

**3. EL PROGRAMA
MONETARIO 2007**

3.1. El contexto macroeconómico previsto

En términos generales el escenario internacional continúa siendo positivo. El crecimiento global esperado se mantiene firme para el año 2007, a pesar de la desaceleración que se viene procesando en la economía norteamericana. Gracias al desempeño de la economía japonesa y el vigoroso crecimiento de China, Asia viene ocupando en los últimos tiempos un rol al menos tan importante como los EE.UU. en tanto motor de la economía global. Por su parte, la economía europea que tuvo un desempeño favorable en el 2006, se espera que experimente un crecimiento considerable en el 2007, liderado por la economía alemana. De esta manera, una menor dependencia de la economía global de los desarrollos en EE.UU. sería una noticia favorable, pues facilita el ajuste suave de los desequilibrios en la cuenta corriente, (especialmente la norteamericana) y elimina algunos obstáculos al sostenimiento y la continuidad del crecimiento global.

En la proyección en un escenario base para los años 2007 y 2008 se mantendría un crecimiento de la economía mundial relativamente alto, aunque menor al del 2006. Se espera un crecimiento del producto de los Estados Unidos de un punto porcentual por debajo de la tasa alcanzada en 2006, una desaceleración menor en la economía europea, pero un crecimiento mayor en Japón.

Esto permitiría mantener un entorno de precios elevados – aunque en descenso- de los productos básicos relevantes para los países de la región. Asimismo, las condiciones financieras seguirían manteniéndose relativamente favorables, a pesar de una liquidez mundial más restringida, lo que ayudaría a mantener en niveles relativamente bajos a los *spreads* de deuda soberana de los países emergentes.

En lo que respecta a las tasas de interés, las expectativas de los mercados parecen indicar que el ciclo de alzas de tasas en los Estados Unidos de Norteamérica habría llegado a su fin. Adicionalmente, se estima que las tasas de interés de referencia de política monetaria se mantendrán estables en el primer

INFORME AL PODER EJECUTIVO

semestre en Japón y Europa, pero registrarían alzas en el segundo semestre.

Los riesgos principales para el desempeño económico global continúan asociados a los altos y volátiles precios del petróleo y a la persistencia de desequilibrios a nivel mundial asociados al déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos y como contrapartida, los fuertes superávits de las economías de Asia y los países exportadores de petróleo.

En resumen, las condiciones que enfrentaba la economía uruguaya descritas en el Informe anterior se mantienen vigentes: condiciones favorables en cuanto a financiamiento externo y demanda externa, y condiciones desfavorables en lo que hace a la excesiva volatilidad del precio del petróleo.

Pese a una mejoría en los precios de exportación, los términos de intercambio continuaron deteriorándose durante 2006 debido al aumento en los precios del petróleo, aunque la reducción de los precios del crudo en el último trimestre del año significó un cierto alivio. Se considera que en 2007 los términos de intercambio en el promedio del año tendrán una leve mejora, debido a que el precio del petróleo experimentaría una reducción respecto al promedio del año 2006.

CRECIMIENTO REGIONAL			
	2006	2007(*)	2008(*)
Brasil	3.70%	3.90%	3.90%
Argentina	8.50%	7.70%	6.20%

Fuentes: Brasil - IBGE (28.3.07); BCB (5.4.07),

Argentina: REM-BCRA (03/07) (*) proy

A nivel regional, el crecimiento del PIB en Argentina sería inferior al observado durante el 2006, pero igualmente elevado. El consumo privado argentino, que es la variable relevante a los efectos de analizar el impacto de la economía vecina sobre la uruguaya, se mantendría creciendo a tasas inferiores al producto al igual que viene ocurriendo en los últimos trimestres. En el caso de Brasil, se mantiene el escenario de crecimiento moderado, aunque superior al del año 2006.

De acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), el tipo de cambio nominal tendrá un incremento a diciembre de 2007 de 3.4%, mientras que la inflación medida por

el INDEC superará el 10%, con lo cual la inflación en dólares se ubicará en una tasa cercana al 8%.

Respecto a la economía brasileña, los analistas que participan en la encuesta de expectativas del Banco Central de Brasil prevén un crecimiento del PIB de 3.9% para el 2007 y 2008. Asimismo, prevén una inflación (medida por el IPCA) para el año 2007, de 3.9% y 4% para el 2008. De acuerdo con la misma encuesta el tipo de cambio se ubicará a fin del año 2007 en 2.12 reales por dólar, lo que implica una apreciación nominal de 1.4% y una inflación en dólares prevista mayor al 5%.

Conjugando estos elementos del contexto internacional y regional, el escenario base esperado para la economía uruguaya sigue siendo favorable. En ese marco, se proyecta que la demanda externa continúe dinamizando a la economía uruguaya.

En el plano interno, se espera un comportamiento expansivo del gasto doméstico. Ello se basa en que se espera que las expectativas de los agentes continúen siendo favorables, al tiempo que se mantengan bajos niveles de tasas de interés y cierta dinamización del mercado de crédito, sobre todo en moneda nacional. En ese marco, se proyecta que continúe el flujo de entradas de capitales del sector privado, lo que contribuiría a financiar la expansión del gasto interno. Tanto el consumo privado, como la formación bruta de capital continuarían creciendo a buen ritmo. Todo ello redundaría en un crecimiento del PIB superior al 5% en 2007.

3.2. Las proyecciones monetarias

El BCU ha establecido, en acuerdo con el Ministerio de Economía y Finanzas y en forma consistente con la programación macroeconómica general, un objetivo de inflación para los doce meses que finalizan en setiembre de 2008, que se ubica en el rango entre 4% y 6%.

En la reunión ordinaria del Comité de Política Monetaria (COPOM) celebrada el pasado 29 de marzo de 2007, el BCU mantuvo su compromiso con el objetivo de precios, y ratificó la vigencia del

régimen de agregados monetarios, instaurado en un marco de manejo flexible y amplio de los instrumentos disponibles.

La señal de política que se transmitió al mercado consistió en la reducción a 9% de la tasa de crecimiento anual del agregado monetario M1, que en la anterior reunión ordinaria del COPOM, que había sido en diciembre, se había ubicado en 15%.

La decisión de establecer un menor ritmo de crecimiento de los medios de pago, lo que el COPOM calificó como una " instancia contractiva de la política monetaria" , respondió, según lo establecido en el comunicado de prensa, a la constatación de " un aumento de las presiones inflacionarias derivadas del fuerte crecimiento económico y la expansión del consumo privado, la ocurrencia de *shocks* significativos del lado de la oferta, la reducción de holguras en el mercado laboral y la recomposición de márgenes en varios sectores de actividad (y los precios internacionales).

Debe tenerse presente, tal como fuera remarcado en el pasado informe, que la referencia respecto a la evolución prevista de los medios de pago no constituye un compromiso para la autoridad monetaria. Por tanto, este anuncio, que tiene una naturaleza indicativa, es brindado al mercado con el único objetivo de proporcionar una señal clara respecto a la instancia monetaria que se ha adoptado.

3.3. Balance de riesgos

Teniendo en cuenta el comportamiento tendencial de la inflación y 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 decidió pasar a una instancia contractiva de política monetaria, reduciendo el ritmo de crecimiento de M1 desde la pauta anterior de 15% a una de 9% anual. El objetivo de precios, tal y como fuera anunciado en el comité de coordinación macroeconómica, se fijó en un rango de 4-6% anual hasta setiembre de 2008.

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 mantener el rango objetivo de inflación a 4-6% anual para el período que finaliza en setiembre de 2008, manteniendo el horizonte de dieciocho meses de la política. A la vez, dicho Comité constata que en los últimos meses se ha producido un aumento de las presiones inflacionarias consituyendo – asimismo – la inflación externa relevante otro factor de preocupació. A partir de estas pautas y consideraciones, 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.

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, 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.

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. A estos empujes por el lado de los

INFORME AL PODER EJECUTIVO

costos debe agregársele la recomposición de márgenes del sector empresarial.

Adicionalmente, 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 los últimos trimestres se ha notado la desaceleración del crecimiento de la demanda de dinero, manteniendo tasas importantes de crecimiento en niveles. En informes anteriores se ha señalado el fortalecimiento 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.

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. Recientemente, las señales apuntan a un ajuste gradual, como el que se estaría manifestando a raíz de los desarrollos en el mercado inmobiliario de los Estados Unidos. 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.

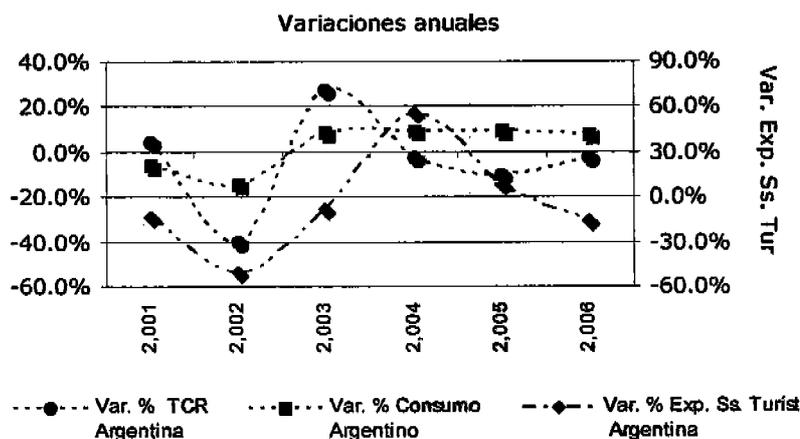
Recientemente los precios del petróleo no han mostrado una tendencia clara. Si bien existen elementos para pensar que estos

debieran tomar una tendencia decreciente en el mediano plazo, la 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

ANEXO

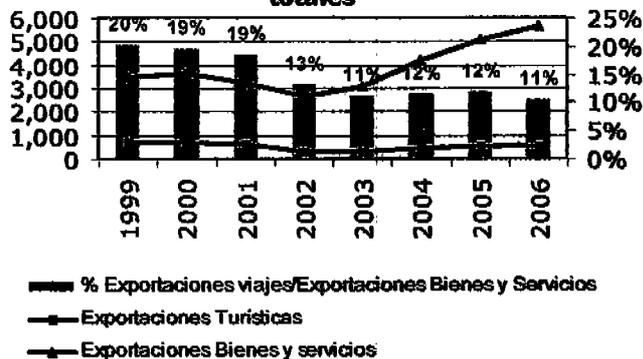
Movimientos turísticos con Argentina



Evolución de exportaciones turísticas a Argentina y totales



Evolución de exportaciones turísticas y totales



INFORME AL PODER EJECUTIVO

Indicadores de turismo

	2002	2003	2004	2005	2006	Var. 03/05
RECEPTIVO						
Nº de turistas (miles)	1 354	1 508	1 871	1 917	1 824	-5%
Gasto per cápita (U\$S)	36,4	32,1	38,1	44,8	50,9	14%
Estadía media (en días)	7,1	7,1	6,9	6,9	6,4	-7%
Días totales (en miles)	9 645	10 738	12 964	13 262	11 717	-12%
Gasto total (mill. de U\$S)	351	345	494	594	597	0%
EMISOR						
Nº de turistas (miles)	530	495	568	658	686	1%
Gasto per cápita (U\$S)	34,3	33,9	39,1	41,3	41,9	2%
Estadía media (en días)	9,8	10,1	8,7	9,3	7,6	-18%
Días totales (en miles)	5 173	4 982	4 952	6 095	5 085	-17%
Gasto total (mill. de U\$S)	178	169	194	252	213	-15%
SALDO NETO	173	176	300	343	383	41

	Año Móvil a Feb 06	Año Móvil a Feb 07	Variación
RECEPTIVO			
Nº de turistas (miles)	1 879	1 752	-7%
Gasto per cápita (U\$S)	46,2	54,3	18%
Estadía media (en días)	6,6	6,8	2%
Días totales (en miles)	12 444	11 857	-5%
Gasto total (mill. de U\$S)	575	644	12%
EMISOR			
Nº de turistas (miles)	635	675	6%
Gasto per cápita (U\$S)	42,0	42,2	0%
Estadía media (en días)	8,6	7,6	-12%
Días totales (en miles)	5 455	5 128	-6%
Gasto total (mill. de U\$S)	229	216	-6%
SALDO NETO	345	428	83

LA ECONOMÍA URUGUAYA EN 2006 Y EL PROGRAMA MONETARIO 2007

		Uruguay	Argentina	Brasilëña	Paraguay	Chile	Resto Amer.	Europa	Otros	Total
Nº de turistas (en miles)	2005	285	1108	198	20	42	60	96	109	1917
	2006	281	975	228	22	44	134	124	16	1824
	Variación	-1,4%	-12,0%	15,5%	7,5%	3,9%	123,1%	29,6%	-85,0%	-4,8%
	Incidencia	-0,2	-6,9	1,6	0,1	0,1	3,9	1,5	-4,8	-4,8
Estadía media (en días)	2005	7,3	6,6	5,2	10,2	7,5	7,9	11,2	7,2	6,9
	2006	7,2	5,8	5,0	9,2	7,2	8,5	9,7	5,7	6,4
	Variación	-2,5%	-12,4%	-3,9%	-9,7%	-4,4%	6,7%	-13,1%	-20,1%	-7,2%
Días totales (en miles)	2005	2 091	7 300	1 019	206	318	476	1 072	780	13 262
	2006	2 011	5 626	1 130	200	316	1 133	1 207	94	11 717
	Variación	-3,9%	-22,9%	10,9%	-2,9%	-0,7%	138,2%	12,6%	-88,0%	-11,6%
	Incidencia	-0,6	-12,6	0,8	0,0	0,0	5,0	1,0	-5,2	-11,6
Gasto per capita (por día)	2005	26,3	42,7	58,1	39,5	50,6	67,5	55,6	67,4	44,8
	2006	31,3	46,5	64,1	52,6	66,2	70,4	65,0	106,0	50,9
	Variación	18,7%	9,0%	10,3%	33,2%	30,8%	4,2%	16,8%	57,3%	13,7%
Gasto Total (en millones de dólares)	2005	55,1	311,7	59,2	8,1	16,1	32,2	59,6	52,5	594,4
	2006	62,9	261,8	72,4	10,5	20,9	79,7	78,4	9,9	596,6
	Variación	14,2%	-16,0%	22,4%	29,3%	29,9%	148,0%	31,5%	-81,1%	0,4%
	Incidencia	1,3	-8,4	2,2	0,4	0,8	8,0	3,2	-7,2	0,4