diciembre de 2003.

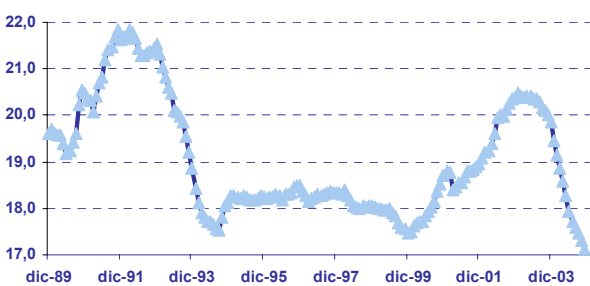
A pesar de la importante desaceleración que muestra la evolución del agregado monetario M1 en el último trimestre del año, la tendencia a la reducción de la velocidad de circulación de dinero se ha mantenido vigorosa en dicho período. Esta variable, que debido a los efectos de la crisis financiera sobre las expectativas de los agentes experimentó un abrupto aumento en el 2002, ha mostrado una clara tendencia decreciente desde la segunda mitad del 2003, en forma consistente con el favorable contexto macroeconómico en que ha venido operando la economía.

Las preferencias del público en relación a los distintos instrumentos que componen los medios de pago se ha mantenido relativamente estable en el último trimestre del año. La preferencia del público por circulante, luego del abrupto aumento que experimentó como consecuencia de la crisis financiera del 2002, ha mostrado una tendencia decreciente hasta setiembre de 2004. La evolución posterior parece indicar que una vez despejados los efectos de la crisis sobre la conducta de los agentes, y en un contexto macroeconómico favorable, esta variable ha retomado una senda de equilibrio, de la cual no se habría apartado a lo largo del último trimestre de 2004.

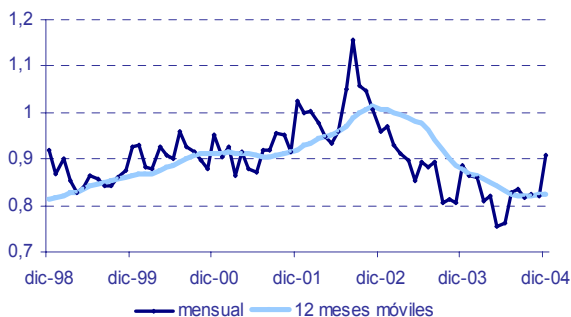
M1 EN TERMINOS REALES



VELOCIDAD DE CIRCULACION



Preferencia del público por circulante



²⁸ En base a datos preliminares y estimados a diciembre de 2004.

²⁹ En base a datos preliminares y estimados a diciembre de 2004. El agregado monetario M1 se define como circulante en poder del público más depósitos vista del sector privado no financiero y del sector público no financiero, excepto GC y BPS, y otros depósitos en BCU.

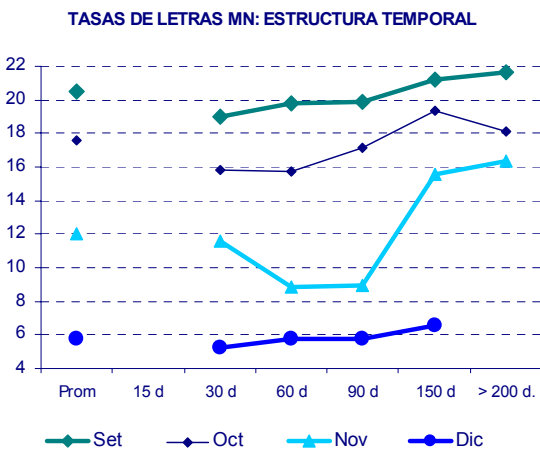
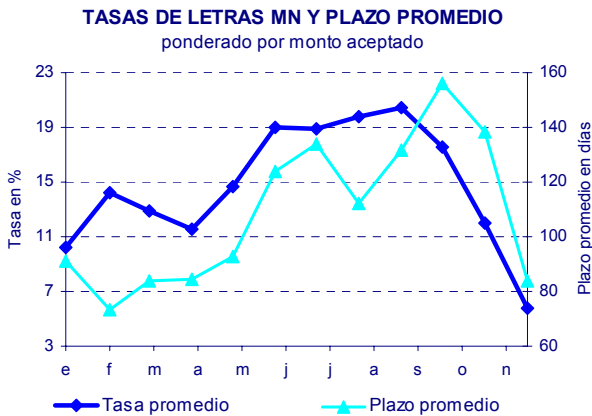
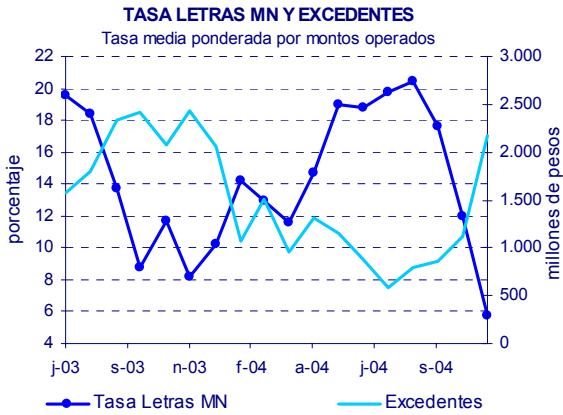
Otros desarrollos recientes en el sector monetario³⁰

Las tasas de interés

El cambio en el contexto macroeconómico, la mejora en las expectativas y las perspectivas de menor inflación y apreciación de la moneda nacional, llevaron a una gradual reducción de las tasas en pesos. Este proceso fue notoriamente más acentuado en las tasas de las letras, reflejándose también en las tasas activas del sistema bancario y, en una magnitud menor, en las tasas pasivas.

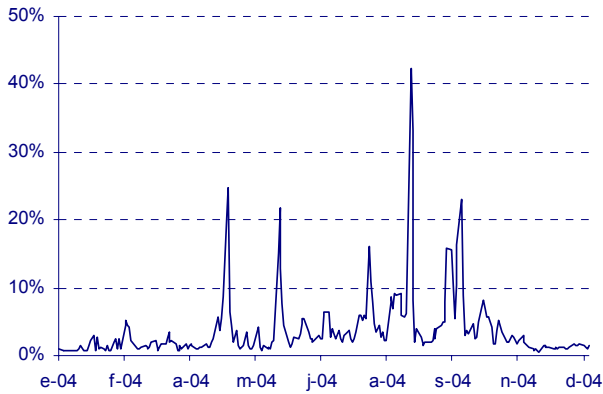
La política seguida por el BCU en el cuanto trimestre del año procuró estimular y acelerar este proceso natural de reducción de las tasas en moneda nacional. En este sentido, las tasas de las letras en pesos colocadas en el mercado primario pasaron de niveles superiores al 20% a fines de setiembre a menos del 6% a fines de diciembre. En una primera instancia, a mediados de noviembre, se actuó directamente cortando por tasa en algunas licitaciones, tanto de pesos como de UI, y posteriormente se tuvo en cuenta este objetivo, al fijarse las características de las licitaciones de letras a realizar.

La expansión de la oferta monetaria mediante la realización de REPOs a tasas reducidas en la segunda parte de noviembre y la eliminación de la facilidad de depósito rentado en moneda nacional en el BCU, contribuyeron en este proceso. A su vez, el haber ajustado al alza el objetivo operativo de base monetaria en la segunda parte del trimestre -con el consiguiente incremento de los niveles de excedentes- redujo notoriamente las necesidades de colocación de instrumentos de esterilización. Por último, la propia estacionalidad de la base monetaria, que llevó a concentrar



³⁰ Este capítulo se elaboró en base a información del sistema bancario disponible al mes de noviembre de 2004.

TASA CALL INTERBANCARIA EN MN

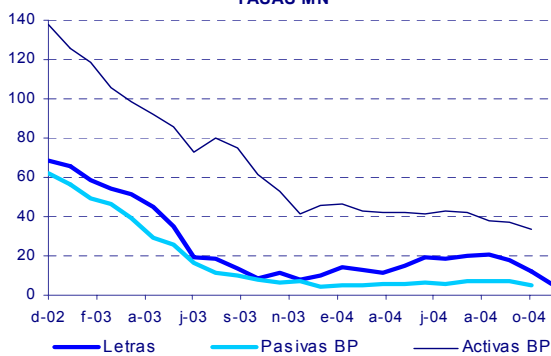


los vencimientos de letras en el mes de diciembre, contribuyó a reducir los plazos promedio de las colocaciones. Ello llevó a que en los últimos dos meses se revirtiera la tendencia a alargar los plazos de colocación, pasando de un plazo promedio máximo en octubre de 156 días a un plazo promedio de 84 días en diciembre.

Conjuntamente con la reducción de las tasas, se observa una disminución del retorno exigido por los agentes para los instrumentos a mayor plazo, lo cual se ha reflejado en un achatamiento de la estructura temporal de las tasas de estos títulos.

La tasa call interbancaria también mostró una clara tendencia decreciente a partir del mes de setiembre, a la vez que se redujo notoriamente su volatilidad. Además de la eliminación a mediados de noviembre de la tasa mínima de referencia fijada por el BCU, incidió en ello el mantenimiento de mayores niveles de excedentes implícitos en la flexibilización del objetivo de base y el hecho que el BCU procuró, mediante la utilización intensiva de repos, evitar que se generaran restricciones puntuales de liquidez en algún período del mes.

TASAS MN



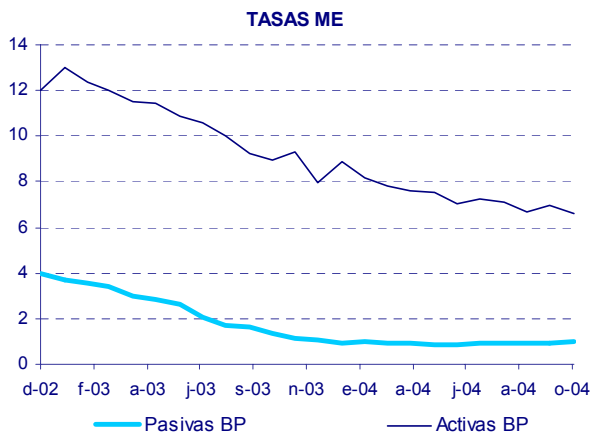
Las tasas activas en moneda nacional aplicadas por el conjunto del sistema presentan una tendencia claramente decreciente, con una mayor reducción a nivel del agregado de la banca privada³¹. De todas maneras se mantiene una importante dispersión por tipo de crédito y por tanto, la tasa promedio resultante es sensible a cambios en la composición del crédito otorgado en el período.

Las tasas pasivas pagadas por el sistema bancario en las operaciones efectivamente realizadas³² mostraron una reducción recién en el mes de noviembre, último dato disponible. Si bien habitualmente acompañan los movimientos del retorno de las

³¹ En el análisis de tasas activas y pasivas solo se hace referencia a banca privada porque no se dispone de una serie histórica para el BROU. La evolución reciente de las tasas en esta última institución no difiere de la observada en banca privada.

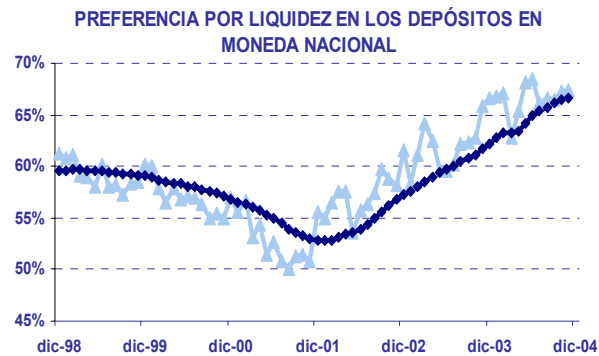
³² Corresponde a las tasas pagadas sobre depósitos no transferibles.

letras, lo hacen con cierto rezago y en menor magnitud, caracterizándose por tener un comportamiento significativamente más estable. En los últimos meses se observa una importante reducción de los spread existente entre ambas tasas.



Las tasas activas en moneda extranjera del sistema bancario presentan una ligera tendencia decreciente a lo largo del año, pasando de niveles del 8,3% en diciembre del 2003 a 7,0% en noviembre del 2004. Por tanto, la evolución de estas tasas acompaña la significativa reducción del riesgo país verificada en el segundo semestre del año, que recoge la percepción de un contexto más favorable. Las tasas pasivas en moneda extranjera se han mantenido estables a lo largo del 2004, mostrando apenas un ligero incremento en los últimos meses. Como consecuencia de ello, se amplió el spread entre las tasas pasivas internas y las tasas internacionales.

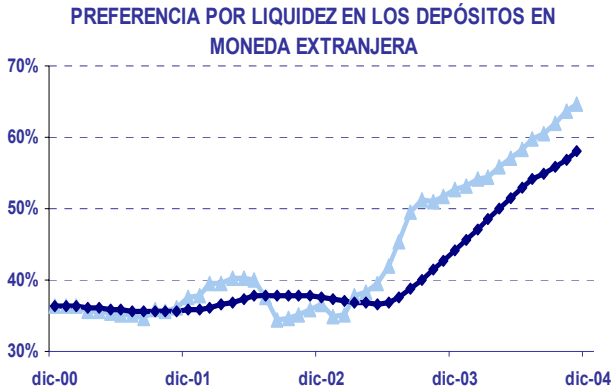
Los depósitos bancarios



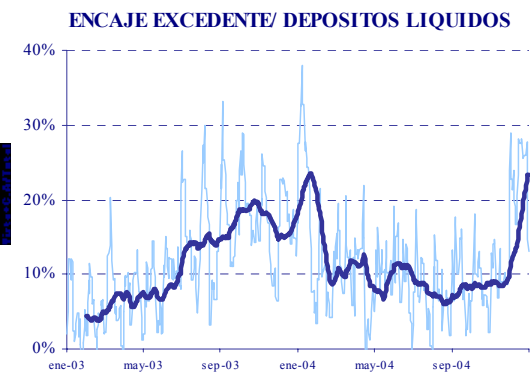
Los depósitos en moneda nacional captados por el sistema bancario habrían experimentado un aumento en términos reales de 3.8% en el último trimestre del año, alcanzando niveles que resultan 1.6% superiores a los existentes en igual período del año 2003.

Este aumento refleja la mayor captación de depósitos vista y cajas de ahorro en moneda nacional que realizó el sistema bancario en el transcurso del año 2004, en tanto que, los depósitos a plazo en moneda nacional, aún cuando se incrementaron 1.6% en términos reales en el último trimestre del año, resultan 5.6% inferiores a los existentes en el último trimestre del año 2003. Esta evolución pone de manifiesto la marcada preferencia por liquidez que continúa mostrando el sector privado desde comienzos del año 2002, cuando el problema de expectativas asociado a la crisis financiera indujo al público a preferir activos financieros líquidos. La

permanencia de este fenómeno en un contexto radicalmente diferente como el del año 2004 parecería estar asociada a un nivel de tasas de interés que resulta insuficiente para compensar a los agentes por la pérdida de liquidez. Hacia el último bimestre del año parece percibirse una cierta desaceleración en la tendencia creciente que muestra esta variable, la cual finaliza ubicada en el orden de 67%.



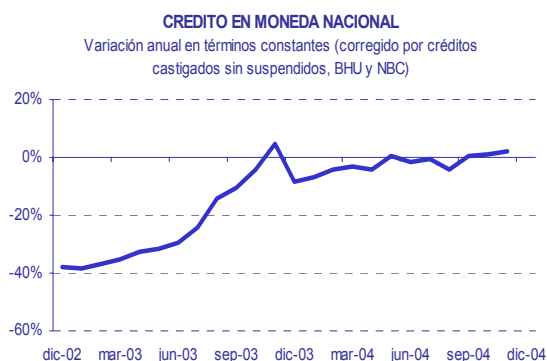
Esta mayor preferencia por liquidez también se evidencia en los depósitos en moneda extranjera de residentes en el sistema bancario. En efecto, al cierre del año 2004³³ el 65% de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario corresponden a depósitos a la vista y en cajas de ahorro, cuando con anterioridad a la crisis este porcentaje se ubicaba en valores del orden del 35%. Al igual que en el caso de los depósitos en moneda nacional el cambio en el contexto macroeconómico que se produjo desde mediados del año 2003 no ha revertido la preferencia del público por una mayor liquidez de los depósitos en moneda extranjera. En particular, en el año terminado en noviembre de 2004 los depósitos a plazo en moneda extranjera muestran una caída de 21,3%, medidos en dólares, en tanto, que los depósitos líquidos – a la vista y cajas de ahorro- han aumentado 33,3% en el mismo período.



El crédito bancario

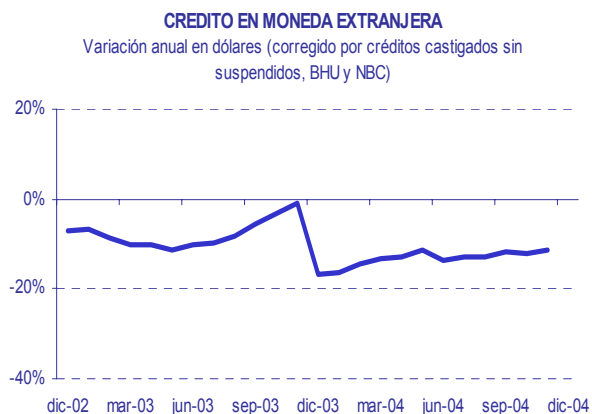
A pesar de la dinámica mostrada por los depósitos en moneda nacional, la relación entre reservas voluntarias y depósitos líquidos se redujo durante los primeros tres trimestre del año 2004. Esta evolución resulta peculiar ya que es razonable esperar una relación positiva entre ambas variables. La explicación se encuentra en la inusual acumulación de reservas que habían realizado los bancos a lo largo del año 2003, consecuencia de la política más expansiva seguida por el BCU, y el lento proceso a través del cual las instituciones redimensionaron las reservas no

³³ Se está trabajando con datos al cierre de noviembre.



deseadas. De hecho, la política de signo más expansivo de la autoridad monetaria en el cuarto trimestre del 2004 ha vuelto a incidir al alza sobre esta relación, tal como puede observarse en el gráfico, situación que es de esperar que, siempre que las condiciones estén dadas, se revierta en el transcurso del presente año.

Un análisis preliminar de los usos y fondos en moneda nacional del sistema bancario muestra que los fondos que las instituciones obtuvieron en los primeros once meses del año mediante la captación de depósitos conjuntamente con la reducción de sus reservas voluntarias, fueron aplicados, principalmente, a la concesión de crédito al sector privado y la adquisición de títulos, tanto LRM como Letras de Tesorería, al tiempo que aumentaron posición en moneda extranjera.



En particular los fondos aplicados a crédito al sector privado no financiero en los primeros once meses del año (\$ 1.570 millones), superaron los captados a través de los depósitos (\$ 1.101 millones), lo que estaría reflejando una conducta más expansiva por parte del sistema bancario, consistente con el crecimiento, que como fuera analizado anteriormente, experimentó el multiplicador monetario. Al cierre del mes de noviembre las colocaciones en moneda nacional del conjunto del sistema bancario se ubica 2.8% por encima³⁴, en términos reales, de las existentes en igual período del año 2003. Si bien la mencionada tasa de crecimiento es moderada, la tendencia de los últimos tres meses luce más vigorosa aun cuando el proceso de reactivación del crédito en moneda nacional continúa siendo liderado por algunas de las instituciones, no reflejando a la totalidad del sistema.

A diferencia de la conducta más expansiva que el sistema bancario mostró en moneda nacional, el crédito en moneda

³⁴ A efectos de este análisis se ha ajustado la serie de crédito en moneda nacional eliminando operaciones especiales, los bancos liquidados y no se está incluyendo la información de NBC y BHU. La serie corresponde a crédito bruto sin devengamientos y se ha ajustado por créditos castigados.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

extranjera continuó reduciéndose a tasas importantes en el transcurso del año 2004. Al cierre del mes de noviembre las colocaciones del sistema bancario al sector privado residente muestran una caída de 11,4% medida en dólares. Esta evolución del crédito en moneda extranjera en un contexto de gran dinamismo de la economía y, en particular de la inversión privada tal como se analizó anteriormente, sugiere que el sector productivo estaría en buena parte autofinanciándose. El importante saldo positivo acumulado en el rubro Errores y Omisiones de la Balanza de Pagos en los primeros nueve meses del año podría estar confirmando esta hipótesis.

V. El contexto macroeconómico del año 2005 y las proyecciones monetarias

Perspectivas para el 2005

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

En primer lugar, el escenario internacional seguirá caracterizado por el crecimiento de la demanda mundial, un buen nivel de precios de los *commodities* exportados por Uruguay y significativos niveles de liquidez internacional que determinarán un fluido acceso de los países emergentes a los mercados de capital. Adicionalmente, las perspectivas favorables de crecimiento de las economías de la región ayudarán a mantener el ritmo de crecimiento de las exportaciones uruguayas, lo que repercutirá positivamente sobre el resto de los sectores de la economía.

Si bien el escenario externo continúa siendo favorable para el desarrollo de la actividad económica, es de destacar que en los últimos meses se ha comenzado a apreciar un cierto desmejoramiento de las condiciones internacionales. En efecto, por un lado, la actividad mundial ya da visos de desaceleración, especialmente en Europa y Japón. Por otro lado, los precios de los *commodities* muestran una tendencia decreciente, al tiempo que el precio del petróleo continúa en niveles elevados, lo que contribuye al deterioro de los términos de intercambio. Asimismo, se continúa esperando un ajuste gradual de las tasas de interés en Estados Unidos. El dólar estadounidense sigue depreciándose en los mercados internacionales, en línea con la renovada preocupación de los mercados por el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos. Por todo lo anterior, es posible afirmar que el presente año se presentará menos positivo para Uruguay que el 2004.

Del lado de la demanda interna, se espera un comportamiento moderadamente expansivo del gasto de las familias y de las

INFORME DE POLITICA MONETARIA

empresas. El aumento de la confianza de los consumidores y la mejora de las perspectivas de mediano plazo de la economía uruguaya continuarán impulsando las decisiones de compra de bienes durables y de capital.

A esto se agregan otros factores que contribuirán al desarrollo de la demanda agregada, como las bajas tasas de interés y el repunte del crédito. Adicionalmente, es de esperar que las entradas de capitales canalizadas por el sector privado no financiero sigan contribuyendo a financiar la expansión del gasto interno.

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

La formación bruta de capital fijo ha exhibido en los últimos trimestres un marcado dinamismo. Hacia el futuro, el entorno macroeconómico favorable y la elevada rentabilidad esperada de los nuevos emprendimientos -sobre todo de aquellos orientados a los mercados externos- deberían continuar incentivando las decisiones de inversión de las empresas. Se espera que la formación bruta de capital siga aumentando, tanto en valores absolutos como en términos del PIB.

Se supone que el gasto público presentará un comportamiento levemente expansivo en 2005 en la medida que persista el aumento de los ingresos tributarios del gobierno asociados a la reactivación. Ello permitiría -manteniendo el nivel de superávit primario requerido para asegurar la sustentabilidad intertemporal del sector público- comenzar a recomponer los niveles de inversión pública e iniciar un proceso de recuperación de ciertas partidas de gastos sociales.

Proyecciones de las principales variables

Con base en las anteriores consideraciones, así como en la información más reciente sobre la evolución de la economía uruguaya, el ejercicio de proyección macroeconómica arroja el siguiente escenario base:

Nivel de actividad: Se ajustó al alza la estimación del crecimiento del PIB para 2005, el que ahora se proyecta entre 5.5% y 6.0%.

Empleo: Se estima que la ocupación podría incrementarse un 3% en el promedio de 2005, lo que representa unos 35.000 nuevos puestos de trabajo.

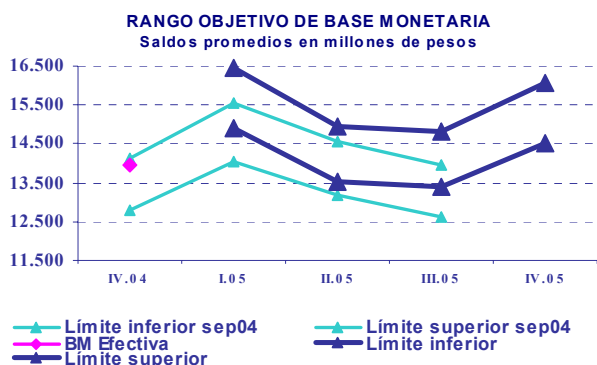
Cuenta corriente: Se prevé un déficit moderado en la cuenta corriente de la balanza de pagos de entre 1% y 2% del producto.

Inflación: La meta establecida en el último Comité de Política Monetaria para la variación en 12 meses del IPC se ubica en el rango 5,5% - 7,5%.

Las proyecciones monetarias

Para el año 2005 el BCU buscará mantener una política monetaria consistente con una trayectoria decreciente de la tasa de inflación, ubicándose el rango objetivo para dicha variable entre 5,5% y 7,5% de acuerdo a la decisión adoptada por el Comité de Política Monetaria en su reunión del pasado 29 de diciembre.

Considerando los objetivos de precios establecidos por el Comité de Política Monetaria y el contexto macroeconómico previsto para el próximo año fueron desarrolladas las proyecciones monetarias. De acuerdo a las mismas, los medios de pago experimentarían un crecimiento en términos reales ligeramente superior al 6% en el transcurso del presente año, en un contexto en el cual se prevé



INFORME DE POLITICA MONETARIA

una evolución creciente, aunque a un ritmo menor que el observado hasta el presente, del multiplicador monetario.

Con base en dichas proyecciones se decidió realizar una corrección al alza del rango objetivo de variación de la base monetaria. Esta mayor holgura en materia monetaria se entendió consistente con una relativa estabilidad en el mercado de dinero, justificable por un nivel de actividad mayor al previsto originalmente y razonable en un contexto en el cual se mantendría una tendencia decreciente de la tasa de inflación.

RANGO OBJETIVO DE BASE MONETARIA		
Promedios en millones de pesos		
Trimestre	Límite inferior	Límite superior
I.2005	16.462	14.894
II.2005	14.931	13.509
III.2005	14.798	13.388
IV.2005	16.066	14.536

Balance de riesgos

El escenario macroeconómico previsto está sujeto a diversos factores de riesgo. Quizás la principal amenaza que actualmente enfrentan países como Uruguay sea la posibilidad de un cambio abrupto en las variables financieras internacionales más relevantes -tasas de interés y tipos de cambio- que desencadenen ajustes recesivos en las economías desarrolladas y una reversión de los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. Es de destacar que los desequilibrios del sector público y de la cuenta corriente de EE.UU. han persistido, lo que mantiene vigente la posibilidad de ajustes bruscos de las paridades cambiarias. La depreciación acelerada de la moneda norteamericana y la necesidad de financiar los “ déficit gemelos” de EE.UU. podrían disparar una suba de tasas más pronunciada a lo esperado por los mercados.

Bajo estas condiciones, nuestra economía podría verse impactada en dos frentes: por un lado, enfrentaría un nuevo ciclo

internacional de alzas en las tasas de interés y una mayor volatilidad de los mercados de capitales, lo que redundaría en un aumento del servicio de la deuda pública y en un deterioro en las condiciones de acceso al financiamiento externo e interno; por otro, dicho escenario implicaría una fuerte desaceleración de la demanda mundial, particularmente de los bienes primarios, exacerbándose con ello las presiones deflacionarias sobre los precios internacionales de los *commodities*. En este marco, es probable que el crecimiento de nuestros socios comerciales de la región también se vea afectado. La economía uruguaya sufriría no sólo el impacto directo de la caída de las exportaciones, sino también, el efecto indirecto sobre la demanda interna ocasionado por el deterioro de las expectativas de los agentes económicos.

Por otro lado, si bien el precio del petróleo registró un descenso de unos U\$S 10 dólares por barril desde el pico de fines de octubre, vinculado principalmente a la desaparición de algunos elementos transitorios que afectaban la oferta y que incrementaban la prima por riesgo en ese mercado, aún persisten riesgos subyacentes (fenómenos difícilmente predecibles, tales como los problemas geopolíticos de Medio Oriente) que podrían elevar el precio del crudo en el corto plazo. De concretarse una nueva suba del petróleo, la misma podría acelerar el proceso de ajuste en las economías desarrolladas, amplificando el impacto negativo del shock petrolero sobre los países en desarrollo.

En suma, hasta ahora la coyuntura internacional ha contribuido a la recuperación acelerada de Uruguay. Sin embargo, dada la elevada vulnerabilidad que aún presenta nuestra economía, un deterioro significativo de dicho contexto conduciría seguramente a una reversión del ciclo económico uruguayo.

En lo que atañe a los factores de riesgo internos, un primer aspecto a destacar está asociado al proceso de cambio de gobierno y a la política económica que implementará la nueva administración. La incertidumbre que se genera durante los períodos de traspaso del poder es un fenómeno normal en las sociedades democráticas. El gobierno entrante que asumirá el primero de marzo ha anunciado que mantendrá en términos

INFORME DE POLITICA MONETARIA

generales los lineamientos económicos seguidos hasta el presente, por lo que no es de esperar grandes cambios en materia de política económica, al menos en el corto plazo. Por otra parte, las expectativas de los agentes económicos parecen ya haber incorporado totalmente el efecto del cambio de gobierno, por lo que no se anticipa una mayor volatilidad de las variables financieras en los próximos meses.

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

Finalmente, a pesar de la evolución reciente de los precios, persiste un riesgo inflacionario latente que debe ser tenido en cuenta a la hora de diseñar la política monetaria. En efecto, a medida que se consolida el crecimiento, aumentarán las presiones inflacionarias originadas en los aumentos de salarios (el nuevo gobierno ha anunciado que piensa introducir nuevamente los consejos de salarios como mecanismo de negociación colectiva), el agotamiento de la brecha del producto y la recomposición de márgenes de producción y comercialización. Por otra parte, debido a la depreciación del dólar en los mercados internacionales, Uruguay podría enfrentar un escenario de fuerte suba de precios internacionales expresados en la divisa norteamericana. Esto podría terminar afectando los precios de los bienes transables que componen la canasta del IPC.

La disciplina fiscal, la prudencia de la política monetaria y la flexibilidad cambiaria constituyen elementos claves para minimizar los factores de riesgo comentados y disminuir la volatilidad de las variables reales y financieras.

En síntesis

El marco macroeconómico bajo el cual se desenvolverá la política monetaria en los próximos 12 meses supone condiciones internacionales favorables que facilitarán la continuidad del proceso de recuperación de la economía uruguaya. Sin embargo, no se prevé un contexto externo tan auspicioso para Uruguay como el del año anterior. Si bien existen riesgos asociados tanto a la evolución de las variables internacionales como a las domésticas, los mismos presentan baja probabilidad de ocurrencia y no implican bajo ningún escenario modificaciones abruptas de la política económica.

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

Es bien sabido que la política monetaria actúa a través de diferentes canales y con diferentes rezagos, por lo que a corto plazo no es posible establecer un vínculo estrecho entre los instrumentos de política y el objetivo final. No obstante, el BCU ha avanzado en el desarrollo de sus instrumentos, el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y los modelos de predicción, y procurará cumplir con la meta de inflación de entre 5,5% y 7,5% en 2005, la cual es consistente con su compromiso de alcanzar la estabilidad de precios en el mediano plazo. Esto, aunado a las reformas estructurales pendientes y al fortalecimiento de las institucionales, contribuirá a hacer más segura y rentable la inversión en el país, a elevar la productividad global de la economía y, por tanto, a mejorar de manera sostenible el nivel de vida de los uruguayos.

URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS

	1999	2000	2001	2002	2003	I.2004	II.2004	III.2004
1. Oferta y utilización final								
1.1 Producto Interno Bruto (PIB)								
Millones U\$S (últimos doce meses)	20.914	20.087	18.561	12.278	11.182	11.715	12.218	12.695
Variación real (contra igual período año anterior)	-2,8	-1,4	-3,4	-11,0	2,5	14,6	12,6	12,5
1.2 Demanda interna (var. igual período año anterior)								
Formación bruta de capital fijo	-8,1	-13,1	-9,4	-32,5	-11,4	58,3	27,7	31,3
Consumo total	-1,3	-1,4	-2,1	-15,9	-1,1	12,7	11,9	14,9
1.3 Sector externo (var. igual período año anterior)								
Exportaciones de bienes y servicios	-7,4	6,4	-9,1	-10,3	4,1	18,7	20,7	22,8
Importaciones de bienes y servicios	-5,8	0,1	-7,1	-27,9	1,6	29,5	29,6	23,2
2. Mercado de trabajo								
Empleo (var. igual período año anterior)	-2,2	-1,1	0,6	-3,5	-0,7	7,3	7,7	6,0
PEA (var. igual período año anterior)	-0,9	1,4	2,7	-1,5	-0,7	1,4	2,3	2,6
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período)	11,3	13,6	15,3	17,0	16,9	13,9	13,1	13,3
3. Sector externo								
3.1. Transacciones de mercaderías (var.igual período año anterior)								
Exportaciones de bienes (FOB)	-19,1	2,6	-10,5	-9,6	18,1	33,5	30,1	36,3
Importaciones de bienes (FOB)	-11,7	3,7	-12,0	-35,9	11,6	40,6	38,5	40,4
3.2. Balanza de pagos (últimos 12m en % del PIB)								
Cuenta corriente	-2,4	-2,8	-2,6	2,6	0,5	0,6	0,4	-0,4
Exportaciones de bienes y servicios	16,6	18,2	17,6	21,9	27,2	28,1	28,6	29,4
Importaciones de bienes y servicios	19,1	20,9	20,0	20,3	24,2	24,7	25,8	26,6
Cuenta capital	1,7	3,8	2,7	-2,6	1,4	-1,2	1,2	1,8
Errores y omisiones	0,7	0,1	1,4	-18,9	10,5	13,6	7,3	3,6
Variación Activos de Reseva del Banco Central	0,1	1,1	1,5	-19,0	12,3	13,0	8,9	5,0
3.3. Activos de Reserva del BCU (en mill. de U\$S, fin de período)	2.600	2.823	3.100	772	2.087	2.243	2.244	2.351
4. Finanzas Públicas								
4.1 Sector Público Consolidado (Ultimos doce meses, % PIB)								
Resultado Global	-3,7%	-3,9%	-4,1%	-4,2%	-3,3%	-2,8%	-1,5%	-1,5%
Resultado Primario	-1,5%	-1,3%	-1,2%	0,3%	2,9%	3,5%	4,0%	4,4%
4.2 Sector Público no Financiero (Ultimos doce meses, % PIB)								
Ingresos totales	30,4	30,8	31,8	30,9	30,7	30,7	30,7	29,7
Egresos totales	33,9	34,3	35,6	34,8	33,6	33,1	31,4	30,5
Egresos primarios ⁽¹⁾	31,8	31,9	32,7	30,4	27,6	27,0	26,4	25,2
5. Deuda pública								
5.1 Deuda bruta (en % del PIB)	41	45	54	93	109	108	105	106
5.2 Deuda neta (en % del PIB)	27	30	36	66	74	73	72	72
5.3 Deuda externa bruta s/pco (en % del PIB)	27	30	31	67	85	84	78	79
5.4 Deuda externa neta s/pco (en % del PIB)	13	15	13	54	61	59	56	55
6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos 12 meses)								
6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)	4,2	5,1	3,6	25,9	10,2	8,4	9,6	9,6
6.2 Índice de Precios Mayoristas (IPM)	-0,3	9,5	3,8	64,6	20,5	11,4	21,7	13,1
6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)	7,6	7,3	13,1	93,5	7,3	3,3	11,3	0,3
7. Precios relativos (Var. igual período año anterior)								
7.1 Tipo de cambio real	-9,3	2,8	0,0	-2,1	30,7	11,2	3,2	0,8
7.2 Salarios reales	1,6	-1,3	-0,3	-10,7	-12,4	-1,9	-1,3	0,5
8. Indicadores monetarios								
8.1 Base monetaria (Ultimos doce meses)								
En millones de U\$S	838	830	739	442	499	468	450	460
En % del PIB	4,0	4,1	4,0	3,6	4,5	4,0	3,7	3,6
Variación real	-2,1	1,4	-3,0	-8,0	10,0	1,5	-1,4	-10,2
8.2 Agregados monetarios (Ultimos doce meses)								
M1* ⁽²⁾ (variación real)	2,1	-5,5	-7,4	-19,9	22,5	18,0	23,2	6,7
M2 (variación real)	2,0	-1,3	-12,1	-26,8	17,7	21,7	13,0	1,9
Depósitos en moneda extranjera (variación en dólares) ⁽³⁾	1.565	914	1.801	-5.886	-297	901	163	365
Residentes	526	231	459	-1.982	249	1.119	735	567
No residentes	1.039	683	1.342	-3.904	-546	-218	-572	-202
8.3 Tasas de interés pasivas (fin de período)								
Moneda nacional (3 meses plazo)	14,5	13,1	19,4	45,6	5,7	5,0	4,9	5,0
Moneda extranjera (3 meses plazo)	4,5	4,8	2,1	2,7	1,0	0,8	0,8	0,8

(1) Sin considerar el pago de intereses.

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

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