



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

INFORME DE POLITICA MONETARIA

CUARTO TRIMESTRE DE 2006

SÍNTESIS	3
I. EL CONTEXTO INTERNACIONAL Y REGIONAL.....	4
<i>El contexto internacional.....</i>	<i>4</i>
<i>La Región.....</i>	<i>9</i>
II. LA ECONOMÍA URUGUAYA.....	15
NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO	15
<i>Oferta y utilización finales.....</i>	<i>17</i>
<i>Sectores productivos.....</i>	<i>19</i>
<i>El mercado de trabajo</i>	<i>22</i>
SECTOR EXTERNO.....	24
<i>La Cuenta Corriente</i>	<i>24</i>
<i>La Cuenta Capital y Financiera.....</i>	<i>25</i>
EL SECTOR FISCAL.....	27
EL SISTEMA FINANCIERO.....	38
<i>Los depósitos de residentes en el sistema bancario</i>	<i>38</i>
<i>El crédito bancario</i>	<i>40</i>
<i>La evolución de las tasas de interés</i>	<i>42</i>
<i>Indicadores de calidad de cartera, liquidez, solvencia y resultados del sistema financiero</i>	<i>44</i>
DESARROLLO MACROECONÓMICO RECIENTE: LOS INDICADORES DEL CUARTO TRIMESTRE DE 2006	47
III. LA INFLACIÓN	48
<i>Evaluación del comportamiento de la inflación.....</i>	<i>48</i>
<i>Evolución del IPC.....</i>	<i>49</i>
<i>Los precios administrados.....</i>	<i>50</i>
<i>Los bienes transables internacionalmente.....</i>	<i>50</i>
<i>Los bienes transables regionalmente.....</i>	<i>51</i>
<i>Otros desarrollos destacados entre los bienes y servicios no transables.....</i>	<i>52</i>
<i>Los costos unitarios de la mano de obra</i>	<i>53</i>
<i>La inflación subyacente</i>	<i>56</i>
LAS EXPECTATIVAS DE LOS EXPERTOS	57
<i>Presentación de la encuesta</i>	<i>57</i>
<i>Resultados recientes</i>	<i>57</i>
IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS VARIABLES MONETARIAS	59
LA POLÍTICA MONETARIA.....	59
EL MANEJO DE CORTO PLAZO DE LA POLÍTICA MONETARIA	60
LOS MEDIOS DE PAGO.....	63
<i>La evolución del agregado monetario M1.....</i>	<i>63</i>
<i>La oferta de dinero primario</i>	<i>65</i>
<i>Los factores de variación de la BM.....</i>	<i>66</i>
<i>La composición de la BM</i>	<i>67</i>

<i>El multiplicador monetario</i>	68
V. POLÍTICA MONETARIA Y BALANCE DE RIESGOS	70
CUADRO 1: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN	75
CUADRO 2: FACTORES DE VARIACION DE LA BASE MONETARIA	76
CUADRO 3: URUGUAY – ESTADÍSTICAS RESUMIDAS	77

Síntesis

Durante el tercer trimestre de 2006 la economía continuó experimentado un sólido ritmo de crecimiento, El proceso de crecimiento completó quince trimestres consecutivos y determinó que el Producto Interno Bruto se ubique casi un 6% por encima del del año 1998, cuando se alcanzó el mayor nivel anterior a la crisis. Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que el nivel de actividad continuó expandiéndose.

En el cuarto trimestre de 2006 la inflación, medida a través del Índice de Precios al Consumo, alcanzó 0,21 %. La inflación de los 12 meses finalizados en setiembre de 2006 fue de 6.38%, ubicándose, por cuarto trimestre consecutivo, dentro del rango objetivo anunciado por la autoridad monetaria.

Para los próximos meses se prevé que la economía continúe enfrentando un contexto favorable en cuanto a financiamiento y demanda externa, aunque no se estima una recuperación sustantiva en los términos de intercambio.

En su reunión ordinaria celebrada el 28 de diciembre de 2006 el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay adoptó, de acuerdo con la meta de estabilidad de precios establecida por el Comité de Coordinación Macroeconómica integrado por el MEF y el BCU, como rango meta de inflación anual el comprendido entre 4% y 6% para el período que finaliza en junio de 2008, manteniendo así el horizonte de dieciocho meses. En forma consistente con el contexto macroeconómico previsto para dicho período la pauta indicativa de incremento nominal de los medios de pago (M1) se ha reducido a un crecimiento trimestral compatible con un 15% anual.

I. El contexto internacional y regional

El contexto internacional

En el corto y mediano plazo se espera un crecimiento sólido de la economía mundial aunque con un cierto deterioro asociado con la desaceleración de la economía de Estados Unidos. Se espera que el freno en el ritmo de crecimiento de la economía norteamericana sea contrarrestado con un crecimiento más elevado en Europa y Japón y el mantenimiento de alto crecimiento en algunas economías emergentes.

Los riesgos principales para el desempeño económico global se mantienen asociados a los altos y volátiles precios del petróleo y a una liquidez mundial más restringida, mientras que persisten los riesgos asociados al déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos y como contrapartida, los fuertes superávits de las economías de Asia y los países petroleros.

Desde principios de agosto se registra una caída en los precios del petróleo. Esa caída se detuvo parcialmente en noviembre, a partir del recorte en la oferta definido por la OPEP de 1,2 millones de barriles diarios desde el 1º de noviembre. Varios analistas esperan una mayor volatilidad en los precios para 2007.

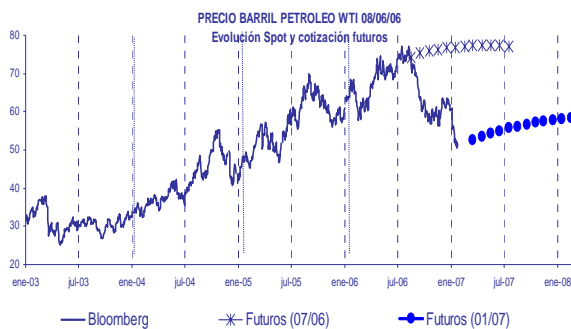
En lo que respecta a las tasas de interés, las expectativas de los mercados parecen indicar que el ciclo de alzas ya ha terminado en los Estados Unidos, mientras se estima que las tasas de interés de referencia de política monetaria continuarán su ciclo alcista en Japón y Europa.

Estados Unidos

Estados Unidos sigue siendo un motor para el crecimiento mundial, aunque ahora se prevé una desaceleración en su desempeño económico. Tras registrar un incremento de 5,25% anualizado en el primer trimestre y de 2,5% en el segundo, en el tercer trimestre el crecimiento se ubicó en el 2%, inferior a la tasa

PROYECCION DE CRECIMIENTO Principales Economías		
	2006	2007
EE.UU	3.3%	2.7%
Japón	2.1%	2.3%
Euro Area	2.7%	2.2%
China	10.6%	9.5%
Países Desarrollados	2.9%	2.5%
Países Emergentes	6.5%	5.9%
Economía Global	3.6%	3.1%

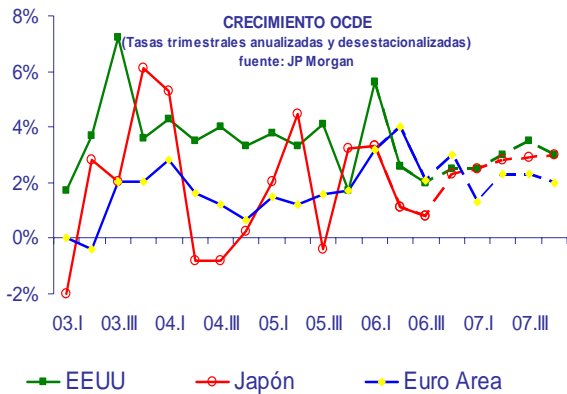
Fuente: J.P.Morgan



INFORME DE POLITICA MONETARIA

de crecimiento potencial. Para el 2007 se espera un crecimiento interanual del entorno de 2,5%.

El menor ritmo de crecimiento de la economía se asocia con el efecto riqueza negativo -derivado de la caída del valor de las viviendas- en el consumo, especialmente de bienes durables, que creció tan solo 0,5% en el segundo trimestre, contra 19,8% en el trimestre anterior. La inversión fija, que venía creciendo desde el segundo trimestre de 2003, cayó 0,9% debido exclusivamente a la reducción de los gastos en inversiones residenciales. Estas inversiones crecieron, en promedio, entre el segundo trimestre de 2002 y el tercero de 2005 por encima del 9% acumulativo anual, lo que muestra el impacto que el fin del ciclo de elevación de los precios de los inmuebles estaría teniendo sobre el dinamismo de la economía norteamericana.



Si bien el shock del valor de la vivienda sobre la riqueza y el consumo es visible, se especula que la evolución al alza de los salarios y la caída en los precios de los combustibles por el descenso en los precios del petróleo podrían contrarrestar el efecto riqueza negativo.

En octubre se registró deflación por segundo mes consecutivo. El IPC se redujo 0,5%, mientras que el núcleo -que excluye los precios de los alimentos y la energía- tuvo un aumento de 0,1%, el menor avance en 13 meses. Las presiones inflacionarias parecen estar contenidas hacia el futuro, gracias a los aumentos sostenidos de la productividad y a la debilidad relativa en los precios del petróleo.

En su reunión del 12 de diciembre, la Reserva Federal decidió mantener la tasa de interés de referencia en 5,25%. El comité de política monetaria entendió que los datos observados en la inflación han sido elevados y que el alto nivel de utilización de la capacidad instalada tiene el potencial de sostener presiones inflacionarias, aunque en forma moderada dada el menor ímpetu en los precios de la energía, expectativas inflacionarias relativamente contenidas y las restricciones a la demanda

PROYECCION DE INFLACION Principales Economías		
	2006	2007
EE.UU	1.9%	2.5%
Japón	0.5%	0.5%
Euro Area	1.8%	2.2%
China	1.5%	2.2%
Países Desarrollados	1.7%	2.0%
Países Emergentes	4.1%	4.3%
Economía Global	2.1%	2.5%

Fuente: J.P.Morgan

INFORME DE POLITICA MONETARIA

agregada, fruto, entre otros factores, de los efectos de la política monetaria.

Según el último informe del Departamento de Comercio, el déficit comercial de los Estados Unidos cayó 6,8% en setiembre con relación al nivel alcanzado en agosto, llegando a 64,3 miles de millones de dólares, debido principalmente a la caída en los precios del petróleo.

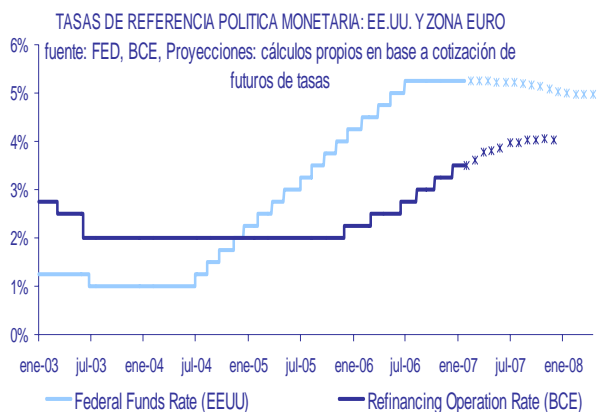
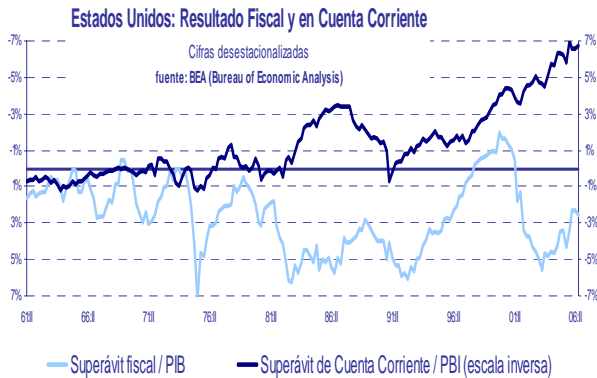
Los últimos datos del comercio muestran que las exportaciones siguen siendo un motor importante de crecimiento. Las exportaciones crecieron 1,3% en volumen físico en setiembre respecto al mes anterior, llevando al crecimiento en volumen de los últimos doce meses cerrados a setiembre respecto al mismo período de 2005 a 11,8%. El crecimiento de las exportaciones continúa siendo liderado por las exportaciones de bienes de capital.

Europa

A pesar de la desaceleración mostrada en el tercer trimestre de 2006, la economía europea se encuentra creciendo a un muy buen ritmo. El determinante principal del desempeño económico ha sido la demanda interna, más que las exportaciones. La inversión mostró un dinamismo interesante creciendo más que el producto, a una tasa intertrimestral de 2,1%, mientras que el consumo privado creció 0,3%. Alemania sigue siendo el motor de la recuperación europea.

Los analistas consultados por el Banco Central Europeo (BCE) prevén un crecimiento para 2006 de 2,6%; 0,4 más que en encuestas anteriores. La revisión al alza refleja el crecimiento más alto del previsto en el primer semestre del año, así como mayores expectativas de crecimiento de la demanda interna especialmente el consumo privado y la inversión. Para el 2007 y 2008 se espera una reducción en el crecimiento por la desaceleración de la economía mundial, con tasas de alrededor del 2%.

El día 2 de noviembre el BCE decidió mantener la tasa de interés en 3,25% (en la reunión de octubre la había incrementado en 25 puntos básicos).



INFORME DE POLITICA MONETARIA

Según Eurostat la inflación de los 12 países de la zona euro alcanzó 1,6%, un valor menor al de los meses anteriores (1,7% en setiembre; 2,3% en agosto; 2,5% en julio), debido principalmente a la disminución de los precios del petróleo observada desde agosto. Se espera que, en la medida que el fenómeno de los precios de la energía no afectaría la inflación subyacente, la inflación retorne a los valores anteriores en los próximos meses.

Los analistas consultados por el BCE prevén una inflación de 2,1% para el 2007. Si bien se espera que la fuerte demanda interna pueda generar presiones al alza, la desaceleración de la economía mundial la contrarrestaría.

El euro pasó desde agosto por un período de depreciación frente al dólar que se revirtió hacia finales de octubre. El descenso de los precios del petróleo en setiembre probablemente haya sido un factor determinante del fortalecimiento del dólar en la medida que haya contribuido a atenuar las perspectivas de enlentecimiento de la economía americana.

Japón

La actividad económica en Japón continúa recuperándose de forma constante, mientras que los precios siguen aumentando a un ritmo moderado.

Los datos de la primera estimación del PIB para el tercer trimestre muestran que la producción registró un crecimiento de 2% anualizado, con un crecimiento de 0,5% respecto al trimestre anterior. A pesar que el consumo – que representa un poco más de la mitad de la demanda-cayó 0,7%, la inversión creció 2,9%. Las exportaciones crecieron 2,7% en el tercer trimestre debido principalmente al desempeño de los sectores de productos electrónicos y de telecomunicaciones.

La inflación medida por los precios de consumo siguió aumentando en setiembre, registrándose un valor de 0,6% en tasa interanual. Mayor crecimiento mostraron los precios industriales como consecuencia de los aumentos en las materias primas y la solidez de la demanda final.

Para el año 2007 se estima una tasa de crecimiento de 2,0% y niveles de inflación en torno al 0,4%.

China

La tasa de crecimiento interanual del PIB se redujo al 10,4% en el tercer trimestre, tras situarse en el 11,3% en el trimestre anterior. La producción industrial de China se desaceleró en octubre al crecer 14,7% con respecto a un año antes. El alza de septiembre había sido de 16,1%.

Los indicadores mensuales de actividad económica sugieren que la inversión perdió fuerza en el tercer trimestre y que los factores de demanda se han desplazado principalmente a las exportaciones y, en menor medida, al consumo.

La inflación ha continuado en el entorno de 1,4% interanual en los últimos meses. El dato interanual observado en setiembre muestra un crecimiento de 1,5% frente al 1,3% de agosto. En octubre la inflación fue de 1,4%.

La balanza comercial de China alcanzó un superávit de 23,8 miles de millones de dólares en octubre, acumulando 133,6 miles de millones de dólares en los primeros 10 meses del año, mayor a los 102 miles de millones de dólares de todo el año 2005. Las exportaciones alcanzaron los 88,1 miles de millones de dólares en octubre, 29,6% más que el mismo mes del año pasado. Las importaciones crecieron 22%.

Según analistas, el enlentecimiento de la economía norteamericana no generará un impacto relevante sobre las exportaciones de China a los Estados Unidos. Ello se debe a que las exportaciones de China se concentran en sectores en que la economía de Estados Unidos se mantiene sólida.

Las exportaciones chinas de bienes relacionados con la construcción representan apenas 5% del total, mientras que los bienes de consumo y de capital representan 80% de las exportaciones. En la medida que las dificultades en el sector inmobiliario y de la construcción no se propaguen al resto de la economía estadounidense, las exportaciones de China no se verían especialmente afectadas.

La Región

La economía regional se ha beneficiado en los últimos años de un entorno internacional muy favorable, caracterizado por altos niveles de precios de sus principales materias primas de exportación, gracias al dinamismo de las economías de los países demandantes de estos bienes y niveles de tasas de interés extraordinariamente bajos, asociados a incrementos de la liquidez internacional.

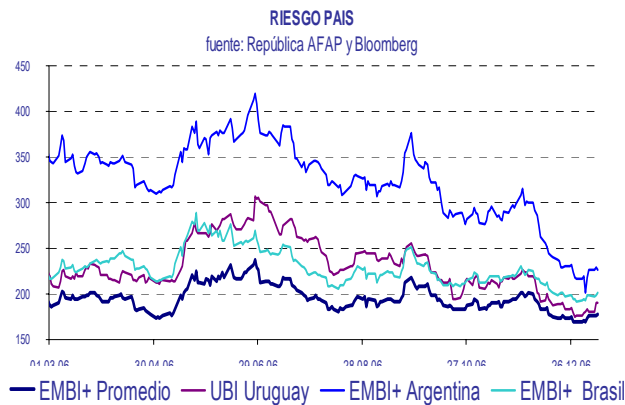
Si la desaceleración esperada en la economía norteamericana se procesa en forma gradual y continúa la recuperación de la economía europea y el alto dinamismo en los países asiáticos, se espera que el escenario internacional siga siendo favorable, al menos en cuanto a la evolución de los términos de intercambio tanto para Brasil como para Argentina, a pesar de que los precios del petróleo se mantendrían en niveles elevados.

En lo que refiere a las tasas de interés, se espera que continúen siendo relativamente bajas, a pesar de las medidas de política monetaria más restrictivas adoptadas en los últimos tiempos para hacer frente a presiones inflacionarias en los países centrales, con lo cual se mantendría el impacto favorable sobre los mercados emergentes.

Argentina

En el marco favorable antes señalado, la economía argentina continuaría creciendo a tasas elevadas. Se espera que el año 2006 cierre con un crecimiento de 8,4% y se proyecta para el 2007 y 2008 un crecimiento de 7% y 5%, respectivamente. La capacidad de seguir creciendo a tasas elevadas está asociada a los incrementos en los niveles de inversión. De acuerdo con varios analistas, las altas tasas de inversión son aún insuficientes para incrementar la capacidad instalada de manera tal que permita sostener las tasas de crecimiento de los últimos años.

El crecimiento del producto se acompaña con una desaceleración de los niveles inflacionarios, pero manteniéndose aún en niveles relativamente elevados, y con una diferencia de los incrementos interanuales en los precios al consumo de aproximadamente 30%



CRECIMIENTO REGIONAL			
	2005	2006 (*)	2007(*)
Brasil	2.30%	2.76%	3.50%
Argentina	9.20%	8.40%	7.00%

Fuente: BCRA - BCB; (*) proy

INFLACION REGIONAL			
	2005	2006 (*)	2007(*)
Brasil	5.70%	3.11%	4.00%
Argentina	12.30%	10.70%	10.30%

Fuente: BCRA - BCB; (*) proy

por debajo de la variación interanual de los precios implícitos del PIB.

Se espera que en el 2007, la inflación se mantenga cercana al 10% y la devaluación nominal en el entorno del 3%, por lo cual se seguiría acumulando inflación en dólares. La relativa estabilidad del tipo de cambio nominal puede estar asociada a los crecientes costos de esterilización de las compras de divisas que ha enfrentado el Banco Central en un contexto de suba de tasas de interés.

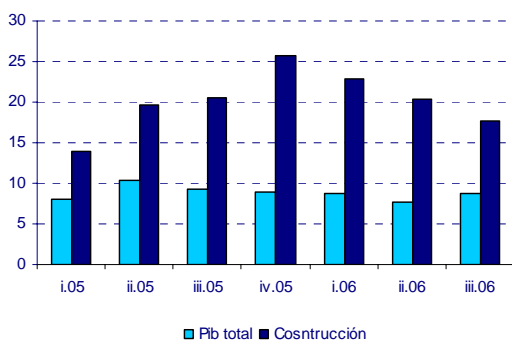
En este panorama se destacan como fortalezas de la economía argentina los superávits fiscal y de cuenta corriente, lo cual contrasta notablemente con la situación de la década de los 90.

Los datos de cuentas nacionales del tercer trimestre de 2006 muestran un incremento de la Oferta Total de la economía de 9% en los primeros nueve meses del año en relación con igual período del año 2005. Este crecimiento se compone de un aumento del PIB de 8,4% y de un aumento de las Importaciones de bienes y servicios de 14,8%.

Estos dos componentes de la oferta han tenido un dinamismo importante en los últimos trimestres. El índice de volumen físico desestacionalizado mostró un incremento del PIB de 2,6% en el tercer trimestre frente a 2,2% y 1,5% en los trimestres anteriores. Las importaciones tuvieron un incremento aún mayor, de 8,3% en el tercer trimestre y de 5,2% y 1,8% en los anteriores.

Desde el punto de vista sectorial, se destaca particularmente el dinamismo de la Construcción que ha estado creciendo a tasas muy superiores al promedio de la economía. En los primeros nueve meses del año creció a una tasa de 20,0%, aunque los datos trimestrales muestran una leve desaceleración (17,6% en el tercer trimestre contra 20,3% y 22,8% en los anteriores, todas ellas con respecto al mismo trimestre del año 2005). En el mismo sentido, el indicador mensual de la actividad de la construcción (ISAC) ha mostrado una desaceleración en los últimos meses. El índice desestacionalizado del ISAC muestra tres caídas consecutivas desde agosto respecto al mes anterior (-4,5% en agosto, -2,3% en setiembre y -2,0% en octubre) lo que ha llevado las tasas interanuales del índice con estacionalidad desde 17,7% en agosto (en línea con la tasa trimestral de las estimaciones de Cuentas Nacionales) a 8,5% en octubre.

ARGENTINA - Tasas de crecimiento trim t/trim t-4
fuente INDEC



Se destaca también el desempeño de la industria manufacturera que en los primeros nueve meses creció 9,2% respecto a igual período del año anterior. Según el indicador mensual de actividad de la industria (EMI) en los meses de octubre y noviembre se continúa con ese dinamismo, mostrando tasas de 0,17% y 1,3% respectivamente.

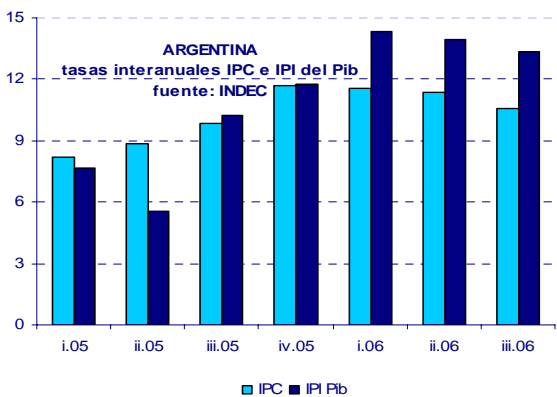
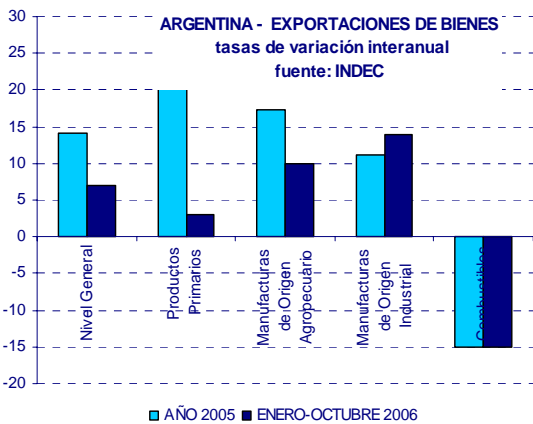
Del lado de la demanda, el dinamismo ha estado sustentado principalmente por la demanda interna, el Consumo Privado y la Inversión (en conjunto aportan 8,1% en el total de 9% de crecimiento de la utilización final), dado que las exportaciones han crecido a tasas bastante inferiores. El Consumo Privado creció 7,8% en los primeros nueve meses, aunque con tasas levemente decrecientes en cada uno de los trimestres del año (8,4% en el primero, 7,7% en el segundo y 7,2% en el tercero). La Inversión ha crecido a tasas cercanas al 20% en los tres trimestres del año, tanto la inversión en Construcción como en Maquinaria y Equipos. Para 2007 y 2008, se espera que el consumo se expanda a tasas reales de 6,3% y 4%, respectivamente.

En lo que tiene que ver con la demanda externa, las exportaciones muestran una pérdida de dinamismo en los últimos trimestres. El año 2005 cerró con un aumento de las exportaciones de bienes y servicios 13,5% respecto al año 2004. Esa tasa se redujo a 5,4% en los primeros nueve meses de 2006.

Las exportaciones de bienes pasaron de una tasa de crecimiento del 14,2% en el año 2005 a 7% en enero-octubre de 2006. Las exportaciones de combustibles mostraron una reducción de 15% en volumen físico. La desaceleración de las ventas al exterior está asociada a las menores tasas de crecimiento de las exportaciones de productos primarios y de las manufacturas de origen agropecuario. Esto guarda relación con las restricciones impuestas a las exportaciones de carne, como con la menor oferta de algunos granos, fruto de reducidas cosechas, con caídas superiores a 20% en los casos del trigo y el maíz.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron 14,8% en los primeros nueve meses. En las importaciones de bienes tuvo un peso relevante el dinamismo de las importaciones de bienes de capital.

La inflación en el mes de noviembre medida por el Índice de Precios al Consumo fue de 0,7% con relación al mes anterior;

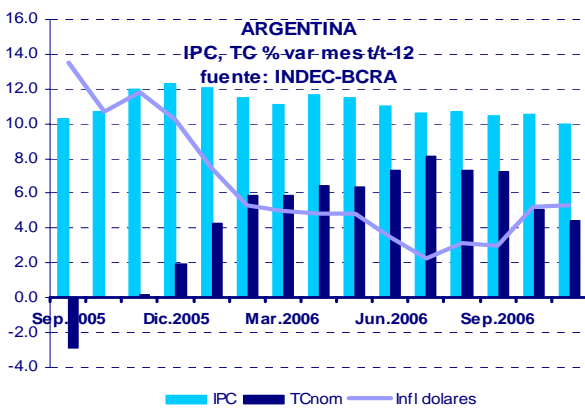


10,0% respecto a igual mes del año anterior. En los once primeros meses del año el IPC mostró una variación de 8,8%.

La desaceleración de la inflación en los últimos meses es observable en todas las categorías de bienes y servicios que presenta el INDEC. La misma tendencia parecen seguir los precios implícitos del PIB, aunque con niveles bastante más elevados en los últimos trimestres (13,4% en el tercer trimestre).

Luego de un largo período de caída hasta el mes de julio, en que alcanzó una tasa interanual cercana al 2%, la inflación en dólares ha venido creciendo desde entonces hasta alcanzar una tasa interanual de 5,3% en noviembre. Este incremento se debe a una reducción en la devaluación nominal, dado que la inflación en pesos se mantiene relativamente constante.

De acuerdo con las proyecciones para el 2007, la inflación en dólares se situaría en el entorno del 6%.



Brasil

En Brasil, la actividad económica se ha enlentecido en los últimos meses, liderada fundamentalmente por sucesivas caídas en la producción industrial. Los datos de cuentas nacionales del tercer trimestre han llevado a ajustar a la baja las proyecciones para el año 2006, a una tasa por debajo de 2,8%. Para el 2007 se espera una expansión en el entorno de 3,5%, lo cual es visto como insuficiente dado un entorno externo favorable en que la economía mundial crece a tasas cercanas al 5%.

La inflación mantiene su tendencia a la baja, lo que ha permitido continuar con la política de reducción de la tasa de interés, la que sin embargo permanece en niveles reales cercanos al 10%.

El logro de importantes superávits fiscales y la reducción del endeudamiento externo completan un panorama de fortaleza macroeconómica, la cual se ve reflejada en los niveles de riesgo país que se han situado en niveles de 200 puntos básicos en las últimas semanas. Esto marca una baja probabilidad de deterioro en las condiciones de financiamiento internacional del país.

Los últimos datos de Cuentas Nacionales muestran un incremento del PIB en los nueve primeros meses del año de 2,5%, levemente superior a la variación del año 2005 respecto del 2004 (2,3%). De acuerdo con la variación del índice desestacionalizado, luego del

primer trimestre en que creció 1,2% respecto al cuarto trimestre del 2004, en los dos trimestres siguientes ha crecido a tasas significativamente más bajas, de 0,4% y 0,5%.

El otro componente de la oferta, las importaciones, tuvo una variación real interanual de 16,1% en los primeros nueve meses del año. En el año 2005 las importaciones habían mostrado un incremento de 9,5%.

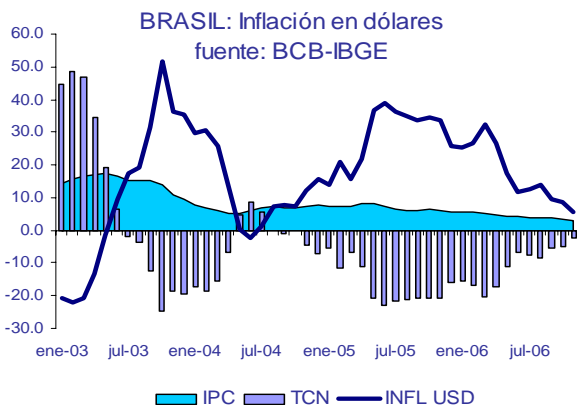
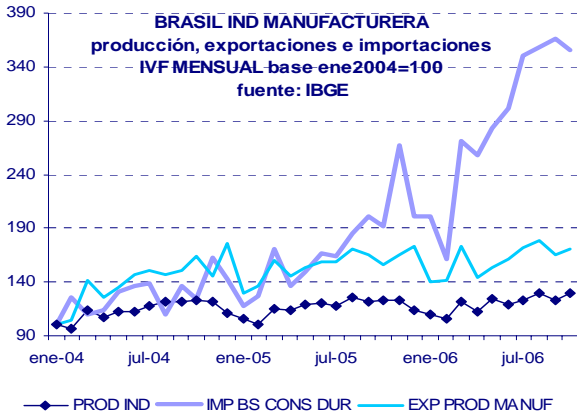
Desde el punto de vista sectorial se destaca el pobre dinamismo de la industria, que ha crecido a tasas interanuales por debajo del PIB en los últimos dos trimestres.

Desde diciembre de 2004 hay una desaceleración de las exportaciones de productos manufacturados, mayor que la desaceleración de la producción industrial, lo cual indicaría que el mal desempeño de las exportaciones ha afectado el crecimiento industrial. A lo largo de 2005 las tasas de crecimiento de la producción industrial y de las importaciones mantenían una relación relativamente constante. Desde entonces el crecimiento de las importaciones se ha acelerado, lo cual parece mostrar la influencia de la apreciación del tipo de cambio.

Del lado de la demanda se destaca el crecimiento del consumo privado con tasas superiores al crecimiento del producto, una recuperación en el crecimiento de la inversión fija, la cual había cerrado el año 2005 con un incremento de 1,6%, pero que en los nueve meses cerrados a setiembre creció 6%, y una tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios bastante por debajo del crecimiento de las importaciones.

El intercambio comercial de bienes en dólares corrientes muestra un importante superávit. Las exportaciones acumuladas a noviembre alcanzaron los 125.236 millones de dólares, 16,6% de crecimiento respecto a igual período de 2005. Las importaciones sumaron 84.162 millones de dólares, con un crecimiento de 25,6% respecto a los primeros 10 meses del año anterior.

La inflación mantiene su tendencia a la baja. En noviembre, los precios medidos por el IPCA crecieron 0,3%, llevando la tasa interanual a 3%, muy por debajo de la meta para el año de 4,5%. En el último relevamiento de expectativas de mercado llevado a cabo por el Banco Central de Brasil (BCB)¹ se registró una tasa de



¹ 15 de diciembre de 2006

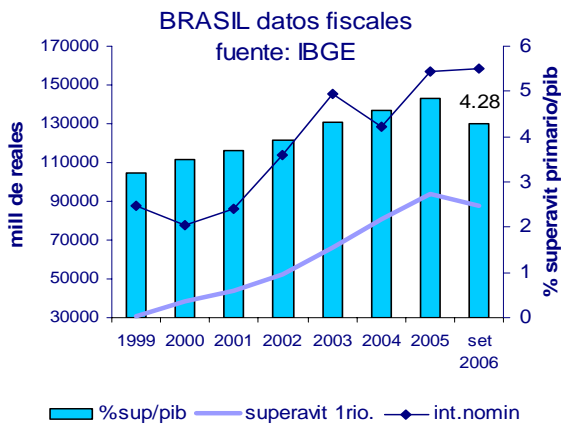
INFORME DE POLITICA MONETARIA

inflación para el 2006 de 3,11% y una mayor para el 2007 (de 4,06%).

La caída de la inflación en los últimos tiempos y la percepción de baja probabilidad de observar presiones inflacionarias en los próximos meses, llevó al Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil a reducir la tasa SELIC en 50 puntos básicos en la última reunión de noviembre, alcanzando un nivel de 13,25%. Los analistas esperan nuevas reducciones para el 2007 hasta alcanzar un nivel de 12,5% a mediados de año.

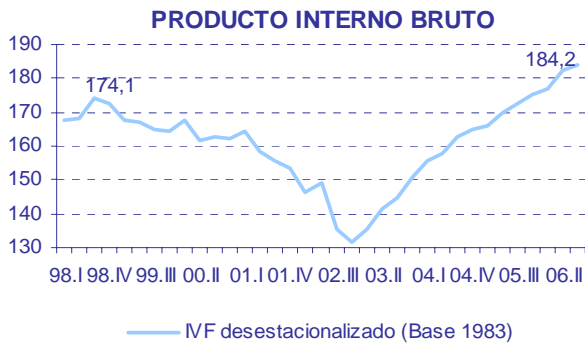
El real continúa apreciándose respecto al dólar, pero a tasas decrecientes, lo cual lleva a tasas decrecientes de inflación en dólares. Para el 2007, la encuesta de expectativas del BCB relevó una tasa de inflación y una tasa de devaluación similares, lo cual implica una inflación en dólares cercana a cero.

Los datos fiscales muestran un superávit primario de 4,34% del PIB en los 12 meses cerrados en octubre. Si bien los gastos crecieron por encima de lo esperado, el incremento en los ingresos permitiría alcanzar la meta de 4,25% del producto para el año 2006.

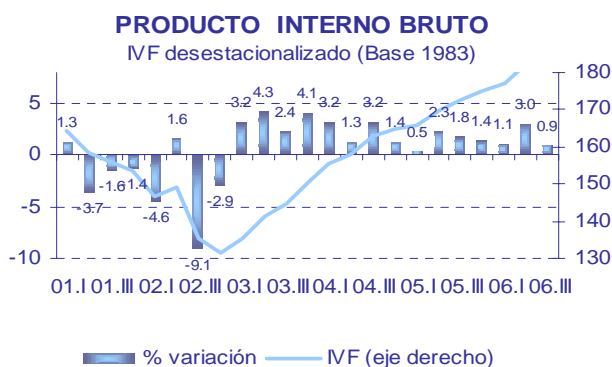


II. La economía uruguaya

NIVEL DE ACTIVIDAD Y EMPLEO



La economía uruguaya continúa transitando por una fase de crecimiento sostenido, mostrando un nivel del índice de volumen físico del Producto Interno Bruto (PIB) que se ubica casi 6% por encima del máximo previo de la serie, registrado en 1998. Si bien, y tal como se mencionó en el Informe anterior, el Instituto Nacional de Estadísticas revisó a la baja las cifras de la Industria Manufacturera —lo que determinó que se corrigieran las cifras de Cuentas Nacionales del año 2006—, al cabo de los primeros nueve meses del año el índice de volumen físico de la producción se incrementó 7% respecto a igual período del año anterior. Mientras tanto, la tasa de crecimiento desestacionalizada del PIB fue de 0,9% en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior.



Desde el lado de la demanda, si bien las exportaciones continúan creciendo por encima de la utilización interna, esta última es la que presenta mayor incidencia en el crecimiento. En particular, el gasto en consumo del sector privado mantuvo la tendencia de recuperación que había mostrado a comienzos del año —luego de un pobre desempeño en el año 2005— y creció por encima de lo que lo hizo el PIB. La incidencia del crecimiento del consumo equivale a casi la mitad del crecimiento de la oferta final en los primeros nueve meses del año. Por su parte, la formación bruta de capital del sector privado, sobre todo en maquinarias y equipos, también contribuyó al crecimiento y en definitiva fue el componente más dinámico.

El buen desempeño macroeconómico se vio facilitado por un contexto externo predominantemente favorable. Al respecto puede mencionarse la mejora de las condiciones de acceso a los mercados internacionales para varios productos uruguayos, tanto en lo que refiere a niveles de precios como a la apertura de nuevos mercados. Ello, unido a buenos niveles de oferta, determinó un incremento de las exportaciones de bienes.

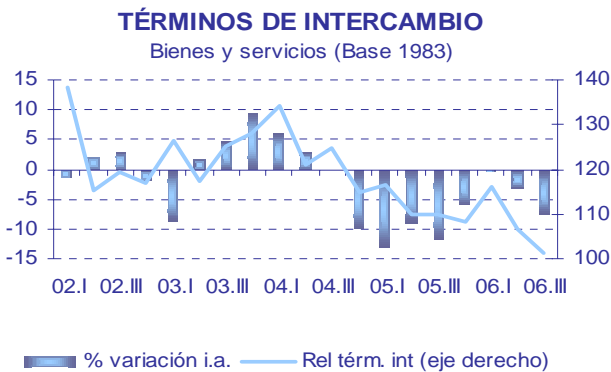
Dicho dinamismo de la demanda externa resultó opacado, en parte, por el pobre desempeño en materia de exportaciones de servicios. El flujo de turistas argentinos se vio resentido debido a las dificultades de acceso por vía terrestre a nuestro país desde el vecino país en el marco del conflicto por la instalación de las plantas de pasta de celulosa.

La coyuntura financiera internacional también facilitó el desempeño macroeconómico. En el marco de una elevada liquidez internacional, el gobierno continuó accediendo a los mercados internacionales de crédito en condiciones favorables, lo que le permitió financiar el programa financiero y mejorar la gestión de la deuda pública.

Un elemento positivo a destacar de la coyuntura en el tercer trimestre fue la inflexión que experimentó la evolución del precio del petróleo. En efecto, el precio del crudo que había sufrido un sensible crecimiento a lo largo del año, se redujo en forma importante a partir del mes de setiembre. Ello representó cierto alivio para la economía uruguaya, que había visto incrementar sustancialmente su factura petrolera, lo que había provocado un alza de las tarifas de ANCAP y, en conjunción con la falta de lluvias, había elevado el costo de generación eléctrica de UTE, lo que impactó negativamente sobre las finanzas públicas. Esta nueva situación del mercado petrolero posibilitó una rebaja de los precios de los combustibles, lo que resultó beneficioso para el desempeño macroeconómico nacional en el último tramo del año.

De todas formas, y pese a la mejora de los precios de exportación, los altos niveles de precios del petróleo en comparación con los del año anterior, determinaron un deterioro de los términos de intercambio, en particular en el tercer trimestre, lo que impactó negativamente sobre la evolución del Ingreso Nacional.

Respecto al entorno regional, la economía argentina se mostró particularmente dinámica mientras que la brasileña tuvo un pobre comportamiento en materia de nivel de actividad. Por el contrario, el tipo de cambio real bilateral aumentó respecto a Brasil y se



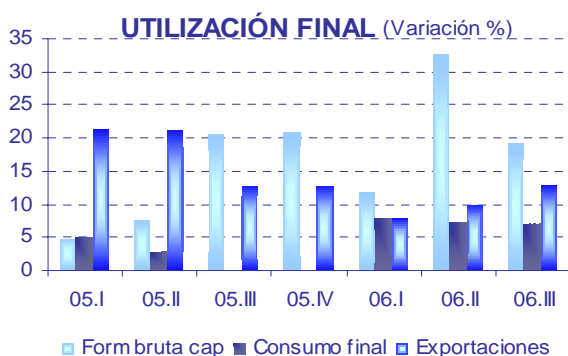
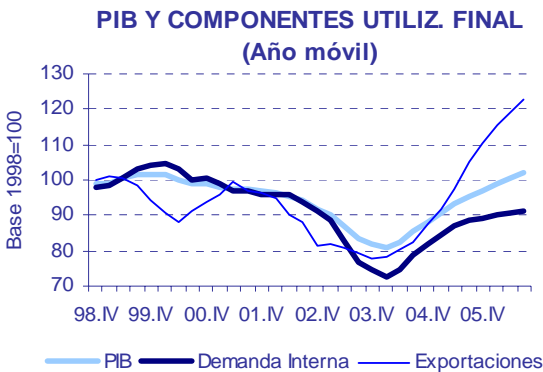
redujo respecto a Argentina. De todas maneras pudo observarse un incremento de las exportaciones de bienes destinadas hacia ambos países. Sin embargo, y como ya se adelantó, las exportaciones de servicios turísticos se redujeron debido, principalmente, al conflicto con Argentina.

Oferta y utilización finales

El crecimiento del PIB, junto a una expansión del volumen físico de las importaciones, determinó una mayor oferta final de bienes y servicios (9,4% de aumento a precios constantes en los primeros nueve meses del año). El aumento de las compras al exterior se dio fundamentalmente en compras de bienes, tanto de consumo como de inversión, y en menor medida de insumos intermedios.

La mayor disponibilidad de bienes y servicios se orientó a satisfacer niveles crecientes de la demanda interna y externa: tanto la utilización interna como las exportaciones de bienes y servicios se incrementaron.

Dentro de los componentes de la demanda interna merece destacarse el desempeño del gasto del sector privado en bienes de consumo² (8,3% de aumento en los primeros nueve meses del año) y la inversión en capital fijo (25,8%). El consumo privado fue el componente de la demanda con la mayor incidencia en el crecimiento global (4,4%), mientras que la formación bruta de capital fijo fue el más dinámico. El mayor gasto del sector privado, tanto en consumo como en inversión, resulta consistente con la tendencia observada del saldo de la cuenta corriente y en particular con una reducción del ahorro del sector privado.³

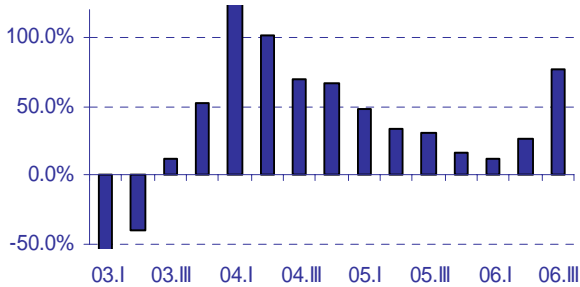


2. El gasto en consumo debe analizarse con cierta precaución, debido a que es estimado por residuo, por lo que recoge los errores de medición del resto de las variables, así como el efecto de la variación de existencias de los productos no computados en la estimación de las cuentas nacionales.

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

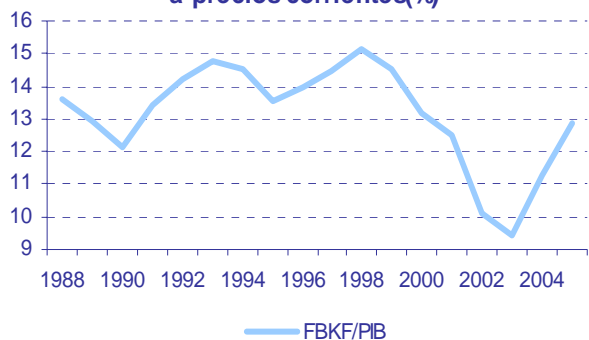
El consumo privado continuó expandiéndose a lo largo del año por encima de lo que lo hizo el PIB, a diferencia de lo ocurrido en 2005 cuando había mostrado un pobre desempeño (creció sólo 2%). Se pueden mencionar varios factores que concurren a explicar el mayor gasto en consumo del sector privado. Por un lado, una mejora del ingreso de los hogares debida, principalmente, a la recuperación del salario real y el empleo (con un aumento del 1,94% y 5,72% respectivamente). Por otro lado, podría mencionarse las expectativas favorables de los agentes económicos. Asimismo, el dinamismo observado en el crédito en moneda nacional (con una tasa de variación del 34,4% en términos reales, en el último año móvil). habría operado en el mismo sentido.

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



El gasto en formación de capital fijo siguió creciendo significativamente. Mientras que la inversión pública fue la más dinámica en la primera parte del año, en el tercer trimestre pudo observarse una expansión muy significativa de la inversión realizada por el sector privado (49,66%). Las mayores inversiones llevadas adelante por el sector público se concentraron fundamentalmente en el primer trimestre y fueron destinadas sobre todo a la adquisición de maquinarias y equipos por parte de UTE para la instalación de una planta energética. En el caso del sector privado, los mayores gastos en bienes de capital se destinaron principalmente a la adquisición de maquinarias y equipos, aunque la inversión en construcción siguió al alza.

COEFICIENTE DE INVERSIÓN
a precios corrientes(%)



De todas maneras cabe señalar una vez más, como se ha hecho en anteriores Informes, que la inversión todavía se ubica en niveles reducidos, y aún por debajo de los guarismos del año 1998.⁴ Ello cobra mayor relevancia en la medida en que la rápida recuperación económica se basó sustancialmente en el uso del margen de capacidad instalada ociosa existente luego de la crisis, particularmente del complejo agroindustrial, que lideró el crecimiento a la salida de la recesión. Si bien no se cuenta con mediciones del grado de utilización de capacidad instalada sectorial, luego de un período tan prolongado e intenso de

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

expansión, podría pensarse que varios sectores están operando a niveles cercanos a restricciones de capacidad, por lo que la inversión es crucial para sostener la senda de crecimiento.

La apertura de nuevos mercados para la colocación de varios productos uruguayos permitió incrementar los volúmenes comercializados al tiempo de diversificar los destinos. En ese marco las exportaciones de bienes siguieron mostrando un buen dinamismo. En especial merece destacarse el desempeño de las exportaciones cárnicas y de productos pecuarios, así como también las de material de transporte y de madera.⁵ Las exportaciones de servicios, por el contrario, se contrajeron, como ya se dijo debido principalmente a la reducción del número de turistas argentinos ingresados —en el marco de las dificultades originadas por el bloqueo a las rutas de acceso a nuestro país— y a la reducción de la estadía media.

PRODUCTO INTERNO BRUTO			
Variación del IVF (en %)			
	Ene-set 2006		Variación Desest. III.06-II.06
	Variación interanual	Incid.	
Agropecuaria	6,1	0,6	0,3
Industria manufact	12,6	2,4	-0,5
Electric, gas y agua	-0,9	0,0	-0,6
Construcción	11,1	0,3	0,9
Comer, rest. y hoteles	7,7	1,0	1,4
Transporte y comunic.	12,0	1,6	3,5
Otras actividades	3,4	1,3	1,0

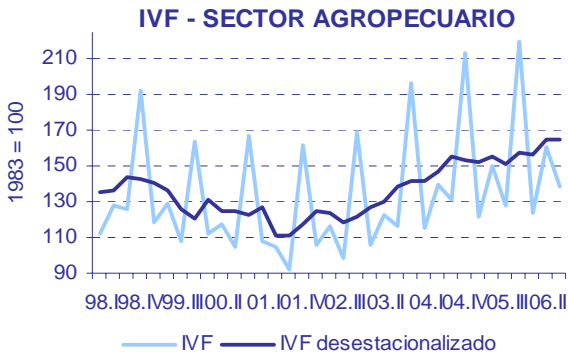
Sectores productivos

En los primeros nueve meses del año el crecimiento económico fue prácticamente generalizado. Salvo el sector de Electricidad, Gas y Agua, que se vio afectado por los problemas de generación hidroeléctrica derivados de la falta de lluvias, todos los demás sectores expandieron su nivel de actividad. El sector que lideró el crecimiento en dicho período fue el de la Industria Manufacturera.

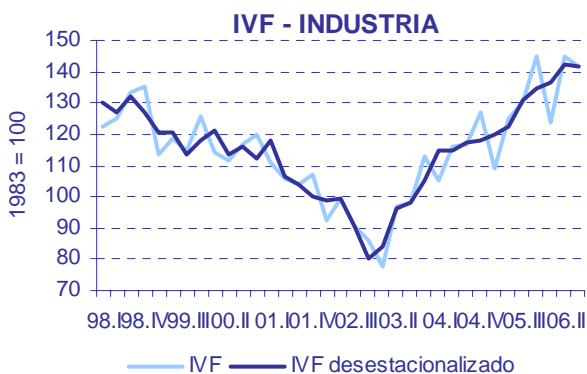
En lo que refiere al tercer trimestre, el índice de volumen físico de la Industria Manufacturera y de Electricidad, Gas y Agua se redujo en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior.⁶ El PIB de los demás sectores se incrementó en dicha comparación.

5. Casi la mitad del crecimiento de las exportaciones de bienes se explica por las mayores colocaciones de carne.

⁶ En este trimestre, como se mencionara al principio de esta sección, se introdujeron correcciones a los datos del IVF industrial de 2006 derivados de cambios metodológicos en la información de base del INE. Para tener más información con respecto a la naturaleza de los cambios introducidos dirigirse a www.ine.gub.uy.

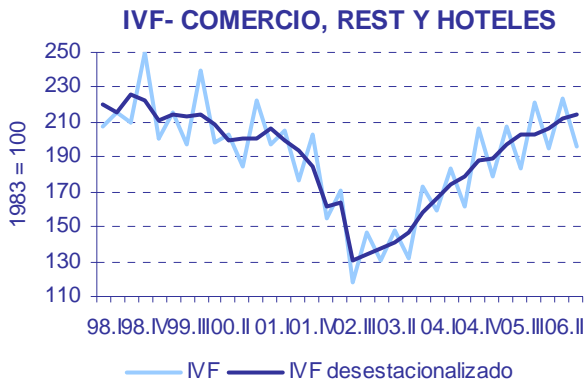


La actividad Agropecuaria se incrementó en el acumulado del año debido al mayor nivel de actividad, tanto del sector agrícola, como del pecuario. La actividad agrícola se expandió debido a la mayor área sembrada de los cultivos de invierno (trigo y cebada) en un marco de reactivación de la demanda, buenos precios internacionales y condiciones climáticas propicias. La actividad pecuaria, en tanto, continuó creciendo impulsada por el aumento de la producción bovina y por la lechería. La faena de vacunos siguió creciendo favorecida por una demanda externa pujante, estimulada por la apertura de nuevos mercados. Asimismo, la producción lechera se vio estimulada por condiciones climáticas y por buenas perspectivas de colocaciones en el exterior.



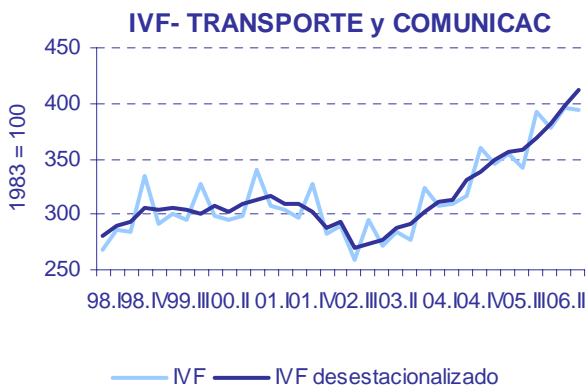
La Industria Manufacturera mostró un crecimiento importante al cabo de los primeros nueve meses del año al influjo del crecimiento de la demanda externa y, en menor medida, de la demanda interna. Si se agrupan las ramas de acuerdo a su especialización comercial, puede observarse que el dinamismo industrial resultó explicado mayoritariamente por la producción de las ramas con mayor vocación exportadora.⁷ El volumen físico del agrupamiento de las ramas más orientadas al mercado interno creció a tasas más acordes con el PIB. El crecimiento industrial fue ampliamente difundido; casi el 80% de las ramas exhibió crecimiento en el período analizado. Los sectores industriales que contribuyeron en mayor medida al crecimiento global del período fueron los de Alimentos, Bebidas y Tabaco, Productos Metálicos, Maquinaria y Equipos y Químicos. A nivel de ramas, la de mayor incidencia fue la de Alimentos Diversos, seguida de la de Carnes. Si se excluye a ambas ramas y a la refinería de petróleo, se observa que el resto de las ramas industriales creció cuatro puntos porcentuales menos que el agregado en el período considerado, lo que habla del liderazgo de las ramas mencionadas.

7. Dicha clasificación se realizó de acuerdo a la Encuesta de Actividad Económica del año 2003 publicada por el INE. Fueron clasificadas como exportadoras aquellas ramas que colocaban en el exterior por lo menos un 30% del Valor Bruto de Producción. En los primeros nueve meses del año casi las tres cuartas partes de la variación del total de la industria sin refinería resulta explicado por el aumento de la producción del grupo de ramas exportadoras.



El sector de la Construcción experimentó un crecimiento apreciable, debido a la reactivación de obras tanto públicas como privadas. Las obras públicas se incrementaron, principalmente, por la construcción de una central energética por parte de UTE en la primer parte del año. Mientras tanto, a pesar de la desaparición del crédito formal a esta actividad (principalmente el crédito para la adquisición de viviendas), la construcción privada creció al influjo de las obras de construcción de la planta procesadora de pasta de celulosa en Fray Bentos y la construcción de inmuebles en Maldonado y Montevideo.

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



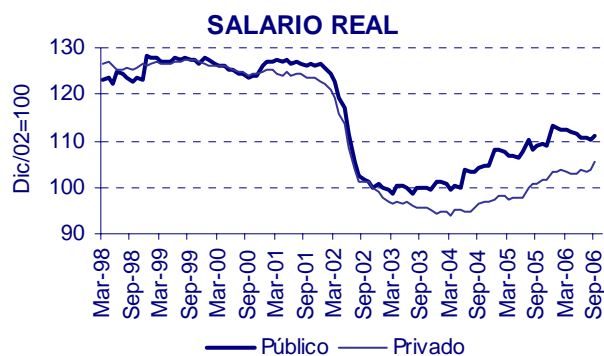
El nivel de actividad del sector de Transporte y Comunicaciones aumentó sustancialmente debido, principalmente, al aumento de las Comunicaciones, lo que debe vincularse al auge de la telefonía celular. Por su parte, la actividad de Transporte y Almacenamiento también se incrementó, aunque lo hizo en menor proporción, sobre todo por la expansión del transporte por agua y de cargas, en consonancia con la mayor actividad del comercio exterior e interno. El agregado Otras Actividades⁸ también se expandió en forma moderada. El comportamiento de este rubro reflejó básicamente el dinamismo de las importaciones y la recuperación de algunas actividades de servicios.

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

El mercado de trabajo

En lo que refiere al mercado de trabajo, el INE a partir de 2006 comenzó a relevar la Encuesta Continua de Hogares Ampliada (ECHA) que sustituyó a la Encuesta Continua de Hogares. Los principales cambios introducidos fueron un aumento del tamaño de la muestra y una mayor cobertura geográfica (se incorporan las localidades menores a 5.000 habitantes y las áreas rurales). Estos cambios pueden introducir alguna distorsión en la comparación de las cifras con las de años previos.⁹

La mejora del nivel de actividad se reflejó en un incremento del empleo al cabo de los tres primeros trimestres del año. De acuerdo a los datos publicados por el INE en lo que va del año se generaron alrededor de 36.000 puestos de trabajo. La mayor cantidad de empleos fue generada en Montevideo. Respecto a la tasa específica de empleo por grupo de edades, mientras que en Montevideo el crecimiento más relevante se registró entre los jóvenes, en el Interior el empleo creció entre la población adulta. Los sectores económicos que generaron mayor cantidad de empleos fueron el de la Industria Manufacturera, Electricidad, Gas y Agua y el de Comercio, Restaurantes y Hoteles.



Simultáneamente a la mejora en la tasa de empleo, pudo observarse una reducción gradual de la tasa de desempleo a lo largo del año. En el tercer trimestre del año dicha tasa se ubicó en 10,7% en el Total del País. De acuerdo a las estimaciones del INE en el tercer trimestre del año el total de desempleados ascendía a 167 mil personas, habiéndose reducido en 30 mil respecto a comienzos de año.

Asimismo, cabe señalar otro aspecto que ha caracterizado al mercado laboral en 2006, que ha sido el mayor grado de

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

INFORME DE POLITICA MONETARIA

formalización; el número de cotizantes al BPS creció en forma importante en los nueve primeros meses del año (0,93%). Este proceso quizás esté vinculado a mayores controles por parte del BPS, así como también al mayor incentivo a formalizarse de los trabajadores en el marco del funcionamiento de los Consejos de Salarios.

El salario real se incrementó en el período enero-setiembre de 2006 (4,7%). Esta recuperación de las retribuciones en términos reales fue mayor en el caso de los empleados del sector privado (5,1%), continuando el proceso de recuperación salarial luego de la aguda caída sufrida entre 2000 y 2004 (23,6%). Ello se debió, fundamentalmente, al funcionamiento de los Consejos de Salarios y a la mejora de la economía. Los empleados públicos, por su parte, también vieron acrecentadas sus remuneraciones por las mejoras presupuestales y el ajuste salarial dispuesto por el gobierno en enero de 2006.

De acuerdo a las cifras aportadas por la Encuesta Nacional de Hogares Ampliada del INE, el ingreso de los hogares ha crecido 9% en términos reales en agosto de 2006 (último dato disponible) respecto al tercer trimestre del año 2005. Dicha mejora fue más intensa en el caso del Interior Urbano. Sin perjuicio de esta mejora, el nivel de ingreso de agosto del corriente año resulta un 16% inferior al estimado para el año previo a la crisis de 2002. La fuente de ingresos que ha aumentado más ha sido la del ingreso salarial y en menor medida las pasividades.

SECTOR EXTERNO

Flujos en millones de dólares				
	Enero - Setiembre		III Trim. 2005	III Trim. 2006
	2005	2006		
Cuenta Corriente	-21	-230	-77	-210
Cuenta Capital y Financiera	141	387	25	11
Errores y omisiones netos	-37	-49	74	-98
Activos de Reserva	-82	-107	-22	297

La Balanza de Pagos de los primeros nueve meses del año¹⁰ continúa reflejando una expansión de los flujos comerciales y financieros, característica de los años posteriores a 2002. En ese marco es de notar algunos cambios de tendencia derivados fundamentalmente de las inversiones privadas en construcción de plantas procesadoras de pulpa de celulosa. En efecto, comparando con los primeros nueve meses de 2.005, la cuenta corriente pasa de una situación de virtual equilibrio a un déficit de USD 230 millones, lo cual es acompañado por un aumento de una magnitud similar en las entradas de fondos a través de la cuenta financiera.

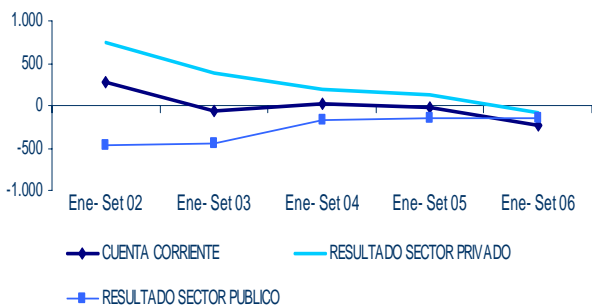
A setiembre de 2006 los activos de reserva aumentaron USD 107 millones.

La Cuenta Corriente

El incremento del déficit en cuenta corriente está determinado por un aumento del gasto de los residentes privados en relación a su ingreso. La aceleración del crecimiento de la formación bruta de capital fijo¹¹ es la principal explicación de este comportamiento y se debe fundamentalmente a las inversiones en construcción de plantas procesadoras de pulpa de celulosa mencionadas anteriormente. En el mismo sentido es de hacer notar que las cuentas nacionales muestran un aumento del consumo privado por encima del PIB.

Los datos preliminares disponibles indican una caída del superávit de la cuenta comercial de USD 340 millones a USD 67 millones. Si bien la tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios continúa siendo alta (13%), ésta es superada por la correspondiente a las importaciones (22,3%), medidas ambas en dólares corrientes.

Cuenta Corriente como excedente del Gasto sobre el ingreso



¹⁰ Cifras preliminares

¹¹ De 14% en el primer semestre a 26% en los nueve primeros meses de 2006 en ambos casos respecto a igual período del año anterior, conforme a información de Cuentas Nacionales recientemente publicada.

Flujos en millones de dólares		
	Enero Setiembre 2005	Enero Setiembre 2006
Cuenta Capital y Financiera	141	387
Transferencias de Capital	1	4
Inversión Directa	400	1160
Inversión de Cartera y Otra Inversión	-261	-778
Sector público	-430	-802
Activos	-323	-401
Pasivos	-108	-401
Sector Privado	170	25
Activos	-1250	1366
Pasivos	1420	-1341

El comercio de bienes presenta altas tasas de crecimiento tanto en exportaciones (19%) como en importaciones (30%). La diferencia entre dichas tasas refleja en parte los menores incrementos de precios de las exportaciones, pero fundamentalmente se explica por el mayor crecimiento de los volúmenes importados (que aumentan 19%) con expansiones considerables en todas las categorías económicas. Entre ellas se destaca el crecimiento en torno a 50% en las de bienes de capital .

En relación al comercio de servicios, el total de exportaciones permanece prácticamente incambiado, mientras que por el lado de las importaciones es de destacar la caída de 24% experimentada en el turismo emisivo..

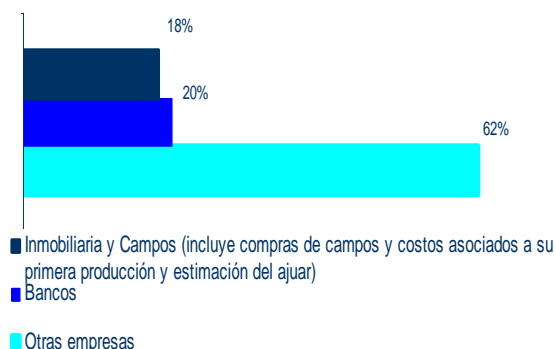
El déficit estimado para la Renta disminuye de USD 447 millones a USD 388 millones entre los períodos que se comparan. Esta baja está pautaada por el comportamiento del sector público, que ha venido acrecentando su posición de inversión internacional. El sector privado aumenta levemente su déficit por efecto de las mayores utilidades de las empresas de inversión extranjera directa, efecto en gran parte compensado por el crecimiento del saldo positivo en intereses.

La Cuenta Capital y Financiera

La Cuenta Financiera presenta una entrada de fondos por un monto de USD 387 millones en los primeros nueve meses del año, con USD 1191 millones para el sector privado, y una salida de USD 804 millones para el sector público.

La salida de capitales del sector público es consecuencia de la política de fortalecimiento de la posición externa del BROU, y, fundamentalmente, de la estrategia de amortización anticipada de deuda con organismos internacionales del Gobierno Central y BCU.

Composición de la Inversión Extranjera Directa en el país
Enero - Setiembre 2006



INFORME DE POLITICA MONETARIA

La Inversión Extranjera Directa – explicada en buena medida por las inversiones en las plantas de celulosa – da cuenta de la casi totalidad de la entrada de capitales estimada para el Sector Privado, al tiempo que también se verifica una entrada de fondos a nivel de la banca privada y una reducción de activos en el exterior que mantenían empresas de inversión extranjera directa.

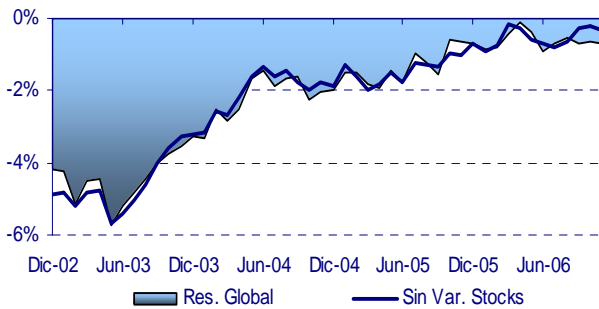
Activos de Reserva del B.C.U 1/	
(saldos en millones de dólares USA)	1/ Valor aproximado de mercado
Setiembre 2002	734
Setiembre 2003	1716
Setiembre 2004	2351
Setiembre 2005	2543
Setiembre 2006	3211

Los Activos de Reserva del Banco Central alcanzaron a USD 3211 millones en setiembre de 2006, manteniendo la tendencia creciente que comenzó en el período de post -crisis.

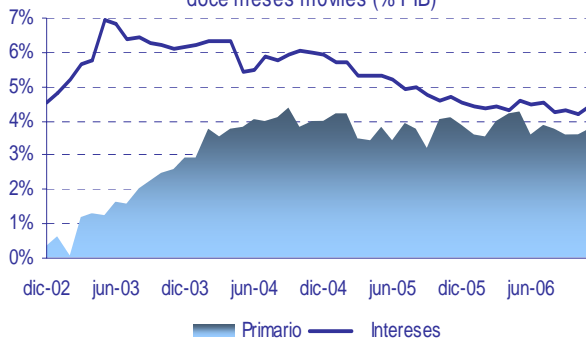
EL SECTOR FISCAL

Entorno macro y principales agregados

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



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



En línea con la tendencia más reciente, el crecimiento económico, evidenciado en todos los componentes de la demanda interna, junto con un manejo moderado del gasto público, han determinado un déficit del Sector Público Global menor a un punto porcentual del PIB en los últimos cinco trimestres¹². Específicamente, los 12 meses cerrados en noviembre de 2006 muestran un déficit de 0,7% del PIB, menor a la meta indicativa de 1% del PIB del programa con el FMI para 2006¹³. El resultado neto de la variación de existencias de ANCAP, que aproxima la tendencia subyacente del resultado fiscal global, muestra un déficit aún menor: 0,3% del PIB. En la apertura por nivel institucional el resultado del Sector Público No Financiero (SPNF) es similar al de un año atrás, pero con una composición bastante diferente, que profundiza la tendencias señaladas en informes anteriores: mejora en los resultados consolidados de Gobierno Central (GC), BPS e Intendencia Municipal de Montevideo en 1,3 puntos del PIB y un deterioro del resultado consolidado de las empresas públicas (EP) de 1,4 puntos del PIB.

Desde el primer trimestre de 2004 se observa un superávit primario cercano a 4% del PIB junto con una paulatina reducción de los intereses en términos del PIB, los que se estabilizan en el margen. En los 12 meses finalizados en noviembre de 2006 el superávit primario se ubica en 3,7% del PIB, nivel similar a la meta acordada con el FMI para 2006, mientras que los intereses representan 4,4% del PIB, cifra bastante menor al 6,3% del primer trimestre de 2004, pero levemente superior al 4,3% considerado en el informe anterior.

Ingresos y Gasto Primario consolidados SPNF

¹² Los datos de Cuentas Nacionales para III.06 mantienen un importante crecimiento del PIB: en los últimos 4 trimestres el aumento es de 6,8% real. La absorción privada, principal base imponible, crece 11,5% (6,2% consumo privado y 19,4% FBK privada), mientras que las importaciones crecen 12,2%.

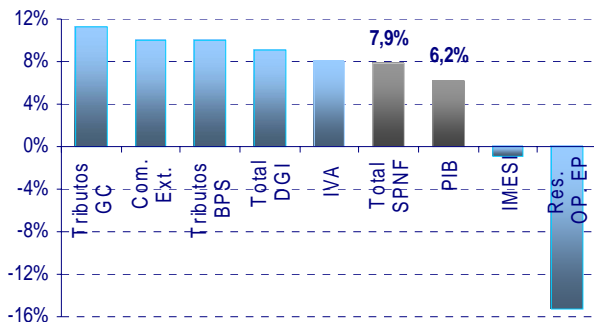
¹³ El resultado neto de la variación de stocks de ANCAP, que aproxima la tendencia subyacente, muestra un déficit aún menor: 0,3% del PIB.

Este reducido déficit global se mantiene pese que, en el margen, se produce un cambio de tendencia en los ingresos y los egresos del SPNF: a partir de octubre de 2006 los primeros crecen menos que los segundos. En efecto, en el último año móvil finalizado en noviembre el incremento real de los ingresos del SPNF es de 7,9%, mientras que el de los egresos es levemente superior: 8,9%. Entre estos últimos se destaca cierta aceleración del Gasto Primario real (9,5%) impulsada en buena medida por la variación de existencias de ANCAP¹⁴, junto con un aumento de los intereses reales (5,1%). Dejando de lado el efecto de esta variación de existencias, los egresos totales crecen 6,1% en términos reales y el gasto primario 6,3% en términos reales.

La evolución de los ingresos es el reflejo conjunto de ajustes endógenos a cambios en el entorno macroeconómico y de la acción de factores discrecionales. Entre los primeros se destacan: los estabilizadores automáticos (nivel y composición del PIB), la evolución de los precios de los bienes y servicios gravados con IVA e IMESI en relación al IPC, la evolución del precio del crudo y la crisis energética. Entre los factores discrecionales se hallan la formalización tributaria y laboral, algunos cambios que adelantaron parte de la reforma tributaria y los ajustes de tarifas públicas.

El crecimiento económico es la base que permite el aumento de los ingresos tributarios del GC y del BPS de 11,0% en términos reales en los 12 meses finalizados en noviembre de 2006, explicando tanto el aumento de la recaudación neta de la DGI (9,1%, al cual el crecimiento del IVA contribuye con 8,6%), como, parcialmente, la expansión de la recaudación del BPS (9,9% en términos reales) la que es impulsada por el aumento de la masa salarial¹⁵. Por otro lado, la composición del crecimiento también influye: el IVA importación (10,3% real) y la recaudación por TGA (10,7% real) evolucionan según las importaciones, su base imponible (12.2 real a setiembre 2006), mientras que el IVA interno

INGRESOS CONSOLIDADOS SPNF
var real 12 meses móviles

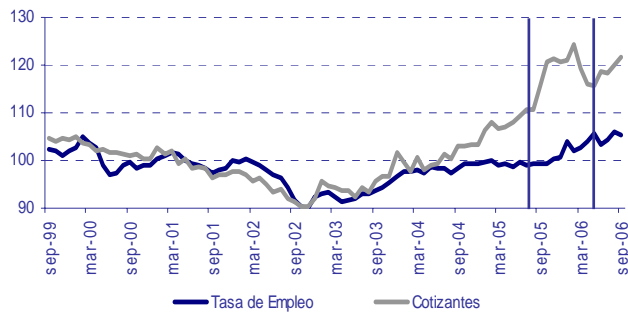


¹⁴ Dicha acumulación es de USD 72:, o 0,4% del PIB, representando un máximo histórico en los últimos 15 años. Dejando de lado este efecto, los egresos totales crecen 6,1% real y el Gasto Primario 6,3% real.

¹⁵ La masa salarial crece 9,5% real en los 12 meses a noviembre 2006, conducida por el salario real (4,6%) y el empleo (4,9%) según estimaciones propias del Departamento de Análisis Fiscal (DAF).

evoluciona según la absorción privada (7,4% y 11,5% real respectivamente), aunque compensado por alguna medida discrecional que se comenta más abajo. En cuanto a sectores de actividad, los que más tributan, especialmente a BPS, son los que más crecen: industria (13,0%) y comercio, restaurantes y hoteles (7,6%) crecen más que el PIB promedio y representan un 70% de los cotizantes privados al BPS. El IRIC continúa aumentando a tasas altas (13,0% real), unido a las utilidades empresariales del año anterior, mientras que el estancamiento real del IMESI está unido al virtual estancamiento del consumo de combustibles. Por otra parte, los precios relativos de la recaudación, aproximados por el cociente entre el precio del agregado IVA+IMESI y el IPC, en los últimos 12 meses a noviembre 2006 continúan presentando un nivel similar al promedio de 2005, aunque la ganancia relativa de los precios del IMESI desaparece luego de las rebajas de los combustibles de los últimos meses¹⁶.

TASA DE EMPLEO Y COTIZANTES
Base 100=marzo 1996



Por otro lado, se observa el fin de un ciclo de aumento en la formalización de contribuyentes de la DGI y el BPS. En este último en particular se registra un número estable de cotizantes en el entorno de 1.100.000 personas en el último año móvil. De esta forma, los cotizantes vuelven a evolucionar en forma similar al empleo, luego de haber aumentado muy por encima de éste, especialmente luego de la constitución de los Consejos de Salarios en agosto de 2005.¹⁷ Este menor crecimiento de cotizantes (5,3% entre noviembre de 2005 y noviembre de 2006, comparado con el 16,7% del 2005 respecto al 2004) se traduce en un enlentecimiento del aumento de los ingresos por cotizaciones del BPS: 8,7% en términos reales en los 12 meses cerrados en noviembre de 2006, comparado con el 15,7% del 2005 respecto al 2004. Por ende, de aquí en más se espera que los ingresos de BPS estén atados a la evolución del empleo y el salario.

La evolución de los ingresos del BPS es influenciada, además, por el cambio de indexador del Salario Mínimo Nacional (SMN) a la Base de Prestaciones y Contribuciones (BPC), junto con un importante aumento relativo del SMN. En los 12 meses finalizados

¹⁶ ANCAP rebajó su tarifa promedio 12,2% nominal entre setiembre y noviembre. El IMESI combustibles pondera 51% en el total.

¹⁷ En setiembre de 2006 los cotizantes al BPS se ubican en 1:107.351. La variación mensual de la tendencia-ciclo muestra un estancamiento desde marzo de 2006.

en noviembre de 2006 el SMN, en función del cual se pagan algunas remuneraciones y por ende sus aportes, aumentó 13% en términos reales, mientras que la BPC, indexador de pasividades, demás prestaciones y contribuciones sociales, se mantiene prácticamente sin cambios en términos reales. Desde la creación de la BPC en enero 2005, el SMN acumula una brecha sobre la BPC de 34,6%.¹⁸

Finalmente, el adelanto de la reforma tributaria para la carne bovina, mediante la reducción de la tasa de IVA y la eliminación del COFIS, tiene el impacto de un menor ingreso de la DGI.¹⁹ Así, la recaudación del IVA interno evoluciona por debajo de la absorción interna, mientras que la del COFIS interno se reduce 3,8% en términos reales en el último año móvil.

El buen desempeño fiscal del agregado del GC y el BPS sigue siendo compensado por una reducción del superávit operativo de las EP²⁰, esta vez de 1,4 puntos del PIB, guiada por los resultados de ANCAP y UTE. La evolución del resultado de las EP es consecuencia de la sequía de la primer parte del año²¹ y del precio del crudo que, pese al descenso reciente, permanece en niveles históricamente altos.²² Ello determina que las compras de bienes y servicios aumenten 20,9% en términos reales en los últimos 12 meses a noviembre de 2006 (UTE 44,4% en términos reales; ANCAP 14,2% en términos reales). Este aumento se venía trasladando parcialmente a las tarifas, tal como sucedió en los últimos años, mientras que la caída del precio del crudo se reflejó en tres reducciones del costo del combustible. Estos factores

¹⁸ Estas medidas discrecionales también afectan positivamente a la recaudación de IRP, la cual aumenta 27,5% en términos reales en los 12 meses cerrados en noviembre de 2006.

¹⁹ La Ley 17.995 del 31 de julio de 2006 reduce el IVA a la carne bovina de 14% a 10% y elimina el COFIS a partir de agosto 2006.

²⁰ El resultado operativo de las EP forma parte de los ingresos consolidados del SPNF según la metodología de Borchart, M. y Licandro, J.A. (1995), El resultado consolidado del sector público no financiero, *Revista de Economía del BCU* 2(2):145-168.

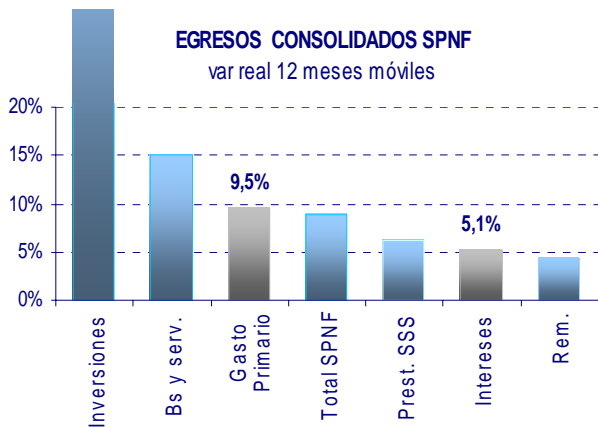
²¹ La sequía y la falta de infraestructura para compensarla con otro tipo de energía provocó una caída en la producción de UTE de 47% en el año móvil cerrado en octubre de 2006. Para abastecer la demanda interna se debió importar energía de Argentina y Brasil, aumentando las importaciones en 76,9% en el mismo período.

²² El precio promedio anual del barril de crudo Brent aumenta 19,6% en dólares hasta el 29/12/2006, ubicándose en USD 65,3 por encima de los USD 54,6 del promedio de 2005. Teniendo en cuenta inflación interna y la devaluación del peso, el aumento real en pesos es 10,5% en ese período. La evolución interanual marca un ascenso desde los USD 57 de fines de 2005 hasta los USD 77 de agosto de 2006, iniciando luego una caída. La última cotización disponible ubica al barril en USD 57,8 (12/01/07).

determinan un aumento tarifario menor al de los costos: 3,8% en términos reales en el índice global de tarifas públicas, 5,6% en las de ANCAP y 3,1% en las de UTE, manteniendo el referido deterioro financiero en todo el 2006.

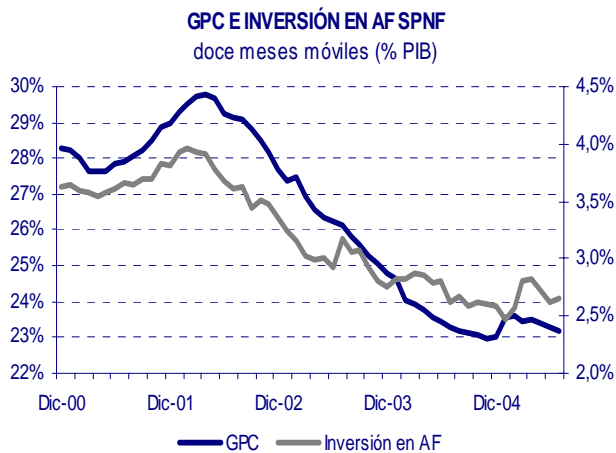
La evolución conjunta de estos factores determina que los ingresos consolidados del SPNF se mantengan en el entorno de 30% del PIB, nivel característico de los últimos años.

Siguiendo a la evolución del PIB y de los ingresos fiscales, los egresos consolidados del SPNF mantienen la expansión moderada iniciada a fines de 2005, registrando en los 12 meses finalizados en noviembre de 2006 un aumento real de 8,9%; este aumento es de 6,1% si se excluye la variación de existencias de crudo. Esta evolución se observa en todos los componentes del gasto primario. El Gasto Primario Corriente (GPC) continúa creciendo por debajo del PIB y los mayores aumentos ocurren en las inversiones. Por otra parte, los intereses aumentan ligeramente.



El GPC aumenta 5,3% en términos reales, manteniéndose en el entorno de 23% del PIB, guiado por el aumento de 8,5% en términos reales del consumo del Gobierno General (remuneraciones y compras de bienes y servicios corrientes), donde se destaca el Plan Nacional de Emergencia Social (PANES). Las remuneraciones aumentan 3,6% en términos reales, manteniendo una participación en el PIB de 6,5%, cifra similar al mínimo de la última década (2004). Las compras de bienes y servicios corrientes aumentan 15,1% en términos reales, impulsadas exclusivamente por el referido PANES, que acumula un gasto de 0,5% del PIB (USD 104 millones) en el último año móvil. Por otro lado, la deuda flotante continúa su senda decreciente, reduciéndose en USD 22 millones y ubicándose en USD 72. De este modo, las compras de suministros se ubican en 4,6% del PIB. El resto del GPC está compuesto por transferencias al sector privado, principalmente prestaciones sociales. Estas últimas aumentan 6,2% en términos reales (las del BPS lo hacen en 6,7% en términos reales), siguiendo la evolución de la masa salarial y la ejecución del PANES, vía el Ingreso Ciudadano, situándose en cerca de 12 puntos del PIB, nivel similar al mínimo

de 1992.²³ Esta evolución está determinada, entre otros factores, por los efectos de la reforma de la seguridad social de 1996.²⁴



Por otra parte, las inversiones públicas en activo fijo continúan aumentando a mayor ritmo; en los doce meses a noviembre de 2006 crecen 15,8% en términos reales, impulsadas tanto por las Empresas Públicas (15,7% en términos reales, fundamentalmente por la construcción de la central eléctrica por parte de UTE²⁵), como por el Gobierno General (17,3% en términos reales). Pese a esta evolución, las inversiones en activo fijo del SPNF continúan ubicándose un punto porcentual del PIB por debajo del promedio de los últimos 15 años.

La evolución de las categorías anteriores determina que el Gasto Primario del SPNF presente un aumento de 8,9% en términos reales, mayor a los aumentos de 2005 (5,1%) y 2004 (2,7%), manteniendo su carácter procíclico. De todas formas, permanece en el entorno de 26% del PIB, 7 puntos menos que antes de la crisis de 2002.

Intereses SPNF

El aumento de los intereses pagados por el SPNF refleja la acción mezclada de varios factores que determinan la tasa de interés promedio implícita de la deuda. Por un lado, el nuevo aumento del euro y, por ende, de los DEG frente al dólar y la permanencia de las tasas de interés de referencia en niveles superiores a los de 2005 contribuyen al aumento de la tasa de interés pagada por el SPNF. Acompañando a estos factores alcistas se suma la virtual detención de la caída del dólar frente al peso. Por otro lado, en

²³ El Plan de Emergencia Social (PANES) incluye gastos inherentes al Ministerio y el pago del Ingreso Ciudadano. Los primeros se registran en el rubro Gasto en Bienes y Servicios y el segundo se transfiere al BPS para que éste gestione su pago (lo que está incluido en el rubro de prestaciones sociales).

²⁴ Las pasividades crecen 2,2% en términos reales, donde el aumento del salario real es compensado por la reducción del número de pasividades (-0,3% en el último año móvil), mientras que las prestaciones activas aumentan 10,3% en términos reales, impulsadas por la cuota mutual, el seguro de desempleo y, especialmente, el pago del Ingreso Ciudadano, el cual aporta 6 puntos porcentuales al aumento total, significando un 0,4% del PIB en el año móvil finalizado en noviembre.

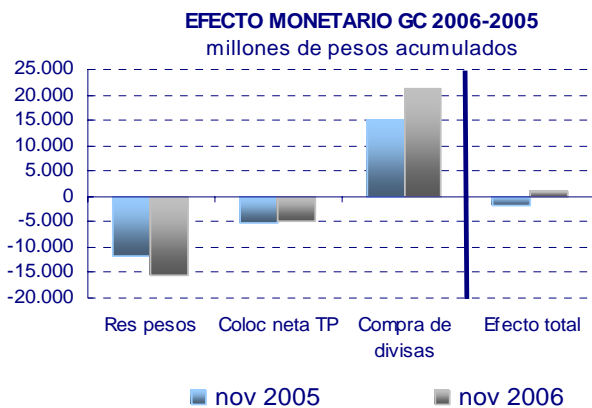
²⁵ La central térmica en San José, culminada en agosto, supuso una inversión de USD 100 millones. Por otra parte, la Administración Nacional de Puertos está ejecutando inversiones vinculadas al dragado del puerto de Montevideo, parcialmente financiadas con fondos producto de la venta del Nuevo Banco Comercial.

2006 se produjo una disminución de las tasas promedio en UI pagadas por el Gobierno, tanto en emisiones locales como internacionales, así como del *spread* promedio de la deuda en dólares, siguiendo la evolución del índice global EMBI+, en un contexto muy favorable para los mercados emergentes.²⁶ La conjunción de estos factores con efectos mixtos determina que la tasa de interés promedio de la deuda del SPNF aumente levemente (6%) respecto a diciembre 2005, ubicándose en 6,47% en dólares, la cual implica una tasa real negativa cercana al 3%.²⁷

Los niveles estables de déficit fiscal, superávit primario y pago de intereses, en un entorno de crecimiento económico, marcan el fin del proceso de consolidación fiscal, que ubica a las finanzas públicas en niveles manejables en el actual escenario macroeconómico favorable. De todas formas, la todavía elevada carga de intereses en relación al PIB, comparada con la que existía en los años 90, mantiene vigente la necesidad de continuar generando un superávit primario relativamente elevado. Actualmente este último se sitúa 2,5% del PIB por encima del nivel de los 90, explicitando la fuerte restricción fiscal que aún impone la dinámica de la deuda pública resultante de la crisis financiera de 2002, a pesar de las operaciones de gestión de deuda realizadas en este año, las que se comentan más adelante.

Efectos monetarios del comportamiento fiscal

Contrariamente a lo que venía siendo la norma en los últimos años, pero siguiendo la tendencia de los últimos meses, el resultado del Gobierno Central provocó una expansión monetaria en el acumulado a noviembre, la que alcanzó los \$ 1.039 millones. Este resultado es generado por una compra de divisas por \$ 2.677 millones, la que fue mayor a la suma del superávit en pesos (\$1.471 millones) y la colocación neta de Títulos Públicos en pesos (\$ 167 millones). Como consecuencia, la acción monetaria



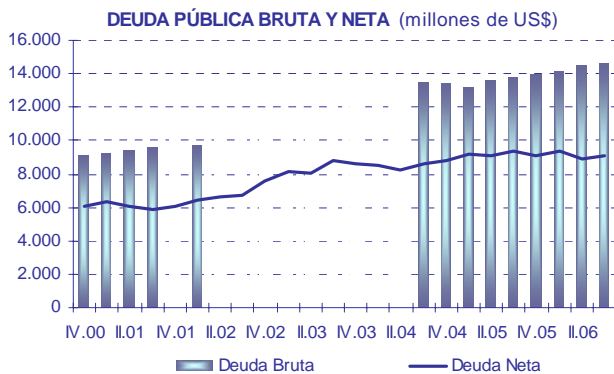
²⁶ Entre noviembre de 2005 y noviembre de 2006 el euro se aprecia 12,5% respecto al dólar mientras que los DEG lo hacen en 5,9%; la tasa LIBOR de 6 meses en dólares pasa de 3,6% a 5,2% (en promedio); y la apreciación del peso respecto al dólar es de 2,9%. Por otro lado, en el mismo periodo, la tasa promedio de títulos locales en UI pasa de 4,7% a 3,7%, mientras que el *spread* promedio de los títulos de deuda en dólares pasa de 369 a 236 puntos básicos.

²⁷ Los *stocks* y la estructura de la deuda también influyen sobre los intereses a pagar y han cambiado mucho en este año, lo que se analiza más adelante.

contractiva, que venía disminuyendo desde mayo, cambió de signo y por primera vez en el año se produce un efecto acumulado expansivo, por un monto de \$ 938 millones. Al comparar con el mismo período de 2005 se observa que, a pesar del mayor superávit en pesos en 2006 por \$ 3.546 millones, que opera contractivamente, la mayor compra de divisas por \$ 6.071 millones, junto con un comportamiento similar de la colocación neta de títulos en pesos, determina el efecto expansivo que se observa actualmente. En similar periodo de 2005 el resultado del Gobierno promovía una contracción monetaria por \$ 1.840 millones.

Deuda Pública: dinámica, estructura y gestión

Con datos a setiembre de 2006, la Deuda Pública Bruta del Sector Público Global continuó aumentando por sexto trimestre consecutivo, esta vez en USD 125 millones, ubicándose en USD 14.616 millones. Esto implica un aumento de USD 889 millones en el año móvil, liderado por las colocaciones de Títulos Públicos en dólares y en UI en el mercado internacional, siendo compensadas por la amortización anticipada a los organismos multilaterales de crédito.



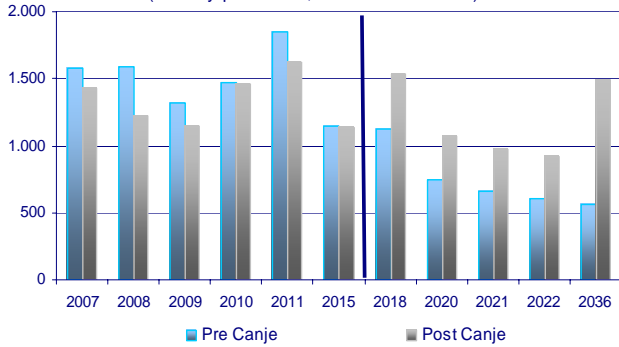
Mientras tanto, en este último trimestre los activos del Sector Público disminuyen USD 59 millones, ubicándose en USD 5.154 millones, generando en el último año móvil un aumento de USD 755 millones. El 72% de los activos (USD 3.693 millones) son líquidos: USD 3.211 millones de BCU (Activos de Reserva) y USD 482 millones de activos de Gobierno administrados por BCU; mientras que los activos por Asistencia Financiera se ubican en USD 669 millones (13% del total). Dada la evolución anterior, la Deuda Neta aumenta USD 184 millones en el trimestre, situándose en USD 9.462 millones.

Analizando la deuda en Títulos Públicos y Préstamos, cuyos datos se disponen con menor rezago y representan la mayor parte de la Deuda Bruta, los datos de octubre y noviembre implican una reducción del stock nominal y a su vez continúan el proceso que

se ha venido dando este año de sustitución de préstamos multilaterales por deuda soberana, de aumento de la participación de la moneda nacional y de extensión del plazo promedio.

SERVICIO DE DEUDA SPNF

(títulos y préstamos, millones de dolares)



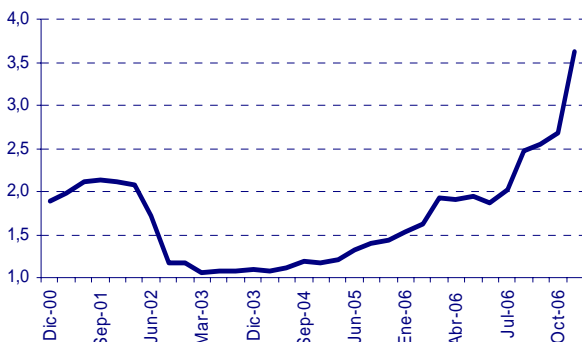
En una coyuntura financiera favorable para los mercados emergentes, en octubre se amplían en USD 500 millones la emisión del Bono Global 2036 y en 4.598 millones de UI (aproximadamente USD 300 millones) el Bono Global en Pesos reajustables 2.^a serie.²⁸ Paralelamente a la emisión de estos títulos se efectúa un canje de bonos internacionales con el objetivo de ampliar el perfil de vencimientos y tener bonos de referencia más líquidos, y se realiza una nueva amortización anticipada a multilaterales, cancelando anticipadamente la totalidad de lo adeudado al FMI.

PRINCIPALES OPERACIONES DE GESTIÓN DE DEUDA EN 2006

El canje propuesto por el Estado uruguayo tuvo las siguientes características. Los inversores podían optar entre canjear los llamados “ bonos elegibles” (bonos internacionales en moneda extranjera con vencimiento hasta 2019 y el Bono 2027) por Bonos Globales con vencimiento en 2022 a una tasa de 8% o en 2036 a una tasa de 7,625%, o recibir efectivo. Los montos de efectivo y del bono 2022 estaban topeados. Se aceptaron ofertas de canje por USD 1.142.; al precio mínimo ofrecido, representando el 52% del total elegible. De ese importe, el 82% de los bonos canjeados tenía vencimientos en los años 2011 y 2015, que eran los años más comprometidos. Como resultado, los vencimientos en estos años se redujeron en 54% y 59% respectivamente. El total del canje se pagó con USD 280: en efectivo y con la ampliación de los Bonos Internacionales 2022 (por USD 605:) y 2036 (por USD 286:). En consecuencia, estos bonos quedaron con un circulante de USD 1.805: y USD 1.286: respectivamente.

Por otro lado, en noviembre se amortiza anticipadamente la deuda remanente con el FMI por USD 1.040: (DEG 691:), de los que USD 799: correspondían al GC y USD 241: al BCU. Esta deuda tenía vencimientos entre agosto de 2007 y mediados del 2010. Sumando esta cifra a las amortizaciones anticipadas realizadas en febrero, marzo y agosto de 2006, el total amortizado a organismos multilaterales fue de USD 2.970 millones en el año.

RATIO TÍTULOS PÚBLICOS / PRÉSTAMOS

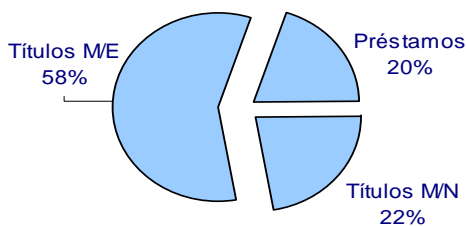


²⁸ El Bono 2036 fue emitido originalmente en marzo de 2006, con una tasa de 7,625%, mientras que el Bono Global en Pesos reajustables 2.^a serie con vencimiento en el año 2018 se emitió originalmente en setiembre de 2006 con una tasa en UI de 5%.

Como resultado, a partir de noviembre de 2006 se profundiza el cambio en la estructura por instrumento y por plazo, que se venía observando desde febrero de 2006. El ratio “Títulos/Préstamos”, que había aumentado desde 1,43 en diciembre de 2005 a 1,92 en marzo de 2006, se ubica en noviembre de 2006 en 3,62, superando ampliamente el máximo anterior de fines de 2001.

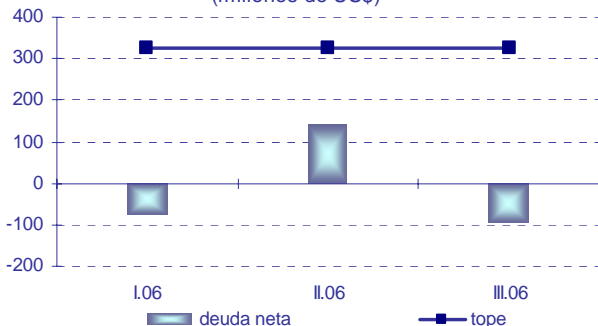
Por otra parte, el plazo promedio del conjunto de Títulos Públicos y Préstamos del SPG pasa de 7,5 años en diciembre de 2005 a 11,8 años en noviembre de 2006. En el mismo sentido, comparando diciembre de 2005 con setiembre de 2006 (últimos datos del universo completo de deuda), la deuda a vencer en menos de un año pasa de 17% a 10% del total, mientras que la que vence a más de 5 años pasa de 53% a 59%.

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



Finalmente, la colocación de deuda en moneda extranjera en los mercados internacionales sigue siendo acompañada por nuevas emisiones locales de Bonos en UI y LRM en pesos y UI, mientras que las colocaciones internacionales en UI realizadas en el año más que compensan la amortización del DPN²⁹ de febrero de 2006 y del Bono en UI de octubre, con lo que la participación de la moneda nacional en Títulos Públicos continúa aumentando, situándose en el entorno de 22% de la deuda bruta, o 28% del total de títulos en el último año móvil finalizado en noviembre de 2006.

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

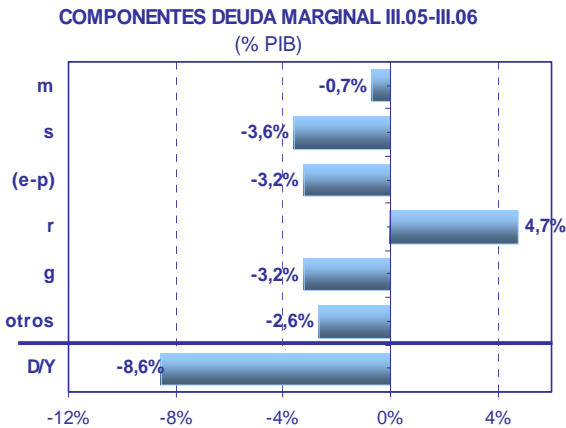


Por otra parte, la deuda neta del Sector Público Global compatible con la definida en la Ley de Endeudamiento se redujo en USD 96 millones en los primeros tres trimestres de 2006, siendo que la ley establece un aumento máximo para el año de USD 325 millones.³⁰ Por lo tanto, las finanzas públicas se encuentran dentro de los márgenes legales autorizados.

²⁹ Debt Protection Note (Bono con Cobertura Cambiaria).

³⁰ De acuerdo a la Ley 17.947 del 13 de enero de 2006, la deuda del SPG topeada no incluye a la de los Gobiernos Departamentales, se incluye como instrumento a la Base Monetaria y se valúan los saldos con arbitrajes fijos. Por más información sobre la metodología consúltese la referida ley o la publicación del BCU en www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmaf/controlmetadeuda/dncontrolmeta.pdf

El ratio entre deuda y PIB, uno de los indicadores relevantes para la sostenibilidad fiscal, continúa profundizando en 2006 el camino de convergencia iniciado a fines de 2003, aunque a tasas marginales menores. En este tercer trimestre se reduce levemente: 2,1% en términos brutos y 0,8% en términos netos, alcanzado una baja en el último año móvil de 8,9 puntos en términos brutos y 8,6 puntos en términos netos, valores menores a los reseñados en el informe anterior. Como resultado, a setiembre de 2006 la relación entre la deuda bruta y el PIB alcanza a 77,5%, mientras que la deuda neta se ubica en 50,2%.



Como sucede en los últimos años, esta reducción sigue siendo explicada por el fuerte crecimiento del PIB en dólares, pero con una incidencia menor y un cambio cuantitativo en sus determinantes. Dada la mayor estabilidad de precios relativos en el último año móvil, el descenso del dólar frente al peso contribuye con poco más de 3 puntos, mientras que el crecimiento real aporta una reducción también de 3 puntos. Por otra parte, el superávit primario continúa aportando cerca de 4 puntos adicionales y el señoreaje contribuye con menos de 1 punto del PIB. Por ende, el único factor expansivo del ratio entre deuda y PIB son los intereses, los que aportan esta vez 4,7 puntos, mientras que las diferencias metodológicas entre stocks y flujos explican la reducción adicional remanente (2,6 puntos).

EL SISTEMA FINANCIERO

Los depósitos de residentes en el sistema bancario³¹

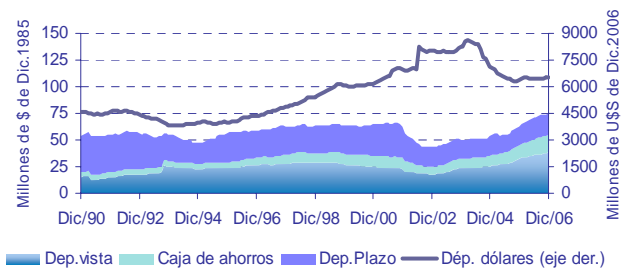
Los depósitos en moneda nacional siguieron aumentando en términos reales durante el cuarto trimestre de 2006, manteniendo un ritmo de crecimiento similar al observado en el tercer trimestre. En efecto, el componente tendencia-ciclo de esta serie³² presentó en ambos períodos un incremento mensual promedio de casi 1% real, evidenciando una desaceleración respecto al primer y segundo trimestre, cuando esta tasa había alcanzado a 2,5% y 1,4%, respectivamente. A fin de diciembre estos depósitos se ubicaron, en términos reales, 18% por encima del nivel de cierre de 2005.

Los depósitos en moneda extranjera también aumentaron en el cuarto trimestre: en dólares corrientes el crecimiento promedio de la tendencia-ciclo fue de 0,3% mensual, mientras que en valores constantes el incremento promedio fue de 1%. En la mayor parte de 2006 los depósitos en moneda extranjera registraron un moderado aumento en dólares corrientes, pero en valores constantes permanecieron virtualmente estancados. En los doce meses finalizados en diciembre estas colocaciones aumentaron 5,9% en dólares corrientes y 0,8% en valores constantes.

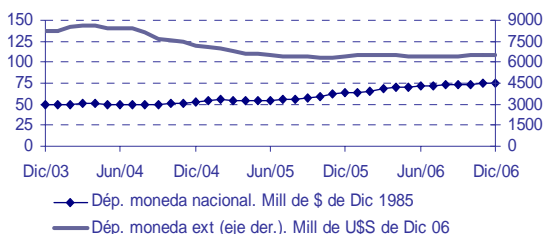
Durante el 2006 el proceso de desdolarización de los depósitos bancarios tuvo continuidad: a fin de diciembre las colocaciones en moneda nacional representaron 19,2% del total, un nivel de participación que supera en más de dos puntos porcentuales al observado a fin de 2005. Para encontrar un nivel similar al actual hay que remontarse a los primeros meses de 1999.

La evolución de los distintos tipos de depósitos también mostró un aumento de la preferencia por la liquidez por parte del público, y

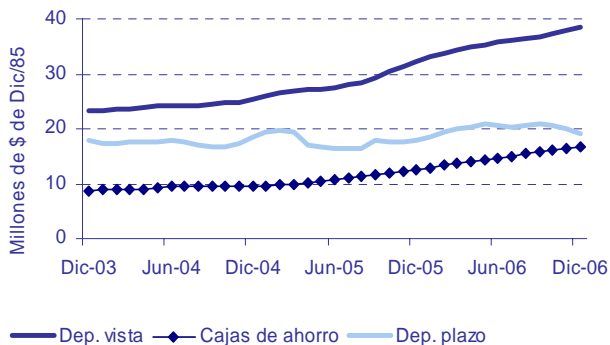
DEPÓSITOS EN MONEDA NACIONAL Y EXTRANJERA
Tendencia-ciclo en valores constantes



EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS DEPÓSITOS
Tendencia-ciclo en valores constantes



DEPÓSITOS EN MONEDA NACIONAL
EN VALORES CONSTANTES-TENDENCIA-CICLO



³¹ Para el análisis de los depósitos se ha trabajado con información preliminar a diciembre de 2006 siguiendo la metodología de los Balances Monetarios Consolidados. www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam02/pmam02d.xls

³² Calculada con el programa Tramo-Seats.

este fenómeno se observó tanto en las colocaciones en pesos, como en aquellas que están nominadas en moneda extranjera.

Dentro de los depósitos en moneda nacional, las cajas de ahorro fueron las más dinámicas durante el 2006, al registrar su tendencia-ciclo³³ un incremento real de entre 2% y 3% mensual a lo largo de todo el año. Los depósitos a la vista también presentaron un fuerte crecimiento, aunque el ritmo de aumento fue algo más desperejo, mostrando una desaceleración hasta el tercer trimestre y un repunte en el cuarto. Por su parte, las colocaciones a plazo experimentaron un fuerte crecimiento real en el primer trimestre, que se desaceleró en el segundo, y se transformó en una variación casi nula en el tercero y una caída en el cuarto. La comparación del nivel de diciembre de 2006 contra el de igual mes de 2005 muestra variaciones reales de 34,6% en las cajas de ahorro, 18,3% en los depósitos a la vista y 4,5% en las colocaciones a plazo. En la gráfica adjunta se presenta el comportamiento de la relación entre depósitos líquidos (a la vista y en caja de ahorros) y los depósitos a plazo fijo.

También en los depósitos en moneda extranjera se observó una mayor preferencia por la liquidez, ya que en los doce meses cerrados en diciembre las colocaciones a la vista y las cajas de ahorro crecieron 13,3% y 7,4% en dólares corrientes, respectivamente, mientras que los depósitos a plazo aumentaron 1%; los certificados de depósitos, que en general tienen un plazo muy corto y están dirigidos a inversores institucionales, cayeron 13,1%.

La mayor preferencia por la liquidez se explica fundamentalmente por la creciente bancarización de los medios de pago, tema que también se abordará en capítulos posteriores, y por el hecho de que las tasas de interés pasivas siguen sin resultar atractivas para los agentes, lo que limita la captación a plazos.

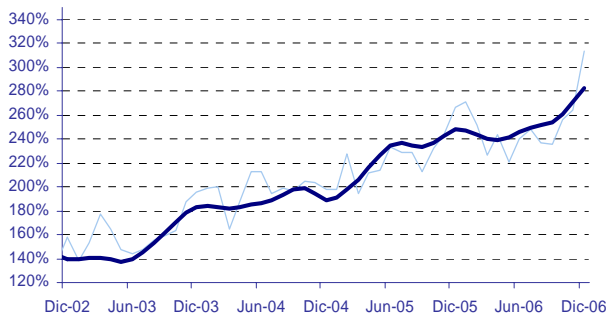
Con respecto a la mayor bancarización de los medios de pago cabe señalar que en los últimos años los bancos están ofreciendo a sus clientes servicios de débito automático contra cajas de

DEPÓSITOS EN M.N.: VAR. INTERMENSUAL PROMEDIO DE LA TENDENCIA-CICLO

	A la Vista	C. de Ahorro	Plazo
I.06	2,0%	2,8%	3,3%
II.06	1,3%	2,3%	1,3%
III.06	0,9%	2,8%	0,3%
IV.06	1,6%	2,1%	-2,7%

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

RELACION DEP. LÍQUIDOS/DEP. PLAZOS EN MONEDA NACIONAL



³³ La tendencia-ciclo de los depósitos fue obtenida a partir de un modelo ARIMA que proporcionó el programa Tramo-Seats.

ahorro, así como también pagos de salarios y pasividades a través de este tipo de cuentas.

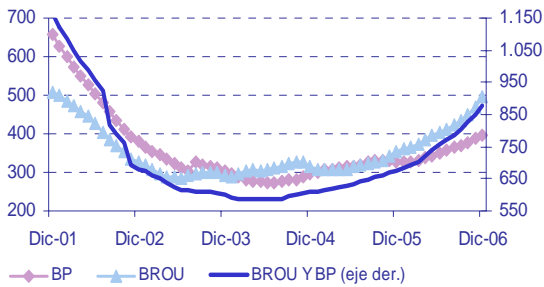
El crédito bancario³⁴

Las cifras preliminares de diciembre confirman que durante el cuarto trimestre del año se ha profundizado el dinamismo que ha venido mostrando el crédito en moneda nacional concedido por el sistema bancario al sector privado:

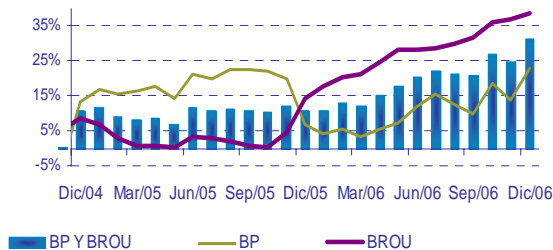
- El componente tendencia-ciclo³⁵ del crédito en moneda nacional, medido en términos reales, evidencia que se mantiene el mayor dinamismo que las colocaciones bancarias han mostrado desde 2004, tendencia creciente que se ha mostrado más vigorosa a partir del segundo trimestre del presente año. En efecto, el crecimiento intermensual del componente tendencia ciclo se situó en 2,9% en el cuarto trimestre, porcentaje que supera a los registros de los trimestres anteriores.³⁶
- En términos de crecimiento interanual se alcanzaron en el último trimestre las mayores tasas de crecimiento real registradas en los últimos dos años: 27,1% en octubre, 24,9% en noviembre y 31,1% en diciembre.

El mayor dinamismo que se observa en el presente trimestre está presente tanto en las colocaciones de la banca privada (BP) como en las concedidas por el BROU: mientras el componente tendencia-ciclo de la serie de BP creció a una tasa real promedio de 2,4%, en el caso del BROU el crecimiento intermensual del componente tendencia-ciclo se elevó a una tasa real de 4,6%, el mayor registro observado luego de la salida de la crisis financiera.

CRÉDITO AL S. PRIVADO EN MONEDA NACIONAL
En millones de pesos de Dic/1990 - Tendencia-ciclo



CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL
Variación interanual en términos constantes

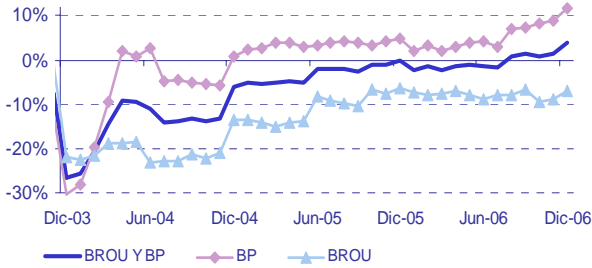


³⁴ Para el análisis del crédito bancario se ha trabajado con datos preliminares al cierre de diciembre de 2006. La información utilizada corresponde a los saldos de créditos al sector privado no financiero calculados con la metodología de los Balances Monetarios Consolidados (<http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam02/pmam02d.xls>), siendo estas cifras corregidas por créditos castigados y por el efecto de ciertas operaciones especiales; no se considera al BHU.

³⁵ Calculada en base a un modelo ARIMA seleccionado por medio del programa Tramo-Seats.

³⁶ En el primer trimestre el crecimiento mensual promedio de la tendencia-ciclo de esta variable había sido de 1,4%, en el segundo 2,4% y en el tercero 2,1%.

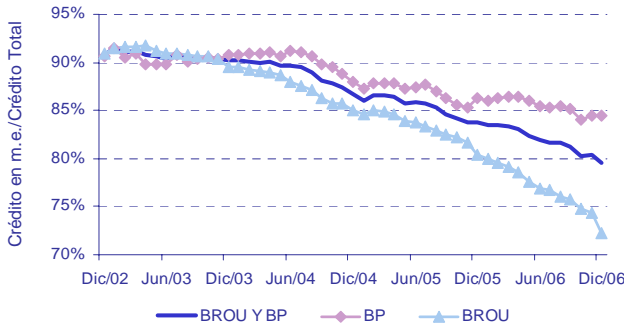
CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA
Variación interanual en dólares corrientes



El análisis de la dinámica del crédito en moneda nacional que se desprende de las tasas de crecimiento real de los últimos doce meses, si bien coincide en el signo de los resultados, parece dejar más en evidencia que la conducta del BROU en el presente año es notoriamente más expansiva que la del sistema bancario privado. En efecto, en diciembre de 2006 el crédito en moneda nacional concedido por el BROU alcanzó, en términos reales, un nivel 39% superior al existente en igual mes de 2005, tasa que se ubicó en el entorno de 23% en el caso de BP.

En cambio, en el crédito en moneda extranjera hubo un aumento de 11,8% en dólares corrientes en el caso de BP, parcialmente compensado por una caída de 7,1% en el BROU; a nivel global hubo un incremento de 4%. En la medición en valores constantes hubo un crecimiento de 6,4% en BP, una caída de 11,6% en el BROU y una disminución de 1% a nivel global.

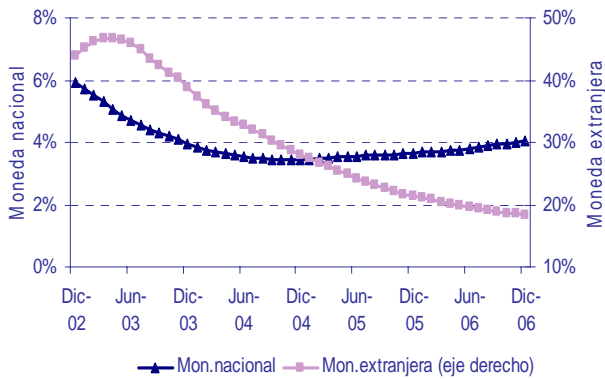
DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO



Si bien las dinámicas del crédito en moneda nacional y en moneda extranjera han determinado una reducción del grado de dolarización de las colocaciones bancarias, fenómeno que es notorio a partir de mediados del año 2004, el crédito en moneda nacional sigue representando un porción minoritaria del total de las colocaciones que los bancos conceden al sector privado no financiero residente, tal como se analizará a continuación.

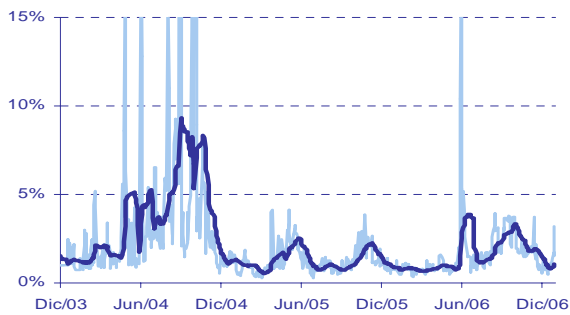
La gráfica de dolarización de crédito bancario resume el análisis institucional por monedas que se hizo antes para el año 2006. El BROU, cuyas colocaciones en moneda nacional son claramente las más expansivas y sus créditos en moneda extranjera se reducen, es quien ha continuado reduciendo el grado de dolarización de su cartera de colocaciones en el transcurso del año 2006. La banca privada, en la cual el crédito en moneda nacional se incrementó a un ritmo más moderado y el crédito en moneda extranjera ha continuado creciendo, prácticamente ha estabilizado en el entorno de 85% el grado de dolarización de sus colocaciones. Como resultado, al cierre de 2006 el 80% de las colocaciones totales al sector privado no financiero concedida por los bancos está denominado en moneda extranjera.

CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO/PIB



Otro indicador que permite poner en perspectiva el fenómeno del dinamismo del crédito bancario es el ratio que relaciona el saldo de las colocaciones bancarias con el PIB. El crédito en moneda extranjera a comienzos de 2003 representaba 45 puntos de PIB; en la actualidad este ratio se ha reducido a menos de la mitad: 18,3% sería el registro correspondiente a diciembre, con una tendencia claramente decreciente. A diferencia del anterior, el ratio entre el crédito moneda nacional y el PIB en el período post-crisis también se redujo, pero mostró un quiebre a fines de 2004 y luego ha crecido suavemente, aunque en forma sostenida. A comienzos de año 2003 este ratio se ubicaba en 6%, siendo de 4,1% el registro de cierre de 2006. Debe notarse que, si bien en el caso de las colocaciones en moneda extranjera el análisis está contaminado por la evolución del tipo de cambio, en períodos de relativa estabilidad cambiaria, tal como puede ser caracterizado el año 2006, tampoco se observa una recuperación de este ratio³⁷.

TASA CALL INTERBANCARIA

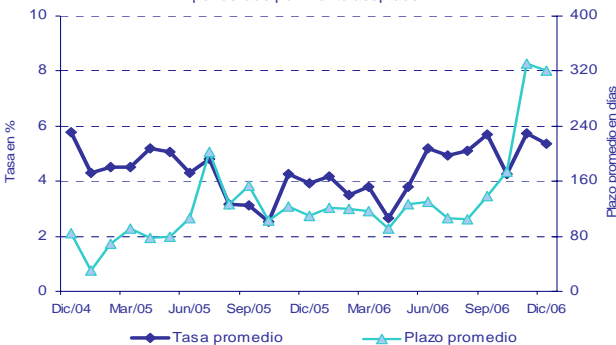


La evolución de las tasas de interés³⁸

La tasa de interés del mercado interbancario, la llamada tasa call, a partir de octubre experimentó un quiebre en la tendencia creciente que había exhibido desde el segundo trimestre del 2006. La tendencia decreciente que mostraron estas tasas durante el último trimestre de 2006 obedecería a las condiciones de mayor holgura que primaron en el mercado en este período en relación a julio-setiembre. Cabe hacer notar que durante este período tuvo especial incidencia en este fenómeno la introducción del mecanismo adicional de provisión de liquidez (MAPL).

En el último trimestre del 2006 los niveles que alcanzaron las tasas de interés promedio pagadas sobre los títulos en moneda

TASAS DE LETRAS MN Y PLAZO PROMEDIO
ponderado por monto aceptado



37 Para calcular este cociente se consideraron promedios móviles del saldo de crédito, moneda nacional o extranjera según corresponda, y del PIB, siempre en períodos de doce meses.

38 Este capítulo se elaboró sobre la base de información del sistema bancario proporcionada por la Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera (SIIF) disponible al mes de junio de 2006 e información de tasas interbancarias y pagadas sobre los títulos emitidos por el BCU proporcionada por la División Operaciones. Adicionalmente, se ha utilizado información del Reporte de Estabilidad Financiera elaborado por la SIIF. http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref_iii-06.pdf

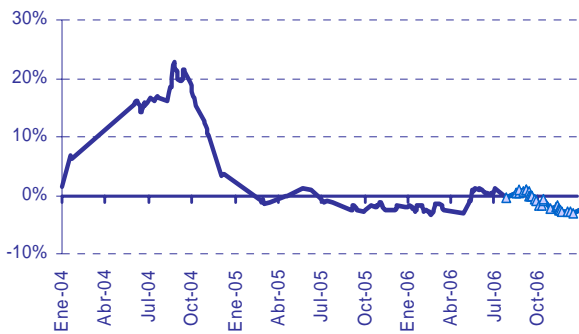
nacional emitidos por el BCU (LRM), 5,1%, no presentan variaciones de significación respecto a los observados en el trimestre previo: 5,2%. Lo notable de este comportamiento es que se produce en un período en el cual, como se analizará posteriormente, se produjo un aumento notorio de los plazos promedio al cual son colocados los títulos, tal como puede observarse en la gráfica. Al igual que en las tasas interbancarias la reducción de estas tasas obedecería a la mayor holgura en materia de liquidez a la cual se ha aludido antes.

Estas tasas de interés de LRM, que son el costo de oportunidad que tiene el crédito en moneda nacional de los bancos al sector privado, han vuelto a mostrar rendimientos negativos cuando se las mide en términos reales a partir de comienzos del mes de octubre³⁹. De hecho el comportamiento mostrado por la tasa correspondiente a las LRM a 180 días de plazo indica que hacia el mes de diciembre se alcanzan niveles de rendimiento negativos de magnitudes comparables a los de principios de año, en el entorno de -3%.

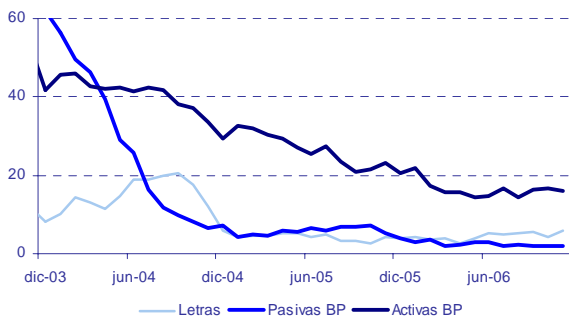
Las tasas pasivas minoristas en moneda nacional continúan ubicadas en niveles similares a los del trimestre anterior, en el entorno de 2%. Por su parte, las tasas activas en moneda nacional desde comienzo del 2006 han presentado una suave tendencia decreciente, hasta alcanzar un piso en agosto de 14.4%. Posteriormente, han experimentado un repunte, finalizando el año ubicadas en 16%, más de 400 puntos básicos por debajo de las vigentes un año atrás. La evolución de estas tasas a nivel sectorial no es homogénea de acuerdo a la información disponible hasta setiembre; es así cómo en el último año móvil se observó una disminución del costo del financiamiento en pesos a las Empresas, mientras que las tasas de interés aplicadas al crédito al sector Familia aumentaron.

En el caso de moneda extranjera, es posible observar un aumento de 2,5% a 2,6% en las tasas pasivas locales durante el cuarto trimestre. Por su parte las tasas activas en moneda extranjera del sistema bancario han mostrado un leve aumento en relación con el

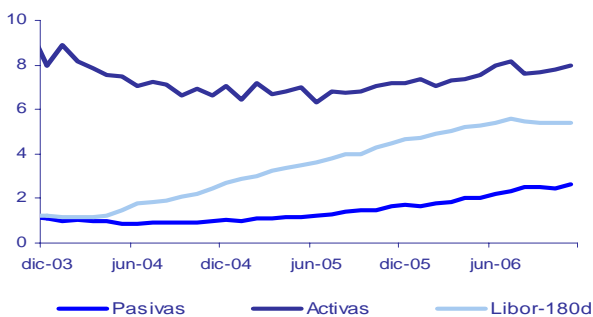
TASA REAL DE LRM EN PESOS A 180 DIAS



TASAS DE INTERES MONEDA NACIONAL



TASAS DE INTERES EN MONEDA EXTRANJERA



³⁹ El cálculo del rendimiento real se realizó tomando como inflación esperada la resultante de las proyecciones internas.

tercer trimestre. En efecto, estas tasas, que en el mes de setiembre estaban ubicadas en 7,7%, alcanzaron un registro de 8% en noviembre. Con relación al crédito sectorial, la tendencia al alza en la tasa activa en dólares se refleja en la mayoría de los sectores.

Indicadores de calidad de cartera, liquidez, solvencia y resultados del sistema financiero⁴⁰

La morosidad de la cartera de colocaciones del sistema bancario al sector no financiero volvió a reducirse durante el tercer trimestre de 2006. En efecto, la relación entre créditos vencidos y créditos totales⁴¹, que es el indicador habitualmente utilizado para analizar la morosidad, cayó a 5,4% en setiembre de 2006 desde el nivel de 5,8% que alcanzaba a fines del segundo trimestre del año. Debe notarse que el registro mencionado para setiembre, 5,4%, es notoriamente inferior al que pudo observarse un año atrás: 7,6%.

Esta mejora de la morosidad se ha acompañado con la constitución de mayores provisiones para los créditos que se encuentran vencidos, las cuales representaron 1,93 veces el monto de los créditos morosos al cierre de 2006. Sin perjuicio de ello, la relación entre las provisiones y los créditos brutos totales ha disminuido en el tercer trimestre como consecuencia de la mejora experimentada por la calidad de la cartera bancaria en el período, alcanzando en setiembre el valor de 10,1%.

Es así como, del análisis del riesgo de contraparte se desprende que los créditos de mayor riesgo, que corresponde a las categorías 3,4 y 5 de acuerdo a la normativa vigente,⁴² representaron el 24% del total de las colocaciones del sistema bancario a setiembre de 2006, porcentaje que se elevaba a 31% un año atrás.

⁴⁰ Basado en BCU, SIIF, Reporte de Estabilidad Financiera, Tercer trimestre de 2006. http://www.bcu.gub.uy/autoriza/sieras/ref_iii-06.pdf.

⁴¹ Corresponde a créditos vencidos y totales en términos brutos y considera la suma de moneda nacional y moneda extranjera.

⁴² De acuerdo a la normativa bancocentralista, los créditos al sector no financiero son clasificados en categorías de riesgo de 1 a 5, en forma creciente de acuerdo al riesgo de incumplimiento.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Los ratios de liquidez⁴³ al cierre del mes de setiembre de 2006 se ubican en 65%. Si bien estos indicadores volvieron a experimentar una reducción en el tercer trimestre del año, siguen evidenciando la existencia de un alto nivel de liquidez en poder del sistema bancario. La caída se observó en todos los plazos, alcanzando en setiembre 74,2% y 69,3% para treinta y noventa días, respectivamente, porcentajes que continúan resultando altos a la luz de los valores históricos.

En materia de solvencia de las instituciones desde junio se encuentra vigente, como se recordará, una nueva normativa sobre requerimientos mínimos de capital, que incorporó una serie de cambios⁴⁴ que se reflejan en un aumento de las exigencias totales de capital de los bancos. La evolución de varios indicadores dan cuenta de la mejora que ha experimentado el sistema bancario en esta materia:

1. el grado de adecuación patrimonial, medido como el cociente entre el patrimonio regulatorio y los requisitos de capital se incrementó desde 2,17 veces en junio de 2006 hasta ubicarse en 2,34 veces el pasado 30 de setiembre.
2. el indicador de cobertura propia a créditos vencidos ha venido aumentando en forma notoria en el último año: al cierre del tercer trimestre de 2006 el patrimonio regulatorio del conjunto del sistema bancario representaba más de 15 veces a los créditos vencidos netos de las instituciones, este indicador se ubicaba en 8,3 en el mismo mes del año 2005.
3. el ratio que relaciona los créditos vencidos con el capital que tienen las instituciones en exceso al mínimo regulatorio, que permite evaluar la solvencia en situaciones de estrés, ha pasado de 5,16 al cierre del segundo trimestre a 6,31 veces en setiembre.

⁴³ Los ratios de liquidez comparan los activos líquidos con los pasivos exigibles dentro de un mismo plazo contractual.

⁴⁴ Los cambios introducidos son: a) una adecuación de los ponderadores de riesgo de crédito a los perfiles de riesgo de los activos de las instituciones; b) la agregación de los requisitos de capital mínimo por riesgo de mercado a la cartera de valores para negociación (incluye requisitos de riesgo cambiario y requisitos de riesgo de tasa de interés); y c) la reducción del porcentaje mínimo de los activos de riesgo que debe mantenerse como capital (ratio de Cooke) de 10% a 8%.

INFORME DE POLITICA MONETARIA

Por otra parte, con relación a la rentabilidad de las instituciones la información disponible muestra que al cierre de setiembre las ganancias acumuladas del conjunto del sistema bancario se elevaron a USD 195 millones, lo que equivale a un retorno sobre patrimonio de 24,3% en términos de tasa anualizada. Esta performance refleja que el mencionado resultado es 25% superior al alcanzado un año atrás, aumento que se originó básicamente en mayores intereses ganados.

Desarrollo macroeconómico reciente: los indicadores del cuarto trimestre de 2006

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

Las solicitudes de exportación crecieron 19% en dólares corrientes en los primeros once meses de 2006 respecto a igual período del año anterior. En tanto, las importaciones de bienes medidas en dólares corrientes, excluyendo petróleo y destilados, también se incrementaron 19% en igual período. Las compras al exterior de todas las categorías económicas se expandieron, en particular las de bienes de capital (22%) y bienes de consumo (21%). Las importaciones correspondientes a insumos intermedios, se aceleraron en el segundo tramo del año y se incrementaron 18%. Por su parte, la recaudación de IVA, que es un indicador indirecto del gasto, continuó aumentando.

Mientras tanto, la actividad industrial (excluyendo a la refinería), si bien ha desacelerado el fuerte ritmo de crecimiento experimentado en la primera mitad del año, todavía registra un alto crecimiento en los primeros diez meses del año respecto a igual período del año anterior: 13%.

III. La inflación

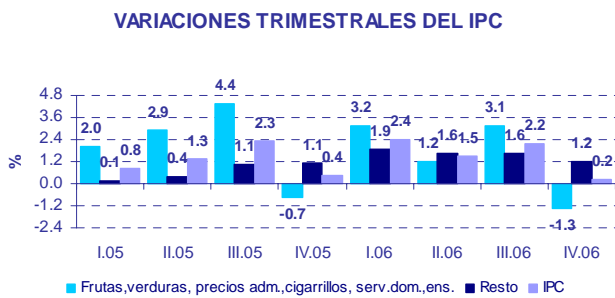
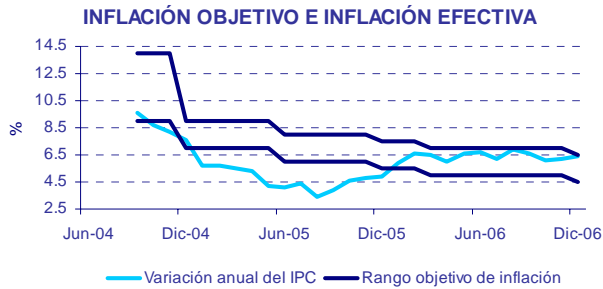
Evaluación del comportamiento de la inflación

Con un registro de 0,21% de aumento del IPC en el cuarto trimestre de 2006, la tasa de inflación anual cerró el año en 6,38%, completando cuatro trimestres consecutivos dentro del rango objetivo de inflación.

En 2006, el índice que resulta de depurar al IPC de los rubros de precios administrados⁴⁵, del servicio doméstico⁴⁶, de la enseñanza⁴⁷, de las frutas y verduras⁴⁸ y de los cigarrillos⁴⁹ tuvo una variación de 6,45%.

Luego de permanecer por debajo del rango indicativo de inflación de la política monetaria a lo largo de 2005, la variación anual del IPC completó su cuarto trimestre consecutivo en la parte superior del rango que el Comité de Política Monetaria del BCU estableciera como objetivo.

A pesar de los shocks de oferta que ejercieron una fuerte presión alcista sobre los precios uruguayos se cumplieron los objetivos de inflación anunciados para los años culminados en marzo, junio y setiembre de 2006 (5%~7%) así como el más exigente correspondiente a 2006 (4,5%~6,5%). No sólo los precios internacionales del petróleo crecieron 25,2% en los primeros siete meses del año, también severas sequías afectaron al país en el verano de 2005 y en el primer semestre de 2006.



⁴⁵ Entre los precios administrados se encuentran las tarifas públicas, los de los servicios de salud mutuales y colectivos y los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo

⁴⁶ Se imputa la variación del salario mínimo a la del costo que el servicio doméstico tiene para los hogares montevidianos. Esta metodología sobreestimaría la variación del IPC.

⁴⁷ Los precios de los servicios privados de enseñanza se ajustan en forma discontinua. Los mayores aumentos se observan en el primer trimestre. También se registran incrementos de menor entidad en el tercero.

⁴⁸ La evolución de los precios de frutas y verduras presenta una marcada estacionalidad y volatilidad.

⁴⁹ Se trata de un rubro caracterizado por sus ajustes discontinuos de precios que, además, en el pasado reciente fueron el resultado de medidas tributarias. En efecto, los dos últimos ajustes de precios de los cigarrillos se registraron en junio de 2005 y en diciembre de 2006. El primero fue de 16,04% y respondió a modificaciones en la alícuota del IMESI. El segundo llegó a 8%.

Cabe destacar que este cumplimiento de objetivos de inflación se dio en una coyuntura en la que funcionaron consejos de salarios que incluyeron en sus pautas la recuperación del salario real. A partir de información divulgada por el Instituto Nacional de Estadística, se puede concluir que entre enero y noviembre de 2006 el poder adquisitivo de los salarios privados se incrementó, 4,45%, en un escenario de fuerte crecimiento de la productividad media del trabajo que erosionó el efecto de esos aumentos reales de remuneración sobre los costos de las empresas.

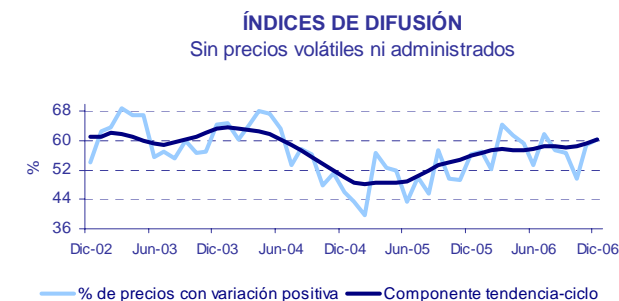
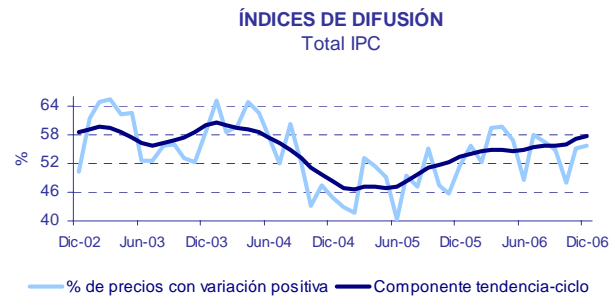
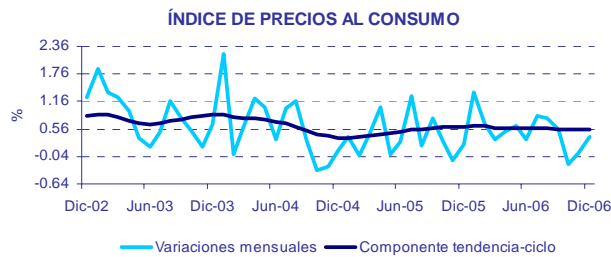
Evolución del IPC

El IPC creció 0,21% en el cuarto trimestre, acumulando un aumento de 6,38% en 2006

El componente tendencia-ciclo de las variaciones mensuales del IPC acumuló 1,67% en el cuarto trimestre, cifra similar a la de 1,69% del tercero.

Cabe aclarar que la tendencia-ciclo estimada puede estar contaminada por cambios en las pautas estacionales. En efecto, en el primer y tercer trimestre del año se podrían confundir efectos estacionales con incrementos del aumento tendencial del IPC, mientras que en el segundo y cuarto trimestre la estimación del componente tendencia-ciclo podría tener un sesgo negativo.

Tanto el índice de difusión⁵⁰ que considera todos los precios incluidos en el IPC como el que excluye a los precios administrados y a los más volátiles mostraron una tendencia creciente en 2006. Considerando a los 310 artículos relevados para el cálculo del IPC, el componente tendencia-ciclo del índice de difusión de sus incrementos mensuales pasó de 52,5% en octubre-diciembre de 2005 a 57,0% en igual período de 2006. Si se excluyen los precios administrados, las frutas y verduras, la enseñanza, los cigarrillos y el servicio doméstico, los índices de difusión resultantes tienen un componente tendencia-ciclo que pasó de 54,9% a 59,4% en el período considerado.



⁵⁰ Los índices de difusión muestran el porcentaje de la canasta del IPC que componen los rubros que se encarecieron en el respectivo mes.

Los precios administrados

Los precios administrados⁵¹ cayeron 3,02% en el cuarto trimestre, restando 0,82 puntos porcentuales a la variación del IPC del período. Se destacan las rebajas de 9,80% promedio de las tarifas de ANCAP y de 8,69% promedio ^{52,53} del transporte colectivo de pasajeros. Se dispuso un aumento de 1,8% del precio del gas oil para generar recursos que compensen a las empresas que prestan dicho servicio.

En los últimos cinco meses del año, el precio internacional del petróleo descendió 16,3%, luego de haber crecido 25,2% entre enero y julio. Si bien existen pronósticos que auguran una disminución de los excesos de demanda que han presionado al alza el precio de este bien, también es cierto que dicho precio se ha mostrado particularmente sensible a la ocurrencia de hechos de difícil predicción (atentados, eventos climáticos, etc.) . Por lo tanto, la evolución del precio del petróleo sigue siendo un factor de riesgo importante para la economía uruguaya.

Los bienes transables internacionalmente

Los precios de los bienes transables internacionalmente aumentaron 1,12% en el cuarto trimestre, aportando 0,33 puntos porcentuales a la variación del IPC del período. En el análisis de la evolución de esta categoría de precios se destaca el aumento estacional en los precios del rubro vestimenta, el encarecimiento de los cigarrillos y la tendencia creciente de los precios transables excluyendo los de la carne, los lácteos, la vestimenta y los cigarrillos.⁵⁴

⁵¹ Tarifas públicas, precios de los servicios de salud mutuales y colectivos y los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

⁵² Para los cálculos de estas variaciones se utilizaron las ponderaciones del IPC

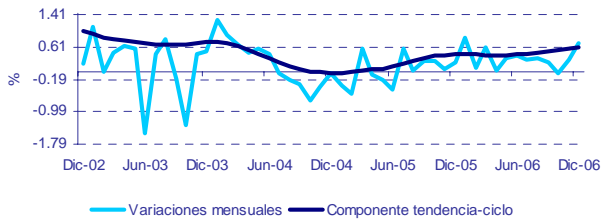
⁵³ Luego del incremento de 6,3% anunciado en setiembre, en noviembre se dispuso un abaratamiento de 11,5% del servicio de transporte capitalino.

⁵⁴ Los bienes excluidos (carne, lácteos, vestimenta y cigarrillos) presentan estacionalidad marcada, están sujetos a shocks de oferta de significación, se ajustan en forma discontinua o fueron objeto de ajustes impositivos de entidad

El aumento promedio de los precios del rubro vestimenta en el cuarto trimestre fue de 2,11%.⁵⁵ Se trataría de un incremento de precios atribuible en gran parte al cambio de temporada.

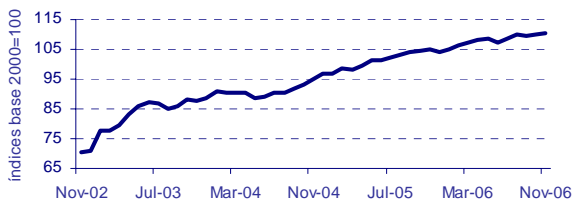
Después de un año y medio de estabilidad de precios, los cigarrillos se encarecieron 8% en diciembre, aportando 0,12 puntos porcentuales a la variación del IPC del cuarto trimestre.

TRANSABLES INTERNACIONALES
Sin carne, cigarrillos, lácteos, vestimenta



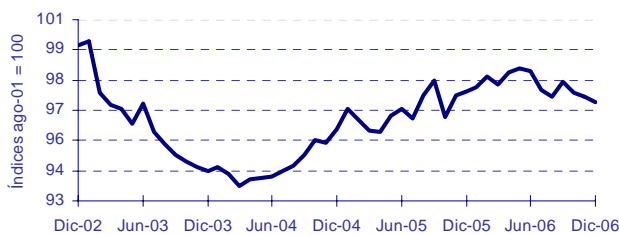
En el cuarto trimestre la variación de los precios del grupo de bienes transables internacionalmente que no incluye a la carne, los lácteos, los cigarrillos y la vestimenta fue de 0,98%. El componente tendencia ciclo de esta variación fue de 1,73% , superior al del resto de los trimestres de 2006 (entre 1,26% y 1,43%)

PRECIOS INTERNACIONALES
(expresados en dólares)



Según los datos utilizados por el BCU para el cálculo del tipo de cambio real efectivo, la inflación internacional relevante para Uruguay habría alcanzado a 7% en 2006. En base a los datos de encuestas de expectativas relevadas en la región y a los informes de Bloomberg, se supone que el crecimiento de los precios externos perderá fuerza en el horizonte de 18 meses relevante para la política monetaria

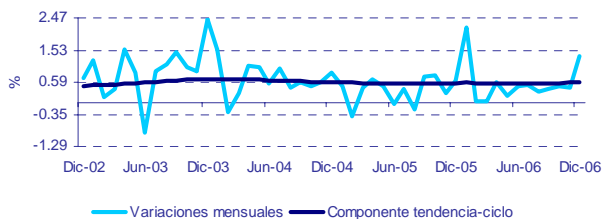
MÁRGENES COMERCIALIZACIÓN MINORISTA
sin precios de ANCAP, frutas, verduras, cigarrillos



Luego del crecimiento observado entre mediados de 2004 y de 2006, los márgenes de comercialización minorista de los bienes transables internacionalmente han mostrado una leve tendencia decreciente en la segunda mitad de 2006 para converger a niveles similares a los de fines de 2005.⁵⁶

Los bienes transables regionalmente

TRANSABLES REGIONALES
Sin frutas ni verduras



Los precios de los bienes y servicios transables regionalmente aumentaron 2,93% en el cuarto trimestre, aportando 0,45 puntos porcentuales a la variación del IPC del período.

⁵⁵ La incidencia de esta caída de precios en la variación del IPC del período fue de -0.1%. Para el cálculo se tuvo en cuenta que el rubro vestimenta se incluye tanto en la categoría de bienes transables internacionalmente como en la de bienes y servicios comercializables en la región.

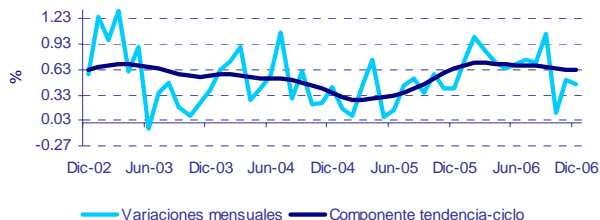
⁵⁶ El indicador de los márgenes se construyó con aquellos bienes que están incluidos tanto en la canasta del IPC como en la del Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales (IPPNN). Para cada bien se comparó la evolución del precio al consumo con la del precio que percibe el productor. Las ponderaciones de estos indicadores de márgenes de comercialización minorista son las utilizadas en el IPC. Los datos corresponden al período agosto de 2001-diciembre de 2006, lapso para el cual está disponible el IPPNN.

El aumento de 5,31% de los precios de las frutas y verduras, sumó 0,17 puntos porcentuales a la variación del IPC del trimestre.

Si se excluye a las frutas y verduras, los bienes y servicios comercializables en la región se encarecieron 2,29%. El componente tendencia ciclo de esta variación fue de 1,76%, similar al de los restantes trimestres de 2006.

Otros desarrollos destacados entre los bienes y servicios no transables

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



La categoría de bienes y servicios “ no transables de mercado” se obtiene al excluir del grupo completo de bienes y servicios no transables a la enseñanza⁵⁷, al servicio doméstico⁵⁸ y a los rubros de mayor peso de los que están sujetos a regulaciones⁵⁹. Los datos disponibles para el segundo semestre sugieren un leve enlentecimiento en la tasa de crecimiento de los precios de estos bienes y servicios. En efecto su componente tendencia-ciclo pasa del 2,03% del tercer trimestre al 1,93% del cuarto.

En un contexto de costos unitarios de la mano de obra creciente, esta evolución de precios entre un grupo de bienes cuya producción tiene en la mano de obra un insumo importante podría ser considerado un indicador de avance de la convergencia de la inflación hacia niveles “ menos riesgosos” para la autoridad monetaria.

Sin embargo, la tendencia no parece ser lo suficiente fuerte como para ignorar el riesgo de que la política monetaria termine convalidando presiones inflacionarias derivadas de la evolución de

⁵⁷ Los precios de los servicios privados de enseñanza se ajustan en forma discontinua. Los mayores aumentos se observan en el primer trimestre. También se registran incrementos de menor entidad en el tercero.

⁵⁸ El costo del servicio doméstico para los hogares montevidianos se estima imputándole la variación del salario mínimo. Esta metodología habría sobreestimado la variación del IPC en 2005, año en que el salario mínimo creció 61,4%.

⁵⁹ En este caso se excluye a las tarifas públicas, a los precios de los servicios de salud mutual y colectiva y a los regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

los costos unitarios de la mano de obra, tal como se señala a continuación.⁶⁰

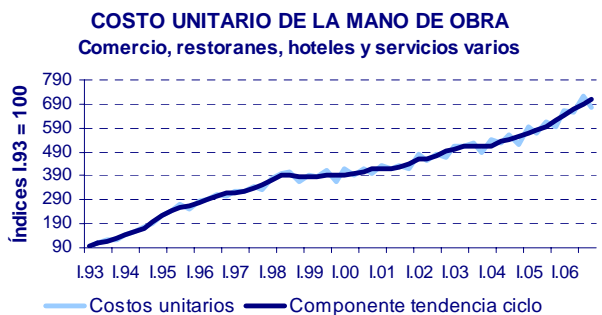
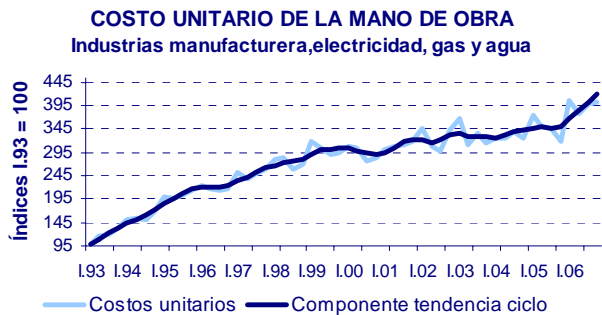
Los costos unitarios de la mano de obra

Se presenta a continuación una estimación de los costos unitarios de la mano de obra en “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” ; “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” ⁶¹; “ Construcción” y “ Transporte y comunicaciones.” En uno de los anexos del presente informe se detalla la metodología utilizada⁶².

En 2006, se habría fortalecido el nivel de los costos unitarios de la mano de obra en importantes sectores de la economía nacional en los que, a su vez, se estarían produciendo caídas de la productividad del factor trabajo. En los sectores de “ Construcción” y “ Transporte y comunicaciones” sería pertinente hablar de estabilidad o de leves crecimientos de ambas variables.

En 2006 los costos unitarios de la mano de obra habrían tenido una tendencia creciente en los sectores “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” y en “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” . La productividad media de estos sectores habría descendido en el corriente año, aunque en “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” se mantendría en niveles elevados

La estimación de la evolución de los costos unitarios de la mano de obra en “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” y en “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” es superior a la del informe del trimestre anterior. Lo contrario ocurre con la correspondiente al producto medio. Téngase presente que el INE disminuyó sus estimaciones

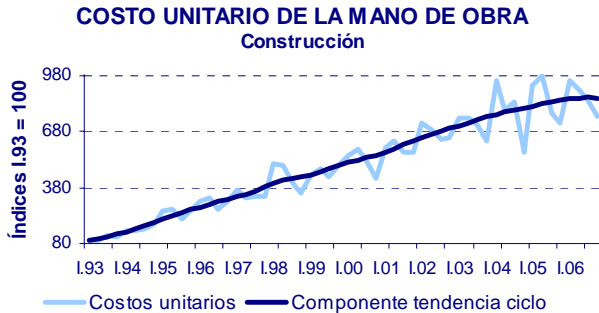


⁶⁰ Asimismo, cabe la advertencia anteriormente hecha con respecto a posibles sesgos en la estimación de la tendencia de la serie.

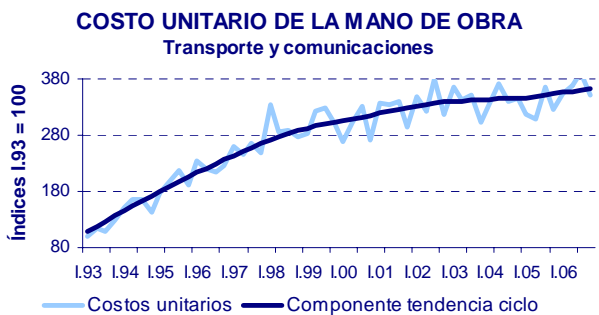
⁶¹ Se trata de un agregado formado por: “Comercio y reparaciones” ;“Restoranes y hoteles”; “Intermediación financiera”; “Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler”; “Enseñanza”; “Servicios sociales y de salud”; “Eliminación de desperdicios, aguas residuales, saneamiento y actividades similares”; “Organizaciones y órganos extraterritoriales” y “Servicio doméstico”

⁶² Ver “Anexo: Costos unitarios de la mano de obra”

del producto manufacturero, por lo que por consiguiente la estimación del producto del sector Comercio también disminuye - pues, si se produce menos se intermedia menos- y que se dispone de nuevos datos sobre evolución de salarios.



Como ya ha sido aclarado en anteriores informes, los cambios de 2005 de la negociación salarial durante 2005 dificultan la extracción del componente tendencial de los costos unitarios de la mano de obra. Es probable que en los períodos de incrementos salariales surjan sesgos positivos en la estimación de dicho componente y que lo contrario ocurra en los períodos en que no se producen ajustes de salarios.



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

Las estimaciones disponibles de brecha del producto siguen sugiriendo la posibilidad de que existan presiones salariales más allá de lo acordado en los consejos de salarios.

Brecha de producto y presiones inflacionarias

A medida que progresa el proceso de crecimiento de la demanda, se vuelve más plausible la hipótesis de presiones inflacionarias derivadas de la existencia de un exceso de demanda, o, en otras palabras, una brecha de producto positiva.

La medición de la brecha de producto es una tarea compleja, particularmente en economías como la uruguaya que emergen de situaciones de crisis. De hecho, distintas hipótesis con respecto a la acumulación de capital humano, destrucción de capital, restricciones de financiamiento a la utilización de factores, resultan en distintas visiones del producto potencial y, por ende, de la brecha de producto. Veamos algunos ejemplos.

Si el producto potencial de la economía uruguaya hubiera crecido desde 1999 al ritmo que lo hizo desde principios de los noventa, la reducción de la brecha del PIB con respecto a dicho producto potencial no representaría un riesgo mayor para la política monetaria.

Sin embargo, parece razonable suponer que la recesión de 1999-2002 y la crisis de este último año aparejaron un quiebre descendente en el crecimiento tendencial de la economía uruguaya, haciendo probable que - luego de la fuerte recuperación de los últimos años - el nivel actual y de los próximos años del PIB supere el que el stock de capital de la economía uruguaya permite alcanzar sin que se produzcan presiones de costos.

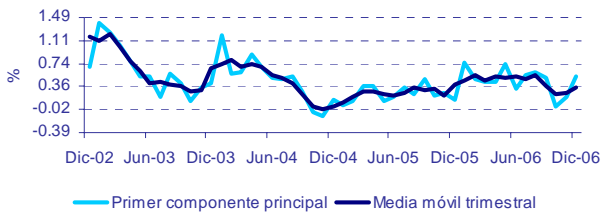
Si bien se ha producido una recuperación de la formación bruta de capital fijo, todavía se está muy lejos de alcanzar los niveles de 1998. El crecimiento de la capacidad productiva de la economía uruguaya puede resultar insuficiente luego de la fuerte recuperación de la economía uruguaya de los últimos tres años y si se tiene en cuenta la expansión económica esperada para 2007 y 2008. La reducción de los niveles de inversión entre 1999 y 2003 fue de tal magnitud que no es posible descartar que la economía uruguaya haya experimentado una reducción en su stock de capital en dicho período, con la consiguiente reducción de sus posibilidades de crecimiento de largo plazo.

En conclusión, si bien el nivel absoluto de la brecha de producto es un tema de debate, todas las hipótesis dan el mismo mensaje: El PIB ha venido creciendo por encima de su nivel potencial, lo que da mayor probabilidad a presiones inflacionarias del lado de la demanda.

La inflación subyacente

La evidencia disponible sugiere que la inflación subyacente seguiría en la parte superior del rango objetivo anunciado por el BCU. En efecto, luego del descenso de setiembre y octubre, fue de 0,52% el primer componente principal de las variaciones mensuales de precios al consumo de diciembre. De todas maneras esta cifra es inferior a la del tercer trimestre (0,55%). Como es de rigor, se debe tener en cuenta las dificultades para extraer el componente tendencial de la inflación con una institucionalidad de negociación salarial relativamente reciente que puede cambiar el padrón estacional de la variación del IPC.

PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL
(sobre variaciones mensuales precios consumo)



PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL DE VARIACIONES MENSUALES DE PRECIOS AL CONSUMO				
	Valor mensual	Acumulado en el año	Acumulado últimos doce meses	Media móvil trimestral centrada
ene-06	0,74	0,74	3,65	0,46
feb-06	0,49	1,23	4,02	0,55
mar-06	0,43	1,66	4,09	0,45
abr-06	0,44	2,11	4,17	0,53
may-06	0,73	2,85	4,80	0,49
jun-06	0,32	3,18	4,92	0,53
jul-06	0,54	3,74	5,13	0,49
ago-06	0,60	4,35	5,51	0,55
sep-06	0,50	4,88	5,52	0,38
oct-06	0,03	4,91	5,34	0,24
nov-06	0,19	5,11	5,27	0,25
dic-06	0,52	5,66	5,66	0,36

LAS EXPECTATIVAS DE LOS EXPERTOS

Presentación de la encuesta

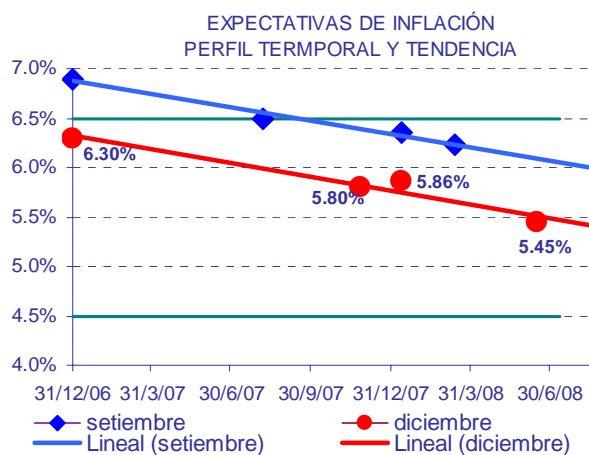
A principios de 2004, el Banco Central del Uruguay comenzó a relevar la encuesta mensual de expectativas de inflación. A través de este instrumento, la autoridad monetaria busca dos objetivos fundamentales. En primer lugar, la encuesta le brinda al Banco Central la percepción del sector privado con respecto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

Orientada a un grupo de instituciones y formadores de opinión, la encuesta releva las expectativas de inflación para seis horizontes claves: el mes siguiente, el trimestre calendario en curso, el año calendario en curso, los siguientes doce meses, el proximo año calendario y 18 meses hacia adelante.

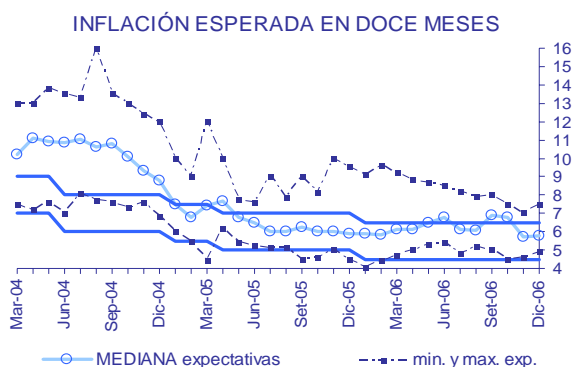
Resultados recientes

La mediana de las expectativas de inflación en el horizonte relevante de la política monetaria, dieciocho meses hacia adelante, se ubicó a comienzos de diciembre en 5.45%, dentro del rango objetivo establecido por el comité de política monetaria para junio de 2008. Es importante destacar que las expectativas de inflación se han moderado para todos los horizontes respecto a los valores relevados en setiembre. Si se estudia el perfil temporal de la mediana de las expectativas y se lo compara con el vigente a setiembre, se observa la persistencia de un patron decreciente en las expectativas a partir del año 2007, con una tendencia a la baja para los distintos plazos considerados.

Esta tendencia a la baja en las expectativas se debe a múltiples factores, a saber: una caída pronunciada en la tendencia de los precios del petróleo durante el último trimestre (aunque parece

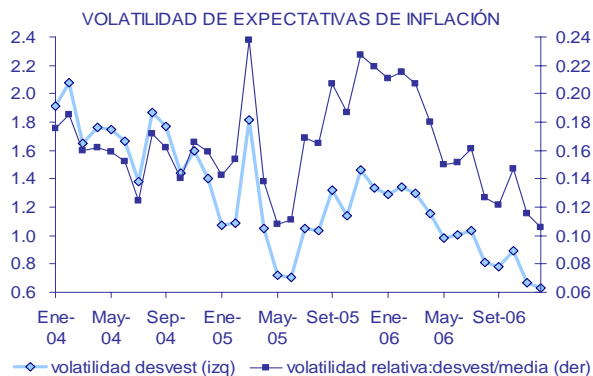


haberse estabilizado en niveles altos); la rebaja de ciertos productos como el combustible y el boleto con altos encadenamientos sobre la estructura de precios de la economía; y, probablemente, la creciente confianza en la política monetaria. En este sentido, no sorprende que el perfil temporal de las expectativas de mercado converja al centro del rango propuesto por el gobierno hacia junio de 2008.



En el horizonte de proyección a 12 meses, la mediana de las expectativas de inflación se ubicó a principios de diciembre en 5.8%, ligeramente por debajo de la media (5,95%). Puede observarse como las expectativas a doce meses móviles se encuentran nuevamente dentro del rango, luego de haberse desalineado durante los meses de setiembre y octubre, debido en parte a la incertidumbre que generó el retraso de los acuerdos en los consejos de salarios y la alta volatilidad del petróleo. Una vez despejadas estas incertidumbres, las expectativas retornaron a su nivel promedio desde junio de 2005, dentro del rango objetivo.

La volatilidad relativa de las expectativas para los próximos doce meses se encuentra en su mínimo histórico. Esto indica un mayor grado de consenso en las proyecciones, probablemente influido por la relativa estabilidad de la tasa de inflación y por la confianza en el cumplimiento de la meta. De hecho si se considera la volatilidad relativa, medida que contempla la variabilidad de las expectativas deflactada por el propio valor de la media, también se observa un mínimo en la serie. Esto sugiere que la volatilidad de las expectativas se ha moderado más de lo que se explicaría por la propia caída en las expectativas; lo que podría ser interpretado como una señal provisoria de confianza por parte de los analistas en la política monetaria.



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

La política monetaria

La política monetaria aplicada por el BCU durante todo el año 2006 continuó utilizando a los agregados monetarios como objetivo intermedio, no obstante lo cual el único anuncio que operó como compromiso fue el de la tasa de inflación que se pretende alcanzar al cabo del horizonte objetivo de la política monetaria.

El horizonte de vigencia del compromiso asumido por la autoridad monetaria alcanza dieciocho meses, luego de la extensión dispuesta a partir del segundo trimestre del año en el marco de las pautas acordadas entre el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el BCU. El mayor horizonte temporal que abarca los compromisos buscó contribuir a proporcionar mayor certidumbre a los agentes, lo que se espera incida positivamente en el proceso de toma de decisiones de la economía y fortalezca el proceso de desdolarización.

En este último sentido, la autoridad monetaria, en el transcurso del cuarto trimestre, continuó el proceso de desarrollo del mercado en pesos nominales, adoptando una estrategia de alargamiento de plazos de los títulos que se fueron colocando, Letras de Regulación Monetaria (LRM), a fin de proporcionar mayor profundidad al mercado. De esta forma, al mismo tiempo, se posibilitó la construcción de una curva de rendimientos en moneda nacional que abarca todo el horizonte de proyección monetaria y se obtuvo una lectura diferente de las expectativas de inflación que surgen del diferencial entre las curvas de rendimiento en pesos y UI para plazos comparables.

Sin perjuicio de que el único compromiso del BCU es con la evolución de los precios, el COPOM anunció en forma indicativa, con el sólo objetivo de proporcionar al mercado una señal respecto del sesgo que seguirá la política monetaria, el crecimiento anual del agregado monetario M1. Operativamente continuó utilizándose

la base monetaria (BM) como instrumento, no obstante lo cual se decidió mantener la flexibilidad respecto a la utilización de todos los instrumentos que la ley le asigna al BCU para responder a desvíos que puedan poner en riesgo el logro de la meta de inflación.

LA ESTRATEGIA DE ALARGAMIENTO DEL PLAZO DE LAS LRM

En el cuarto trimestre de 2006 el BCU continuó el proceso de desarrollo del mercado de títulos nominados en pesos uruguayos, adoptando una estrategia que buscó alargar los plazos de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) y aumentar el tamaño de las series en circulación.

Hasta el tercer trimestre el plazo máximo de las LRM era de 270 días. A partir de los primeros días de octubre se comenzó a extender gradualmente los plazos de los títulos emitidos (con intervalos de 30 días corridos), llegando el 6 de diciembre pasado a un máximo de 720 días, lapso que supera incluso el horizonte de proyección de la Política Monetaria.

Asimismo, se buscó concentrar vencimientos para cada plazo de referencia, con el fin de dotar de mayor liquidez a las series en circulación, procurando, en última instancia, promover la operativa de estos instrumentos en el mercado secundario.

Las tasas de interés resultantes de las mencionadas licitaciones sugieren que no hay expectativas de altas tasas de inflación y devaluación para el horizonte temporal que abarcan estos instrumentos, verificándose asimismo, una menor dispersión de las mismas respecto de trimestres anteriores.

En el transcurso de diciembre las tasas convalidadas para los instrumentos de mayor plazo oscilaron en torno al 8,5% anual, mientras que las LRM con vencimiento a 12 meses se aproximaron al 6% anual, nivel cercano al techo del rango de inflación para fin de 2007. En términos reales, considerando como deflactor la senda de precios objetivo del BCU, el rendimiento de las LRM a 720 días sería cercano al 3,5% anual, similar al que están ofreciendo instrumentos de similar plazo en Unidades Indexadas (UI).

En ese sentido, es relevante mencionar que del análisis de las curvas de rendimiento de las LRM – expresado en términos reales- y las Notas en UI, se desprende que el arbitraje entre ambos instrumentos se verifica en el tramo que oscila entre 18 y 24 meses. Para plazos inferiores, donde el instrumento en UI tiene escasa o nula participación en el mercado secundario, el retorno real de las LRM es notoriamente inferior, reflejando básicamente que este instrumento es una de las pocas alternativas de inversión en moneda nacional de corto plazo.

El manejo de corto plazo de la política monetaria

En la reunión ordinaria del COPOM correspondiente al tercer trimestre del año, que fuera celebrada el día 5 de octubre de 2006,

INFORME DE POLITICA MONETARIA

se había decidido que, tal como fuera previamente acordado con el MEF, el rango objetivo de inflación anual para el horizonte de dieciocho meses que termina en marzo de 2008 fuera el rango 4,5% - 6,5%.

En el comunicado de prensa difundido en esa fecha, la señal de política que se había transmitido al mercado fue la del mantenimiento en 18% de la tasa de crecimiento anual del agregado monetario M1. En tanto ese anuncio de mantener el crecimiento de los medios de pago se producía en un contexto en el que se preveía mayor dinamismo de la actividad económica y una fortaleza creciente del proceso de remonetización, el mismo significó un ajuste a la baja en relación al anuncio del trimestre previo. Adicionalmente, en el comunicado se había establecido que el manejo monetario acompañaría la desaceleración prevista de la demanda de dinero. Tanto el crecimiento de 18% como esta evolución proyectada de la demanda por medios de pago implicó el mantenimiento de la línea más conservadora de la política monetaria que primó durante la segunda mitad del año.

Varios factores incidieron en el mantenimiento del sesgo conservador en el manejo de la política monetaria, entre ellos se destacan la incertidumbre respecto a la sostenibilidad del proceso de remonetización que había mostrado la economía uruguaya, la evolución de los precios internacionales -en particular el del petróleo-, y la reducción que habría venido experimentando la brecha del PIB respecto a su potencial de largo plazo.

Siguiendo las definiciones adoptadas, el seguimiento monetario se realizó tomando como referencia un escenario de crecimiento interanual de los medios de pago de 18% (tercer trimestre de 2007 respecto al mismo trimestre de 2006), lo que implicó en el cuarto trimestre considerar un crecimiento nominal del agregado M1 en el entorno de 11%, lo que en términos desestacionalizados implicaba un aumento de 5,2%. De acuerdo a las proyecciones este escenario resultaba consistente con un crecimiento del orden de 3% de la oferta primaria de dinero.

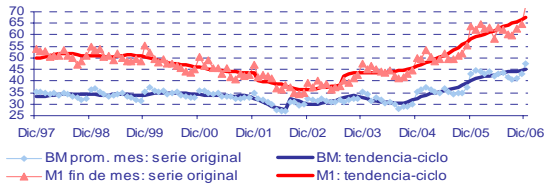
INFORME DE POLITICA MONETARIA

Como fuera mencionado antes, el COPOM ratificó en su reunión del 5 de octubre de 2006 el manejo flexible de los instrumentos que tiene a disposición, y el manejo de corto plazo a lo largo del cuarto trimestre fue fiel a esta definición. En particular, a esta alternativa se recurrió a fines de octubre cuando el BCU decidió aumentar el monto de compras de divisas que se tenía previsto realizar en el período, originalmente programado en USD 100 millones, conjuntamente con un aumento en los objetivos operativos de BM. Este aumento de la oferta primaria de dinero se dispuso en un contexto en el cual existían señales que podían estar alertando respecto a una eventual subestimación de la demanda por medios de pago. En este sentido debe recordarse que el cuarto trimestre del año se caracteriza por un fuerte aumento estacional de la demanda por medios de pago que está asociado a los mayores gastos por las fiestas de fin de año y el comienzo de la temporada turística. Este fenómeno ha determinado que el saldo de M1 en diciembre haya resultado durante la última década 12% superior, en términos reales, que el saldo que en promedio se observó en los restantes once meses del año.

La decisión de aumentar el objetivo de BM al mismo tiempo que elevar el monto de compras de divisas permitió atender una eventual mayor demanda de dinero, al tiempo que, se mantenía la estrategia de alargamiento de plazos de las LRM en pesos. Esta extensión de los plazos se fue alcanzando en forma paulatina a lo largo del trimestre; es así que mientras en el trimestre previo el plazo promedio de los títulos colocados alcanzó 116 días, en diciembre este plazo alcanza un valor considerablemente superior: 321 días. Hacia fines del cuarto trimestre la autoridad monetaria logra comenzar a emitir títulos en el tramo de dos años en forma exitosa, a juzgar por los montos ofertados por el mercado en cada licitación y las tasas solicitadas.

Los medios de pago

AGREGADO M1 Y BASE MONETARIA
EN VALORES CONSTANTES

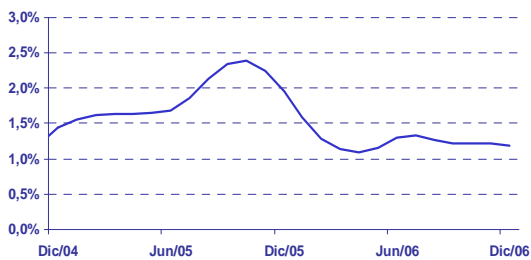


La evolución del agregado monetario M1

Los medios de pago, medidos a través del agregado M1, mantuvieron en el cuarto trimestre de 2006 un ritmo de crecimiento similar al que viene registrándose desde poco después de comienzos de año.

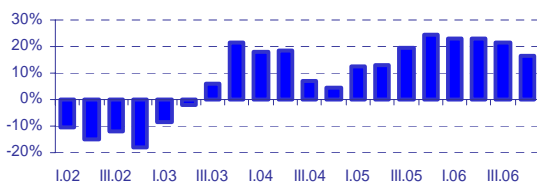
En efecto, el componente tendencia-ciclo del M1 real⁶³ aumentó en ese período a una tasa mensual promedio de 1,2%, lo que equivale a una tasa anualizada de 15,6%. Por su parte, la comparación del nivel promedio del M1 en el cuarto trimestre contra el de igual período del año pasado arroja un aumento real de 16,5%.

AGREGADO MONETARIO M1
VAR % TENDENCIA-CICLO CONTRA MES ANTERIOR



De acuerdo a cifras preliminares, el agregado monetario M1, se habría ubicado en un nivel promedio de \$ 32.888 millones durante el cuarto trimestre de 2006, registrando de esta manera un incremento nominal de 9,8% con respecto al promedio del trimestre previo.⁶⁴ Este crecimiento de los medios de pago resultó ligeramente inferior al 11,3% que se había proyectado originalmente.

AGREGADO MONETARIO M1
VAR. REAL RESPECTO A IGUAL TRIMESTRE DEL AÑO PREVIO



En términos desestacionalizados el M1 nominal registró en el cuarto trimestre un aumento de 4,1% con relación al trimestre anterior, una tasa que se ubica levemente por debajo del 5,2% que estaba previsto.⁶⁵

⁶³ Calculado con el programa X12 REG ARIMA. Debe tenerse en cuenta que a medida que se van agregando nuevos datos a la serie o se cuenta con proyecciones fiables, el filtro utilizado vuelve a recalcular la tendencia-ciclo de toda serie, por lo que las variaciones de este componente suelen sufrir algunas modificaciones. Dichas modificaciones no son significativas desde el punto de vista cuantitativo, ni cambian las valoraciones cualitativas que se hicieron en su momento.

⁶⁴ El promedio de cada trimestre se calcula sobre los valores a fin de cada mes.

⁶⁵ La desestacionalización fue realizada con el programa Tramo-Seats. Debe tenerse en cuenta que los factores estacionales van variando levemente a medida que se agregan nuevos datos a la serie.

SalDOS en millones de pesos corrientes		
Fecha	M1	BM
	fin de mes	promedio mensual
I.2006	29.996	20.916
II.2006	29.660	20.790
III.2006	29.940	20.666
Oct 06	30.964	20.387
Nov 06	31.891	21.210
Dic 06 (*)	35.808	23.432
IV. 2006(*)	32.888	21.676

(*) Cifras preliminares

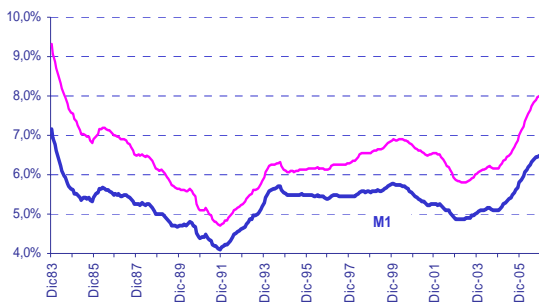
El hecho de que el M1 nominal haya crecido un poco menos de lo previsto, es uno de los principales factores que explica que la cantidad real de dinero se ubique por debajo de las previsiones originales, no obstante lo cual no se evidencian comportamientos de variables que alerten respecto a la existencia de un exceso de demanda de dinero. En este sentido, debe notarse que en el trimestre no hubo presiones deflacionarias, ni presiones a la baja significativas en el mercado cambiario, al tiempo que se observaron caídas en las tasas de interés en moneda nacional.

Este comportamiento se observó en un contexto en el cual el marco macroeconómico estuvo muy en línea con las proyecciones, tanto en lo que se refiere al nivel de actividad como a las tasas de interés, por lo que puede inferirse que el proceso de remonetización, medido con la definición de M1 como medio de pago, habría mostrado menor vigor que el originalmente previsto.

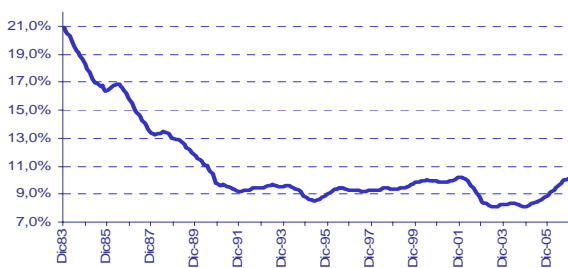
De todos modos, debe destacarse que con el aumento que se registró en el cuarto trimestre, el M1 pasó a representar 6,5% del PIB, una tasa que supera las observadas en los trimestres previos del 2006 y, de hecho, es la mayor que se observado desde comienzos de 1984.⁶⁶

Además, debe tenerse en cuenta que, tal como se analizó en el capítulo de sistema financiero, los agentes podrían estar utilizando cada vez con mayor intensidad otros medios de pago, que no están incluidos en el agregado M1, como es el caso de las cajas de ahorro. Al considerar el M1', definido en línea con el Informe de Principales Agregados Monetarios, es decir como el M1 más las cajas de ahorro en pesos uruguayos, se observa que el mismo representó 8% del PIB a fin de diciembre, superando por un punto porcentual a la tasa de cierre de 2005. También en este caso hay que remontarse a 1984 para encontrar una tasa de magnitud comparable.

AGREGADOS MONETARIOS EN TÉRMINOS DEL PIB



AGREGADO M2 EN % DEL PIB



VARIACIÓN INTERMENSUAL PROMEDIO TENDENCIA-CICLO			
	BM real	Multiplicador	M1 real
I.2006	1,4%	-0,4%	1,3%
II.2006	1,0%	0,3%	1,2%
III.2006	0,7%	0,6%	1,3%
IV.2006	0,5%	0,7%	1,2%
Var. % Interanual (*)	14,2%	1,9%	16,5%

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

(*) En la variación interanual se compara el nivel promedio de octubre-diciembre de 2006 respecto a igual período de 2005, utilizando para ello la serie original y no la tendencia-ciclo.

⁶⁶ Para calcular este cociente se consideraron promedios móviles del M1 y del PIB, siempre en períodos de doce meses.

El agregado M2, que está integrado por los mismos instrumentos que el M1' y además por los depósitos a plazo fijo en moneda nacional⁶⁷, también ha venido aumentado en términos del PIB, pero la tasa alcanzada, que fue 10,1% a fin de 2006, aún se ubica muy lejos de los niveles de mediados de los años ochenta. Esta dinámica del M2 es la consecuencia natural de la evolución muy moderada, que tal como se analizó en el capítulo de sistema financiero, han venido mostrando los depósitos a plazo.

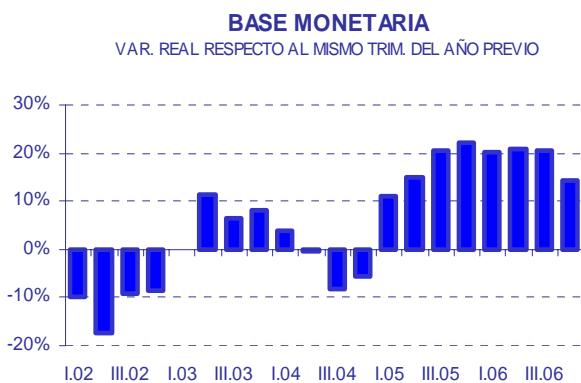
En todo este proceso el manejo de la política monetaria que realiza el BCU juega un rol fundamental, máxime teniendo en cuenta que el mantenimiento de una inflación baja y predecible, y las políticas firmes en materia de desdolarización del mercado son parte esencial de este fenómeno. Es de esperar que el mantenimiento de las mismas contribuya a la consolidación del proceso de remonetización, así como a una recuperación de las colocaciones a plazo en moneda nacional e incluso a un mayor desarrollo del mercado de títulos en moneda doméstica.

Desde la perspectiva de la oferta de medios de pago, en el cuarto trimestre del año el crecimiento experimentado por el agregado M1, tal como ha venido observándose en los últimos trimestres, volvió a estar impulsado por la mayor creación secundaria de dinero, ya que la oferta primaria tuvo una incidencia algo menor. Sin embargo, al explicar el comportamiento de los medios de pago con una óptica interanual, es decir comparando el nivel del último trimestre de 2006 contra el de un año atrás, se observa que el multiplicador monetario presenta un incremento muy modesto y que la fuerte expansión de la BM contribuye a explicar la mayor parte del crecimiento interanual del M1.

La oferta de dinero primario

En el cuarto trimestre de 2006 la BM promedio se ubicó en \$ 21.676 millones, lo que implica un crecimiento real de 14,2% con relación al igual período de 2005.

Al analizar la dinámica reciente de esta variable se observa que en los últimos meses se mantuvo un ritmo de crecimiento real

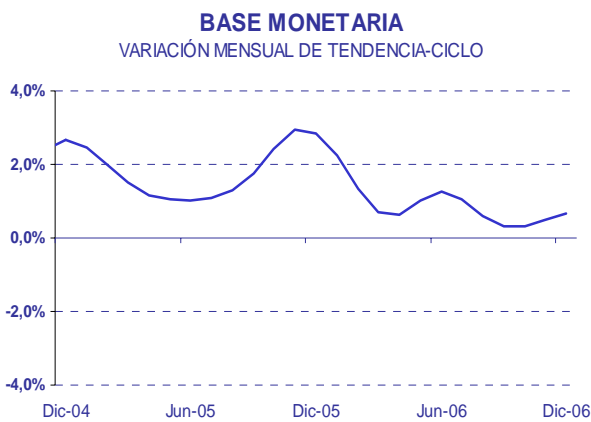


⁶⁷ Incluye depósitos en pesos uruguayos, en Unidades Indexadas (UI) y en Unidades Reajustables (UR).

INFORME DE POLITICA MONETARIA

similar al que venía registrándose desde mediados año, y que incluso se insinuó una aceleración en noviembre y diciembre, derivada de la mencionada decisión de realizar mayores compras de divisas y elevar los objetivos operativos de BM.

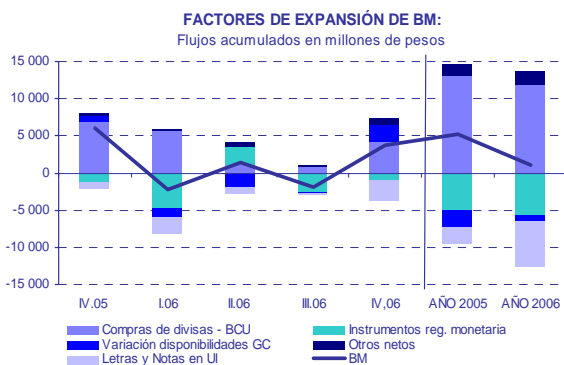
El componente tendencia-ciclo de la BM real creció en el cuarto trimestre de 2006 a una tasa mensual promedio de 0,5%, lo que equivale a una tasa anualizada de 6%.



Los factores de variación de la BM

Como consecuencia de factores de carácter estacional y de las decisiones adoptadas a lo largo del trimestre, la oferta de BM, medida en términos de flujos trimestrales, experimentó una expansión cercana a los \$ 3.650 millones.⁶⁸

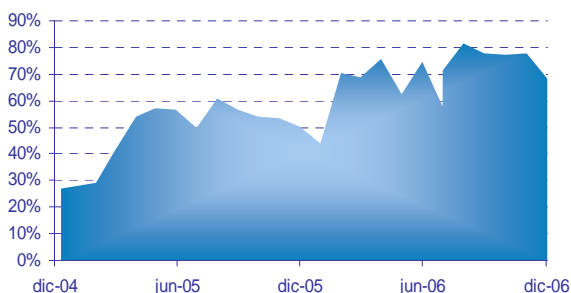
En el transcurso del cuarto trimestre, las compras netas de divisas realizadas por el BCU⁶⁹ conjuntamente con el déficit en pesos de la propia autoridad monetaria⁷⁰ y el manejo de disponibilidades del conjunto Gobierno Central-BPS (GC-BPS) determinaron un incremento de la oferta primaria de dinero de \$ 7.300 millones.



Estos factores expansivos de la BM fueron parcialmente compensados por las colocaciones netas de instrumentos en UI por parte del BCU, del orden de \$ 2.840 millones, y por la emisión neta de LRM en pesos que se ubicó en \$ 830 millones.

Por su parte, el manejo de disponibilidades del conjunto GC-BPS, que de acuerdo a la definición adoptada de BM genera variaciones en la oferta primaria de dinero, provocó en el trimestre una

RELACIÓN: LRM / BM



⁶⁸ Las variaciones presentadas en este apartado son "punta a punta", es decir considerando los saldos del último día de cada trimestre.

⁶⁹ Si bien en el cuadro de factores de variación de la oferta monetaria se ha seguido la metodología habitual, en el gráfico se ha neutralizado la compra de divisas del BCU a GC por USD 100 millones realizada el 04/12/2006, con el solo objetivo de simplificar el análisis. Debe notarse que esta operación de compra-venta de divisas no genera efectos sobre la cantidad de dinero, aún cuando determina un aumento de las disponibilidades en pesos de GC-BPS.

⁷⁰ En la gráfica la expansión por el déficit en moneda nacional de BCU es el principal componente del concepto "Otros".

INFORME DE POLITICA MONETARIA

expansión monetaria de \$ 2.430 millones. La misma se explica por la compra neta de divisas por el equivalente a \$ 7.230 millones, lo que fue en parte compensado por el superávit fiscal en moneda nacional por \$ 3.730 millones y por la colocación neta de títulos en UI por \$ 1.070 millones.

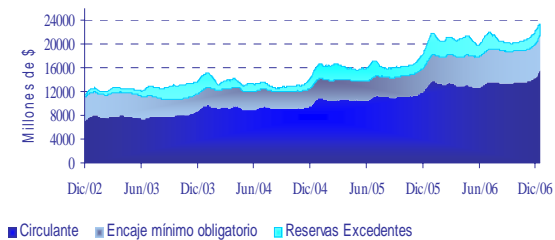
No obstante la reducción del ratio entre LRM y BM que se verificó en el cuarto trimestre, el valor de éste (69%) es notoriamente superior al observado a fines de 2005 (que era de 44%).

La composición de la BM

Durante el cuarto trimestre de 2006 las reservas excedentes tuvieron un ligero repunte en su participación dentro de la BM, en detrimento de aquellos componentes más asociados a los medios de pago. Esto, que resulta consistente con la convalidación de objetivos operativos más elevados de BM⁷¹, habría determinado la leve desaceleración experimentada por el multiplicador monetario, y la reducción de la tasas de interés en moneda nacional.

Como puede observarse en el gráfico, las reservas voluntarias, que en diciembre de 2005 llegaron a representar más de 15% de la BM, se fueron reduciendo a medida que las instituciones se desprendieron de los fondos acumulados durante los últimos meses de 2005 y los primeros de 2006 (cuando se había verificado una rápida expansión del dinero primario). La pérdida de peso de los excedentes se intensificó cuando en julio pasado entró en funcionamiento el Mecanismo Adicional para la Provisión de Liquidez (MAPL, Clearing House)⁷². En setiembre las reservas voluntarias significaron sólo 6,6% de la BM. Pero la convalidación de objetivos de BM más elevados para los últimos meses del año provocó un nuevo aumento de la participación de los excedentes: en diciembre de 2006 representaron 8,3% (de ese total 6,8%

COMPOSICIÓN DE LA BASE MONETARIA
Saldos promedio 31 días



⁷¹ Cuando el dinero primario aumenta de manera relativamente rápida, como ocurrió en los últimos dos meses del año, los bancos y otros agentes suelen mantener transitoriamente reservas excedentes por encima de los niveles deseados.

⁷² Comunicación 2006/185 del 21 de julio de 2006. Véase el análisis de los efectos sobre el mercado de dinero en el Informe Trimestral de Política Monetaria correspondiente al tercer trimestre de 2006. <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/pmam04i0906.pdf>

estaba en manos de la banca y el restante 1,4% en poder de agentes no bancarios).

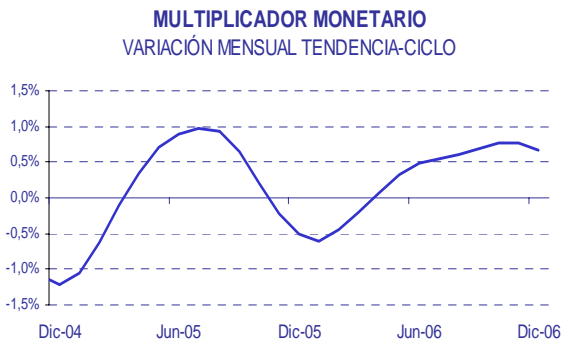
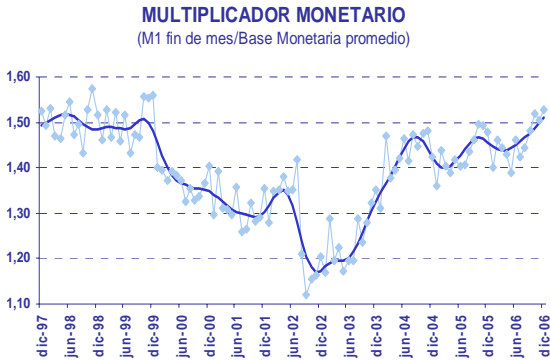
El multiplicador monetario

El multiplicador monetario se transformó en el principal motor de crecimiento de los medios de pago durante el último trimestre del año, cuando registró un aumento de 4,7% con relación al trimestre previo, alcanzando niveles similares a los registrados en 1998-99.

Tal como se desprende de la evolución de la variación intermensual del componente tendencia-ciclo⁷³, en los primeros meses del año el multiplicador presentó una caída, cuyo origen se asocia a la acumulación de excedentes por parte de los bancos y otros agentes tras el brusco aumento de la BM que se verificó en los últimos meses de 2005 y comienzos de 2006; en el segundo trimestre, al influjo de una política menos expansiva de la oferta primaria de dinero, el multiplicador comenzó a repuntar a medida que las instituciones comenzaron a desprenderse de las reservas acumuladas. De hecho, el ritmo de aumento se fue acelerando de manera continua hasta octubre pasado. Pero en noviembre y diciembre el crecimiento volvió a desacelerarse, aunque muy levemente, como consecuencia de la mayor oferta primaria de dinero. De cualquier manera, el multiplicador registró en el cuarto trimestre del año un crecimiento tendencial promedio de 0,7% mensual, lo que equivale a una tasa anualizada de más de 9%.

Otro elemento que impulsó la creación secundaria de dinero en la segunda mitad de 2006 fue la puesta en funcionamiento a fines de julio del MAPL. Este mecanismo habría permitido al sistema funcionar con un menor nivel de reservas excedentes, lo que ha redundado en un multiplicador monetario más alto.

Más allá de que la dinámica reciente del multiplicador haya estado marcada sobre todo por la evolución de las reservas excedentes, hay otros factores que también han incidido, y que juegan un papel



⁷³ Calculada con el programa X12 REG ARIMA. Permite analizar la dinámica reciente de la variable, y depura a la serie de factores estacionales e irregulares.

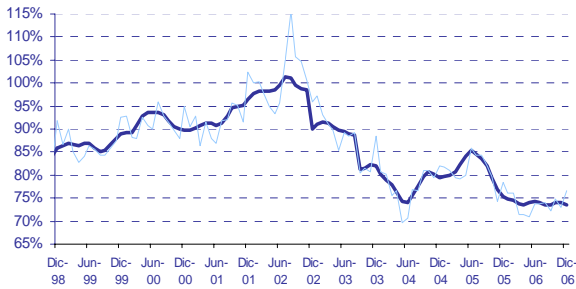
INFORME DE POLITICA MONETARIA

muy importante en la trayectoria de mediano y largo plazo. Este es el caso de la preferencia del público por circulante y de la estructura por plazo de los depósitos bancarios.

La lenta pero sostenida reducción de la preferencia del público por circulante, medida a través de la relación entre el circulante promedio del mes y el saldo promedio de los depósitos a la vista, ha sido uno de los factores que han impulsado al alza al multiplicador monetario durante la mayor parte del último año y medio. Este mayor grado de bancarización de los medios de pago ha sido el resultado natural de la recuperación de la confianza en el sistema financiero y de los avances tecnológicos que han llevado a que los agentes se manejen con un nivel más bajo de efectivo.

Por su parte, tal como se analizó en el capítulo de sistema financiero, la recuperación de los depósitos bancarios se ha concentrado sobre todo en las colocaciones más líquidas, lo que ha llevado a que los bancos deban mantener un mayor nivel de encajes, poniéndole un freno a la creación secundaria de dinero.

RELACIÓN CIRCULANTE/DEPÓSITOS VISTA
EN PROMEDIOS MENSUALES



V. Política monetaria y balance de riesgos

Sobre la base de la evaluación del contexto internacional relevante, las perspectivas macroeconómicas y financieras de la economía uruguaya y la evolución reciente de la inflación, el Banco Central del Uruguay conjuntamente con el Ministerio de Economía y Finanzas decidieron bajar el rango objetivo de inflación a 4-6% anual para el período que finaliza en junio de 2008, manteniendo así el horizonte de dieciocho meses. A partir de estas pautas, el Comité de Política Monetaria del BCU procedió a definir las principales características de la política monetaria a ser implementada durante el horizonte de proyección.

Dada la evolución esperada de la demanda por medios de pago, así como el comportamiento previsto en otros factores que pueden tener incidencia en el proceso de formación de precios, el BCU adecuará su política monetaria de modo de generar un crecimiento de M1 del orden del 15% anual. Esta pauta supone una instancia neutral en la política monetaria. El manejo de los agregados monetarios continuará acompañando la desaceleración prevista en el crecimiento de la demanda de dinero.

En los próximos meses los desafíos a la política monetaria continúan siendo importantes tanto en el plano interno como en el externo.

En el plano interno, el continuado proceso de crecimiento de la demanda de dinero sigue siendo uno de los factores más importantes a monitorear en los próximos meses. En informes anteriores se ha señalado el cambio en el comportamiento tendencial de la demanda de dinero, que se encuentra fuertemente asociado tanto a factores internos - básicamente las políticas que buscan la reducción de la fragilidad financiera de la economía - como a la coyuntura de elevada liquidez internacional. En la medida que estos factores se profundicen o reviertan – algo que no puede ser previsto con exactitud por no depender exclusivamente de la política interna- podrían generar modificaciones en el comportamiento de la demanda de dinero

que, de mantener sin cambios la política de oferta, generarían desvíos en el comportamiento de la inflación.

Finalizada la negociación salarial todos los aumentos previstos en los convenios están dentro de las pautas de aumentos reales establecidas por el Poder Ejecutivo. Estas pautas establecen aumentos de salarios en términos reales entre 1,25% y 2% semestral entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007 aunque no es posible precisar con exactitud cual será el traspaso de esos aumentos salariales a precios. Los aumentos de productividad experimentados en los últimos años han sido claves para reducir el impacto sobre los costos de las empresas. A futuro, el traspaso de los aumentos salariales a precios dependerá de cómo siga evolucionando la productividad.

Es necesario tener en cuenta que el continuado proceso de aumento de la demanda de bienes y servicios en relación al producto dan cada vez más factibilidad a un escenario de inflación de demanda. A pesar de las dificultades de medición de la brecha de producto no caben dudas que ésta ha venido reduciéndose, constituyéndose en un elemento a tener en cuenta en el futuro cercano.

En el plano internacional los riesgos siguen estando vinculados a la forma en que se resolverán los desbalances globales. La coyuntura internacional sigue marcada por el enorme déficit en cuenta corriente de la principal economía del mundo, y los correspondientes superavit de las economías emergentes, (particularmente de los países asiáticos y los petroleros). Una corrección brusca de estos desbalances podría llevar a cortes abruptos en los flujos de capital, lo que tendría impactos sobre la política monetaria por la caída de la demanda de dinero, tanto por razones de portafolio como por el efecto del contexto internacional sobre las transacciones internas. El lado positivo de este escenario radica en la factible reducción del precio del petróleo asociada al enlentecimiento de la actividad a nivel mundial y al crecimiento de la oferta derivado de las inversiones ya realizadas en el sector.

Recientemente la tendencia de los precios del petróleo se ha vuelto decreciente. Si bien existen elementos para pensar que esa tendencia decreciente podría profundizarse en el largo plazo, la

INFORME DE POLITICA MONETARIA

elevada dependencia de este precio de factores políticos hacen del mismo un elemento que requiere de constante monitoreo en el quehacer de la política monetaria y justifican la posición conservadora adoptada en el escenario base de elaboración de la política.

Anexo: Costos unitarios de la mano de obra

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

Los datos del cuarto trimestre son estimados.

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

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

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

Se trabajó con los siguientes agrupamientos sectoriales: “ Industrias manufactureras y suministro de electricidad, gas y agua” ; “ Comercio, restaurantes, hoteles y servicios varios” ⁷⁴; “ Construcción” y “ Transporte y comunicaciones” .

Las proyecciones de salarios se construyeron a partir de las información disponible hasta el mes de octubre y de estimaciones para noviembre-diciembre.

⁷⁴ Se trata de un agregado formado por: “Comercio y reparaciones” ;“Restoranes y hoteles”; “Intermediación financiera”; “Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler”; “Enseñanza”; “Servicios sociales y de salud”; “Eliminación de desperdicios, aguas residuales, saneamiento y actividades similares”; “Organizaciones y órganos extraterritoriales” y “Servicio doméstico”

INFORME DE POLITICA MONETARIA

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

CUADRO 1: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

	Variaciones trimestrales								2006
	I.05	II.05	III.05	IV.05	I.06	II.06	III.06	IV.06	
Variación IPC									
Total	0,80	1,32	2,29	0,41	2,37	1,48	2,19	0,21	6,38
Sin frutas ni verduras	0,57	1,22	2,19	0,80	2,14	1,76	1,97	0,04	6,02
Sin frutas, verduras, precios administrados	1,23	0,71	1,79	0,99	2,13	1,49	1,86	1,23	6,87
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico	0,49	0,73	1,10	1,03	2,03	1,55	1,61	1,28	6,63
Sin frutas, verduras, precios administrados, servicio doméstico, cigarrillos, enseñanza	0,11	0,37	1,06	1,11	1,88	1,64	1,61	1,17	6,45
Variación transables internacionales									
Total	-0,23	0,40	0,87	0,61	1,11	1,39	1,02	1,12	4,72
Carne y derivados	-0,92	-1,18	2,01	0,19	0,97	2,08	2,77	-0,15	5,77
Vestimenta	-1,21	2,74	-1,26	2,98	-1,22	2,44	-2,03	2,11	1,23
Lácteos	0,56	2,05	0,02	-0,32	1,46	4,80	0,87	-0,06	7,20
Cigarrillos	4,83	16,04	0,54	0,00	0,00	0,00	0,00	7,98	7,98
Electrodomésticos	-2,32	-3,46	2,31	-0,86	1,46	0,75	-0,58	1,54	3,19
Sin carne	-0,04	0,83	0,57	0,72	1,15	1,21	0,55	1,47	4,44
Sin carne, lácteos, vestimenta, cigarrillos	-0,31	-0,73	0,88	0,59	1,55	0,77	0,91	0,98	4,28
Variación transables regionales									
Total	2,04	1,80	1,86	-0,97	3,77	-0,48	2,86	2,93	9,34
Frutas y verduras	8,30	4,33	5,09	-10,32	9,66	-6,86	9,33	5,31	17,60
Sin frutas y verduras	0,49	1,12	0,97	1,72	2,28	1,26	1,24	2,29	7,25
Variación no transables									
Total	1,06	1,72	3,23	0,70	2,68	2,08	2,65	-1,04	6,48
Tarifas	-2,57	4,98	4,52	-0,27	1,76	4,70	-0,32	-4,68	1,23
Salud	1,05	0,04	2,09	0,00	3,68	0,69	5,10	0,20	9,93
Política Departamental	-2,03	2,09	2,62	1,95	0,52	0,95	2,92	-5,07	-0,85
Enseñanza	6,00	0,97	2,13	0,03	5,63	0,69	2,36	0,30	9,20
Servicio doméstico	30,97	0,00	23,25	0,00	4,69	0,00	8,11	0,00	13,18
Otros	0,71	0,97	1,33	1,40	2,62	2,08	2,54	1,09	8,59

CUADRO 2: FACTORES DE VARIACION DE LA OFERTA DE BASE MONETARIA

DATOS EN MILLONES DE PESOS

	I.06	II.06	III.06	VI.06	Ultimos doce meses a:	
					Dic 2005	Dic 2006
1 - Compras netas de moneda extranjera						
Al sistema Financiero	5 641	895	567	6 629	12 132	13 732
Al Gobierno Central	5 278	-2 552	-4 390	3 814	12 268	2 151
	362	3 447	4 957	2 815	-136	11 582
2 - Crédito neto al Sistema financiero	-8	-2	-5	0	-38	-16
3 - Crédito neto al Gobierno Central	0	0	0	0	-24	0
4 - Utilización disponibilidad m.n. GC-BPS	-1 225	-1 929	-382	-346	-1 151	-3 881
Amortización neta de bonos y letras de tesoro	-974	-2 380	-1 806	-1 072	-5 425	-6 231
Intereses sobre bonos y letras en moneda nacional	280	520	169	610	1 433	1 579
Compras netas en moneda extranjera	4 361	4 825	5 715	4 801	16 520	19 701
Otros	-4 893	-4 893	-4 460	-4 684	-13 679	-18 930
5 - Deficit del BCU en moneda nacional	349	661	413	674	1 746	2 097
6 - Letras y Notas en UI	-2 138	-925	-97	-2 837	-2 175	-5 997
7 - Instrumentos de Regulación Monetaria	-4 767	2 415	-2 559	-830	-5 078	-5 742
8 - Otros	-121	359	240	358	-160	836
VARIACION TOTAL BM	-2 270	1 474	-1 824	3 649	5 252	1 029

Nota: El detalle mensual de la variación de oferta de BM puede encontrarse en

www.bcu.gub.uy/autoriza/pepmam/base/factvarbm.xls

CUADRO 3: URUGUAY - ESTADÍSTICAS RESUMIDAS								
	2001	2002	2003	2004	2005	I.06	II.06	III.06
1. Oferta y utilización final								
1.1 Producto Interno Bruto (PIB)								
Millones U\$S (últimos doce meses)	18 561	12 278	11 191	13 216	16 792	17 475	18 197	18 839
Variación real (respecto a igual período año anterior, en %)	-3.4	-11.0	2.2	11.8	6.6	6.4	7.8	6.8
1.2 Demanda interna (variación real igual período año anterior, en %)								
Formación bruta de capital fijo	-9.4	-32.5	-11.4	30.2	23.8	31.9	17.8	39.1
Consumo total	-2.1	-15.9	1.1	10.5	2.4	7.9	7.4	7.1
1.3 Sector externo (variación real igual período año anterior, en %)								
Exportaciones de bienes y servicios	-9.1	-10.3	4.2	27.6	16.8	7.9	9.8	13.1
Importaciones de bienes y servicios	-7.1	-27.9	5.8	26.5	8.8	12.2	14.2	17.1
2. Mercado de trabajo								
Tasa de empleo (promedio período, en %) ⁽¹⁾	51.4	49.2	48.4	50.9	51.4	52.7	53.6	54.1
Tasa de actividad (promedio período, en %) ⁽¹⁾	60.7	59.2	58.1	58.6	58.5	60.7	60.5	61.0
Tasa de desempleo (como % de PEA, promedio período) ⁽¹⁾	15.3	17.0	16.9	14.7	12.3	13.1	11.3	11.2
3. Sector externo								
3.1. Transacc. de mercaderías (var. igual período año anterior, en %)								
Exportaciones de bienes (en dólares FOB)	-10.2	-10.2	18.7	37.9	19.5	22.5	18.3	16.8
Importaciones de bienes (en dólares FOB)	-12.0	-35.7	12.0	42.6	24.7	25.2	31.0	34.4
3.2. Balanza de pagos (últimos doce meses en % del PIB)								
Cuenta corriente	-2.7	3.1	-0.5	0.3	0.2	0.2	-0.3	-1.0
Exportaciones de bienes y servicios	17.6	21.9	27.6	32.5	30.3	30.0	29.8	29.7
Importaciones de bienes y servicios	20.1	20.3	24.4	28.6	27.7	27.7	28.0	28.8
Cuenta capital	2.6	-2.3	3.8	0.5	4.1	4.3	5.2	4.9
Errores y omisiones	1.5	-19.8	9.0	2.6	-0.5	1.6	0.4	-0.5
Variación Activos de Reserva del Banco Central (8)	-1.5	19.0	-12.3	-3.4	-3.7	-6.0	-5.3	-3.4
3.3. Activos de Reserva del BCU (en mill. de U\$S, fin de período)								
	3 100	772	2 087	2 512	3 078	3 116	3 506	3 211
4. Finanzas Públicas								
4.1 Sector Público Consolidado ⁽²⁾ (Últimos doce meses, % PIB)								
Resultado Global	-4.1	-4.2	-3.2	-2.0	-0.7	-0.4	-0.9	-0.7
Resultado Primario	-1.2	0.3	2.9	4.0	3.8	4.0	3.6	3.6
Intereses	2.9	4.5	6.2	5.9	4.6	4.4	4.5	4.3
4.2 Sector Público no Financiero (Últimos doce meses, % PIB)								
Ingresos totales	31.8	30.9	30.7	29.8	30.2	30.7	30.3	30.3
Egresos totales	35.6	34.8	33.6	30.8	30.8	30.9	31.1	30.9
Gasto primario ⁽³⁾	32.7	30.4	27.6	25.6	26.2	26.5	26.6	26.6
5. Deuda pública								
5.1 Deuda bruta (en % del PIB)	55.6	92.8	108.7	100.8	83.0	80.8	79.6	77.5
5.2 Deuda neta (en % del PIB)	35.9	66.1	73.7	69.0	53.1	52.3	51.0	50.2
5.3 Deuda externa bruta s/pco (en % del PIB)	31.4	67.6	85.4	77.2	60.6	58.1	57.0	54.7
5.4 Deuda externa neta s/pco (en % del PIB)	12.8	54.2	60.8	54.8	37.4	35.7	33.7	32.5
6. Precios y tipo de cambio (Var. últimos doce meses, en %)								
6.1 Índice de Precios al Consumo (IPC)	3.6	25.9	10.2	7.6	4.9	6.5	6.7	6.6
6.2 Índice de Precios Productor Productos Nacionales (IPPNN)	3.8	64.6	20.5	5.1	-2.2	4.3	7.3	8.3
6.3 Tipo de cambio (pesos por dolar)	13.1	93.5	7.3	-9.2	-11.0	-4.9	-1.6	-0.7
7. Precios relativos								
7.1 Tipo de cambio real efectivo (Variación igual período año anterior, en %)	0.6	6.4	29.3	1.0	-9.6	-2.3	-2.0	-2.1
7.2 Salarios reales (Variación igual período año anterior, en %)	-0.3	-10.7	-12.4	-0.1	4.6	5.4	5.3	3.3
8. Indicadores monetarios								
8.1 Base monetaria ⁽⁴⁾								
En millones de pesos (promedio últimos doce meses)	9 937	10 057	12 766	13 544	16 618	17 761	18 923	20 064
En % del PIB	4.0	3.9	4.0	3.6	4.0	4.2	4.3	4.4
Variación real (Últimos doce meses, en%)	-3.0	-6.6	8.3	-0.2	22.5	20.0	17.4	16.5
8.2 Agregados monetarios								
M1 ⁽⁵⁾ (variación real últimos doce meses)	-6.6	-16.8	21.6	5.1	27.2	23.5	22.1	18.2
M1* ⁽⁵⁾ (variación real últimos doce meses)	-6.0	-20.2	21.9	6.2	27.7	26.0	24.3	21.2
M2 ⁽⁵⁾ (variación real últimos doce meses)	-4.3	-26.9	17.4	5.5	21.2	22.3	24.9	20.2
Depósitos m.nacional s/privado (variación real últimos doce meses) ⁽⁵⁾	-3.7	-32.3	19.7	4.3	21.8	23.1	29.4	24.9
Grado de liquidez de los depósitos en moneda nacional ⁽⁶⁾	52.8	57.3	62.1	66.7	69.8	72.2	70.6	71.0
Depósitos m.extranjera s/privado residente (variación en dólares últ.doce meses)	6.9	-26.9	4.6	4.4	2.7	8.6	9.1	6.7
8.3 Tasas de interés pasivas (fin de período)								
Moneda nacional (3 meses plazo)	19.4	45.6	5.7	4.5	2.6	2.1	2.0	1.8
Moneda extranjera (3 meses plazo)	2.1	2.7	1.0	0.8	1.1	1.1	1.0	1.1

(1) País Urbano, localidades 5.000 habitantes y más. A partir de 2006 rige la Encuesta Nacional de Hogares ampliada, que utiliza un nuevo marco muestral.

(2) Sobre la línea

(3) Sin considerar el pago de intereses.

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

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

(6) El grado de liquidez de los depósitos en moneda nacional se midió como: (depósitos vista + Cajas de Ahorro)/Depósitos totales en moneda nacional

(7) Se consideraron los depósitos en moneda extranjera de residentes de acuerdo a la metodología de los Balances Monetarios Consolidados.

(8) El signo (-) significa aumento y el signo (+) disminución

Acrónimos utilizados

AFAP	Administradora de Fondos de Ahorro Previsional
ANCAP	Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland
ARIMA	<i>Autoregressive Integrated Moving Average</i> (promedio móvil integrado autorregresivo)
BCU	Banco Central del Uruguay
BCE	Banco Central Europeo
BM	Base monetaria
BP	Banca privada
BPC	Base de Prestaciones y Contribuciones
BPS	Banco de Previsión Social
BROU	Banco de la República Oriental del Uruguay
COFIS	Impuesto de Contribución al Financiamiento de la Seguridad Social
COPOM	Comité de Política Monetaria
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGI	Dirección General Impositiva
DPN	<i>Debt Protection Note</i> (Bono con Cobertura Cambiaria)
ECH	Encuesta Continua de Hogares
ECHA	Encuesta Continua de Hogares Ampliada
EP	Empresas públicas
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
GPC	Gasto Primario Corriente
IMESI	Impuesto Específico Interno
INE	Instituto Nacional de Estadística
IPC	Índice de Precios al Consumo
IPPN	Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales
IRIC	Impuesto a la Renta de Industria y Comercio
IVA	Impuesto al Valor Agregado
IVF	Índice de volumen físico
ISAC	Indicador mensual de la actividad de la construcción
LRM	Letras de Regulación Monetaria
M1	Cantidad de dinero; suma de circulante en poder del público, depósitos a la vista en moneda nacional del público en el sistema bancario y depósitos a la vista y overnight en moneda nacional de instituciones no bancarias en el BCU
MAPL	Mecanismo Adicional para la Provisión de Liquidez
MEF	Ministerio de Economía y Finanzas
PANES	Plan Nacional de Emergencia Social

INFORME DE POLITICA MONETARIA

PIB	Producto interno bruto
SIIF	Superintendencia de Instituciones de Intermediación Financiera
SMN	Salario Mínimo Nacional
SPG	Sector público global
SPNF	Sector Público no Financiero
TGA	Tasa Global Arancelaria
UI	Unidad Indexada
UTE	Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas