

ÁREA DE COYUNTURA
INSTITUTO DE ECONOMÍA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACIÓN
UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA

URUGUAY 2007-2008
INFORME DE COYUNTURA
SETIEMBRE DE 2008

El presente Informe es el resultado de la labor del Área de Análisis de la Coyuntura Económica del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración. La coordinación general del Informe estuvo a cargo de Gabriela Mordecki. El capítulo I (Tendencias y perspectivas) resultó de la labor conjunta del equipo. Los restantes capítulos fueron elaborados por los siguientes investigadores: Alejandra Picco (capítulo II, Economía internacional), Sylvina Porras (capítulo III, Economía regional), Verónica Durán (capítulo IV, Nivel de actividad y sectores productivos), Gabriela Mordecki (capítulo V, Sector externo), Ivone Perazzo (capítulo VI, Empleo e ingresos) y Matías Piaggio (recuadro del capítulo IV), Milton Torrelli, Sandra Rodríguez y Mercedes Fernández (capítulo VII, Política macroeconómica y sus resultados), y Silvana Acosta (capítulo VIII, Sector financiero).

Inés Casamayou tuvo a su cargo la corrección de los originales. Sylvina Porras se encargó del cuidado de la edición. La composición y armado fueron realizados por Manuel Carballa.

El capítulo I (Tendencias y perspectivas) se terminó de redactar el 30 de setiembre, y los restantes capítulos se cerraron el 17 de setiembre de 2008.

Instituto de Economía
Facultad de Ciencias Económicas y de Administración
Universidad de la República
Joaquín Requena 1375
Código Postal 11200
Montevideo - Uruguay
Tel.: 400 0466 - 400 4417
Fax: 408 9586
Página web: <http://www.iecon.ccee.edu.uy>

ISSN: 0797-6798

Depósito legal: 344-263-08

Edición amparada en Dec. 218/996 de la Comisión del Papel.

Diseño: Manosanta · gráfica editorial

Impresión:

Manuel Carballa

Zelmar Michelini 1116

11000 Montevideo, Uruguay

Telefax: (598 2) 902 7681

Correo electrónico: mcarballa@gmail.com

Se autoriza la reproducción parcial o total de los textos a condición de que se cite la fuente.

La publicación de este documento fue posible gracias a la colaboración de las siguientes instituciones:



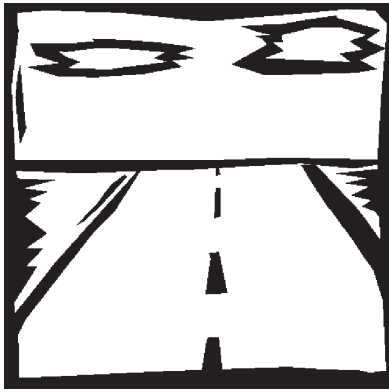
810ESPECTADOR



Presentación

Este documento, elaborado por el Área de Análisis de la Coyuntura Económica del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, es el decimoctavo que se publica en la etapa que comenzó en enero de 1992.

A través del mismo, se procura brindar al lector una visión global del desempeño reciente de la economía del país y de sus perspectivas en el corto plazo. En particular, se intenta poner en evidencia cómo la interacción de ciertos factores externos, decisiones de política económica y acciones de los agentes privados, explican ese desempeño. A la vez, pretende ser un medio para reflexionar acerca de los principales problemas que la economía uruguaya ha de enfrentar en el futuro próximo.



I. Síntesis y perspectivas*

1. Desempeño de la economía en 2008

Durante la primera mitad de 2008 las turbulencias financieras originadas por la crisis hipotecaria de Estados Unidos fueron cada vez más frecuentes y profundas, al tiempo que las principales economías del mundo siguieron desacelerándose, factores que no impidieron que los precios del petróleo se dispararan, todo lo que conformó un **escenario internacional** menos favorable para Uruguay que el de 2007. Por su parte, los precios internacionales de los bienes de origen agropecuario crecieron en forma apreciable hasta julio, cuando se revirtió esa tendencia, similar a lo sucedido con el precio del petróleo.

La esfera donde más rápidamente repercutió la **crisis inmobiliaria** estadounidense fue el mercado de capitales, donde los problemas del mercado hipotecario aumentaron la incertidumbre entre los inversores e imprimieron una gran volatilidad a los índices bursátiles de las principales economías del mundo. Los sucesivos

recortes en la tasa de interés de referencia en Estados Unidos, así como las intervenciones realizadas tanto por la Reserva Federal como por los bancos centrales del resto de las economías avanzadas inyectando liquidez en los mercados, revirtieron por momentos las caídas registradas en el valor de las acciones. No obstante, la volatilidad siguió presente hasta el cierre de este Informe y los principales índices bursátiles se encuentran en su mayoría muy por debajo de los niveles de comienzos de este año.

Las pérdidas registradas por varias instituciones financieras, que condujeron a una fuerte caída de los precios de sus acciones en bolsa y provocaron la venta de algunas de ellas, se agudizaron a partir de mediados de julio, cuando dos gigantes de las hipotecas estadounidenses, *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, acusaron problemas de liquidez y debieron ser auxiliadas por el Tesoro de Estados Unidos. No obstante, la caída en los precios de sus acciones continuó, obligando al gobierno a nacionalizarlas a comienzos de setiembre de este año. Asimismo,

a mediados de setiembre, *Lehman Brothers* se declaró en bancarrota, a la vez que *Merrill Lynch* era vendida de urgencia al *Bank of America* y el gobierno estadounidense decidía rescatar al *American International Group* (AIG), que se encontraba al borde de la quiebra. Todo ello llevó a que la inestabilidad y la volatilidad de los mercados financieros internacionales se agudizaran, aumentando la incertidumbre sobre el impacto de la crisis financiera en la economía mundial. Al cierre de este Informe, el Congreso estadounidense discutía la aprobación de un paquete de salvataje para *Wall Street* de 700 mil millones de dólares, con los cuales se comprarían hipotecas de instituciones financieras en problemas.

Las intervenciones realizadas por el gobierno de Estados Unidos a lo largo del año, tanto a través de la política monetaria como de la fiscal, evitaron que la **economía estadounidense** entrara en una recesión, y así la actividad creció a tasas interanuales de 2,5% y 2,1% en el primer y el segundo trimestre de 2008 respectivamente, tasas que resultaron significativamente superiores a las

*. El cierre de este capítulo se realizó el 30 de setiembre de 2008. Los fenómenos posteriores a esta fecha han agravado la situación internacional, por lo que las proyecciones que se realizan en este Informe se han tornado más inciertas.

esperadas, particularmente la del segundo trimestre. Ello permitiría que al cabo del año esta economía crezca moderadamente y se evitaría entrar en una recesión. Por otra parte, tanto la **Eurozona** como Japón tendrían un peor desempeño, ya que en el segundo trimestre del año registraron tasas de crecimiento desestacionalizadas negativas, lo que es esperable que se repita en el tercer trimestre.

Mientras tanto, las **economías emergentes** tendrían al cabo de 2008 un comportamiento mucho más dinámico que las economías centrales, impulsadas fundamentalmente por las economías emergentes de Asia, aunque también las de América Latina cerrarían el año con un crecimiento superior a su promedio histórico. Todo lo anterior llevaría a una leve desaceleración del **crecimiento mundial**, que al cabo de 2008 estaría en el entorno de 3,9%.

Pese a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y al enlentecimiento registrado en el ritmo de crecimiento de las economías más avanzadas, los **precios de las commodities no petroleras** continuaron creciendo en el primer semestre de 2008. Pero entre julio y agosto, a medida que aumentaba la incertidumbre en torno a la futura evolución de los mercados financieros internacionales, estos precios comenzaron a retroceder. Sin embargo, todavía se encuentran en niveles elevados respecto a sus valores históricos y esta situación se mantendría en lo que resta del año, de manera que registrarían un incremento promedio de 12% respecto a sus valores medios de 2007.

Por otro lado, el **precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI)** alcanzó en 2008 nuevos ré-

cords, rompiendo la barrera de los 100 dólares por barril en el primer trimestre y acercándose a los 150 dólares a mediados de julio. A partir ahí comenzó a caer como resultado de la crisis financiera internacional, para ubicarse al cierre de este Informe en el entorno de los 100 dólares, presentando una gran volatilidad en sus cotizaciones diarias, lo que hace mucho más incierta cualquier proyección. Si en los próximos meses se mantiene en torno a los 90 dólares el barril, en el promedio del año el incremento del precio del crudo sería de alrededor de 50% respecto a su valor medio de 2007.

Por otra parte, también **desmejoró el escenario regional**, aunque continuó siendo mayormente favorable para Uruguay en la primera mitad de 2008. En la **economía argentina** se deterioró el clima general de negocios, aunque la evolución de la mayoría de sus variables macroeconómicas muestra un fuerte crecimiento en el primer semestre del año. Al descreimiento sobre la medición oficial de la inflación se sumó la crisis política entre los productores rurales y el gobierno que culminó, con el debilitamiento del poder político de este último, al verse obligado a derogar el sistema de retenciones móviles implementado a mediados de marzo. Asimismo, a nivel nacional e internacional comenzó a circular el rumor de un posible incumplimiento futuro de las obligaciones del Estado, como consecuencia de la colocación de bonos argentinos al gobierno venezolano a una tasa de interés elevada, que fue interpretada por los mercados financieros como una tasa de *default*. Ello motivó la inmediata reacción del gobierno, que respondió anunciando la recompra

de bonos con vencimiento en 2008 y 2009, el pago de la deuda al Club de París y la reapertura del canje para los tenedores de deuda que habían quedado fuera de la operación realizada en 2005 (*holdouts*). En este marco, las estadísticas oficiales indican que la economía argentina registró un crecimiento interanual de 8,1% en el primer semestre. Cayó el desempleo, crecieron notablemente las exportaciones medidas en dólares corrientes y mejoraron las cuentas públicas. Por otro lado, la incertidumbre presionó al alza la cotización del dólar, provocando una fuerte reacción del Banco Central que salió a vender moneda extranjera, en clara señal de no estar dispuesto a permitir ataques especulativos. A pesar del desmejoramiento del clima de negocios, la economía argentina crecería en forma importante al cabo del año (7,3%),¹ aunque se desaceleraría respecto a 2007.

La **economía brasileña** retomó en el segundo trimestre de 2008 el ritmo de crecimiento registrado en 2007, luego de una leve desaceleración en el primer trimestre, lo que implicó una expansión interanual de 6% en el primer semestre del año. Por su parte, la inflación se aceleró en 2008, lo que motivó a las autoridades del Banco Central a elevar la tasa de interés en todas las reuniones del Comité de Política Monetaria realizadas en el año, la que al cierre de este Informe se ubicó en 13,75%. En los últimos doce meses a agosto la inflación alcanzó 6,2%, guarismo por encima del

1. Las proyecciones de actividad económica para Argentina y Brasil se basan en las encuestas de expectativas de agentes privados que publican los bancos centrales de cada país.

objetivo puntual del Banco Central (4,5%), aunque todavía levemente por debajo del límite superior del rango meta (6,5%). Las exportaciones medidas en dólares registraron un mayor dinamismo a partir de mayo de 2008, lo que amortiguó la caída del superávit comercial que se venía registrando desde mediados de 2007. El desmejoramiento del saldo comercial implicó que, tras cinco años consecutivos de resultados favorables en la cuenta corriente, en 2008 éste se tornara nuevamente negativo. Por otro lado, en los meses de abril y mayo dos de las grandes agencias internacionales calificadoras de riesgo elevaron la calificación de la deuda de Brasil al nivel de «grado de inversión». Esto permitiría a la economía nortea acceder a fuentes de financiamiento a un menor costo. En este marco, al cabo de 2008 la economía brasileña crecería 5,2%, cifra muy similar a la del año anterior.

A pesar de la desaceleración de la economía mundial, el alza de los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación implicó un crecimiento de 47,1% de las **exportaciones de bienes y servicios** medidas en dólares en la primera mitad de 2008 respecto a un año atrás. Sin embargo, en términos reales el crecimiento fue significativamente menor (16,3%), ya que los volúmenes exportados crecieron en menor medida que los precios. El aumento de las exportaciones de bienes se debió principalmente a la expansión de las ventas agrícolas, de carne vacuna, de madera y de lácteos. Por su parte, luego de varios años de caída, el ingreso de turistas se vio incrementado en los primeros ocho meses del año, tanto por el aumento de turistas argenti-

nos como de los provenientes de los restantes orígenes. De este modo, en el primer semestre del año el ingreso de divisas por este concepto se incrementó en 19,8%.

Las **importaciones de bienes y servicios** se expandieron 21,6% en términos reales en la primera mitad del año respecto a igual período del año anterior. Ello fue en parte consecuencia de la mayor necesidad de compra de crudo. Sus elevados precios, sumados a la fuerte expansión de las compras de bienes de capital y de consumo, llevaron a que las importaciones de bienes, medidas en dólares, crecieran 80,4% en el período enero-julio de 2008.

En el año móvil terminado en junio de 2008 la Balanza de pagos experimentó un déficit en cuenta corriente equivalente a 3,9% del producto interno bruto (PIB), déficit que se financió fundamentalmente con inversión extranjera directa, que representó en el período 5,4% del PIB. A su vez, el endeudamiento externo neto continuó disminuyendo y representó 17,5% del PIB en el mismo período, fundamentalmente por el incremento de los activos de reserva en poder del Banco Central (BCU), que a junio de 2008 totalizaban 6.101 millones de dólares.

Se prevé que al cabo del año la Balanza de pagos registre un déficit en cuenta corriente sustancialmente superior al de 2007 (3,5% frente a 1% del PIB). Ello reflejaría un fuerte incremento de las exportaciones de bienes y servicios (45%) pero uno superior de las importaciones (55%), ambas consideradas en dólares corrientes, si bien el déficit de la cuenta renta de inversión disminuiría.

La **demanda interna** se aceleró fuertemente en el primer semestre de 2008 (creció 19% en com-

paración con la de enero-junio de 2007) impulsada por el notable aumento de la inversión bruta interna y el mayor ritmo de crecimiento del consumo, principalmente el privado. El fuerte incremento que registraron las inversiones en los últimos años y el aumento de la productividad habrían permitido que el **PIB potencial**, medido por su tendencia de largo plazo, creciera con una intensidad similar a la del PIB en 2007 y continuara expandiéndose aceleradamente en el primer semestre de 2008. Ello implicaría que, posiblemente, la fase actual de crecimiento no se vea restringida por límites impuestos por la capacidad instalada. Con base en este fuerte impulso, todos los sectores productivos crecieron, con la única excepción de la producción de energía eléctrica debido a que la sequía la afectó muy negativamente.

Las **expectativas** de los analistas respecto de la actividad económica en 2008 se ajustaron sustancialmente al alza luego de que el BCU publicara el dato extremadamente favorable de crecimiento económico del segundo trimestre: la mitad de los analistas considera que el crecimiento del PIB en 2008 será de 10,5% o más. Este porcentaje se corresponde con el efecto arrastre, es decir con el crecimiento anual que resultaría si el PIB permaneciera en la segunda mitad del año al mismo nivel que el registrado en el primer semestre del año. Sin embargo, diversos indicadores de avance permiten concluir que la expansión habría continuado en el trimestre julio-setiembre, aunque no al excepcional ritmo de los primeros seis meses, al tiempo que en el último tramo de 2008 la inestabilidad financiera

internacional podría derivar en una repentina parálisis de la actividad interna. De este modo, se estima que el PIB crecería 11,5% en 2008 respecto al año precedente.

En sintonía con el contexto de continuidad del crecimiento económico, la **demanda de mano de obra** en todo el país mantuvo en los primeros meses de 2008 la tendencia creciente que presenta desde 2006, aunque con menor dinamismo que en 2007. La tasa de empleo se incrementó 1,6 puntos porcentuales cuando se compara el promedio del año móvil culminado en junio de 2008 con igual período del año anterior. El enlentecimiento en la creación de puestos de trabajo se vio reflejado en la dinámica de la **tasa de actividad**, la cual se mantuvo estable en torno a 62,4% desde comienzos de 2007. En el primer semestre del año la **tasa de desempleo** para el total del país se situó en 8%. Las reducidas tasas de desempleo entre los hombres mayores de 25 años, sumadas a los elevados niveles que alcanzó la oferta de trabajadores, podrían estar indicando que futuros incrementos en la demanda de trabajadores presionarían sobre el mercado de trabajo generando mejores condiciones salariales y de empleo. Sin embargo, el margen de caída del desempleo por futuras expansiones económicas se reduce cada vez más debido a que, dadas sus características, aquellos que permanecen desocupados tendrían mayores dificultades para ser absorbidos por el mero crecimiento económico.

La mejora del **empleo y de los salarios reales** derivó en la recuperación del ingreso real de los hogares, que para el total del país se incrementó 9,1% en el promedio de los doce meses culminados en junio

de 2008 respecto a igual período de 2007. Este aumento resultó del crecimiento de los ingresos por todas las fuentes relevadas, destacándose los ingresos salariales y los patronales.

Se prevé que en 2008 el empleo medio anual en el total del país se incremente en el entorno de 2% respecto al nivel medio de 2007, lo que implicaría la creación de 35.000 nuevos puestos de trabajo. Por su parte, la tasa de actividad prácticamente no crecería debido a que ya se encuentra en un nivel muy elevado en términos históricos. Esto llevaría a una reducción del nivel medio de desempleo en el total del país en 2008, que en promedio se situaría en 7,5%.

Los **ingresos medios de los hogares** continuarían recuperándose, aumentando 10% en términos reales en el promedio de 2008 respecto al de 2007. En particular los salarios reales, medidos según el índice medio de salarios (IMS), se recuperarían en menor medida que en 2007 (3,7%). Ello resultaría del alza de las remuneraciones de los asalariados tanto públicos como privados (3% y 4% respectivamente), bajo el supuesto de una inflación promedio para el período de 7,6%. El bajo incremento del salario real medio del sector público pronosticado para 2008 se debe principalmente a la caída del salario líquido de aquellos trabajadores que ingresaron al Fondo Nacional de Salud (FONASA) y que antes recibían el beneficio de la cuota mutual. Por otro lado, el ajuste salarial de los trabajadores del sector privado en el segundo semestre dependerá de los resultados de la tercera ronda de negociación de los Consejos de Salarios, la cual presenta una demora importante que repercutirá en el valor medio final.

Si bien el crecimiento de los ingresos y los elevados niveles de consumo podrían haber significado una presión desde el lado de la demanda, las mayores presiones inflacionarias habrían provenido de la oferta y en particular del contexto internacional. En el año móvil cerrado en agosto, **el IPC** acumuló un incremento de 7,3% (7,0% en el período enero-agosto). Los precios al productor (medidos por el índice de precios de productos nacionales –IPPN–) aumentaron 20,6% en el año móvil culminado en agosto, mientras que el tipo de cambio cayó 11,3% en igual período, lo que determinó que los precios mayoristas en dólares acumularan un incremento de 49,6%, y los minoristas uno de 31,7%. No obstante, a partir de setiembre la cotización del dólar presentó una mayor volatilidad y se revirtió su tendencia descendente, esperándose que el valor medio de diciembre sea similar o incluso superior al de diciembre del año anterior.

A pesar de que la inflación se mantuvo por encima del rango meta, en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) celebrada en agosto de 2008 se decidió mantener el objetivo de inflación anual en 5%, en un rango de 3% a 7% para el período, y ratificar una vez más la tasa de interés de referencia de política monetaria (TPM), fijada desde noviembre de 2007 en 7,25%. Asimismo, el BCU resolvió aumentar a partir del 1° de junio los requerimientos de encaje para los depósitos de corto plazo como forma de profundizar el sesgo contractivo de la política, a la vez que desde el gobierno se implementó una serie de medidas de carácter fiscal para contrarrestar las presiones inflacionarias

provenientes tanto del ámbito internacional como del doméstico. Pese a las medidas adoptadas por el gobierno para que los mencionados aumentos de las *commodities* no se trasladen enteramente a precios, la **inflación** cerraría el año en 7,7%, por encima del objetivo fijado por el BCU.

Estas últimas medidas y las dificultades en materia energética, derivadas de la sequía de otoño implicaron un deterioro de las finanzas públicas. En efecto, en el año móvil finalizado en julio de 2008 el **déficit global del sector público** aumentó con respecto al de fines de 2007, ubicándose en 1% del PIB, el mayor desde setiembre de 2005. Pese a la reducción en el peso de los intereses, que representaron 3,1% del PIB, el menor superávit primario del gobierno central, y en particular el de las empresas públicas, derivó en un peor resultado primario del sector público consolidado (2,1% del PIB).

Para lo que resta de 2008, en materia fiscal se estima que dada la expansión del gasto y el déficit de UTE y ANCAP, el déficit global del sector público se encontraría por encima de la meta establecida por el gobierno. Ello se da en el marco de un período de excepcional dinamismo, con un crecimiento del PIB muy por encima del promedio histórico, que podría haberse destinado a la obtención de un mayor superávit primario. Así, el resultado global de 2008 sería un déficit de 0,6% del PIB, compuesto por un superávit primario equivalente a 2,5% del PIB y un gasto por concepto de intereses de 3,1% del PIB.

En resumen, en 2008 la economía mundial se desaceleraría influenciada fundamentalmente por

el peor desempeño de las economías más avanzadas y la crisis financiera internacional, mientras que los precios del petróleo y de los alimentos en el promedio del año exhibirían niveles elevados, con episodios de gran volatilidad. Por su parte, las economías emergentes continuarían creciendo a buen ritmo, aunque en un contexto de mayor incertidumbre. Dentro de esta tendencia, tanto la región como Uruguay crecerían por encima de su media histórica. En particular, Uruguay aceleraría su crecimiento en 2008 (12%), al tiempo que las presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional y, en menor medida, del doméstico, habrían provocado que la inflación anual se ubique por encima del rango meta estimado por el gobierno. Asimismo, el intento del gobierno por compensar en parte estas presiones y los problemas energéticos que vivió el país llevaron a un deterioro del resultado fiscal, que culminaría el año con un déficit de 0,6% del PIB.

2. Perspectivas para 2009

Pese a que en 2009 continuarían en ejecución importantes proyectos de inversión actualmente en curso, el empeoramiento de la **situación internacional** pone una sombra de duda sobre la evolución futura de nuestra economía, así como sobre la de nuestros vecinos. Los canales a través de los cuales esta crisis podría impactar en nuestra economía son varios.

En primer lugar, los problemas financieros internacionales y el reordenamiento de instituciones financieras que se ha dado hasta el momento provocaron una dismi-

nución importante de la liquidez a nivel mundial, a pesar de las sucesivas intervenciones de los bancos centrales de las principales economías del mundo. En particular, la transformación de algunos bancos de inversión en bancos comerciales y la caída patrimonial de estas instituciones configurarían un nuevo escenario financiero mundial, con negocios menos rentables y con menor disponibilidad de recursos. Ello repercutiría en 2009 en una menor disponibilidad de crédito así como en la suba de la prima de riesgo-país que las economías emergentes deben pagar para financiarse. Sin embargo, la evolución de las tasas de interés de referencia de las economías centrales todavía es incierta, dado que si la actividad se sigue debilitando y desaparecen las principales presiones inflacionarias, estas tasas podrían bajar en la primera mitad del próximo año.

A su vez, la crisis financiera internacional provocó una fuerte baja en los precios de las *commodities* agrícolas, así como del petróleo. Esto, sumado a la baja en la demanda de las economías centrales, podría tener un efecto contractivo sobre la mayor parte de las exportaciones de los países emergentes, incluido Uruguay. Nuestras exportaciones sufrirían entonces un impacto negativo, no sólo por los menores precios de los principales productos de exportación del país, sino por la debilidad de la demanda, a pesar de que la apreciación del dólar contrarrestaría parcialmente este efecto. La disminución de la demanda afectaría fundamentalmente a los productos que se colocan en Estados Unidos y Europa, como la carne vacuna. Sin embargo, la caída en

los precios que se vislumbra actualmente podría estar mitigada por la menor oferta mundial de algunos de estos bienes, como los agrícolas, que seguramente tendrá lugar en las próximas zafas, derivada de la baja en los precios futuros y de los posibles problemas de crédito. A ello se sumaría la demanda de algunas economías emergentes (casos de China e India), menos expuestas a la crisis financiera de los países centrales, que continuarían creciendo apreciablemente y demandando materias primas y alimentos. En este contexto, el precio del petróleo, cuya suba tuvo un impacto muy negativo en las cuentas externas uruguayas, caería en el promedio del año. Sin embargo, esta caída podría estar acotada por el control de la oferta ejercido por la OPEP y por la demanda de los países emergentes. La disminución del precio del crudo y la menor necesidad de la economía uruguaya de comprar combustibles, dado que no es esperable que se repita la sequía de 2008, significarían una fuerte baja de la factura petrolera. Ello implicaría una reducción importante de las importaciones en 2009 desde los elevados niveles actuales, y a pesar de la contracción de las exportaciones de bienes y servicios medidas en dólares, haría descender en forma importante el déficit comercial y a su vez el de cuenta corriente, que se situaría alrededor de 1,5% del PIB.

El impacto de la desaceleración de la demanda externa sumado a la incertidumbre de un año electoral, probablemente deriven en un menor ritmo de ejecución de proyectos de inversión en curso lo que determinaría una fuerte desaceleración del crecimiento económico

en 2009, a pesar de lo cual **la economía uruguaya crecería** alrededor de 3%. La mitad del crecimiento de 2009 correspondería al arrastre estadístico de 2008,² mientras que la expansión del año propiamente dicho sería aproximadamente igual.

Por otra parte, la **actividad económica de la región** también recibiría el impacto negativo de la crisis internacional. Sin embargo, dado el peso de la demanda interna en estas economías, el efecto de la contracción de la demanda externa impactaría menos que en Uruguay. De esta forma, la actividad en ambos países continuaría expandiéndose en 2009, aunque se desaceleraría respecto a 2008. En cuanto a la **economía argentina**, se espera un crecimiento de aproximadamente 5%. Sin embargo, la economía del vecino país seguiría viviendo problemas internos por el enfrentamiento entre el gobierno y el sector agropecuario, que parece no haber cesado tras la derogación de la ley de retenciones móviles y posiblemente se mantenga en 2009 en el marco de un año de elecciones parlamentarias, y continuaría repercutiendo negativamente en el clima de negocios. Asimismo, la caída de los precios internacionales de las *commodities* reduciría la recaudación fiscal proveniente de las retenciones que se efectúan a las exportaciones, lo que debilitaría aún más las finanzas públicas, ya que además se deberá hacer frente a los mayores gastos derivados de incrementos de salarios y pasivi-

2. El «efecto arrastre estadístico» mide el crecimiento del PIB medio anual que tendría lugar en el caso de que, a lo largo del año siguiente, el índice de volumen físico desestacionalizado del PIB permaneciera invariable en el nivel del cuarto trimestre del año anterior.

dades. Por otra parte, las menores presiones sobre la inflación podrían habilitar a que se comience a resolver el tema de la medición de los precios, lo que sería muy positivo para esa economía. En referencia a la cotización del dólar respecto al peso argentino, se estima que en 2009 continuará la volatilidad por los efectos de la crisis financiera internacional por lo que es probable que el Banco Central mantenga su política de intervenciones en el mercado para intentar reducirla.

Por su parte, la **economía brasileña** también crecería a menor ritmo que en 2008 (3,5%), en un contexto de aumento de los precios internos relativamente estable, influido por las presiones deflacionarias provenientes de la economía internacional. Ello además redundaría en un cambio de tendencia de la tasa *Selic*, la que tendería a disminuir, luego de los incrementos de 2008, y ello a su vez repercutiría positivamente en el crédito y la inversión, mitigando en parte el efecto negativo de la menor afluencia de capitales internacionales. En ese marco, la cotización del dólar en Brasil resultará de lo que suceda en 2009 con las bolsas de valores, ya que la misma depende en buena medida de la entrada y la salida de capitales provenientes de los mercados financieros. En principio, se estima que en 2009 el tipo de cambio descendería de los elevados niveles alcanzados en 2008 –si bien con una trayectoria algo volátil por los coletazos de la crisis financiera–.

Por último, en lo que respecta a **la economía uruguaya**, las condiciones externas menos favorables y el deterioro de las expectativas de

los agentes domésticos influirán negativamente en las posibilidades de crecimiento en 2009. Entre ellas, destacan en particular los menores incentivos para aumentar la producción en un contexto de reducción de los precios internacionales, así como la contracción real de la demanda externa, aunque las exportaciones de servicios turísticos igualmente crecerían, pero a menor ritmo. Por otra parte, continuaría la incertidumbre en torno a la evolución de los mercados financieros internacionales y cómo se podría ver afectado el ambiente inversor, que llevaría a nuevos incrementos del riesgo país y por lo tanto del costo de financiamiento para el gobierno. Aunque, se estima que las nuevas necesidades de financiamiento sean mínimas, en la medida en que las últimas emisiones de deuda ya adelantaron parte del financiamiento necesario para el próximo año, se proyecta que las cuentas fiscales cerrarían el año 2009 con un déficit de 0,6% del PIB.

Con respecto a la política de **gastos e ingresos fiscales**, en 2009 la continuidad de la implementación de la Reforma de la Salud y el Plan de Equidad y el aumento de gastos fijados por la ley de Rendición de cuentas 2007 (estimado en 320 millones de dólares), determinarían un incremento del gasto del gobierno central del entorno de 1% del PIB en el año, al tiempo que las modificaciones al IRPF significarían una pérdida de recaudación. Por otra parte, no es probable que el año próximo haya que enfrentar nuevamente problemas climáticos, por lo que UTE tendría un mejor desempeño que en 2008, lo que conduciría a un superávit de las empresas públicas, con el consiguiente

aumento de los ingresos del sector público. De este modo, se mantendría el déficit del sector público en 2009, en la medida que el mejor resultado de las empresas públicas contribuiría a compensar el peor resultado del gobierno central.

Asimismo, teniendo en cuenta que las **presiones inflacionarias** de origen externo cederían en 2009, se espera que la tasa de inflación pueda finalmente encauzarse dentro del rango meta (3% a 7%), situándose alrededor de 6,5%. Los factores que presionarían al alza los precios minoristas serían básicamente internos, derivados fundamentalmente de la indexación de la economía, ya que se revertiría el incremento de los precios internacionales y se recibirían presiones deflacionarias desde el exterior, aunque la depreciación del peso uruguayo mitigaría en parte este efecto.

De esta forma, en un marco donde los principales lineamientos y variables de la **política macroeconómica** se encuentran definidos, la misma no exhibiría grandes cambios en 2009, ordenándose alrededor del logro de los objetivos macroeconómicos ya planteados por el gobierno. No obstante, la elevada incertidumbre internacional sumada a que 2009 es un año electoral, hace muy difícil prever el comportamiento de la cotización del dólar y las acciones de la autoridad monetaria que de ello deriven.

En este marco, como se adelantó, el **PIB** crecería 3% en 2009, aunque debido a la caída de las importaciones, la oferta final caería mínimamente. En ese contexto, se contraería la **demand externa** y la **demand interna** permanecería estancada. Casi todos los sectores productivos se resentirían como

consecuencia del nulo crecimiento de la demanda. El único que crecería a buen ritmo sería el de electricidad, gas y agua, debido a que en 2008 estuvo fuertemente afectado por el déficit hídrico. Todos los demás sectores se desacelerarían bruscamente o dejarían de crecer, en particular en el primer trimestre, puesto que la incertidumbre proveniente de los mercados internacionales todavía sería muy elevada. El sector transporte y comunicaciones crecería más que el promedio del PIB, aunque a un ritmo muy inferior al de los últimos años. La industria se expandiría en forma similar al PIB, lo que implica una notable desaceleración, luego de un año de crecimiento particularmente elevado. Por su parte, el resto de los sectores crecerían modestamente.

La inversión fija seguiría aumentando aunque a un ritmo notoriamente inferior al de los últimos años, mientras que la variación de existencias disminuiría levemente luego de haber crecido en forma notable en 2008. El deterioro de las expectativas sería la principal causa del estancamiento del consumo interno, a pesar de que los ingresos reales seguirían aumentando. Ello incidiría negativamente sobre la actividad de los sectores que dirigen sus ventas al mercado interno, fundamentalmente los servicios.

Como se adelantó, en 2009 los **ingresos reales de los hogares** continuarían recuperándose (4%) aunque a menor ritmo que en los años anteriores. En particular el salario real medio se recuperaría en torno a 3%, impulsado principalmente por la recuperación de los salarios públicos, dado que los privados crecerían en menor medida. De cumplirse esta proyección, al cabo

de 2009 los ingresos medios de los hogares medidos en términos constantes se situarían 6,7% por debajo del máximo alcanzado previo a la crisis, en 1999, en tanto los salarios reales medios se encontrarían 6% por debajo en igual comparación.

A pesar de la continuidad del crecimiento económico, el **empleo** medio anual en el país urbano se mantendría estancado en 2009, algo similar a lo que sucedería con la oferta laboral –medida por la tasa de actividad–. En consecuencia, el **desempleo** del total del país urbano se mantendría en 2009 en niveles similares a los que se proyectan para 2008 (7,5%).

Pese a su desaceleración, en 2009 las actividades agropecuaria e industrial continuarían alcanzando niveles récord. Sin embargo, las exportaciones de bienes se resentirían como consecuencia tanto de la caída de los precios como de la menor demanda externa y caerían fundamentalmente las exportaciones de bienes de origen agropecuario. Por otra parte, las exportaciones de servicios crecerían, impulsadas por las de turismo, aunque serían menos dinámicas que en años anteriores. Todo lo anterior implicaría una caída de las **exportaciones de bienes y servicios** expresadas en

dólares (10%), aunque la caída en términos reales sería menor (1%), como ya se mencionó.

Paralelamente, las **importaciones de bienes y servicios** medidas en dólares también descenderían (15%), como consecuencia de la fuerte caída de las importaciones de bienes, básicamente por la contracción de los precios del petróleo así como por las menores necesidades de crudo.

Por lo tanto, la **balanza comercial de bienes y servicios** tendría un mejor resultado que en 2008, aunque seguiría siendo deficitaria (0,1% del PIB). A ello se sumaría el resultado negativo de la cuenta renta de inversión (intereses y utilidades), si bien éste se reduciría moderadamente respecto al previsto para 2008, por lo que se prevé que la **cuenta corriente** de la Balanza de pagos arroje un resultado negativo, aunque sustancialmente menor que en 2008 (1,5% del PIB).

La **competitividad**, medida por el tipo de cambio real global de Uruguay,³ se mantendría estable en 2009 respecto al nivel medio de 2008, dado que la evolución de la inflación en dólares uruguayo sería similar a la de los principales socios comerciales.

En **síntesis**, en 2009 la economía uruguaya se desaceleraría notoriamente respecto a 2008, pero igualmente exhibiría tasas de crecimiento positivas (4%). Las exportaciones de bienes en dólares corrientes descenderían por la caída de los precios de nuestros productos de exportación, mientras que en términos reales la demanda externa de bienes y servicios se contraería mínimamente, al tiempo que la demanda interna crecería modestamente. La disminución del precio del petróleo y las menores necesidades de crudo harían descender las importaciones, tanto en dólares como en términos reales. Corresponde advertir que aún no está claro el impacto de la crisis financiera internacional sobre el crecimiento de los países desarrollados, así como tampoco lo está su efecto sobre las economías emergentes. Si las repercusiones de la crisis internacional sobre las economías menos desarrolladas del globo fueran mayores a las previstas en este Informe, necesariamente la evolución de economía uruguaya sería mucho menos favorable a la esperada, revirtiéndose abruptamente la fase expansiva del ciclo lo que además complicaría el logro de las metas macroeconómicas.

3. En esta medición se consideran los precios minoristas de Uruguay y los de sus principales socios comerciales.

CUADRO SÍNTESIS 1 INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2007-2009)

	2007	2008 (1)	2009 (1)
Economía internacional y regional			
PIB mundial (variación real anual, en %)	5,0	3,9	3,0
Comercio mundial (variación real anual, en %)	7,2	4,9	4,1
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	9,5	50,0	-15,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	5,3	3,2	3,5
Commodities primarios no petroleros (var.media anual, en %)	14,1	12,0	-3,0
PIB Argentina (variación real anual, en %)	8,7	7,3	5,0
PIB Brasil (variación real anual, en %)	5,4	5,2	3,5
Economía nacional			
PIB (variación real anual, en %)	7,4	11,5	3,0
PIB (millones de dólares)	23.143	31.800	32.000
Inflación (dic. a dic., en %)	8,5	7,7	6,5
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	-1,7	-9,0	0,0
Salario real (variación promedio anual, en %)	4,8	3,7	3,0
Tasa de empleo (total del país, var. prom. anual, en %)	4,8	2,0	0,0
Tasa de desempleo (total del país, prom. anual, en %)	8,1	7,5	7,5
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	-1,0	-3,5	-1,5
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	-0,4	-0,6	-0,6

(1) Valores proyectados.

(2) Variación media anual calculada a partir de la inflación minorista de Uruguay y de sus socios comerciales.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del FMI y la EIA; Banco Central e IBGE (Brasil), BCRA y MECON (Argentina), INE, BCU y proyecciones propias.

CUADRO SÍNTESIS 2 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL Y REGIONAL (2004-2008)

	2004	2005	2006	2007	2008 (1)
ECONOMÍA INTERNACIONAL					
PIB (var. anual, en %)					
PIB mundial	4,9	4,5	5,1	5,0	3,9
Grupo de los 7 (2)	3,0	2,3	2,7	2,2	1,2
Estados Unidos	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6
Japón	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7
Union Europea	2,7	2,2	3,3	3,1	1,7
Países en desarrollo	7,5	7,1	7,9	8,0	6,9
China	10,1	10,4	11,6	11,9	9,7
COMERCIO MUNDIAL (bs.y serv.; var.real anual, en %)	10,7	7,6	9,3	7,2	4,9
PRECIOS EN EL COMERCIO MUNDIAL (var. anual, en %)					
Commodities primarias no petroleras	15,3	6,0	23,2	14,1	12,0
Petróleo (3)	33,6	36,4	16,6	9,5	50,0
INDICADORES FINANCIEROS					
Tasa Libor en dólares 180 días (prom. anual, en %)	1,8	3,8	5,3	5,3	3,2
PARIDADES CAMBIARIAS					
Euro (US\$/Euro)(promedio anual)	1,24	1,24	1,26	1,37	1,48
BRASIL					
PIB (variación real anual, en %)	5,7	3,1	3,8	5,4	5,2
Tasa de desempleo (promedio)	11,5	9,8	10,0	9,3	8,0
Balanza comercial (FOB-FOB en miles mill.de dólares)	33,8	44,9	46,5	40,0	23,1
Inflación minorista, IPCA (variación dic-dic, en %)	7,6	5,7	3,1	4,5	6,1
Inflación mayorista, IPA-DI, (variación dic-dic, en %)	14,7	-1,0	4,3	9,4	11,0
Tipo de cambio (R\$/US\$) (variación dic-dic, en %) (4)	-7,1	-15,9	-5,9	-16,9	6,4
Inflación minorista en dólares (variación dic-dic, en %) (4)	15,8	25,7	9,6	25,7	-0,2
Resultado fiscal nominal (en % del PIB)	-2,3	-2,8	-2,9	-2,2	-1,7
Resultado fiscal primario (en % del PIB)	4,2	4,4	3,9	4,0	4,3
Deuda líquida del sector público (en % del PIB)	47,0	46,5	44,7	42,7	40,5
Saldo en cuenta corriente (en % del PIB)	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,6
Inversión extranjera directa (en % del PIB)	2,7	1,7	1,8	2,6	2,0
PIB (miles de millones de US\$) (4)	663,8	882,4	1.072,0	1.321,2	1.700,0
ARGENTINA					
PIB (variación real anual, en %)	9,0	9,2	8,5	8,7	7,3
Tasa de desempleo (promedio)	13,6	11,6	10,2	8,5	7,9
Balanza comercial (FOB-CIF en miles mill.de dólares)	12,1	11,7	12,3	11,1	10,0
Inflación minorista (variación IPC dic-dic, en %)	6,1	12,3	9,8	8,5	9,3
Inflación mayorista, IPIM, (variación dic-dic, en %)	7,9	10,6	7,2	14,6	13,0
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación dic-dic, en %)	0,3	1,5	1,5	2,6	1,9
Inflación minorista en dólares (variación dic-dic, en %)	5,7	10,7	8,2	5,7	7,2
Resultado fiscal nominal (en % del PIB) (5)	2,6	1,8	1,8	1,2	1,7
Resultado fiscal primario (en % del PIB) (5)	3,9	3,7	3,5	3,2	3,5
Deuda Bruta del Sector Público (en % del PIB) (6)	125,7	70,7	64,2	56,1	-
Saldo en cuenta corriente (en % del PIB)	2,1	2,9	3,8	2,9	1,8
Inversión extranjera directa (en % del PIB)	2,7	2,9	2,4	2,2	1,5
PIB (miles de millones de US\$)	152,2	182,0	212,9	257,9	325,6

(1) Valores proyectados.

(2) Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

(3) Variedad tipo West Texas, precios spot, variación promedio anual.

(4) Se utilizó para los cálculos el tipo de cambio comercial-compra.

(5) Incluye sólo el resultado del sector público nacional (sin provincias) y excluye los ingresos por privatizaciones.

(6) Corresponde a la deuda del conjunto del sector público, incluido las provincias. La deuda a partir de 2005 no incluye los 20.000 millones de dólares que no entraron en el canje.

FUENTE: Economía internacional: «World Economic Outlook», FMI, EIA y proyecciones propias. Economía argentina: BCRA, MECON, INDEC y proyecciones propias. Economía brasileña: IPEA, IBGE, Banco Central do Brasil y proyecciones propias.

CUADRO SÍNTESIS 3 PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE URUGUAY (2004-2008)

	2004	2005	2006	2007	2008 (1)
OFERTA y DEMANDA FINALES (var.real anual, en %)	16,0	7,9	10,3	8,4	14,0
PIB	11,8	6,6	7,0	7,4	11,5
Importaciones	26,8	10,8	17,6	10,3	19,0
Demanda interna	11,0	4,4	11,4	7,8	15,5
Inversión Bruta Interna	22,0	7,6	20,7	11,2	13,0
Inversión Bruta Fija	30,2	17,5	25,9	5,8	11,0
Consumo total	9,5	4,0	9,9	7,2	15,5
Exportaciones	30,4	16,3	8,0	9,7	12,0
PIB (millones de US\$) (1)	13.216	16.830	19.357	23.143	31.800
PRECIOS, SALARIOS y EMPLEO (variación y tasas en %)					
IPC (variación dic-dic, en %)	7,6	4,9	6,4	8,5	7,7
IPC (variación promedio anual, en %)	9,2	4,7	6,9	8,1	7,6
IPM (variación dic-dic, en %)	5,1	-2,2	7,5	16,1	20,0
IPM (variación promedio anual, en %)	14,7	-2,6	5,9	11,8	19,0
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación prom. dic-dic, en %)	-9,2	-11,0	3,4	-11,2	-1,0
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación promedio anual, en %)	1,7	-14,8	-1,7	-2,5	-13,0
Inflación minorista en dólares (variación promedio anual, en %)	7,3	22,9	8,2	10,9	23,3
Inflación mayorista en dólares (variación promedio anual, en %)	12,8	14,3	7,7	14,7	37,0
Salario real (variación promedio anual, en %)	-0,1	4,6	4,4	4,8	3,7
Tasa de empleo (total del país, var. prom. anual, en %)	-	-	-	4,8	2,0
Tasa de desempleo (total del país, prom. anual, en %)	-	-	9,6	8,1	7,5
SECTOR EXTERNO					
Exportaciones bienes FOB (mill.de dólares)	3.145	3.774	4.400	5.025	7.500
Importaciones bienes FOB (mill. de dólares)	2.992	3.753	4.895	5.591	8.900
Balanza de bienes (mill. de dólares)	153	21	-495	-566	-1.400
Balanza de servicios turísticos (mill. de dólares)	300	343	385	569	650
Balanza cuenta corriente (en % del PIB)	0,0	0,3	-2,1	-1,0	-3,5
Inversión extranjera directa (en % del PIB)	2,4	4,8	7,7	4,3	6,0
Tipo de cambio real bilateral con Argentina (var. prom. anual, en %) (2)	-2,1	-10,2	-2,6	-3,1	-11,5
Tipo de cambio real bilateral con Brasil (var. prom. anual, en %) (2)	1,8	-0,6	9,5	2,8	-6,0
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (3)	-0,6	-11,2	-0,4	-1,7	-9,0
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (4)	-3,4	-3,3	-0,9	-3,5	-13,5
FINANZAS PÚBLICAS (en % PIB)					
Ingresos del Gobierno Central-BPS	26,3	26,7	27,4	26,5	25,9
Egresos Primarios del Gobierno Central-BPS	23,8	24,0	24,0	24,2	23,5
Previsión Social	9,5	9,4	9,1	8,6	8,4
Resto Egresos	14,3	14,5	14,9	15,6	15,1
Resultado del Gobierno Central -BPS	-2,5	-1,6	-0,9	-1,6	-0,6
Resultado fiscal primario consolidado (5)	4,0	3,9	3,8	3,3	2,5
Resultado fiscal consolidado (5)	-2,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,6
Deuda bruta del sector público	100,3	82,8	70,8	70,6	60,0

(1) Valores proyectados.

(2) Calculado en función de la inflación minorista. Para el cálculo del TCR con Brasil se utilizó el tipo de cambio paralelo.

(3) Calculado a partir de la inflación minorista.

(4) Calculado a partir de la inflación mayorista.

(5) Incluye el resultado de los Gobiernos Departamentales.

FUENTE: Instituto de Economía, a partir de datos del BCU, INE y proyecciones propias.

Anexo I.

1. La evolución de la economía internacional, regional y nacional en 2007

1.1. El marco internacional

En 2007 la **economía mundial** creció a una tasa media de 4,9%, registrando por cinco años consecutivos tasas de expansión superiores al promedio de los últimos 30 años (3,6%). Mientras las economías más avanzadas se desaceleraban levemente, presentando tasas de crecimiento más moderadas que las registradas el año precedente, las economías menos desarrolladas continuaron expandiéndose en forma acelerada, superando el crecimiento de los años anteriores.

En medio de rumores de recesión, la **economía estadounidense** creció 2% en 2007, luego de haber alcanzado en los tres años previos tasas de expansión en el entorno de 3%. Los problemas del mercado inmobiliario, que desde mediados de 2006 abonaron la idea de una recesión en la principal economía del mundo, se agudizaron en el correr de 2007. La construcción de viviendas nuevas cayó durante el año, pero esto no provocó una disminución de los inventarios ya que la demanda de inmuebles se

redujo aún en mayor medida, lo que presionó a la baja los precios. De esta manera, las hipotecas se encarecieron significativamente en relación al valor de los inmuebles, lo que llevó a un aumento del endeudamiento relativo de los hogares y a un incremento en los niveles de morosidad en el mercado hipotecario –fundamentalmente en el ámbito del mercado secundario o *subprime*–. Todo ello condujo a que el sistema financiero endureciera las condiciones crediticias, alimentando aún más el ciclo contractivo. De este modo, a fines de 2007 la concesión de nuevos créditos en el mercado hipotecario se enlenteció, trasladándose hacia otros sectores, como los préstamos para la compra de bienes duraderos e incluso las tarjetas de crédito.

En este contexto, la inversión residencial cayó durante todo el año, como venía ocurriendo desde mediados de 2006. La retracción fue agudizándose y desde mediados de 2007 la caída no pudo ser contrarrestada por el incremento de la inversión no residencial, puesto que ésta también fue disminuyendo en el correr del año debido a que la incertidumbre generada en los mercados condujo a una mayor pru-

dencia empresarial. De esta manera, desde mediados de 2007 la inversión fija privada global comenzó a caer, incidiendo negativamente en el crecimiento del producto.

Pese a los crecientes problemas en el mercado hipotecario, en 2007 el impacto sobre el consumo privado fue limitado. El favorable desempeño del mercado laboral estadounidense durante la mayor parte del año, cuando se alcanzaron las menores tasas de desempleo de ese país de los últimos años, y el hecho de que la inflación se ubicó dentro del rango previsto por la autoridad monetaria también en la mayor parte de 2007, permitieron la expansión del consumo a pesar del efecto riqueza negativo provocado por la caída en los precios de las viviendas y el aumento de los niveles de endeudamiento relativo de los hogares. Sin embargo, en el último trimestre del año el consumo comenzó a perder dinamismo, fundamentalmente en el consumo de bienes durables, y el índice de confianza de los consumidores cayó.

Donde más duramente repercutió la crisis inmobiliaria estadounidense fue en el mercado de capitales, en que los principales **índices bursátiles** registraron fuertes caídas

desde mediados de julio, arrastrando consigo los índices accionarios de las principales bolsas de valores del mundo. Esto obligó a los bancos centrales de las principales economías a intervenir en los mercados inyectando liquidez, de manera que inicialmente las bajas fueron parcialmente recuperadas.

Sin embargo, los índices bursátiles volvían a caer estrepitosamente cada vez que en Estados Unidos alguna entidad financiera acusaba problemas. Esto llevó al fuerte incremento de la aversión al riesgo en la segunda mitad de 2007, localizándose en niveles elevados en términos históricos. Por ello los inversores aumentaron el riesgo potencial de todo su portafolio, aun cuando sus acciones no estuvieran directamente relacionadas con el mercado hipotecario *subprime*.

A partir de octubre las caídas en los índices bursátiles comenzaron a ser cada vez más pronunciadas y los períodos de volatilidad más frecuentes. Los problemas del mercado inmobiliario estadounidense se agudizaron y creció la incertidumbre acerca de la futura evolución de la economía mundial debido a su potencial traslado a la economía real y al impacto que podría tener una recesión en la principal economía del mundo sobre el crecimiento mundial, y al temor de que los problemas financieros desembocaran en una crisis internacional de crédito. En este contexto, varios analistas internacionales plantearon la posibilidad de que el sistema financiero internacional estuviera ingresando en una de las crisis más profundas de su historia, que sin duda se transmitiría a la economía real.

Las economías emergentes, al igual que en períodos anteriores,

también fueron afectadas por la volatilidad financiera, lo que se verificó en movimientos en sus bolsas de valores y tipos de cambio, así como en incrementos del riesgo país.

Los continuos problemas en los mercados financieros internacionales y su potencial impacto sobre la economía real estadounidense, en un contexto de inflación decreciente, condujeron a la Reserva Federal de Estados Unidos a reducir su tasa de interés de referencia luego de haberla mantenido incambiada en 5,25% desde agosto de 2006. Así, a partir de setiembre, la Reserva Federal redujo en las tres reuniones del Comité de Mercado Abierto restantes de 2007 la tasa de interés de los *Federal Funds*, llevándola a 4,25% a fin de año. Este recorte de tasas fue acompañado de medidas adicionales para aumentar la liquidez y así evitar problemas en los mercados de crédito. Inicialmente este proceso de recorte de tasas, que había sido ampliamente esperado por los mercados, les llevó algo de estabilidad, pero no duró demasiado en la medida en que las tasas efectivas exigidas para los préstamos interbancarios eran mucho mayores.

Pese a las turbulencias financieras originadas a mediados de año, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo incambiada la tasa de interés de referencia de la zona, la *Minimum Bid Rate*, tras haberla fijado en 4% en junio de 2007. De hecho, en el primer semestre del año se esperaba que el BCE continuara el proceso de suba de tasas de interés iniciado a fines de 2005, pero los problemas del mercado inmobiliario estadounidense lo impidieron, al sembrar dudas sobre

la solidez del crecimiento europeo, fundamentalmente porque varios bancos de la región del euro estaban relacionados con activos de alto riesgo del mercado inmobiliario estadounidense.

La inestabilidad de los mercados financieros internacionales también repercutió en las **paridades cambiarias**, y el dólar se depreció frente a las principales monedas del mundo. A esto se sumó la relativa debilidad de la economía estadounidense y un crecimiento más importante de la Eurozona y de las economías de Asia. Adicionalmente, el recorte de tasas por parte de la Reserva Federal, que disminuyó la diferencia de tasas entre ambos márgenes del Atlántico, incentivó aún más a la baja la demanda de dólares a nivel mundial, a la vez que fortaleció la demanda de euros.

En lo que atañe al crecimiento de las economías menos avanzadas, se mantuvo sólido en 2007, acelerándose el ritmo de expansión en la mayoría de las regiones respecto al año precedente. Los **países en desarrollo de Asia** crecieron 9,7% en el año, liderados por China e India, responsables de más de la mitad del producto de la zona.

La **economía china** creció 11,4% en 2007, alcanzando por quinto año consecutivo tasas de expansión de dos dígitos y dando muestras de que tanto el enlentecimiento relativo de la economía estadounidense como las medidas implementadas por el gobierno chino para reducir el crédito y la inversión, de manera de moderar el ritmo crecimiento, no lograron frenar su expansión. El proceso de crecimiento estuvo liderado por la industria y las exportaciones fueron el componente más dinámico del producto.

América Latina siguió creciendo sostenidamente en 2007 (5,6%), en un contexto internacional sumamente favorable para la región, pese a la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales. El importante crecimiento global y el buen desempeño de economías emergentes como China e India, que son fuertes demandantes de materias primas y de alimentos, compensaron el debilitamiento de la economía estadounidense, de su moneda y la menor demanda de productos de este país a América Latina. Los incrementos en los precios de las *commodities*, fundamentalmente de los alimentos y el petróleo, favorecieron los términos del intercambio de la zona, por ser la región exportadora neta de estos productos.

Las economías latinoamericanas aprovecharon este contexto internacional favorable y los progresos macroeconómicos de los últimos años para sanear sus finanzas públicas y mejorar el perfil de sus deudas, de manera de disminuir la vulnerabilidad externa y estar mejor posicionadas ante la eventualidad de *shocks* externos adversos.

Pese a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y el enlentecimiento de la economía estadounidense, los **precios de las *commodities*** continuaron con la tendencia alcista que venían mostrando desde 2003, a pesar de encontrarse en niveles elevados en términos históricos. El rápido crecimiento de los precios del petróleo en el año (9,5% en el precio medio del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) respecto a su valor medio de 2006) y las continuas subas en los precios de los alimentos (15,2% en

2007) y los metales¹ (17,4%) explican principalmente este aumento.

La tendencia alcista de los precios de estos bienes se debió básicamente al crecimiento de la demanda mundial, y en particular de la demanda china. En el caso de los **alimentos**, a la demanda derivada de la ampliación de los mercados de consumo se sumaron los cambios en la composición de la dieta alimentaria. En el caso de los cereales y granos, a la creciente demanda de consumo se agregó una demanda cada vez mayor con destino a la producción de biocombustibles. Adicionalmente los países oferentes de estos productos enfrentaron en los últimos años problemas de oferta que presionaron al alza sus precios ante el incremento de la demanda. Esto es particularmente notorio en el caso de los cereales, dado que las cosechas han sido menores a las previstas para varios productos, presionando al alza tanto los precios de estos bienes como los de otros productos relacionados, ya sea porque compiten por tierras similares para el cultivo, porque se trata de sustitutos cercanos, o bien por ser productos que utilizan insumos basados en estos granos, como sucede con los pecuarios.

A estos factores se agregó a partir de mediados de 2007 una creciente demanda especulativa, en la medida en que los inversores financieros comenzaron a orientarse cada vez más hacia los mercados de *commodities*, puesto que se percibieron como alternativas mucho

más rentables en momentos de alta incertidumbre financiera. De cualquier modo, en general el sostén de los precios elevados provino de las condiciones básicas de oferta y demanda de los mercados de *commodities*, aunque la inversión especulativa creciente generó mayores oscilaciones en los mismos.

La importante suba en los precios de los alimentos tuvo un doble impacto sobre las economías de los países emergentes. Por un lado, dado que la mayoría de estas economías son exportadoras netas de estos bienes, se beneficiaron con los aumentos en sus precios a través del efecto positivo que esto generó sobre los saldos de sus balanzas comerciales. Por otro lado, el aumento en los precios de los alimentos afectó fuertemente la inflación en las economías emergentes, donde éstos tienen un peso importante en el consumo.

En el caso de los **metales**, el comportamiento alcista de los precios estuvo asociado a una pujante demanda proveniente de la economía china con el fin de sostener sus elevados niveles de inversión, así como a la muy poca flexibilidad de la oferta y a una casi nula disponibilidad de *stocks*.

El **precio del petróleo** WTI alcanzó en el año un valor medio de 72,3 dólares por barril, un registro 9,5% superior a su valor medio de 2006 y que implica un incremento de 176% en los últimos cinco años. La ajustada relación entre la demanda creciente de crudo y una oferta mucho más rígida condujo a una disminución de los *stocks* de petróleo que presionó los precios al alza. Esto provocó a su vez, que los precios se tornaran más volátiles frente a cualquier factor geopolítico

1. El incremento del precio de los alimentos y el de los metales se calcula utilizando el índice de precios de las materias primas elaborado por el FMI. Este índice da cuenta de la evolución de ocho rubros alimentarios y 27 productos, así como de cinco metales.

que generara incertidumbre acerca de la futura oferta de petróleo. Las intervenciones realizadas por la OPEP incrementando el suministro diario de petróleo no produjeron cambios sustanciales en los precios, y hacia fines de 2007 el precio del barril de petróleo se acercó en varias oportunidades a los 100 dólares.

1.2. El marco regional

Las economías de Argentina y Brasil registraron en 2007 elevadas tasas de crecimiento de la actividad económica, superávit primario en las cuentas públicas, saldo comercial favorable, reducción de la tasa de desempleo e incremento en el ingreso de los hogares. Sin embargo, en la segunda mitad de 2007 sintieron los impactos de la crisis inmobiliaria que se desencadenó en Estados Unidos, lo que se evidenció en una mayor volatilidad en las bolsas de valores y la cotización del dólar y en el crecimiento del riesgo país. No obstante, el comportamiento de dichas variables en los dos países fue diferente. En Brasil, si bien la Bolsa de Valores registró importantes caídas en los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales, el Bovespa mantuvo una tendencia creciente a lo largo del año. Por su parte, el índice Merval de la Bolsa de Valores de Argentina dejó de crecer en el segundo trimestre de 2007, debido a factores ligados a la economía interna, principalmente por la desconfianza de los inversores respecto a la medición oficial de la inflación. En cuanto al riesgo país argentino, comenzó a crecer en abril de 2007, en tanto en Brasil todavía caía. La crisis inmobiliaria impulsó al alza a los dos indicado-

res, pero con una mayor reacción en el caso argentino. La cotización del dólar registró presiones al alza en ambos países, pero en tanto en el mercado brasileño no logró modificar la tendencia marcadamente descendente, en Argentina el Banco Central debió intervenir en el mercado para evitar una mayor depreciación de la moneda local.

A pesar de que la **economía argentina** se mostró en los aspectos antes mencionados más vulnerable, ante un contexto externo menos favorable, que la de Brasil, ello se dio en un marco de elevado crecimiento de su actividad económica. El producto interno bruto (PIB) se expandió 8,7% en 2007 y alcanzó por quinto año consecutivo tasas de crecimiento superiores a 8%. El impulso de la demanda interna explica en gran medida este crecimiento. Las mejoras en el mercado laboral, tanto en términos de empleo como de ingresos, impulsaron el crecimiento del consumo privado. La inversión bruta interna fija también se expandió significativamente en 2007, aunque menos que en los años anteriores.

Como ya se comentó, las turbulencias financieras provocaron un incremento en la cotización del dólar en la segunda mitad de 2007. El dólar pasó de costar 3,09 pesos en promedio en los primeros seis meses del año a 3,15 pesos en el promedio del segundo semestre. Como consecuencia, el peso se depreció 2,5% al cabo de 2007.

Por su parte, la medición oficial de la evolución de los precios internos de la economía argentina constituyó un tema de debate a lo largo de todo el año 2007. A partir de enero, el gobierno comenzó a ser cuestionado por su «intervención» en la medición del índice de precios

al consumo (IPC) que elabora el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC). La sustitución de la directora del INDEC que estaba a cargo del IPC previo a la publicación del dato de enero agregó incertidumbre y desconfianza, ya no sólo sobre la representatividad del IPC para medir la inflación real, sino también acerca de la confiabilidad de los datos publicados. En medio de dicha polémica se dio a conocer la variación del IPC de febrero, que incorporó en su medición controvertidos criterios de relevamiento de precios para algunos productos, y que se mantuvieron a lo largo del año (como la contabilización de precios acordados en lugar de los reales). Ello llevó a que muchos agentes consideraran que la inflación oficial subestimaba el verdadero crecimiento de los precios. El gobierno intentó sin éxito recuperar por distintas vías la confianza en la medición oficial del IPC a lo largo del año (cambios de directores en el INDEC, anuncios sobre algunas modificaciones en la medición, etcétera). Es así que la medición oficial indica que la inflación minorista de 2007 fue de 8,5%, mientras que muchos analistas y agentes privados estiman que el crecimiento de los precios fue sustancialmente mayor.² Ello se reflejó en la caída de la cotización de los

2. Esta diferencia de percepción se evidencia cuando se compara la evolución de las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses que publica mensualmente el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella con las expectativas de evolución del IPC que publica el BCRA (REM). El indicador del CIF mostraba que los agentes privados esperaban en diciembre de 2007 que los precios crecieran 20% en los siguientes doce meses, mientras que los analistas económicos privados proyectaban un crecimiento de 10% del IPC para igual período.

bonos argentinos que ajustan por inflación y en el aumento del riesgo país, el que comenzó a crecer previo al desencadenamiento de la crisis inmobiliaria en Estados Unidos.

En lo que refiere al comercio exterior, las exportaciones argentinas medidas en dólares corrientes crecieron 20,1% en 2007, mientras que las importaciones, también en dólares, crecieron más (30,9%). De todas formas se mantuvo un elevado superávit comercial (4,3% del PIB), aunque inferior al de 2006, lo que explica a su vez el superávit en cuenta corriente (aproximadamente 2,5% del PIB). Las exportaciones de productos primarios y de manufacturas de origen agropecuario fueron las que más crecieron, influenciadas en gran medida por el incremento de los precios.

En un contexto de notorio crecimiento del gasto público, el año 2007 cerró con un superávit primario de aproximadamente 3,2% del PIB, y de 1,2% del PIB si se descuentan los intereses, ambos guarismos inferiores a los del año 2006. Parte del incremento del gasto público se debió al crecimiento de los gastos correspondientes a las prestaciones a la seguridad social, por el incremento en el monto de las pasividades del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones a partir de enero de 2007 y por la incorporación de nuevos beneficiarios al sistema en el marco de la moratoria previsional.³ Un 14% de los recursos tributarios en 2007 provinieron del

comercio exterior, y entre ellos 74% correspondió a lo cobrado por derechos de exportación (retenciones a las exportaciones). En el contexto de crecientes precios internacionales de los granos, el gobierno argentino elevó las retenciones aplicadas a la exportación de esos productos, con un doble objetivo: incrementar la recaudación impositiva para financiar el incremento del gasto y disminuir las presiones inflacionarias internas.

La **economía brasileña** aceleró su ritmo de crecimiento en 2007. El PIB creció 5,4% en el año, generando un arrastre estadístico de 2,5% de crecimiento para 2008. Fundamentalmente, los factores que impulsaron el mayor dinamismo fueron la expansión del consumo (6,5%) y el aumento de la inversión (13,4%).

El crecimiento del consumo respondió al incremento de la masa salarial, por el aumento tanto en el número de ocupados como de los ingresos, y también al crecimiento del crédito a las personas físicas. Por su parte, la inversión bruta interna fija aceleró su crecimiento en 2007, básicamente por la adquisición de maquinaria y equipamientos tanto de origen nacional como importado. Este mayor crecimiento de la inversión se dio en un contexto de reducción de la tasa de interés de referencia de la economía brasileña. En diciembre de 2007 la **tasa de interés Selic** se ubicó 2 puntos porcentuales (pp) por debajo de la registrada en diciembre del año anterior.

Sin embargo, las autoridades del Banco Central de Brasil (BCB) mantuvieron esa tasa en el mismo nivel (11,25%) en el último trimestre de 2007. Esta decisión respondió a que se constató una aceleración en el crecimiento de los precios internos.

Mientras la inflación de 2006 fue de 3%, la de 2007 se elevó a 4,5%. El mayor foco de presión inflacionaria estuvo liderado por el crecimiento de los precios de los bienes que integran el grupo alimentos y bebidas. Dicho crecimiento se explicó, fundamentalmente, por el contexto internacional de expansión de los precios de las *commodities*.

Por otro lado, el constante ingreso de capitales al país permitió que el BCB mantuviera la política de acumulación de reservas internacionales, y en consecuencia incrementara sus activos frente al resto del mundo. Dichas reservas sumaron un total de 180.300 millones de dólares en diciembre de 2007, incrementándose 110% durante el año. Ello favoreció la reducción de la deuda externa neta del país, que según estima se ubicó en 0,3% del PIB al final del año.

La economía brasileña registró en 2007, por quinto año consecutivo, superávit en la cuenta corriente, luego de una historia fundamentalmente deficitaria. Sin embargo, el saldo en 2007 (aproximadamente 0,1% del PIB) resultó sustancialmente inferior al del año precedente. El resultado favorable de la cuenta corriente se explica por el cuantioso superávit comercial alcanzado (40.000 millones de dólares y 3% del PIB), pero también inferior al de 2006. Las exportaciones crecieron 16,6% y las importaciones crecieron sustancialmente más (32,2%). Las exportaciones de bienes básicos fueron las que más crecieron (27,6%), seguidas por las de bienes manufacturados y semimanufacturados (11,4% y 11,2% respectivamente). Medidas en volúmenes, el resultado fue sustancialmente

3. La moratoria previsional permitió el ingreso al sistema de muchas personas que no contaban con los 30 años de aportes jubilatorios exigidos por la ley pero que sí cumplían con la edad de retiro (60 años para las mujeres y 65 años en el caso de los hombres). El plazo para inscribirse en el sistema venció el 30 de abril de 2007.

diferente: 12% las de bienes básicos, 3,7% los manufacturados y 0,6% los semimanufacturados. En cuanto a las importaciones según categorías de uso, crecieron todas por encima de 30%.

La desvalorización del **dólar** a nivel internacional, sumada al ingreso de capitales a la economía brasileña, presionó la cotización del dólar a la baja. Como consecuencia de ello, la apreciación del real respecto al dólar fue de 20,3% en el acumulado de 2007.

1.3. Evolución de la economía uruguaya

1.3.1. Nivel de actividad y sectores productivos

El contexto externo continuó siendo en 2007 predominantemente favorable para Uruguay; ello permitió un aumento de los volúmenes exportados así como de los precios en dólares de los principales productos, lo que resultó en un sólido aumento de la **demanda externa** (9,7% en términos reales) respecto a 2006. Por su parte, la **demanda interna** continuó con su impulso creciente (7,8%). Así, el **producto interno bruto (PIB)** creció 7,4% en 2007 respecto al año anterior, lo que volvió a representar un nivel récord de actividad, superando en 15,2% el pico máximo del ciclo expansivo anterior, alcanzado en 1998.

Los precios implícitos del PIB crecieron 8,5% en promedio respecto a los de 2006, al tiempo que medidos en dólares aumentaron más aún (11,4%). Unido al crecimiento real de la actividad, ello determinó que el **PIB medido en dólares** alcanzara a 23.143 millones de dólares (se incrementó 19,6% respecto al de 2006).

El **PIB per cápita**, en tanto, ascendió a 6.962 dólares, representando un incremento de 19,3% respecto al de 2006. Ello determinó que se superara levemente el pico máximo alcanzado en 1998.⁴

Los ingresos de los residentes en Uruguay, medidos por el **producto nacional bruto**, se incrementaron todavía en mayor medida que el PIB en 2007 (9,2%), tal como sucedió en los tres años previos. Ello se debió a la reducción de la **remuneración neta a factores productivos** remitida al resto del mundo (-26,3% en términos reales). Según la información registrada en la Balanza de pagos, la reducción de la renta neta remitida al exterior derivó, fundamentalmente, del aumento de los intereses recibidos del resto del mundo, mientras que la remisión de utilidades y dividendos al exterior aumentó.⁵

A ello se sumó un efecto positivo de los términos de intercambio –como consecuencia del mayor aumento de los precios de los principales productos de exportación de Uruguay en relación con los del petróleo y los otros bienes y servicios importados–, de modo que, pese a que las transferencias recibidas del resto del mundo disminuyeron, el **ingreso nacional bruto disponible**

creció más intensamente que el PIB (8,8% en términos reales).

Ello permitió que el **consumo total** (7,2%) y la **inversión bruta interna** (11,2%) aumentaran apreciablemente. Esta última fue financiada en parte con un incremento del ahorro externo, si bien el ahorro nacional también registró un notable dinamismo.

Tanto la **inversión fija como la variación de existencias aumentaron** en 2007 (5,8% y 40,9% respectivamente). El aumento de las existencias de productos agrícolas en proceso, así como de los combustibles y la pasta de celulosa, explicarían el intenso incremento de la variación de existencias, luego de haber caído en los dos años anteriores. El *stock* ganadero, por el contrario, se redujo en 2007 por segundo año consecutivo, pese a la disminución de la faena vacuna.

En cuanto a la inversión fija por sector institucional, el **sector privado** continuó mostrando un mayor dinamismo (6,7%) que el público, que se recuperó lentamente (2,1%). El crecimiento de la inversión fija privada se debió fundamentalmente al aumento de las inversiones en maquinarias y equipos (11%), ya que la inversión en construcción creció mínimamente (1,6%), y disminuyó en plantaciones y cultivos permanentes (-2,4%).⁶ La inversión fija del sector público se mantuvo cerca de 30% por debajo de los niveles máximos alcanzados

4. Estimación propia teniendo en cuenta la variación real del nivel de actividad, la variación media en dólares de los precios implícitos del PIB y una población de 3,3 millones de habitantes, según estimaciones del INE para mediados de 2007.

5. Según la información registrada en la Balanza de pagos, el monto de intereses pagados al exterior se redujo 4,1% en dólares, al tiempo que los intereses recibidos por colocaciones en el resto del mundo aumentaron 20%. Así, el pago neto por concepto de intereses cayó de 191,7 millones de dólares en 2006 a 9,3 millones en 2007.

6. Importa recordar que en 2006 la inversión creció a tasas exuberantes debido a que fue en ese año que se construyó buena parte de la planta industrial de Botnia. En la segunda mitad de 2007 la inversión fija del sector privado retomó un ritmo notable, lo que permitió alcanzar un moderado crecimiento respecto al ya elevado nivel de 2006. Pese a ello, fue 10,8% inferior al máximo logrado en 1998.

en la década anterior (en 1994 y 1999). Las compras de maquinarias y equipos por parte del Estado fueron similares a las de 2006, mientras que la construcción pública apenas se incrementó levemente (2,6%).

El mayor dinamismo de la actividad económica en relación con el de las inversiones determinó que el coeficiente de **inversión bruta fija** (IBF) como porcentaje del PIB bajara levemente en 2007 (pasó a ser de 13,9%), de modo que se alejó del récord alcanzado en 1998 (15,2%).⁷ Desde que se inició la recuperación, el componente más dinámico de la inversión fija ha sido el rubro maquinaria y equipos, a diferencia de la inversión en construcción, que mantuvo un menor ritmo de recuperación.

Por otra parte, el acelerado crecimiento económico y la generación de empleo permitieron que el **consumo** continuara recuperándose en 2007 y se elevara 8,7% por encima del máximo anterior, en 1998. De igual modo que en los años anteriores, fue el sector privado el responsable del dinamismo del consumo (creció 7,8%), mientras que el del sector público se incrementó levemente desde los reducidos niveles en que se encontraba (3%). Así, mientras el nivel de consumo privado fue 11,1% superior al máximo de 1998, el del sector público permaneció 8,6% por debajo de su récord de 1999.

El dinamismo de la actividad económica, el aumento de las inversiones en maquinarias y equipos y

la recuperación del consumo determinaron que las **importaciones de bienes y servicios** continuaran aumentando rápidamente en 2007. Por otra parte, muchas de las actividades industriales que crecieron en 2007 dependen fuertemente de insumos importados, por lo que el aumento de su actividad implica un incremento simultáneo de las compras de insumos intermedios al exterior. Así, las importaciones totales en el año alcanzaron un nuevo récord histórico, superando en casi 30% el máximo nivel de 1998 en términos reales.

Los mencionados crecimientos del PIB y de las importaciones totales llevaron a que la **oferta agregada** de bienes y servicios aumentara 8,4% respecto a 2006.

La expansión de la **actividad económica** en 2007 fue generalizada. Todos los sectores y la mayoría de los subsectores relevados por el BCU crecieron respecto al año anterior. Así, la mayoría superó sus anteriores récords de actividad en términos históricos.

Por cuarto año consecutivo el desempeño del sector **transporte y comunicaciones** fue notable en 2007. Por ser el de mayor crecimiento (12,3%) fue uno de los que más contribuyó a la expansión económica (explicó 1,7 pp del crecimiento total). Respecto al nivel máximo de actividad alcanzado en 2001, el resultado de 2007 fue 46% superior. El subsector de mayor dinamismo continuó siendo comunicaciones, en particular las telecomunicaciones, que crecieron a una tasa media de 12,9% acumulativo anual en los últimos cuatro años. Los subsectores transportes y almacenamiento se expandieron algo más moderadamente. Si bien

el inicio de las actividades de Botnia, a fines de 2007, habría dado un impulso adicional al transporte fluvial, éste ya venía expandiéndose fuertemente gracias a la modernización y las inversiones realizadas por los operadores portuarios en la última década.

Luego de caer en 2006 debido al déficit hídrico padecido ese año, el sector **electricidad, gas y agua** creció notablemente en 2007 (11,4%). Aunque fue el segundo sector en términos de dinamismo, apenas contribuyó con 0,2 pp al crecimiento del PIB, ya que su ponderación en el total de la actividad económica es reducida.

El sector **comercio, restaurantes y hoteles** volvió a crecer apreciablemente en 2007 (10,9%), por lo que se elevó 6,4% por encima del máximo alcanzado en 1998. Así, contribuyó con 1,4 pp al crecimiento total de 2007.

El incremento de la demanda –fundamentalmente la externa– determinó un nuevo impulso a la **industria manufacturera** en 2007. Si bien la actividad de la refinería de petróleo de ANCAP sufrió una disminución mayor a la de los dos años anteriores (13,2%), la industria sin refinería creció 9,6%, lo que permitió que el sector en su conjunto se expandiera 5,9% respecto a 2006, según informó el INE. El crecimiento de casi todas las ramas industriales, con excepción de la de derivados del petróleo (que se detuvo totalmente desde mediados de abril hasta mediados de junio por razones técnicas de mantenimiento y reparación de las plantas) y el subsector frigorífico (por razones climáticas que afectaron la oferta), hizo posible que la actividad industrial de 2007 fuera la mayor de la historia, superando en 10,6% el récord de 1980.

7. Corresponde aclarar que el BCU corrigió a la baja las estimaciones de IBF para 2006. Ese año el coeficiente IBF/PIB no fue de 16%, como se había estimado inicialmente, sino de 14,5%, algo por debajo del récord de 1998.

La rama de mayor dinamismo en 2007 fue la del papel y productos de papel (creció 40,9%), debido fundamentalmente a la puesta en marcha de la planta de producción de celulosa de Botnia. Aunque la fabricación de pulpa de madera tiene una ponderación mínima en la estructura de valor agregado industrial (0,8% en 2006) y la planta comenzó a operar sólo parcialmente desde mediados de noviembre, la magnitud de la expansión determinó que su incidencia en el crecimiento industrial del año fuera una de las más elevadas (0,8 pp). Asimismo, en 2007 un número importante de ramas industriales registraron tasas de crecimiento de dos dígitos.

Importa destacar que la tasa de crecimiento media de la industria en los últimos cinco años ha sido excepcionalmente elevada (10,3% acumulativo anual según datos del BCU y 11,9% acumulativo anual según el INE), abarcando a un importante número de ramas.

De este modo, el dinamismo industrial determinó que su contribución al crecimiento del PIB fuera uno de los más elevados (1,5 pp).

Después de cinco años de fuerte crecimiento, por razones climáticas –una marcada sequía en los primeros meses, sucedida por un otoño intensamente lluvioso y con inundaciones y por un invierno caracterizado por las bajas temperaturas y una frecuencia de heladas que no se verificaba desde hace varias décadas–, la actividad del **sector agropecuario** creció sólo levemente en 2007 (2,8%). El crecimiento del sector se debió básicamente a la agricultura y la silvicultura (8,2% y 3,1% respectivamente), en tanto las actividades pecuarias disminuyeron (-3,2%).

El sector que menos creció en 2007 fue el de la **construcción**, que había registrado una notable expansión el año precedente debido a la construcción de la planta de Botnia y a las obras de UTE para la instalación de una terminal termoeléctrica. En comparación con el nivel de 1999, la actividad de la construcción en 2007 fue 23% inferior, mientras que durante el *boom* de la construcción a principios de los años ochenta el sector había registrado una actividad casi 50% mayor a la de 2007.

Tal como venía sucediendo en los últimos años, el sector «**otras actividades**» creció menos que el promedio (5,6%), pero su importante ponderación en el total de la actividad económica determinó que fuera el de mayor contribución al crecimiento total (2 pp).

1.3.2. Sector externo

El sector externo se desarrolló a lo largo de 2007, como ya se comentó, en un **contexto** internacional y regional principalmente favorable, más allá de los elevados y volátiles precios del petróleo, así como de la inestabilidad de los mercados bursátiles. Ello permitió el crecimiento de las exportaciones, al tiempo que las importaciones también se expandieron apreciablemente. Sin embargo, la **competitividad** medida a través del tipo de cambio real cayó en el promedio del año (1,7% considerando precios minoristas), aunque la caída más intensa se registró en los últimos meses de 2007. Esta pérdida de competitividad fue en parte consecuencia de la fuerte apreciación del peso uruguayo, que reflejó, por un lado, la depreciación del dólar frente a la mayoría de las monedas, en particular el euro, a lo

que se sumó la fuerte afluencia de dólares a Uruguay, consolidando la posición vendedora de la moneda. Por otro lado también impactó negativamente la fuerte inflación que experimentó Uruguay, sobre todo en el segundo semestre de 2007. La combinación de estos factores llevó a que al cabo del año se perdiera competitividad con Argentina (3,1%) y con Estados Unidos (7,2%), mientras que con Brasil se registró una ganancia moderada (2,8%) y con la Unión Europea la competitividad se mantuvo estable.⁸

A pesar de las buenas condiciones internacionales, las **exportaciones** medidas en dólares experimentaron un menor dinamismo con respecto a 2006, creciendo 12,8% al cabo de 2007. Esto derivó de la contracción de las ventas de carne vacuna, que en 2006 habían registrado una expansión extraordinaria, y tenían pocas posibilidades de aumentar nuevamente en 2007 debido a la notable disminución del *stock* vacuno que ello implicó.⁹ El

8. Si este valor se ajusta considerando las expectativas de inflación de Argentina divulgadas por la Universidad Torcuato di Tella (UTDT), en vez de la inflación calculada por el INDEC de ese país, comparando 2007 con 2006 la caída de la competitividad fue de 0,7%. Asimismo, tomando la inflación esperada calculada por la UTDT también disminuye la pérdida para el promedio de 2007: en lugar de ser de 1,7%, la pérdida con los principales socios comerciales fue de 1,1%.

9. En 2006 aumentó mucho la faena, en parte debido a que la sequía de ese verano obligó a los productores a adelantar la faena. A ello se sumó que el ingreso de Uruguay al mercado cárnico de Chile y Rusia ese año, debido a la prohibición por parte del gobierno de Argentina de exportar carne, siendo ese país el principal proveedor de estos mercados. La faena de 2006 menguó las existencias, a lo que se sumaron condiciones climáticas adversas (intensos fríos y heladas que perjudicaron las pasturas), provocando una caída del *stock* para el abate en 2007 que implicó el descenso de las exportaciones del sector.

dinamismo de la mayoría de los restantes sectores compensó esta caída y llevó a que las ventas uruguayas al exterior arrojaran un resultado positivo. En el incremento de las exportaciones medidas en dólares, las de mayor incidencia fueron las agrícolas (cereales y oleaginosos), lácteos, molinería (arroz) y químicos. Sin embargo, a la caída de las exportaciones de carne vacuna se sumó la caída de las exportaciones de prendas de vestir y de papel. En lo que refiere al destino geográfico de las exportaciones en 2007, las destinadas a los países del Mercosur continuaron expandiéndose en el año (32%), y se registraron incrementos significativamente superiores en las exportaciones hacia Argentina (46,1%) en relación con las dirigidas a Brasil (24,7%). Por otro lado, sobresale el importante crecimiento de las ventas a la Unión Europea (22,2%), mientras que cayeron muy levemente las ventas dirigidas a China (1,7%), y se expandieron las dirigidas al resto de los países del sudeste asiático (8,3%). Las exportaciones dirigidas al NAFTA también aumentaron (9,7%), a pesar del descenso de las destinadas a Estados Unidos (5,7%) debido a la contracción de las exportaciones cárnicas, las que en parte fueron redireccionadas fundamentalmente a Chile y Rusia, lo que significó obtener mejores precios.

Las **importaciones** de bienes medidas en dólares corrientes se recuperaron durante los últimos meses de 2007 luego de haber caído en los primeros, acumulando un incremento de 17% en el año. El menor crecimiento de las importaciones de bienes en los primeros meses del año se debió a las menores necesidades de importación de crudo y de energía eléctrica en relación a 2006.

Por otro lado, las importaciones no energéticas aumentaron en mayor medida que las totales (25,8%), evidenciando el dinamismo de las importaciones de bienes de consumo y fundamentalmente de las de capital. El comportamiento de las importaciones de bienes de consumo en 2007 fue consecuencia del incremento de todas las categorías, aunque lideraron el aumento las importaciones de automóviles (31,5%) y de alimentos y bebidas (28,5%). Por su parte, la evolución de las importaciones de bienes de capital se debió a que la caída de las importaciones de maquinaria y equipos por parte del sector público –que habían sido extraordinariamente elevadas en los primeros meses de 2006, cuando se importaron los generadores para la nueva central termoeléctrica de UTE– fue más que compensada por el importante incremento en las importaciones del sector privado. En particular, las compras de maquinaria y equipos por parte de este último aumentaron 51,2% en 2007.

El ingreso de **turistas** en el año revirtió la tendencia decreciente de los últimos meses y se mantuvo estable en el promedio de 2007. Hubo una menor afluencia de turistas argentinos y un incremento de los restantes, fundamentalmente brasileños, pero el poder adquisitivo de los turistas que vinieron al país fue mayor, lo que llevó a un incremento notable en el ingreso de divisas por este concepto (36,2%). El destino que concentra la mayor parte de los ingresos de divisas es Punta del Este, que representó casi 50% del total y se incrementó más de 40% en el año.

En 2007 la **balanza de pagos** experimentó un déficit en cuenta corriente equivalente a 1% del producto interno bruto (PIB), consecuencia de

un leve déficit en la cuenta comercial (0,2% del PIB) y uno bastante mayor de la renta neta (1,4% del PIB), los que fueron parcialmente compensados por el superávit de las transferencias corrientes (0,6% del PIB). El déficit en cuenta corriente fue financiado con un fuerte ingreso de capitales al país, en parte derivado de la inversión extranjera directa, que representó 4,2% del PIB. Asimismo, se acumularon más de 1.000 millones de dólares en el año en activos de reserva.

Por otra parte, el **endeudamiento externo** neto continuó disminuyendo tanto en términos nominales como en porcentaje del producto y representó 27,9% del PIB en el año. Sin embargo, la deuda externa bruta aumentó en términos nominales en el mismo período, como consecuencia del mayor endeudamiento tanto del sector público como del privado. El fuerte crecimiento de los activos de reserva fue lo que permitió el descenso de la deuda neta. En lo que refiere a los acreedores de la deuda externa uruguaya, durante 2007 se acentuó el fuerte cambio experimentado en 2006 a favor de los tenedores de títulos públicos, que representaron 62% de la deuda total, en detrimento de los acreedores institucionales, que sólo representaron 21% del total, cuando en 2003 llegaron a representar casi 50% de la deuda externa total.

1.3.3. Empleo e ingresos

La demanda de mano de obra¹⁰ en el total del país creció a lo largo de

10. La demanda de trabajo refiere al requerimiento de esa fuerza de trabajo por parte de los empleadores, es decir a la oferta de puestos de trabajo en el mercado, y se aproxima a través de la tasa de empleo. Cuando la oferta supera a la demanda surge el desempleo. La oferta de trabajo consiste

todo 2007. La tasa de **empleo** aumentó en promedio 2,6 pp, creándose más de 70.000 puestos de trabajo.¹¹ Esta expansión del empleo fue generalizada, y alcanzó incluso a grupos que usualmente presentan elevadas tasas de desocupación. En efecto, creció el empleo tanto de los hombres como de las mujeres (2,9 pp y 2,3 pp respectivamente), así como entre los menores de 25 años y los mayores de esa edad (2,7 pp y 2,5 pp respectivamente). Este dinamismo generalizado de la demanda de trabajo no es tan sorprendente si se considera que los hombres alcanzaron muy reducidas tasas de desempleo (6,5% en promedio en 2007), en particular los mayores de 25 años (3,6% en promedio en 2007), y que la oferta de mano de obra masculina adulta –medida a través de su tasa de actividad– se situó en niveles históricamente elevados.

Analizando por **sectores de actividad**, las ramas más dinámicas en la creación de puestos de trabajo en 2007 fueron la construcción; el comercio, restaurantes y hoteles, y los servicios financieros y a empresas. Este comportamiento sectorial del empleo es diferente al de años anteriores, en que el dinamismo del empleo se encontraba asociado fundamentalmente al crecimiento de la industria y del comercio, restaurantes y hoteles. El sector industrial continuó siendo relevante en la creación de nuevos puestos

en Montevideo, seguido por los servicios financieros y a empresas (representaron 52% de los puestos creados). En cambio en el interior del país la construcción y el sector agropecuario ocuparon los primeros lugares (43% de los puestos creados), y la demanda de trabajo presentó un dinamismo mucho mayor que en la capital –63% de los puestos de trabajo creados fueron en el Interior.

Por su parte, desde mediados de 2006 la oferta de trabajo presentó una evolución creciente en el total del país –salvo por una leve caída en el tercer trimestre de 2007–, situándose en su máximo histórico a fines de 2007 (62,8%). En promedio la tasa de **actividad** creció 1,7 pp respecto a 2006. Cabe señalar que la tasa de actividad de las mujeres es aún muy inferior a la de los hombres, por lo que tendría un margen mucho mayor para continuar creciendo (lo hicieron, en promedio, 74% y 52,5% respectivamente en 2007), aunque ello depende en buena medida de factores culturales que por lo general no se modifican significativamente en el corto plazo. La tasa de actividad femenina presentó una tendencia creciente en los últimos 25 años, lo que contrasta con la relativa estabilidad de la oferta masculina –entre 1981 y 2007 la tasa de actividad femenina se incrementó 42%, en tanto la masculina se mantuvo estable–, acortando notablemente la brecha entre ambos sexos –la tasa femenina representaba en 1981 el 50% de la masculina, pero superó el 70% en 2007–. Salarios más atractivos podrían inducir a una mayor oferta laboral por parte de las mujeres, que por diversas razo-

nes tienen un salario de reserva¹² más elevado.

Como resultado del comportamiento de la oferta y la demanda de trabajo, la tasa de **desempleo** tuvo una tendencia decreciente a lo largo del año. En particular disminuyó significativamente en el cuarto trimestre, situándose en 8,1% para el total del país. En promedio, 148.000 personas estuvieron desempleadas en 2007, 23.000 menos que en 2006. No obstante, en las zonas urbanas del Interior la tasa de desempleo se ubicó en 10,6%, muy por encima del promedio del total del país (9,2%). No obstante, en algunos departamentos –Artigas, Río Negro y Durazno– la tasa de desempleo superó el 11% en promedio. También pueden encontrarse diferencias importantes según el sexo, la edad, la calificación y el nivel socioeconómico de los trabajadores, que indicarían la presencia de un núcleo duro del desempleo que difícilmente se reduzca únicamente mediante mecanismos de mercado (Recuadro A.1).

Si bien el porcentaje de ocupados que no enfrentan **restricciones de empleo**¹³ creció en 2007, lo hizo muy levemente con respecto a 2006 (pasó de 61,2% a 61,9%). Aunque el número de ocupados no registrados en la seguridad social se redujo considerablemente entre 2004 y 2006, resulta preocupante el

en el ofrecimiento por parte de las personas de su fuerza de trabajo en el mercado, y se aproxima a través de la tasa de actividad.

11. El número de ocupados se obtiene combinando la información que surge de la ECH respecto al porcentaje de ocupados con la que surge de las proyecciones de población respecto a la población en edad de trabajar.

12. Salario mínimo por el que un individuo está dispuesto a participar en el mercado de trabajo.

13. De acuerdo al Instituto Nacional de Estadística (INE), el subempleo y los empleos no registrados en la seguridad social entran en la categoría de empleo con restricciones. Se considera subempleado al ocupado que trabaja menos de 40 horas semanales, manifiesta el deseo de trabajar mayor cantidad de horas y está disponible para hacerlo. Trabajador no registrado es aquella persona ocupada que no tiene derecho a jubilación.

RECUADRO A.1. CARACTERÍSTICAS DE LOS DESOCUPADOS EN 2007

En 2007 el porcentaje de desocupados en el total del país alcanzó a 9,2%, y se ubicó en 8,6% en el último trimestre del año. Si bien la tasa de desempleo se situó en niveles muy reducidos en relación con los vigentes desde mediados de la década de 1990, particularmente para los hombres mayores de 25 años, persistieron algunas diferencias importantes por edad, sexo, calificaciones y región. La mayor parte de los desocupados residían en el interior del país (60,3%), donde en 2007 el desempleo ascendió a 9,7%. En los departamentos de Artigas, Durazno y Río Negro la tasa de desempleo superó el 11%, aunque los departamentos que más contribuyeron al desempleo total, después de Montevideo (39,7%), fueron Canelones (15,4%) y Maldonado (5,4%), es decir, los más poblados. Las tasas de desempleo fueron mayores entre las mujeres que entre los hombres (12,4% y 6,6% respectivamente), y ellas representaron el 61,2% del total de desempleados. A su vez, fueron más afectadas las mujeres del interior del país que las de la capital (13,8% y 10,7% respectivamente), mientras que entre los hombres las tasas de desempleo fueron similares por región (6,6% y 6,5% respectivamente). Finalmente, si bien el desempleo fue muy reducido entre los jefes de hogar (3,9%), entre éstos fue mucho mayor en las mujeres que en los hombres (7,5% y 2,6% respectivamente).

Como es usual, la tasa de desempleo fue muy superior entre los menores de 25 años que entre

los mayores de dicha edad (24,5% y 6,2% respectivamente), representando el 44,2% del total de desocupados. En esta franja etaria la contribución de mujeres y hombres al desempleo fue similar (52,4% y 47,6% respectivamente). No obstante, la tasa de desempleo de las mujeres menores de 25 años ascendió a 30,3% y la de los hombres a 20,2%. El 85,8% de los desocupados que buscaron trabajo por primera vez (BTPV) eran menores de 25 años. No obstante, entre los trabajadores menores de 25 años sólo el 37% BTPV, es decir que la mayoría de las personas en este grupo que ofrecen su fuerza laboral en el mercado cuenta ya con alguna experiencia de trabajo. Cabe señalar que entre los mayores de 25 años este porcentaje ascendió solamente a 4,8%. Es interesante notar que la tasa de desempleo de los mayores de 45 años fue de 4,7% (3,3% en el caso de los hombres), con lo cual en 2007 el desempleo no afectó especialmente a este grupo como lo hizo en los años 1990.

Entre los desocupados mayores de 25 años, fue muy superior el porcentaje de mujeres desempleadas que el de hombres (68,1% de este grupo etario son mujeres). Pero al igual que entre los menores de 25 años el desempleo afectó más a las mujeres: la tasa de desempleo de las mujeres mayores de 25 años ascendió a 9,1% y la de los hombres a 3,6%. Usualmente se considera a los hombres mayores de 25 años como la fuerza laboral más estable. Si bien para este grupo de activos el desempleo

fue muy reducido, aquellos que permanecieron desempleados tendrían, dadas sus características, mayores dificultades para encontrar un empleo. En efecto, 67% de estos últimos no completaron el ciclo secundario.

El 81% de los desocupados son desocupados propiamente dichos (DPD), es decir que cuentan con alguna experiencia previa y en promedio permanecieron dos meses desempleados en el momento de ser encuestados. La mayoría (58%) de los DPD declaró haber dejado su último empleo por razones ajenas a su voluntad (despido, cierre del establecimiento, finalización del contrato o culminación de la zafra), y el 70% de los mismos trabajó previamente en las ramas comercio restaurantes y hoteles (24%) o servicios comunales, sociales y personales (45,5%).

El desempleo fue superior entre las personas que no tienen ascendencia blanca, particularmente entre las mujeres, para las cuales el desempleo se encontró próximo al 20%. No obstante, los desempleados que no son de raza blanca representaron un porcentaje muy pequeño en el total (2%), debido a su reducida ponderación en la población.

La mayor contribución al desempleo total (41%) la realizaron los desempleados que contaban con secundaria incompleta, registrando una tasa de desempleo de 11,3%. Cabe señalar que la mayoría (66%) de quienes tienen secundaria incompleta alcanzaron un nivel de

ciclo básico completo o menos. Esta cifra asciende a 88% cuando se agrega cuarto año de liceo. En segundo lugar se encontraban los que cuentan sólo con estudios primarios, quienes enfrentaron una tasa de desempleo cercana a la media (9,1%) y representaron el 28,2% de los desempleados. Es decir, que el 70% de los desempleados tenían un nivel educativo medio bajo o bajo (no culminaron el ciclo de enseñanza primaria o secundaria).

Si bien en ambos grupos de desempleados más del 60% eran mujeres, más importante aún es el porcentaje de mujeres entre los desocupados que cuentan con secundaria completa (72%) y entre maestros y profesores (82%), aunque en este último caso podría ser porque se trata de profesiones ejercidas mayormente por mujeres. Finalmente, resulta llamativa la elevada tasa de desempleo (12,5%) entre los que tienen la universidad incompleta. No obstante, éstos exigen más condiciones a la hora de aceptar un empleo, dado que el 70% busca un empleo con condiciones especiales y asiste al sistema educativo. Cabe señalar que estos desocupados representaron un porcentaje menor dentro del total (10%).

Aun cuando la pobreza afectó de forma importante a los desempleados (40,2% de los desocupados eran pobres), el porcentaje de indigentes fue muy reducido (3%). Del total de desocupados pobres, 63,8% eran mujeres. Los primeros cuatro deciles de la distribución de ingresos concentraron el 60% de los desocupados, al tiempo que entre los deciles 7 y 10 se encontraba el 20% de ellos. En los dos primeros deciles de ingreso 46,4% de los desocupados tenía educación primaria o menos. Este porcentaje ascendió a 86,3% al agregar a quienes tenían secundaria incompleta. Recordando que los desocupados con bajo nivel educativo representaron el 70% del total, se reafirma la idea de que pobreza, desempleo y bajo nivel educativo se retroalimentan. Cabe señalar que entre los pobres 18% estaban desocupados.

En síntesis, en 2007 los desocupados fueron mayoritariamente mujeres (61%), vivían en el interior del país (60%), presentaban bajas calificaciones (70%) y pertenecían a los cuatro primeros deciles de ingreso (60%). Ante las perspectivas de continuidad del crecimiento económico en 2008 y 2009, cabe preguntarse si es posible que el desempleo

continúe reduciéndose en forma significativa a partir de mecanismos de mercado. Aquellos que permanecen desocupados tendrían, dadas sus características, mayores dificultades para ser absorbidos por el mero crecimiento económico. En un estudio reciente (CINVE, 2007) se señala que el margen de caída del desempleo debido a futuras expansiones económicas será cada vez más reducido, tendiendo a absorber a los de mayor calificación, pero con un impacto menor sobre el componente más estructural del desempleo, es decir, el que refiere a los de menor calificación. De ser así, sería necesario profundizar las políticas específicas de empleo dirigidas a favorecer la incorporación de este sector de la población al mercado laboral. Dado que la mayoría (81%) tuvo alguna experiencia laboral previa, la principal causa de la situación de desempleo no parece ser la falta de experiencia. Las principales causas parecerían provenir del bajo nivel de instrucción y una inserción laboral precaria (70% de los mismos trabajó antes en las ramas comercio, restaurantes y hoteles o servicios comunales, sociales y personales, y 58% dejó su último empleo por razones ajenas a su voluntad).

estancamiento verificado entre 2006 y 2007 (los trabajadores no registrados son el 35% del total de ocupados, algunos de los cuales además están subempleados). Esto daría cuenta de un rasgo estructural del mercado de trabajo que persiste incluso en un

contexto de elevado dinamismo productivo y de la demanda de trabajo. Asimismo, en 2007 el porcentaje de personas no registradas en la seguridad social fue mayor en el interior del país que en Montevideo (38,4% y 29,6% respectivamente).

El **salario real** acumuló en promedio un incremento de 4,8% en 2007 con respecto a 2006. La evolución del salario real fue consecuencia del incremento tanto de los salarios públicos como privados, aunque a ritmos diferentes,

ajustándose los primeros de forma anual, mientras que los segundos lo hicieron de forma semestral.

El índice medio de **salario real privado** acumuló en promedio un incremento de 4,5% en 2007 respecto a 2006, reflejando los reajustes pautados en los convenios colectivos.¹⁴ Destacaron los incrementos producidos en las ramas hoteles y restaurantes (7%), actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (6,1%), comercio al por mayor y al por menor (5,9%), e industria manufacturera (5%). En referencia a la negociación en el marco de los Consejos de Salarios (CS), fue aceptada la intención del gobierno de mantener la pauta actual hasta mediados de 2008 y negociar con todos los sectores de manera conjunta a partir de esa fecha. Así, en los meses de diciembre de 2007 y enero de 2008 se renovaron los convenios que vencieron a finales de 2007 con vigencia hasta junio de 2008. De esta manera, dado que el período de vigencia de las pautas negociadas a través de los CS a partir de julio de 2008 es de 24

y 30 meses, se evitarían las rondas en tiempos preelectorales.

El **salario real público** acumuló en promedio un incremento de 5,2% en 2007 con respecto a 2006. En enero de 2007 fueron ajustados por única vez los salarios de los funcionarios de la Administración Central y de los organismos comprendidos en el artículo 220 de la Constitución,¹⁵ siendo los empleados del Gobierno Central los que mayor recuperación percibieron en el año, acumulando un incremento de 6,5% en términos reales respecto a 2006. Por otro lado, los salarios reales de los trabajadores de las empresas públicas y de los gobiernos departamentales se incrementaron en promedio 3,2% y 4,3% respectivamente.

El **ingreso medio real de los hogares**¹⁶ del total del país aumentó 6,3% en 2007 respecto a 2006. El aumento del ingreso real de los hogares fue similar en todas las zonas geográficas consideradas. No obstante, se encuentran diferencias relevantes cuando se toman en cuenta las distintas fuentes de ingreso. Los ingresos salariales fueron los que más crecieron en 2007 (10%), seguidos por los ingresos patronales (6,3%), en tanto los ingresos de los trabajadores por cuenta propia y

de los pasivos crecieron muy por debajo (alrededor de 3%). Cabe señalar que la diferencia entre el incremento salarial que surge de la Encuesta Continua de Hogares (ECH) y el de la evolución del índice medio de salarios (IMS) se debe a las distintas metodologías de cálculo.¹⁷ A modo de ejemplo, en la ECH se considera a todos los ocupados, en tanto para la elaboración del IMS sólo a los ocupados formales.¹⁸ El límite superior de ingresos del quintil más pobre de la población se incrementó 5,3% en 2007, al tiempo que el límite inferior del quintil más rico lo hizo 4,2%, lo cual habría contribuido a reducir la concentración de ingresos entre los hogares.

Cabe señalar que, pese a su importante recuperación, en 2007 los ingresos reales de los hogares urbanos se encontraban todavía 19% por debajo de los alcanzados en 1998, antes de la recesión.

1.3.4. Política macroeconómica: principales lineamientos y resultados

En 2007 la **política económica nacional** continuó siendo compatible con el dinamismo económico de los últimos años, manteniendo buenos resultados fiscales, pese a la expansión del gasto, y buscando mejorar el perfil de la deuda pública. Asimismo, la política económica contribuyó a mejorar del desempeño

14. Las pautas semestrales para la negociación en el marco de la segunda ronda de los Consejos de Salarios fueron fijadas por el Poder Ejecutivo hacia fines de mayo de 2006, estableciendo un rango de recuperación salarial total de entre 3,5% y 5,5% para un período de 18 meses a partir de julio de 2006, en que regirían los convenios. La primera de estas pautas semestrales estableció un rango de entre 1% y 1,5% de aumento, a lo que debía sumarse la inflación esperada para los seis meses de vigencia hasta el siguiente reajuste (del 1° de julio al 31 de diciembre de 2006). La segunda y la tercera pauta fijaron un rango de aumentos de 1,25% a 2% más la inflación esperada para cada uno de los semestres de 2007. El porcentaje de aumento por concepto de inflación, en caso de que corresponda, se ajusta al final del convenio según la diferencia entre la inflación esperada y la variación efectiva del IPC en el semestre.

15. El incremento de los salarios de los funcionarios de la Administración Central y de los organismos del artículo 220 de la Constitución resultó de un único ajuste estipulado para 2007 por el Poder Ejecutivo en 11,34%, que comprendió un porcentaje de adecuación de las remuneraciones sobre la base de la variación del IPC (6,38%) y un porcentaje por concepto de recuperación salarial (4,66%). El porcentaje de recuperación no abarcó a todos los funcionarios antes mencionados, sino que se establecieron excepciones que pueden ser consultadas en el artículo 5 del Decreto N° 22/007.

16. El ingreso de los hogares considerado no incluye valor locativo, o valor imputado a la vivienda.

17. A modo de ejemplo, para la construcción del IMS de los trabajadores privados se utilizan datos de trabajadores formales brindados por empresarios, mientras que en la ECH se dispone de información tanto de trabajadores formales como informales proveniente de los propios trabajadores.

18. Por más datos, consultar www.ine.gub.uy

de diferentes indicadores del ámbito laboral y social, al tiempo que existieron trascendentes cambios en el marco regulatorio e institucional. En efecto, 2007 fue un año clave en materia de reformas estructurales, consideradas por el actual gobierno como imprescindibles para el desempeño económico futuro de la economía nacional. En el segundo semestre fue implementada la reforma tributaria, diseñada y aprobada a lo largo del año –en sus distintos cuerpos legales–, así como la reforma del sistema de salud.¹⁹

En lo que atañe a políticas para el sector productivo, el actual gobierno priorizó la promoción de la inversión y de las exportaciones hacia nuevos mercados, como principales medios para el crecimiento económico en el mediano plazo. En este sentido, optó por medidas de política de tipo horizontal o de corte transversal hacia la competitividad, así como por mejorar el ambiente de negocios,²⁰ desarrollando en menor grado políticas activas de tipo sectoriales u otras de carácter más propiamente productivo.²¹

19. Asimismo, se suman el traspaso a privados de la empresa PLUNA, la continuidad en el proceso de reforma de la Dirección Nacional de Aduanas, el avance parcial en la del BHU, y algunos avances menores en el proceso de reforma del Estado. La reforma de las cajas paraestatales también continúa en el debe de la presente administración.

20. Destacan en 2007 el establecimiento de un nuevo marco normativo sobre promoción de la inversión y la creación de una oficina en la órbita del MEF para su gestión, y el programa de reformas estructurales y cambios legislativos e institucionales que sigue impulsando el actual gobierno, como por ejemplo la nueva Ley sobre Defensa y Promoción de la Competencia aprobada en 2007.

21. Algunas políticas implementadas refieren a la conformación y promoción de conglomerados o *clusters*, en contraposición con medidas más típicamente tradicionales hacia determinados sectores productivos específicos. Ejemplo de ello son las medidas de apoyo a la industria textil

El hecho más destacado en materia macroeconómica en 2007 fue el desvío sistemático de la inflación del rango meta establecido por el BCU para ese año (entre 4,5% y 6,5%). En efecto, luego de la aceleración de la inflación en el mes de agosto, cuando el valor interanual alcanzó el valor más alto del año (9%), las autoridades económicas reconocieron la imposibilidad de cumplir con el rango meta e introdujeron importantes cambios en el esquema de política monetaria, al tiempo que profundizaron su sesgo contractivo. Ante las crecientes presiones inflacionarias, la respuesta de la **política monetaria** fue realizar cambios en las regulaciones existentes y sustituir el instrumento de control, pasando de los agregados monetarios (M1) a la tasa de interés (tasa *call* interbancaria), que fue elevada en dos oportunidades. Asimismo, se implementaron diversas medidas de carácter fiscal que buscaron impactar directamente en la baja del IPC. Estas medidas tuvieron como objetivo cerrar 2007 con una inflación de un dígito y asegurar el cumplimiento de la meta para el cierre de 2008 (de 4% a 6% en aquel momento), manteniendo la proyección decreciente de la inflación. Esto último se basaba en el diagnóstico de la autoridad monetaria sobre las causas de la inflación: fundamentalmente, las presiones, por un lado, eran externas, y por otro tenían un origen climático.

Las medidas implementadas lograron contener los niveles de inflación, que a partir de setiembre comenzaron a descender, al tiempo que consiguieron impactar en las

implementadas en 2007, ante la difícil coyuntura del sector.

expectativas de los agentes, y el año cerró con una inflación de un dígito (8,5%). De todos modos debe señalarse que, dado el alto grado de dolarización de la economía, la política monetaria bajo el esquema de manejo de tasas tiene un mayor impacto sobre el tipo de cambio que sobre el canal crediticio. En efecto, el aumento de las tasas en moneda nacional, más que encarecer el crédito e impactar negativamente sobre la demanda agregada, vuelve más atractivas las colocaciones en moneda nacional, incentivando a los agentes a desprenderse de dólares y presionando a la baja el tipo de cambio. Esta tendencia se vio reforzada por el importante aumento del ingreso de capitales a la economía así como por la desvalorización del dólar a nivel internacional.

La disminución del tipo de cambio tuvo efectos moderados en la caída de la competitividad en 2007, dado que ésta fue en parte compensada por el elevado nivel de los precios internacionales recibidos por los exportadores. Más importante fue su impacto en materia fiscal, dado que redujo los costos de los intereses de la deuda, lo que permitió aumentar los márgenes para llevar adelante las medidas fiscales dispuestas para frenar la escalada inflacionaria.

Estas medidas significaron un incremento del gasto público, a lo que se sumó la política de recuperación salarial que llevó a que el rubro retribuciones creciera 7,6% en términos reales. No obstante, el incremento del PIB muy por encima de las proyecciones oficiales iniciales²² y la caída del peso del pago de intereses

22. La proyección oficial de crecimiento del PIB para 2007 era de 4,5% a fines de 2006, la cual luego de distintos ajustes se ubicó en 7,25% al finalizar el año, muy cercana

en relación al PIB permitieron una buena *performance* en materia de déficit global, pese al relajamiento de la meta de superávit fiscal.

En el entendido de que la **política fiscal** debe contribuir tanto a la estabilidad económica y al crecimiento como a la mejora de las condiciones sociales de la población, a lo largo del año el gobierno fue flexibilizando la meta de superávit fiscal primario, en lugar de optar por un mejor resultado global. De este modo todo espacio fiscal generado por el crecimiento del producto y la reducción de los intereses fue volcado a aumentar el gasto social y la inversión pública, finalizando el año con un superávit primario²³ de 3,5% del PIB (0,1 pp inferior al de 2006) y un gasto por concepto de intereses equivalente al 3,6% del PIB. De ese modo, la política fiscal continuó siendo, en líneas generales, expansiva y procíclica.

1.3.4.1. Finanzas públicas

El **resultado fiscal del sector público consolidado**²⁴ representó un déficit de 0,1% del PIB,²⁵ el

al guarismo que efectivamente alcanzó el crecimiento del PIB en 2007: 7,4%.

23. El superávit primario representa la diferencia entre todos los ingresos y los egresos del Estado, excepto los intereses.
24. Medido por encima de la línea, que considera los ingresos y egresos con criterio «caja», e incluye el resultado primario agregado del gobierno central, BPS, empresas públicas (ANTEL, ANCAP, UTE, OSE, ANP, AFE), gobiernos departamentales, Banco de Seguros del Estado (BSE) y Banco Central del Uruguay (BCU).
25. Los valores de déficit que se manejan en esta sección incluyen los datos del BSE, que comenzaron a publicarse con los valores corregidos hacia atrás a partir de julio de 2008, acercando los resultados de los déficit por encima y por debajo de la línea, ya que el BSE sí consideraba a este último. Si no se toma en cuenta el resultado del BSE, el año 2007 cerró con un déficit equivalente al 0,4% del PIB, coincidente

menor desde 1992. Este déficit se financió mayormente mediante la colocación de títulos de deuda pública y préstamos externos (6,3% y 1,5% del PIB respectivamente). Sin embargo, dado que el acceso a los recursos superó las necesidades de financiamiento del sector público, se produjo una importante acumulación de activos de reserva.

Al cabo de 2007 la **deuda bruta del sector público** ascendió a 16.321 millones de dólares (70,5% del PIB), superior en 2.600 millones a la registrada en diciembre de 2006. Este crecimiento se debió a que el gobierno, aprovechando el contexto favorable de liquidez internacional y la reducción de las primas de riesgo de los mercados emergentes, realizó en el transcurso del año tres importantes colocaciones de títulos públicos en los mercados internacionales, al tiempo que las intervenciones del BCU en el mercado de cambios repercutieron en un fuerte aumento de la emisión de letras de regulación monetaria (LRM). Sin embargo, dado el significativo crecimiento del PIB, todo ello no implicó un aumento del peso de la deuda en relación al mismo. Por su parte, el incremento de los activos de reserva en poder del BCU (2.100 millones de dólares) hizo que la **deuda neta**²⁶ disminuyera en términos del PIB, pasando a representar el 42% del mismo.

El manejo de la deuda pública permitió despear el calendario de vencimientos de su servicio, ahorrar

con el establecido en la meta fiscal del programa financiero.

26. La deuda neta se define como la diferencia entre la deuda bruta y el valor de los activos externos líquidos en poder del sector público.

por concepto de pago de intereses en el corto plazo y mejorar otros indicadores de relevancia. A fines de 2007 el gobierno había logrado avanzar en la pesificación de la deuda pública, de manera que la deuda en pesos pasó de representar 18% a fines de 2006 a 30% en diciembre de 2007, en tanto la participación de los organismos multilaterales de crédito continuó reduciéndose. Por otra parte, la madurez promedio de la deuda aumentó en un año, reduciendo la vulnerabilidad de corto plazo. Sin embargo, pese a que se observa una mejora sustancial con respecto a los años posteriores a la crisis, el volumen de la deuda y su peso en términos del PIB continúan constituyendo una vulnerabilidad importante de la economía nacional, aun cuando la operación de recompra de bonos de corto plazo que se realizó a fines de 2007 permitió ahorrar por concepto de pago de intereses, extender plazos y despear el calendario de pagos para el total del período correspondiente a la próxima administración.

Entre marzo y noviembre de 2007, el resultado del sector público considerado en años móviles fue superavitario. Sin embargo, el aumento del gasto en el mes de diciembre hizo que al cabo del año culminara con un leve déficit. El cambio de signo hacia un muy moderado déficit fiscal obedeció a transferencias extraordinarias²⁷ por

27. En particular, se pagaron adeudos con el Fondo Nacional de Recursos por 414 millones de pesos, con la Caja de Jubilaciones y Pensiones Bancarias por 765 millones de pesos, y con la Corporación Nacional para el Desarrollo por 917 millones de pesos. Asimismo, se completó la capitalización de PLUNA desembolsando 417 millones de pesos, se realizaron desembolsos para el Plan Ceibal por 400 millones de pesos y se pagaron los 150 millones de pesos

una sola vez y al fuerte aumento de las inversiones (en especial compras de petróleo por parte de ANCAP), todo lo cual generó un aumento puntual del gasto. La suma de estos pagos extraordinarios fue equivalente a 0,8% del PIB, lo que explica gran parte del deterioro de las cuentas del gobierno central (GC) cuando se compara el resultado de los doce meses finalizados en noviembre de 2007 y el de los culminados a fines de ese año, dado que el GC pasó de un déficit de 0,7% del PIB a uno de 1,6%.

El déficit del GC en 2007 ascendió a 406 millones de dólares, más del doble del registrado en 2006. Además de los mencionados gastos extraordinarios, en la evolución de las finanzas del GC repercutieron la mejora de los salarios reales de los funcionarios públicos y la mayor asistencia al BPS (5,2%), pese al crecimiento de los ingresos de este organismo (9%). Todo ello derivó en un aumento de 7,7% real de los egresos,²⁸ en tanto los ingresos aumentaron solamente 4,6%.

De este modo, a fines de 2007 el gasto discrecional²⁹ del GC-BPS se expandió 13% en términos reales, lo que si bien está influido por los gastos de diciembre, indica una tendencia expansiva del gasto público a lo largo del año que superó ampliamente el crecimiento del PIB.

Aunque los ingresos crecieron en términos reales, disminuye-

ron 0,6 pp en términos del PIB, lo que se explica principalmente por la desaceleración del crecimiento de los ingresos tributarios internos a lo largo de 2007. Ello se debió fundamentalmente a dos causas: por un lado, la menor recaudación del impuesto a la renta por el mal desempeño de las empresas públicas en 2006, y por otro, por la entrada en vigencia, a partir de julio de 2007, del nuevo sistema tributario. Éste afectó la composición de los ingresos tributarios, ya que modificó la tasa básica y mínima de IVA, amplió la base imponible,³⁰ eliminó un conjunto de impuestos menores,³¹ entre los que se destaca el IRP, y creó el IRPF. Esto último generó una caída de 25% en pesos constantes (36 millones de dóla-

res) en la recaudación anual del IRP, en tanto los ingresos por concepto de IRPF pasaron a la órbita de la recaudación de la Dirección General Impositiva (DGI) y representaron 191 millones de dólares, compensando así la caída por la eliminación del IRP y generando un aumento de los ingresos de este organismo. A su vez, de acuerdo a estimaciones de la DGI, el efecto neto de la reducción de las tasas y el aumento de la base imponible del IVA habría sido negativo, por lo cual el incremento de 12% en pesos constantes observado en la recaudación de este impuesto habría estado asociado al crecimiento del consumo derivado de la mayor actividad económica, al crecimiento de los ingresos reales de las familias y a la mejora en la eficiencia de la DGI. Por otro lado, la recaudación del impuesto a la renta de industria y comercio (IRIC) –que con la reforma fue sustituido por el impuesto a la renta de las actividades económicas (IRAE)– disminuyó 19% con respecto a 2006. Esta disminución se explicó por el menor aporte de las empresas públicas, ya que los adelantos realizados en 2006 por concepto de este impuesto fueron superiores a las rentas efectivamente obtenidas, por lo que la liquidación anual disminuyó en abril de 2007. Si no se toma en cuenta a las empresas públicas, la variación en la recaudación de este impuesto correspondiente al sector privado aumentó en el orden del 25%, a pesar de que a partir de julio empezó a operar la reducción de la alícuota de este impuesto de 30% a 25%. Sin embargo, todos estos cambios no generaron modificaciones significativas en la

30. La tasa básica de IVA pasó de 23% a 22%, y la tasa mínima de 14% a 10%. Asimismo, como el IVA se gravaba sobre los valores con COFIS incluido, la eliminación de este impuesto redujo la base imponible del IVA. A su vez, se comenzó a gravar con IVA bienes y servicios que antes no lo estaban, destacándose entre ellos los cigarrillos, el agua corriente (por encima de determinado nivel de consumo), las prestaciones de servicios de salud y el gasoil que a partir de mayo, previo a la entrada en vigencia del nuevo sistema tributario, pasó de estar gravado con IMESI y a la tasa mínima de IVA a gravarse sólo con la tasa básica de IVA, por Ley N° 18.109 del 2 de abril de 2007.

31. Entre los impuestos eliminados por la Ley N° 18.083 se encuentran, el impuesto de contribución al financiamiento de la seguridad social (COFIS), el impuesto a los activos de las empresas bancarias (IMABA), el impuesto de control del sistema financiero (ICOSIFI), el impuesto específico a los servicios de salud (IMESSA), los impuestos a las comisiones (ICOM), el impuesto a las telecomunicaciones (ITEL), el impuesto a las tarjetas de crédito (ITC), el impuesto a las ventas forzadas (IVF), el impuesto a la renta agropecuaria (IRA), el impuesto a las cesiones de derecho sobre los deportistas, el impuesto a la compra de bienes muebles en remate público, y el impuesto a los concursos, sorteos y competencias (ICSC). A su vez, en setiembre de 2007 se derogó el impuesto a la compra de moneda extranjera (ICOME), que sólo tributaban las empresas públicas.

previstos para el subsidio del complejo textil-vestimenta en 2007.

28. Alcanza el 10% si se excluyen los pagos de intereses que disminuyeron 3,6% real, pese a que aumentaron en 59 millones de dólares.

29. Se excluyen los gastos por previsión social, rentas afectadas e intereses de la deuda pública.

presión tributaria de la DGI, que en 2007 fue de 18,3% del PIB.

El **resto del sector público no financiero** (empresas públicas, gobiernos departamentales y BSE) arrojó un superávit de 329 millones de dólares (1,4% del PIB), lo que significó una mejora sustancial con respecto al resultado de fines de 2006 (86 millones de dólares, equivalentes a 0,4% del PIB).

En ese sentido, a diferencia de lo ocurrido en 2006, fue notoria la mejoría en el resultado de las **empresas públicas**, derivada principalmente de la disminución de los egresos por concepto de compra de bienes y servicios, en particular por parte de UTE. En este último caso se debió a las mejores condiciones climáticas de 2007 con respecto al año precedente, que redujeron las necesidades de importación de energía y permitieron recurrir menos a la generación térmica. Asimismo, la reducción en el pago de IRIC y de los aportes patronales al BPS, como consecuencia de la entrada en vigencia del nuevo sistema tributario, y la eliminación a partir de setiembre del impuesto a la compra de moneda extranjera (ICOME) redujeron el aporte de las empresas públicas a la DGI y al BPS. Todo ello contribuyó a una contracción en sus costos, que permitió a UTE y a ANTEL disminuir sus tarifas y de ese modo contribuir a la desaceleración de la inflación en 2007. En cambio, las inversiones de las empresas públicas aumentaron significativamente (25%), debido a la implementación del Proyecto Uruguay Digital de ANTEL, a las obras de dragado del puerto de Montevideo por parte de la ANP, así como a las obras de la sexta línea de bombeo de OSE, pero princi-

palmente por la acumulación de existencias de petróleo.³²

De este modo, la **composición del resultado fiscal** de 2007 fue sustancialmente diferente a la del año precedente, ya que las empresas públicas tuvieron una incidencia importante en la mejora del mismo: mientras en 2007 presentaron un superávit equivalente al 1% del PIB, en 2006 su aporte había sido prácticamente nulo. Algo similar sucedió con el BSE que pasó de un superávit de 0,1% del PIB en 2006 a uno de 0,3% del PIB en 2007. En contrapartida, el deterioro en el resultado del consolidado GC-BPS hizo que se pasara de un déficit de 0,9% del PIB en 2006 a uno de 1,6% en 2007. Por su parte, los gobiernos departamentales mantuvieron superávit globales aunque significativamente menores a los del año precedente, en tanto el Banco Central pasó de un déficit a un superávit global gracias a los intereses recibidos por sus colocaciones en el exterior.

1.3.4.2. Evolución de las variables monetarias y de los precios

Durante 2007 la **política monetaria** fue crecientemente contractiva, buscando encauzar la inflación al rango meta establecido por el BCU. A ello se agregó que la inflación subyacente³³ también registró una

evolución creciente y por encima del rango meta, dando la pauta de presiones inflacionarias de carácter más persistentes. Sin embargo, ésta fue sustancialmente menor (7,7%) a la relevada por el índice general.

Al descomponer la evolución del IPC según el mercado en el que se forman los precios de los bienes y servicios, se observa que la inflación acumulada en 2007 (8,5%) fue el resultado de una suba de 6,7% en los precios de los bienes transables, y de una de 9,6% de los bienes no transables.

En el caso de los bienes **transables** -7%, con una incidencia de 2,7 pp-, los precios de la economía uruguaya recibieron influencias de diferente signo desde la economía internacional. Por un lado, el dinamismo de la actividad económica mundial, así como la creciente aplicación de la política energética de biocombustibles en los países de la Unión Europea y en Estados Unidos, contribuyeron al crecimiento de los precios de nuestros principales productos de exportación -lácteos, soja, carne y derivados, entre otros- y de algunas materias primas e insumos (trigo, maíz). A ello se agrega el apreciable incremento de los precios del petróleo, aunque éste no fue trasladado totalmente a las tarifas de los combustibles. Se destacó, a su vez, el encarecimiento de algunos alimentos (panes y cereales, carnes y derivados), lo que fue parcialmente contrarrestado por la caída de precios de las frutas (6,7%). Por otra parte, la fuerte apreciación del peso frente al dólar (11,2% en el año) operó en sentido opuesto, ya que los bienes nominados en dólares registraron un crecimiento menor o incluso se abarataron.

32. En particular, la mayor inversión de AN-CAP se realizó en el mes de diciembre, lo que explicó en parte el deterioro del resultado global del sector público en dicho mes.

33. El índice de inflación subyacente se elaboró eliminando aquellos rubros de la canasta del IPC que responden a factores estacionales y climáticos, así como aquellos cuya evolución está sujeta a decisiones políticas. Es así que no incluye la evolución de los precios de las frutas y verduras, de la carne, de las tarifas públicas y de otros precios administrados.

El apreciable aumento de los precios de los bienes **no transables** (9,4%, con incidencia de 6 pp) se explicó en gran medida por el encarecimiento de las verduras (93,7%) debido a factores climáticos adversos, cuya incidencia en la inflación del año fue de casi 2 pp. Los restantes rubros no transables de la canasta explican aproximadamente 4 pp y estuvieron asociados a la suba de varios servicios: gastos comunes, enseñanza, y en menor medida, aumentos en los precios administrados.³⁴ En este último caso, el incremento registrado se explica principalmente por el encarecimiento de los servicios médicos mutuales (0,5 pp de la inflación de 2007), en tanto que las tarifas públicas explicaron apenas 0,2 pp, dada la política adoptada a partir del mes de setiembre.

En suma, si bien todos los **rubros del IPC** se encarecieron en el transcurso de 2007, el de mayor incidencia fue alimentos y bebidas, que explicó 5,2 pp de la variación global del índice, seguido por los gastos de vivienda –debido al incremento de los alquileres, con una incidencia de 1,1 pp– y «otros gastos» (0,5 pp). Asimismo, destaca el incremento de precios en el rubro enseñanza (8,8%), aunque su incidencia en el aumento general de precios fue relativamente baja: 0,4 pp. Por su parte, los precios de los bienes representativos del consumo de los hogares más pobres, relevados por el **índice de precios al consumo de los hogares de menores ingresos**

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

(IPHMI), aumentaron 8,4%. Al igual que en el caso del IPC, el rubro más relevante en la inflación de esta canasta fue alimentos y bebidas, que acumuló un incremento de 16,9%, explicando 5,8 pp de la inflación del año.³⁵

Siguiendo la tendencia de 2006, los **precios mayoristas**, medidos a través del índice de precios al productor de productos nacionales (IPPN) también aumentaron significativamente en 2007 (16,1%), principalmente por el encarecimiento de los productos industriales (13%, con una incidencia de 9,5 pp), aunque también influyó el comportamiento de los productos agropecuarios, impulsados por el alza de los precios internacionales de los cultivos y de la carne.

Por su parte, la política monetaria contractiva implementada por el BCU se tradujo en un aumento sostenido de la **tasa de interés call**³⁶ hasta noviembre, pasando de valores promedio mensuales de 1% en enero de 2007 al 7,25% registrado en el último mes del año. Ello también afectó a la baja el **tipo de cambio**. En efecto, la cotización

35. Le sigue en importancia el aumento registrado en el rubro vivienda (8,3%), con una incidencia de 1,1 pp en la variación general del índice. También los precios del rubro «otros gastos» contribuyeron de manera significativa al aumento general de este índice (0,7 pp de incidencia).

36. A partir de mayo el BCU comenzó a manejar las tasas de facilidad de forma tal de ir colocando la tasa *call* en niveles más altos. En setiembre el BCU fijó la tasa de referencia de la política monetaria (TPM) en 5%, elevando en medio punto porcentual la tasa de captación de depósitos a un día y la de la facilidad de crédito (4% y 6% respectivamente). En octubre el COPOM, al fijar la TPM en 7%, dio una señal clara de endurecimiento de la política monetaria. Finalmente, el leve incremento de las tasas de facilidad anunciado a principios de noviembre (0,25%) elevó a 7,25% la tasa de referencia.

media del dólar estadounidense³⁷ en el mes de diciembre fue de 21,6 pesos, 11,2% inferior al valor registrado en igual mes de 2006 (24,4 pesos).

La evolución de los precios y la apreciación del peso determinaron que la **inflación medida en dólares** aumentara significativamente a lo largo de 2007: los precios minoristas expresados en dólares registraron un incremento de 22,2%, y los mayoristas uno de 30,8%. La importante aceleración de la inflación en dólares, que comenzó en los últimos meses de 2006 y se profundizó a lo largo de 2007, deterioró la **competitividad** de la economía uruguaya respecto a sus principales socios comerciales. En ese contexto, el BCU tuvo una importante participación en el mercado de divisas a fin de evitar una caída mayor del tipo de cambio, lo que provocó un incremento de los activos de reserva del BCU y de la base monetaria (BM).

En efecto, en 2007 el **stock de activos de reserva** aumentó en 1.030 millones de dólares (33%), frente al leve incremento (17 millones de dólares) registrado en 2006. Esta expansión se explicó principalmente por la compra neta de divisas al GC y al resto del sistema financiero (1.167 millones de dólares), así como por el saldo de obligaciones netas en moneda extranjera del GC (394 millones de dólares) y el comportamiento registrado en los intereses netos (139 millones de dólares). Por su parte, el principal factor contractivo de las reservas del BCU responde a

37. Se utilizó el tipo de cambio mensual promedio comprador en el mercado interbancario.

la disminución de activos externos afectados a operaciones de terceros (889 millones de dólares). Al cierre de 2007 el *stock* de activos de reserva del BCU era de 4.121 millones de dólares.

La **BM** se expandió en 9.869 millones de pesos en 2007.³⁸ Los principales factores que determinaron esta expansión fueron las compras netas de moneda extranjera realizadas por el BCU (26.803 millones de pesos) y el resultado deficitario del BCU en moneda nacional (2.528 millones de pesos). Por su parte, actuaron en sentido contractivo la intensa colocación de LRM -12.749 millones de pesos- y de notas y letras del BCU en unidades indexadas (UI) -8.931 millones de pesos-, así como el manejo de las disponibilidades en moneda nacional que el GC y el BPS mantienen en el BCU (2.648 millones de pesos).

Por su parte, el crecimiento de los **medios de pago (M1)**³⁹ de la economía, que se había intensificado a lo largo de 2006, continuó aumentando en 2007. Es así que a fines de diciembre el M1 se situó en 58.906 millones de pesos, cifra 32% superior a la registrada en igual mes de 2006, lo que en términos reales significó un incremento de 21,7%. Por otra parte, el aumento de la demanda real de dinero es consistente con el crecimiento de

la actividad económica y con las bajas tasas de interés en moneda nacional y la fuerte caída del dólar, que induce a los agentes a mantener saldos más líquidos en pesos. La **cantidad de dinero (M2)**⁴⁰ también creció significativamente en el año (30,6% en términos nominales y 20,4% en términos reales).

1.3.5. Sistema financiero

Los **depósitos en el sistema bancario** del sector privado registraron un incremento de 12,8%⁴¹ durante 2007 -aproximadamente el doble del registrado en el año anterior-, acompañando el crecimiento económico, y se situaron en 10.614 millones de dólares al cabo del año, representando 46% del PIB.

Resulta interesante destacar que la composición por monedas del *stock* de depósitos no se ha visto alterada significativamente -80% se denominan en moneda extranjera a diciembre 2007-, aunque desde 2005 se evidencian cambios que apuntan a una mayor desdolarización de los depósitos, en particular en 2007. El crecimiento de los depósitos mencionado con anterioridad se explica principalmente por el dinamismo de los nominados en moneda nacional (49,5%), dado que los depósitos en moneda extranjera aumentaron menos (6,2%). Este reciente comportamiento es

consistente con la depreciación del dólar y los incentivos dados en términos de retornos a través de las tasas del sistema,⁴² así como la persistencia de una alta dolarización de los depósitos pone en evidencia la resistencia del público a abandonar la moneda extranjera como reserva de valor, preferencia que parecería responder a la costumbre fundada en la búsqueda de baja exposición al riesgo más que a una mayor rentabilidad.

El *stock* de depósito cayó en términos reales en 2007 (8,4%), mientras que había aumentado en 2006 (3,8%). Esto se explica básicamente por el repunte inflacionario y la apreciación de la moneda que tuvieron lugar en el transcurso del año.

Por último, cabe destacar que el crecimiento del *stock* de depósitos acorde a su modalidad mantuvo la tendencia registrada en los últimos tres años, con un crecimiento de los depósitos a la vista de 17,6% acumulado a diciembre de 2007, y uno de 1,5% para los depósitos a plazo, aumentando así levemente la alta participación que ya tenían los depósitos a la vista (72,8% a diciembre de 2007, cuando a diciembre de 2006 era de 69,8%). Esta tendencia no se ha podido revertir a pesar de la suba de las tasas para depósitos a largo plazo, ya que la rentabilidad de dicho tipo de colocaciones sigue siendo muy baja.

38. Parte del dinamismo de la BM se explicó por el cambio en la definición de esta variable a partir de setiembre, con la decisión de que las cuentas del GC en el BROU dejaran de estar sometidas a un encaje del 100%. Ello determinó un incremento de 7.878 millones de pesos de la BM en este mes, y por otra parte distorsiona el análisis temporal de serie.

39. M1 = circulante en poder del público + depósitos vista m/n + depósitos en caja de ahorros m/n.

40. M2 = M1 + depósitos plazo m/n + depósitos de ahorro previo en BHU.

41. Las variaciones señaladas a continuación se consideran a partir de los datos expresados en moneda extranjera. Es necesario tener en cuenta que dichas variaciones se ven alteradas significativamente si se realizan a partir de mediciones en moneda nacional, debido a la apreciación del dólar en 2007. No se incluye al sector público en el análisis a fin de captar más claramente la tendencia del mercado y la del público en particular.

42. La tasa pasiva promedio en pesos subió 200 puntos básicos (pbs) en el transcurso de 2007, de 2,2% en sus comienzos a 4,4% en diciembre. Si consideramos dicha tasa por plazos, se observa un fuerte incremento para corto plazo -de 1,3% a 5,6%- y para largo plazo pasó de 5,0% a 6,8% en el mismo período. Si bien estos incrementos constituyen incentivos por su rendimiento nominal, es necesario considerar el rendimiento real, sobre todo al analizar el largo plazo.

Los **créditos del sistema bancario** al sector privado registraron un incremento de 31% durante 2007 –triplicando el ritmo de crecimiento en relación al de 2006– y se situaron en 6.038 millones de dólares, representando un 26% del PIB. Este incremento fue consistente con la recuperación del consumo y de la inversión, que expandió la demanda de créditos, y con una oferta que respondió incrementando las líneas de crédito para hogares, con un importante rol del crédito hipotecario.

Acompañando la leve tendencia hacia la desdolarización de los depósitos, los créditos denominados en moneda extranjera a privados residentes disminuyeron su participación en el crédito total, representando 40% a diciembre 2007. No obstante la disminución de su participación en el total, su crecimiento (28,2% acumulado en 2007) contribuyó fuertemente al crecimiento total de los créditos, aunque en menor medida que los denominados en moneda nacional (35,6% en el transcurso de 2007).

Por otra parte, el *stock* de créditos a residentes privados en términos reales se incrementó 6,5% a lo largo del año. Esto se explica por el aumento de los créditos a residentes privados en moneda nacional (10%) y en moneda extranjera (4%), debido a su aumento nominal, que se vio más que compensado por la depreciación del dólar y la inflación.

En cuanto al destino del crédito otorgado en moneda nacional (medido en dólares), es importante destacar que no se alteró la composición que presentaba en 2006, representando 1,7% el destinado al sector agropecuario, 27,8% la industria manufacturera y 70,5%

al comercio y servicios. La composición por sectores del crédito en moneda extranjera (medido en dólares) muestra un comportamiento sustancialmente distinto, lo que es consistente con el tipo de actividades que desarrolla cada sector y que le es necesario financiar. Un 20% se destina al sector agropecuario, un 41% a la industria manufacturera, y un 39% a comercio y servicios. Resulta de mayor interés aún observar cómo se distribuye el crédito total entre sectores, independientemente de la moneda. Se constata que el sector que mayor financiamiento obtuvo en el transcurso de 2007 fue comercio y servicios, que recibió 72% del total de créditos otorgados; le sigue la industria con 25%, y finalmente el sector agropecuario con 3% del financiamiento.

Por último, cabe señalar la mejora en la calidad crediticia ocurrida durante 2007, reflejada en la disminución de los índices de morosidad de todos los bancos, pasando de 3,6% a fines de 2006 a 2,4% en diciembre de 2007. Este fenómeno obedeció a dos factores que operaron simultáneamente: la caída del crédito vencido y el aumento del crédito vigente.

Las **tasas activas del sistema en dólares**⁴³ promedio bajaron en

43. En el presente informe se considera principalmente la evolución de las tasas en dólares, en tanto es la relevante dada la alta dolarización que presenta el sistema financiero uruguayo. Las tasas relevantes en moneda nacional se podría considerar que son las activas, en tanto un alto porcentaje de los créditos se otorga en moneda nacional, pero éstas no presentaron prácticamente ningún cambio en 2007. Exactamente lo opuesto ocurre con las tasas medias en pesos pasivas: experimentaron subas importantes, pero en términos reales fueron negativas y además se le asociaron depósitos, que en el caso de Uruguay en su amplia mayoría se encuentran denominados en moneda extranjera.

100 puntos básicos (pbs) durante 2007 (de 7,6% a 6,6%), lo que se corresponde con el escenario de mayor liquidez y con el incremento del crédito ya mencionado. La caída más importante fue para el sector agropecuario (de 8,9% a 6,3%), con disminuciones importantes para la industria manufacturera (de 8,1% a 6,4%) y para comercio y servicios (de 9% a 7,3%).

Las **tasas pasivas del sistema en dólares** promedio experimentaron una pequeña suba de 20 pbs a lo largo del año (de 2,1% a 2,3%), manteniéndose relativamente estables a pesar de la caída de las tasas en dólares en el sistema financiero internacional, consistente con la baja de la tasa de política monetaria de Estados Unidos, que para este período no se ve reflejada en las tasas nacionales. Es importante recalcar que a pesar de que esta suba implica una mayor rentabilidad en términos nominales de los depósitos, difícilmente esté explicando el aumento de los mismos, en tanto los retornos en términos reales están siendo negativos, dada la alta inflación.

El **fondo de pensión** de ahorro previsional, medido en dólares, administrado por las AFAPs continuó creciendo en 2007 (29,7%) y a mayor ritmo que en 2006 (20,6%). Al cierre del año el monto alcanzado fue de 3.261 millones de dólares. Por otro lado, la cantidad de afiliados al régimen continuó creciendo en 2007, como lo venía haciendo desde 2003, con un ritmo anual de crecimiento de 6,6%, alcanzando 763.351 afiliados a fines de 2007.

Los **mercados financieros** y el riesgo país se mantuvieron relativamente estables durante 2007. No obstante, se pueden identificar

dos etapas en la evolución. En el primer semestre del año el riesgo país –medido por el índice UBI elaborado por República AFAP– registró una tendencia decreciente con bajas importantes, situándose en 175 pbs a inicios del año para descender moderadamente a 133 pbs a comienzos de julio. Esta baja se debió principalmente a la suba del precio de los bonos del Tesoro estadounidense –que fueron percibidos en los comienzos de la crisis inmobiliaria del sector *subprime*

como activos de resguardo– y a la baja de las tasas de interés que pagaban. En el segundo semestre esa percepción cambió y el precio de estos bonos bajó cuando la crisis comenzó a impactar en la economía real de Estados Unidos, de la mano de la desestabilización financiera, al tiempo que la confianza en una rápida recuperación se desvanecía. Por otro lado, los capitales colocados en la economía estadounidense se reorientaron hacia los mercados emergentes presionando

al alza el precio de sus bonos, con lo que la brecha entre los bonos de los mercados emergentes y los del Tesoro de Estados Unidos se amplió, fenómeno al que nuestro país no fue ajeno. Esta brecha se amplió hasta ubicar el índice UBI en 223 pbs a fines de 2007, lo que se reflejó en un incremento de la inversión en los mercados financieros nacionales, que se evidencia en el mayor volumen operado en la Bolsa de Valores de Montevideo en el segundo semestre del año.



II. Economía internacional

Desde mediados de julio de 2007 el sistema financiero internacional se caracterizó por períodos frecuentes de gran volatilidad e incertidumbre, lo que se exacerbó a partir del último trimestre del año. En lo que va de 2008 la inestabilidad financiera aumentó y las caídas en los precios de las acciones que se verificaban en cada episodio de aumento de la incertidumbre y la volatilidad financiera se hicieron cada vez más frecuentes y pronunciadas.

La esfera en la que más rápidamente repercutió la crisis inmobiliaria estadounidense fue el mercado de capitales, donde los problemas del mercado hipotecario aumentaron la incertidumbre de los inversores e imprimieron una gran volatilidad en los índices bursátiles de las principales economías del mundo. Los sucesivos recortes en la tasa de interés de referencia en Estados Unidos, así como las intervenciones realizadas tanto por la Reserva Federal como por los bancos centrales de las economías avanzadas, inyectando liquidez en los mercados, revirtieron por momentos las caídas registradas en el valor de las acciones. De todas formas, hasta el cierre de este Informe, la volatilidad sigue presente y los principales índices bursátiles se encuentran en su mayoría muy por debajo de los niveles de comienzos de 2008.

En lo que atañe al crecimiento económico, el primer semestre del año se caracterizó por la revisión a la baja de las proyecciones realizadas previamente en relación con el crecimiento mundial, y al alza en relación con la inflación global. Ello derivó fundamentalmente del enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las economías más avanzadas, ya que en las economías emergentes la expansión se mantuvo sólida en ese período. Las proyecciones inflacionarias, por su parte, se ajustaron al alza en la mayor parte del globo, dada la escalada en los precios del petróleo y del resto de las commodities en los primeros seis meses de 2008.

En lo que resta del año, la economía mundial se desaceleraría como consecuencia del enlentecimiento de la economía estadounidense y de la posible contracción de las economías de la Eurozona y Japón. Las economías emergentes, al verse también afectadas por la ralentización global, continuarían creciendo pero a tasas menores a las registradas en 2007. Así, el Fondo Monetario Internacional proyecta un crecimiento mundial de 3,9% para 2008 y 3% para 2009. No obstante, en un contexto de alta incertidumbre económica es difícil realizar proyecciones, y de agudizarse los impactos de la crisis financiera en la economía real de Estados Unidos, la economía mundial podría verse más duramente afectada, comprometiendo las posibilidades de crecimiento de algunas economías emergentes.

1. La situación financiera internacional

Desde mediados de julio de 2007 el sistema financiero internacional

experimentó frecuentes períodos de gran volatilidad e incertidumbre, lo que se acentuó a partir del último trimestre del año. En lo que va de 2008 creció la inestabilidad finan-

ciera y las caídas registradas en los precios de las acciones en cada episodio de aumento de la incertidumbre y la volatilidad financiera fueron progresivamente más frecuentes y

pronunciadas. Esto condujo a varios analistas económicos a considerarla como una de las peores crisis económicas internacionales, aun cuando los impactos de la misma sobre la economía real han sido por el momento acotados, afectando fundamentalmente el ritmo de expansión de las economías avanzadas.

Los problemas del mercado inmobiliario estadounidense que se agudizan y sus consecuencias sobre varias instituciones financieras, algunas de las cuales estaban calificadas como de bajo riesgo y terminaron necesitando asistencia financiera, son la principal razón a la hora de explicar la alta volatilidad del sistema financiero internacional en lo que va de 2008. La falta de regulación del mercado, con un gran predominio de la banca de inversión y colmado de nuevos instrumentos, ha provocado un aumento de la percepción de riesgo por parte de los inversores ante cualquier rumor sobre problemas en alguna institución. A su vez, el temor de que la falta de liquidez desembogue en una crisis internacional de crédito y que esto conduzca a las principales economías del globo a la recesión, con las consecuencias que podría tener en el crecimiento mundial, llevó en los últimos meses a revisar a la baja las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para los próximos años, al tiempo que esto contribuye a aumentar la incertidumbre en cuanto a su futura evolución.

1.1. Cronología de la crisis

La quiebra de algunos bancos especializados en el mercado hipotecario estadounidense, derivada del incremento de créditos hipotecarios impagos, a partir del segundo semestre

de 2007 repercutió particularmente en los mercados financieros europeos, donde varias instituciones financieras tuvieron problemas por su vinculación con el mercado *subprime* estadounidense. La intervención conjunta de los bancos centrales de las principales economías avanzadas en el último trimestre de 2007, inyectando liquidez en los mercados y salvando del quiebre a importantes entidades financieras, evitó que la crisis se propagara aún más y frenó momentáneamente los rumores de recesión a nivel mundial.

Sin embargo, la estabilidad no duró demasiado y el primer trimestre de 2008 se caracterizó por una gran volatilidad en los mercados financieros internacionales, básicamente a raíz de la incertidumbre en torno a la evolución que había registrado la economía real estadounidense en el último trimestre del año precedente. A mediados de **marzo de 2008**, *Bear Stearns* –uno de los principales bancos de inversión estadounidense– tuvo que reconocer que se enfrentaba a duros problemas de liquidez como consecuencia del aumento de la morosidad en el pago de hipotecas. Pese a que la Reserva Federal aseguró una financiación especial para el banco comercial *J P Morgan*, el que respaldaría al banco de inversión, los rumores acerca de una posible bancarrota llevaron a que las acciones se desplomaran y finalmente ***Bear Stearns* fuera vendido a precio de quiebra** a su antiguo rival *J P Morgan*. Las acciones de *Bear Stearns*, que antes de que comenzara la crisis *subprime* valían más de 150 dólares, habían caído a 30 dólares en esos días y se terminaron pagando a 2 dólares, con la intervención de la Reserva Federal que aseguró los

fondos para que la compra se realizara. De esta manera, *Bear Stearns* se constituyó en la primera víctima de entidad de la crisis hipotecaria estadounidense.

El anuncio realizado en marzo de que la Reserva Federal habilitaría la ventanilla de redescuento a otras instituciones financieras además de los bancos comerciales, sumado a la idea de que la mayoría de las pérdidas ya estaban contabilizadas en los balances de las instituciones, calmó los temores acerca de futuros anuncios de *default* y brindó algo de optimismo a los mercados, que se volvieron más estables en el segundo trimestre de 2008.

Al igual que viene sucediendo desde hace más de un año, la estabilidad no fue duradera y el **11 de julio** colapsó ***IndyMac Bancorp***, una institución financiera volcada al mercado hipotecario que había crecido de manera importante en los últimos años con base en préstamos más riesgosos dirigidos a personas que no podían justificar efectivamente sus ingresos y activos. El quiebre de esta institución, cuyos activos fueron tomados por la Corporación Federal de Seguro de Depósitos, nuevamente puso de manifiesto ante los estadounidenses que la crisis estaba lejos de terminar.

También a **mediados de julio**, dos gigantes de las hipotecas estadounidenses, ***Freddie Mac* y *Fannie Mae***, **acusaron problemas de liquidez** y obligaron al secretario del Tesoro, Henry Paulson, a elaborar un plan para su salvataje. Unos meses atrás las autoridades estadounidenses contaban con estas instituciones para paliar la crisis a través de la compra de hipotecas de otras empresas. Sin embargo, la caída continua de las acciones de estas instituciones obligó

al gobierno, el 13 de julio, a hacer un salvataje de emergencia, extendiendo las líneas de crédito gubernamentales a estas instituciones y anunciando la compra de sus acciones en caso de que fuera necesario. Al mismo tiempo la Reserva Federal manifestó que ambas entidades podían obtener financiamiento en su ventanilla de redescuento, la que inicialmente estaba disponible sólo para bancos comerciales.

Freddie Mac y *Fannie Mae* nacieron como instituciones financieras estatales (más tarde fueron privatizadas) y su negocio consistía en comprar las hipotecas otorgadas por otras instituciones prestadoras de dinero, para luego venderlas a inversionistas privados. De esta manera, actuaban como garantes de las hipotecas que compraban de otras instituciones y así proveían de liquidez al mercado hipotecario para que pudiera seguir realizando préstamos. Las hipotecas adquiridas –que debían ser de buena calidad– eran luego vendidas a inversores privados, con una prima tal que les aseguraba el pago de la hipoteca en caso de que quienes compraban la vivienda no la pagaran. Así, las hipotecas se distribuían entre distintos inversores privados, instituciones financieras y también bancos en el extranjero. La mayor rentabilidad que este negocio otorgaba a los inversores privados y la certeza de éstos de que el gobierno estadounidense no dejaría que estas instituciones quebraran, les permitió obtener financiamiento y operar con bajas cantidades de capital de respaldo. Sin embargo, ante la crisis *subprime*, este negocio –de mayor rentabilidad que los préstamos hipotecarios en sí mismos– las dejó expuestas a las hipotecas de

«mala calidad», dado que poseen una buena parte de las hipotecas secundarias en el mercado, cuya calificación no siempre había sido la adecuada.

La intervención gubernamental en sus inicios fue exitosa, y las instituciones fueron capaces de obtener financiamiento de corto plazo en los días siguientes a la misma. No obstante, esto no ayudó a elevar el precio de las acciones de ninguna de las dos entidades y la sensación de inestabilidad permaneció en los mercados. Asimismo, esta intervención se dio en un marco de gran controversia acerca de cuál era la mejor forma de hacerlo, más allá de que todos acordaban en su necesidad. La nacionalización de estas empresas comenzó a visualizarse como una buena alternativa por parte de varios analistas, en la medida en que otorgaría un mayor control gubernamental sobre estas entidades. Sin embargo, el gobierno intentó evitar en esta instancia una solución de esa naturaleza, ya que hubiera implicado incluir en los balances del gobierno federal los enormes pasivos de *Fannie* y *Freddie*.

A **finés de julio** otro banco de inversión, *Merrill Lynch*, anunció nuevas pérdidas en el momento de exhibir sus balances, ubicándose al borde del colapso financiero. Esto, entre otros factores, condujo a la Reserva Federal a anunciar en ese momento que extendería los fondos de emergencia para distintas instituciones hasta enero de 2009, a la vez que prolongó los plazos de los préstamos para los bancos comerciales. El mismo George Bush dio a conocer a fines de julio nuevas medidas de rescate para *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, en vistas de que el precio de sus acciones

continuaba cayendo. Mediante esta nueva intervención, el secretario del Tesoro obtuvo el permiso para comprar acciones de estas instituciones, a la vez que se aumentó la regulación en las mismas. En el marco de este plan, se garantizaría el refinanciamiento de las hipotecas por un valor de aproximadamente 300 mil millones de dólares, las cuales se convertirían en préstamos más baratos y a tasa fija, siempre y cuando los involucrados aceptaran reducir el principal al 90% del valor actual de la vivienda. Asimismo, se previeron nuevos subsidios para los compradores de vivienda.

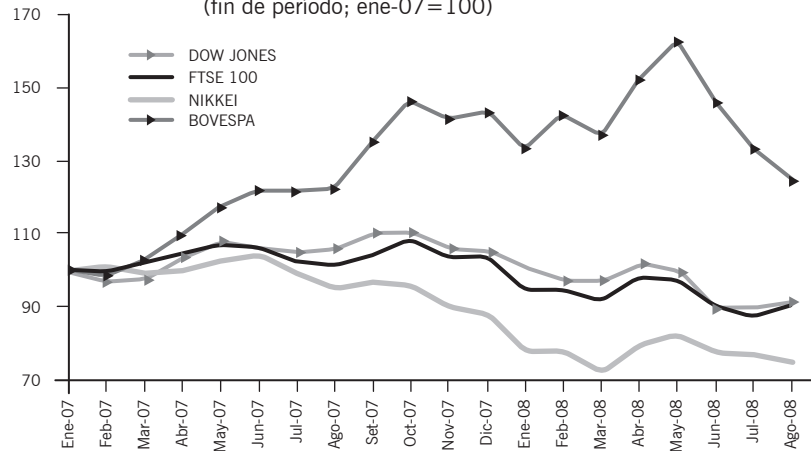
Finalmente, el **7 de setiembre**, como ya parecía previsible, el gobierno se vio obligado a **nacionalizar *Freddie Mac* y *Fannie Mae*** ante la continua y estrepitosa caída del valor de sus acciones. Sin embargo, no se llevó a cabo una verdadera nacionalización de estas instituciones, medida que requería la aprobación del Congreso, sino que se creó una nueva figura institucional para permitir la intervención. La Agencia Federal de Financiamiento a la Vivienda intervendría las instituciones hasta que las mismas volvieran a demostrar solvencia, a la vez que les provee financiamiento –contra sus activos– hasta fines de 2009. También se incluyeron otras condiciones para evitar el «daño moral» que esta intervención podría provocar en los mercados. De esta manera, el Tesoro de Estados Unidos pasaría a ser comprador en última instancia de los bonos emitidos por estas instituciones, puesto que en caso de que existan problemas de demanda de los mismos los comprará en el mercado. No hay certezas sobre el costo de este salvataje, aunque potencialmente es enorme. El futuro

de las empresas va a depender finalmente de lo que decida la nueva administración de gobierno. La intervención fue plenamente justificada por los mercados, ya que un colapso en estas instituciones provocaría seguramente una corrida en varios bancos poseedores de títulos emitidos por estas empresas, a la vez que se agudizarían los problemas en el mercado hipotecario.

La mayoría de los estadounidenses todavía observaba con atención el rescate de *Fannie* y *Freddie*, cuando comenzaron los problemas en *Lehman Brothers*, otro importante banco de inversión estadounidense, en la medida en que sus acciones perdieron casi la mitad de su valor entre el 8 y el 10 de setiembre. Las dificultades financieras de *Lehman* databan de algunos meses atrás, pero éstas se agudizaron al no conseguir financiamiento de un inversor externo con quien estaban negociando y al visualizarse una posible caída en su calificación, lo que presionaría aún más sobre la necesidad de financiamiento.

El **15 de setiembre *Lehman Brothers* se declara en bancarota**, a la vez que *Merrill Lynch* es vendida de urgencia al *Bank of America* por 50 mil millones de dólares. La quiebra de *Lehman*, con un pasivo de 613 mil millones de dólares, se convirtió en una de las mayores de la historia estadounidense. El *Bank of America* (que finalmente compró *Merrill Lynch*) y la inglesa *Barclays* estuvieron negociando hasta último momento la absorción de *Lehman*, pero se retiraron de la negociación por falta de garantías gubernamentales en el traspaso. Esta actitud del Tesoro, negándoles respaldo financiero a los posibles compradores, fue fundamental-

GRÁFICO II.1 - PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES
(fin de período; ene-07=100)



FUENTE: PRENSA ESPECIALIZADA

mente una señal hacia el resto de las instituciones financieras acerca del rol de los reguladores.

En este contexto, diez bancos internacionales –entre los que se encuentran el *Bank of America*, *Barclays*, *Citibank*, *Goldman Sachs* y *J P Morgan*, entre otros– crearon un fondo de emergencia de 70 mil millones de dólares para asistir en situaciones urgentes, al tiempo que se comprometieron a mantener entre ellos las líneas de crédito abiertas, de manera de poder soportar la elevada volatilidad financiera internacional. Asimismo, la Reserva Federal amplió las facilidades financieras, aceptando recibir a cambio fondos activos considerados de riesgo (anteriormente la contrapartida del financiamiento eran activos calificados como seguros).

Un día después de la quiebra de *Lehman Brothers*, el **16 de setiembre, el gobierno estadounidense decide rescatar al *American International Group* (AIG)**, una de las principales aseguradoras financieras, que se encontraba al borde de la quiebra, evitando así que aumentara el pánico en un sistema financiero ya sumamente

vulnerable. Al cierre de este Informe, en el Congreso estadounidense se discutía un paquete de salvataje de *Wall Street* por 700 mil millones de dólares para comprar hipotecas de instituciones financieras en problemas, paquete que probablemente sea aprobado en el corto plazo.

1.2. Mercados bursátiles

La esfera donde más rápidamente repercutió la crisis inmobiliaria estadounidense fue el mercado de capitales, donde los problemas del mercado hipotecario aumentaron la incertidumbre de los inversores e imprimieron una gran volatilidad en los índices bursátiles de las principales economías del mundo. Los sucesivos recortes en la tasa de interés de referencia en Estados Unidos a partir de enero de 2008, así como las intervenciones realizadas tanto por la Reserva Federal como por los bancos centrales de las economías avanzadas, inyectando liquidez en los mercados, revirtieron por momentos las caídas registradas en el valor de las acciones, aunque al cierre de este Informe la volatilidad seguía presente y los principales

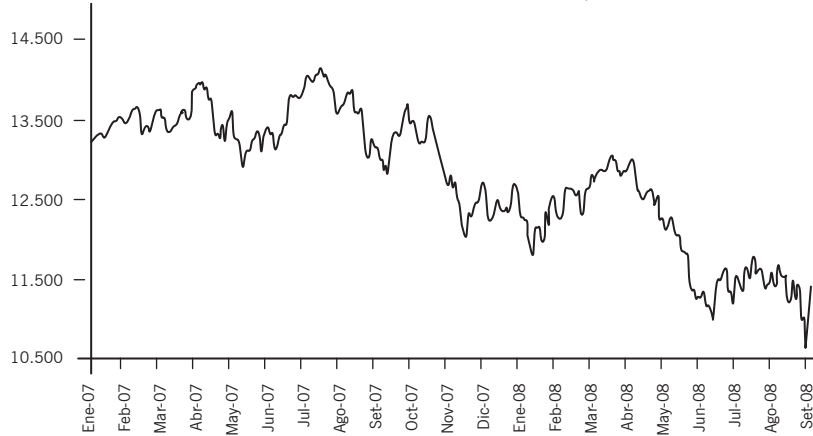
índices bursátiles se encuentran en su mayoría muy por debajo de los niveles de comienzos de este año (Cuadro 8 y Gráfico II.1).

En este sentido, el **índice Dow Jones**, de la Bolsa de Valores de Nueva York, cayó en varias oportunidades en 2008, fundamentalmente en el primer trimestre y luego a partir de junio, acumulando, al cierre de este Informe, una pérdida de 13% respecto a su valor de diciembre de 2007, que ya era inferior a los niveles alcanzados previo al comienzo de la crisis a mediados de 2007. El **índice Nasdaq**, también perteneciente a la Bolsa de Valores de Nueva York, pese a referir a empresas menos vinculadas al problema de las hipotecas, exhibió una evolución similar al *Dow Jones*, acumulando una caída de casi 11% en lo que va del año (Gráfico II.2).

Varios índices bursátiles de bolsas de valores de economías avanzadas presentaron una evolución parecida al *Dow Jones*, entre los que se destaca la caída del *Nikkei*, de la Bolsa de Valores de Tokio, que acumuló pérdidas de casi 15% en lo que va del año y registró una variación negativa de más de 20% respecto a su valor de doce meses atrás.

Al igual que en los episodios de volatilidad anteriores, las economías emergentes también fueron afectadas por la situación financiera internacional, lo que se verificó en pérdidas en sus bolsas de valores, volatilidad del dólar frente a las monedas locales y aumentos en el riesgo país. Tanto el *Bovespa* –índice de la Bolsa de Valores de San Pablo– como el *Merval* –perteneciente a la Bolsa de Valores de Buenos Aires– cayeron fuertemente en 2008, aunque la evolución de

GRÁFICO II.2 - ÍNDICE DOW JONES (datos diarios en puntos básicos)



FUENTE: PRENSA ESPECIALIZADA

ambos índices fue bien diferente, lo que se explicaría por las distintas condiciones macroeconómicas que presentan ambas economías (ver Capítulo III).

1.3. Tasas de interés

Todo lo anterior presionó a la Reserva Federal de Estados Unidos a realizar nuevos recortes en la tasa de interés de los **Federal Funds**, la cual se ubicó a fines de 2007 en 4,25%. Así, el 21 de enero de 2008, en un intento por frenar la estrepitosa caída en los índices bursátiles y ante indicadores de avance de la economía estadounidense que evidenciaban el enlentecimiento de la actividad, la Reserva Federal citó a una reunión extraordinaria, en la cual se decidió reducir la tasa de interés de referencia en 0,75 puntos porcentuales (pp). Esta decisión no fue bien recibida por los mercados, ya que se interpretó como una medida desesperada por tratarse del recorte de tasas más importante de los últimos 25 años y porque se adoptó en una reunión extraordinaria citada tan sólo una semana antes de la reunión ordina-

ria fijada para los días 29 y el 30 de enero (Cuadro 7).

Aun cuando los índices bursátiles se recuperaron levemente en los días posteriores al recorte de tasas, la volatilidad financiera continuó, y antes de la reunión ordinaria del Comité de Mercado Abierto del 29 y el 30 de enero se volvieron a registrar pérdidas en los mercados de valores. Así, el 30 de enero, día en que se publicaron los datos de crecimiento del producto estadounidense del cuarto trimestre de 2007, la Reserva Federal recortó nuevamente la tasa de interés de los **Federal Funds**, en esta oportunidad en 0,5 pp, llevándola a 3%. Al igual que en la reunión del 22 de enero, la decisión no se tomó por unanimidad, ya que algunos miembros del Comité no consideraban oportuno un recorte de tasas tan elevado.

Este segundo recorte de tasas del año, si bien en su momento era ampliamente esperado y solicitado por los agentes, no llevó estabilidad a los mercados financieros y los índices bursátiles estadounidenses continuaron cayendo a medida que la valoración de riesgo por parte de los inversores crecía. A su vez, los

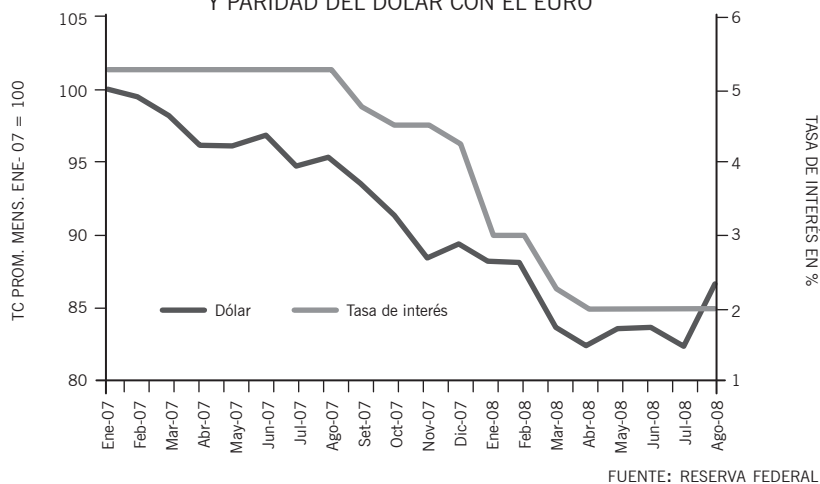
sucesivos recortes no parecen haber afectado las tasas efectivas exigidas por las instituciones financieras para los préstamos interbancarios, ya que las mismas continúan en niveles más elevados. El endurecimiento de las condiciones crediticias en Estados Unidos que esto provoca, retroalimenta los problemas de morosidad y podría afectar más fuertemente al consumo.

En las dos reuniones ordinarias del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal que se llevaron adelante en marzo y abril se realizaron nuevos recortes en la tasa de interés de referencia, la cual se ubica en 2% desde el 30 de abril, el nivel más bajo registrado desde fines de 2004.

Asimismo, como se mencionó al comienzo, la Reserva Federal ha venido interviniendo frecuentemente en los mercados financieros, creando nuevos instrumentos a fin de aumentar la liquidez e intentando asistir a las instituciones en problemas, otorgándoles fondos temporales por plazos especiales y a tasas preferenciales. Estos mecanismos, que se han ido ampliando para abarcar a cada vez más instituciones financieras, intentan reducir las presiones de financiamiento de corto plazo.

Sin embargo, el aumento de las presiones inflacionarias en Estados Unidos en 2008 obligó a la Reserva Federal a ser más cautelosa en el recorte de tasas. De este modo, en las siguientes dos reuniones ordinarias de la autoridad monetaria en junio y agosto, mantuvo incambiada la tasa de interés de referencia en 2%. En su discurso semestral al Congreso, el presidente de la Reserva, Ben Bernanke, no fue claro en cuanto a cuál era el principal riesgo de la economía estadounidense, si una recesión

GRÁFICO II.3 - TASA DE INTERÉS DE LOS FEDERAL FUNDS Y PARIDAD DEL DÓLAR CON EL EURO



FUENTE: RESERVA FEDERAL

o una inflación descontrolada. Esto indicó a los mercados que al menos en las próximas reuniones, la tasa de interés no se movería en ninguno de los dos sentidos. Tras la quiebra de *Lehman Brothers*, las presiones por parte de los mercados para un recorte de tasas aumentaron, pero en la reunión del 16 de setiembre la Reserva decidió mantenerlas incambiadas, demostrando que no tomará medidas desesperadas, aun cuando la inflación interanual disminuyó por primera vez en el año en el mes de agosto.

Una de las principales consecuencias de la política monetaria aplicada en Estados Unidos fue el debilitamiento del dólar –que por su parte fortaleció las exportaciones–, ya que si bien es cierto que el proceso de depreciación del dólar no es reciente, se acentuó con los recortes de las tasas de interés (Gráfico II.3).

El Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón, pese a haber acompañado a la Reserva Federal en las intervenciones de inyección de liquidez y asistencia financiera en los mercados, no flexibilizaron sus políticas monetarias

y las tasas de interés de referencia se mantuvieron en niveles similares a los registrados con anterioridad a las turbulencias financieras. De hecho, en el área del euro, no obstante la rebaja en las estimaciones de crecimiento del producto, el BCE consideró que las presiones inflacionarias crecientes justificaban el aumento en la *Minimum Bid Rate*, la cual pasó de 4% a 4,25% en la reunión del 9 de julio de 2008.

Dados los problemas que enfrentaron varias instituciones financieras de la zona del euro por su relación con activos de alto riesgo del mercado inmobiliario estadounidense, que condujeron a una gran volatilidad en los mercados bursátiles europeos y a un aumento de la incertidumbre, y que se sumaron a los problemas en el mercado hipotecario en algunas economías de la región, los agentes esperaban que en las primeras reuniones de 2008 el BCE redujera su tasa de interés de referencia. Por el momento el BCE, pese a haber intervenido inyectando liquidez en la economía, a la hora de fijar las tasas ha privilegiado el control de la inflación. Sin embargo, es probable que cambie su

posición en las próximas reuniones dado que los datos de crecimiento del producto divulgados recientemente son negativos.

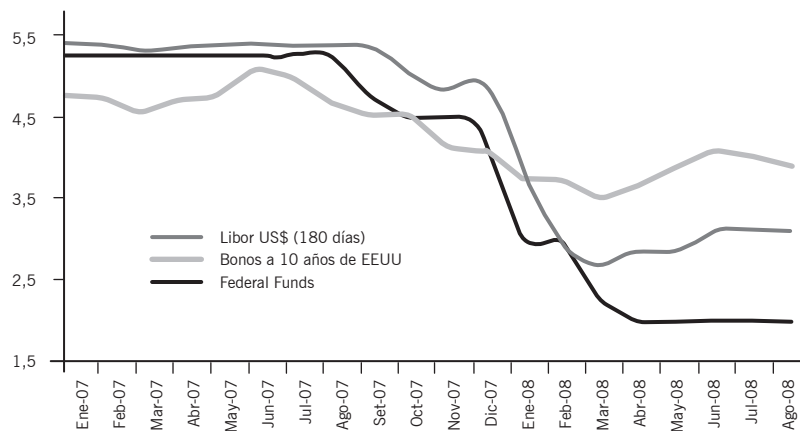
El Banco de Japón, por su parte, también decidió mantener incambiada la tasa de interés *call* en 0,5%, tal como se había fijado en febrero de 2007. Esta posición es consistente con la inflación que recientemente registró la economía japonesa, que si bien es muy baja en relación con la de otras regiones, es la mayor de los últimos años.

La tarea de los bancos centrales se ha complicado progresivamente en los últimos meses, fundamentalmente en las economías avanzadas, ya que éstos se enfrentan al problema de combatir las presiones inflacionarias provenientes, en particular, del aumento en el precio de la energía y los alimentos, en un contexto de reducción del crédito privado y deterioro de las expectativas de crecimiento económico.

En el primer trimestre del año, al igual que en oportunidades anteriores de recorte de tasas de corto plazo, la **tasa Libor** se movió en paralelo con las tasas administradas, cayendo de 5,38% en promedio en agosto de 2007 a 2,68% en marzo de 2008. Sin embargo a partir de ese momento, aun cuando las tasas administradas de corto plazo continuaban bajando, la tasa *Libor* empezó a crecer, aumentando el *spread* entre ellas, lo que refleja las dificultades de la política monetaria para actuar sobre las tasas efectivas que exigen las instituciones para otorgar préstamos. Tras un proceso lento pero continuo de subas, la *Libor* registró en agosto un valor medio de 3,11% (Gráfico II.4).

Las tasas de interés de más largo plazo siguieron una trayectoria

GRÁFICO II.4 - TASAS DE INTERÉS (en %)



FUENTE: BBA, RESERVA FEDERAL

similar a las de corto plazo, cayendo desde el inicio de las turbulencias financieras en junio de 2007, para recién retomar la senda de crecimiento en el segundo trimestre de 2008. Así, el rendimiento medio nominal de los **bonos gubernamentales estadounidenses a 10 años**, situado en 5,1% en junio de 2007, se ubicó en 3,5% en marzo, y desde ahí comenzó a crecer nuevamente. Sin embargo, a partir de junio, en los meses de mayores tensiones financieras y quiebre de instituciones, el rendimiento nominal de estos bonos volvió a caer a la vez que aumentaba su demanda, reflejando la preferencia de los inversores por títulos percibidos como los más seguros, en un marco de crecimiento de la aversión al riesgo.

1.4. Paridades cambiarias

La inestabilidad de los mercados financieros internacionales, el impacto que esto pueda ocasionar en el crecimiento de la economía estadounidense y la diferencia entre las tasas de interés de las distintas regiones del mundo repercutieron en las **paridades cambiarias**, de

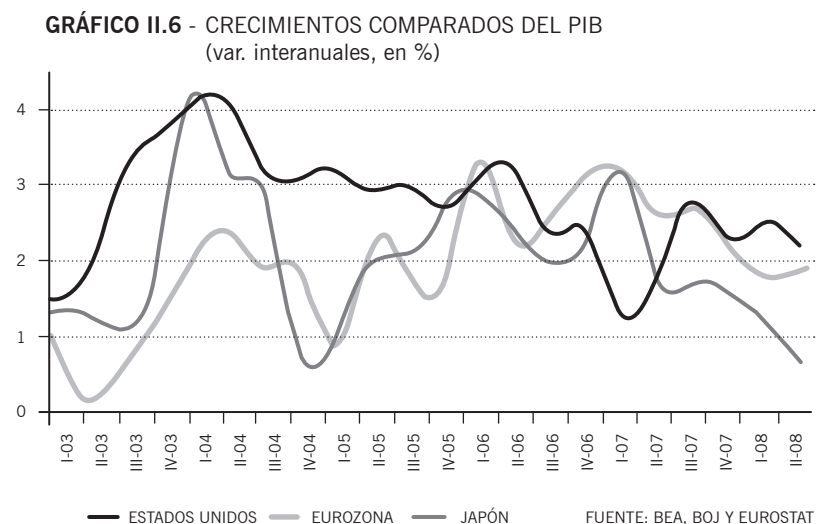
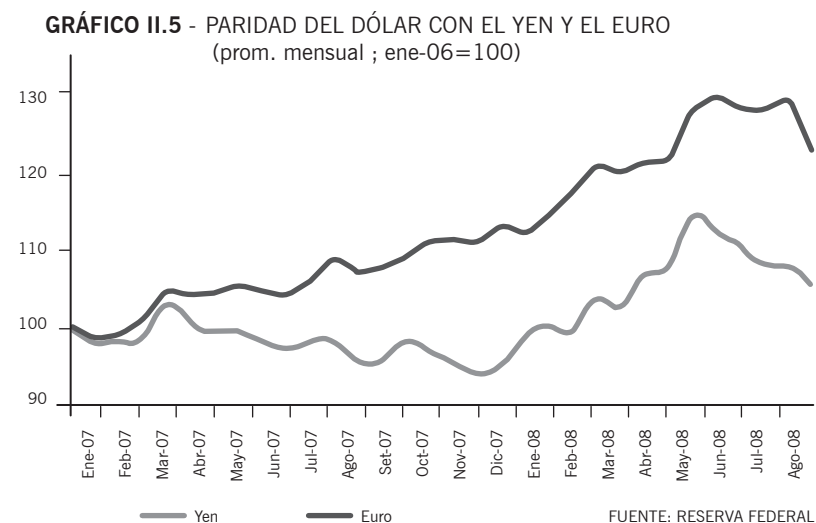
modo que en el primer semestre del año el dólar se depreció fuertemente frente a las principales monedas del mundo. La desvalorización del dólar venía en proceso, como se mencionó anteriormente, pero se vio acentuada por el recorte de tasas de la Reserva Federal y por el aumento de la aversión al riesgo de los inversores, que los llevó a alejarse de los activos nominados en la moneda estadounidense. De esta manera, el dólar, que había comenzado a perder valor fuertemente frente al euro desde mediados de 2007, se depreció 7,6% en los siete meses a julio de 2008, luego de haber perdido más del 9% de su valor frente al euro el año precedente (Cuadro 9 y Gráfico II.5).

No obstante, en agosto de 2008 el dólar –que el 22 de abril había marcado un nuevo récord a la baja frente al euro al cotizar 0,62 euros por dólar– cerró el mes a 0,68 euros por dólar, promediando una cotización de 0,67 euros por dólar en el mes. La leve recuperación de la moneda estadounidense frente a la de la Eurozona se explicaría tanto por la debilidad que registró en el último trimestre el crecimiento

de la zona del euro –que se opone a un crecimiento mejor al esperado en Estados Unidos en igual período– como por el aumento de la demanda de títulos gubernamentales estadounidenses.

2. Nivel de actividad en las principales economías del mundo

En lo que respecta a la actividad, en el primer semestre de 2008 se revisaron las proyecciones realizadas previamente en cuanto al crecimiento y la inflación mundiales. Así, mientras las perspectivas de crecimiento para este año fueron corregidas a la baja, las proyecciones inflacionarias se ajustaron al alza. La profundización de la crisis financiera internacional antes mencionada condujo a revisiones a la baja en las proyecciones de expansión mundial para 2008, fundamentalmente por el enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las economías avanzadas. En las economías emergentes, en cambio, el crecimiento se mantuvo sólido en el primer semestre del año. De este modo, una de las principales preocupaciones de las autoridades monetarias del mundo desarrollado fue el crecimiento de la actividad económica, mientras que en los países emergentes el control de la inflación fue el centro del debate, aunque también existe la interrogante sobre los efectos de la crisis financiera internacional sobre sus ritmos de expansión. Esta situación deriva de que en los últimos doce meses la economía mundial sufrió dos *shocks* paralelos: la crisis financiera internacional, que genera incertidumbre en cuanto a las perspectivas de crecimiento



mundial, y la escalada en los precios de las *commodities*, que también provoca incertidumbre en cuanto a sus consecuencias y duración (Cuadro 1 y Gráfico II.6).

2.1. La economía estadounidense

La **economía estadounidense** creció a tasas interanuales de 2,5% y 2,1% en el primer y segundo trimestre de 2008 respectivamente, tasas que resultaron significativamente superiores a las esperadas, en particular las del segundo trimestre. Esto permitió que la Reserva Fed-

ral aumentara sus proyecciones de crecimiento para el año a entre 1% y 1,6%, las cuales se ubicaban entre 0,3% y 1,2% en abril de 2008. De esta manera, se evitaría una recesión de la economía en 2008, aunque el aumento de los problemas en distintas instituciones financieras a partir del segundo trimestre podría repercutir negativamente en el crecimiento en lo que resta del año (Cuadro 2).

A los factores que empujaron a la desaceleración de la economía de Estados Unidos en 2007 –en particular la caída en la inversión residencial, que habría restado aproximadamente un punto porcentual

al crecimiento del producto—, se suman otros factores surgidos en los primeros meses de 2008 que la profundizarían. En efecto, el consumo privado estadounidense, que da cuenta de más del 70% del PIB de esa economía, creció tan sólo 1,9% en el primer trimestre del año en relación a igual período del año anterior, registrando así el menor crecimiento de los últimos 15 años. La inversión residencial continuó cayendo a tasas interanuales superiores a 15% en el primer trimestre del año y la inversión no residencial, que tampoco fue ajena a la fragilidad generalizada, se contrajo asimismo en el primer trimestre de 2008. Por su parte, las exportaciones y el gasto público aumentaron, contribuyendo positivamente al crecimiento, aunque no alcanzaron a compensar la debilidad de los restantes componentes del gasto.

El freno en el ritmo de expansión del consumo en el primer trimestre se explicaría por los bajos niveles de confianza de los consumidores, los resultados negativos del mercado de trabajo —tanto en materia de empleo como de salarios—, el menor acceso al crédito y la pérdida de riqueza de los hogares, vinculada a la crisis del mercado inmobiliario, y también por el incremento en los precios minoristas, que redujo el ingreso real de los consumidores.

Las condiciones en el mercado inmobiliario continuaron deteriorándose y provocaron nuevas caídas en los precios de las viviendas, de manera que en muchos casos el valor de la hipoteca supera ampliamente el valor del inmueble, aumentando los niveles de endeudamiento de los hogares estadounidenses en relación con su riqueza. Esto generó nuevos aumentos en la morosidad,

la cual se extendió desde el sector inmobiliario hacia otros sectores, como los préstamos para la compra de automóviles e incluso las tarjetas de crédito. Todo ello llevó a que el sistema financiero endureciera las condiciones crediticias, alimentando el ciclo contractivo. De esta forma, pese a las medidas tomadas por la Reserva Federal de recorte de tasas de interés, la concesión de nuevos créditos —tanto a los consumidores como a las empresas— se enlenteció y continúa siendo objeto de gran conservadurismo por parte de las instituciones financieras.

En el segundo trimestre del año, sin embargo, el consumo volvió a acelerar su ritmo de expansión en la medida en que los hogares vieron incrementado su ingreso disponible como consecuencia de la Ley de Estímulo Fiscal, promulgada en febrero. Dicha ley, que consistió en la devolución de impuestos por única vez, por un monto total de 168 mil millones de dólares —aproximadamente 1% del PIB—, estaba dirigida tanto a los hogares, para estimular el consumo (118 mil millones), como a las empresas (los restantes 50 mil millones), de manera de incentivar la inversión empresarial. Con esta medida, que se esperaba que impactara en la economía entre el segundo y el tercer trimestre del año, una familia tipo estadounidense con dos hijos percibiría del gobierno por concepto de devolución de impuestos 1.800 dólares por única vez, de los cuales se esperaba que una buena parte se destinara al consumo.

Los resultados en términos de crecimiento en el segundo trimestre del año, y fundamentalmente los relacionados con el consumo, mostraron que las medidas fiscales repercutieron más rápidamente de lo esperado so-

bre la economía y que una cantidad importante de hogares volcaron al consumo buena parte de la devolución de impuestos que recibieron. No obstante, la propia transitoriedad de las medidas fiscales limita su efectividad en los meses siguientes.

La debilidad del dólar favoreció las exportaciones estadounidenses, a la vez que las menores importaciones hicieron que el saldo de cuenta corriente disminuyera durante todo 2007. Sin embargo, aun cuando la tendencia al aumento de las exportaciones se mantuvo, al igual que la disminución de las importaciones, el mayor precio pagado por las compras de petróleo provocó que en 2008 el saldo de la cuenta corriente empeorara nuevamente.

Por su parte, la Ley de Estímulo Fiscal antes mencionada condujo a un importante aumento del déficit fiscal estadounidense, el cual venía descendiendo en los últimos años y que había sido de 2,2% y 2,9% en términos del producto en 2006 y 2007 respectivamente. Ya en el segundo trimestre de 2008 el déficit fiscal se ubicó en 5,7% en términos del producto, y se prevé que pueda crecer aún más en lo que resta del año.

Las principales consecuencias de la crisis inmobiliaria estadounidense sobre la economía real recaeron, hasta el momento, en la evolución de los distintos indicadores del **mercado de trabajo**. Luego de ubicarse en 4,9% en promedio en el primer trimestre del año, la tasa de desempleo de mayo ascendió a 5,5% y trepó por encima de 6% en agosto. En Estados Unidos esta tasa es considerada un indicador de avance de la evolución económica, ya que su aumento afecta en forma negativa los indicadores de confianza de consumidores y

empresarios, y por ende impacta directamente en los niveles de consumo. Además, desde diciembre de 2007 la economía estadounidense viene perdiendo 80.000 puestos de trabajo en promedio por mes y las solicitudes de desempleo aumentan, lo que evidentemente empeora las perspectivas del mercado laboral.

La **inflación** mantuvo la tendencia creciente que venía registrando desde setiembre de 2007, ubicándose en los doce meses a julio en 5,5%, cifra que no se registraba en Estados Unidos desde hacía más de 10 años. Los precios de los alimentos y de la energía son, básicamente, los que dan cuenta de esta evolución que afecta negativamente el consumo de los hogares y los ingresos reales, dado que los malos resultados del mercado laboral no permiten incrementos en los salarios mayores a los registros inflacionarios. Esta situación complica la decisión de la autoridad monetaria, que se debate entre combatir las crecientes presiones inflacionarias, lo que implicaría un incremento en las tasas de interés de referencia, y el persistente riesgo de una recesión.

2.2. Las economías europeas

La **Eurozona**, compuesta por 15 países desde la integración de Malta y Chipre a comienzos de 2008, creció 0,7% en el primer trimestre del año y se contrajo 0,2% en el segundo en términos desestacionalizados, continuando así el proceso de enlentecimiento del producto que se había registrado en el último trimestre de 2007. De hecho se espera que en el próximo trimestre la tasa de crecimiento del producto en tér-

minos desestacionalizados vuelva a ser negativa (Cuadro 3).

Al contagio de la crisis *subprime* estadounidense que vivieron varias instituciones financieras de la región, se suman los problemas en los mercados hipotecarios locales en algunas economías europeas, entre ellos los casos más notorios de España e Irlanda. Esto deterioró fuertemente la confianza de los consumidores –particularmente en las tres principales economías de la Eurozona: Alemania, Francia e Italia–, incluso cuando en algunas de ellas, como la alemana, los precios de las viviendas no habían crecido en los últimos meses y por lo tanto no deberían existir temores de una posible burbuja inmobiliaria. En el caso alemán, el fortalecimiento que registró el euro en el primer semestre del año junto con el enlentecimiento de la economía mundial, habría comenzado a afectar sus exportaciones, pese a que las mismas –por tratarse fundamentalmente de bienes de capital– no son muy sensibles a las variaciones de los precios.

La **inflación minorista**, al igual que en el resto del mundo, creció en lo que va de 2008 (2,1% a julio) y se ubicó levemente por encima de la meta objetivo de crecimiento de los precios establecida por el BCE (2% para 2008). Esto también influyó negativamente en la confianza de los consumidores, aunque es probable que las presiones inflacionarias disminuyan en el correr del año en la medida en que continúe la desaceleración económica.

2.3. Las economías emergentes

Los **países del Asia emergente** se expandieron aceleradamente en el

primer semestre de 2008 y, según las proyecciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la región, crecerían a tasas cercanas a 8,5%. Esta tasa, aunque elevada, es inferior a la registrada en 2007 (9,6%). La expansión siguió siendo liderada por China e India, países que explican más del 65% del producto regional.

La **economía china** creció a tasas superiores a 10% en los dos primeros trimestres de 2008 en relación a iguales períodos del año anterior. Estos resultados se dieron en un contexto de continuidad de las medidas restrictivas por parte del gobierno con el objetivo de frenar el crecimiento acelerado de la economía y su posible sobreca lentamiento –fundamentalmente en el primer trimestre del año–, y también a pesar del enlentecimiento estadounidense que condujo a una disminución de sus exportaciones hacia ese país. Por el momento, China diversificó el destino de sus exportaciones hacia otras economías emergentes, aunque es probable que el enlentecimiento global repercuta también en esta economía, lo que resultaría en tasas de expansión más sostenibles a largo plazo.

Más allá de que las exportaciones chinas siguen siendo el componente más dinámico del producto de ese país, el ritmo de crecimiento del consumo interno se aceleró significativamente en los últimos trimestres, creciendo a tasas superiores a las registradas en las economías avanzadas, lo que abonaría la teoría de un posible «desacople» de las economías emergentes en relación con las avanzadas. La inversión, que ya venía aumentando sostenidamente desde algunos años

atrás, también se aceleró, y aunque buena parte de ella sigue vinculada a la industria exportadora, una porción cada vez mayor se dirige a infraestructura y propiedades. De todos modos, esta no es la realidad de todas las economías asiáticas, muchas de las cuales todavía dependen fuertemente de sus ventas externas a Estados Unidos.

La inflación minorista mantuvo la tendencia creciente que venía exhibiendo desde mediados de 2007, y para varios países de la región asiática se convirtió en el principal problema económico a enfrentar en el corto plazo. El crecimiento de los precios al consumo se explica, como en otras partes del mundo, por el marcado incremento que registraron desde mediados de 2007 los precios de las *commodities*, particularmente los alimentos y el petróleo. Esto repercute más duramente en la inflación de las economías emergentes, dado que allí los precios de los alimentos tienen mayor peso en las canastas de consumo locales y por tanto inciden con más fuerza en la inflación que en los países con mayor grado de desarrollo.

Para 2008 la meta de inflación establecida por el Banco Popular de China es de 4,8% anual, aunque la inflación interanual en el primer semestre del año prácticamente duplicó esta cifra. Justamente en aras de controlar el aumento de precios, en los primeros meses del año se implementó una serie de medidas que van desde el incremento de las tasas de interés de referencia hasta la suba de los encajes bancarios a niveles récord.

El problema fundamental que enfrentan las economías emergentes en lo que atañe a la inflación es que las políticas más convencionales de

combate a la misma –por ejemplo, una política monetaria restrictiva– parecen cada vez menos eficientes en estos casos. El incremento de las tasas de interés en las economías emergentes, dada la baja que registraron en Estados Unidos y la probable baja que registrarán también en Europa, aumenta la diferencia de tasas a favor de las emergentes, haciéndolas cada vez más atractivas a las inversiones y captando capitales que conducen a aumentar la liquidez, provocando un efecto opuesto al deseado en los precios. Esto es particularmente cierto en el caso chino, donde las turbulencias financieras no parecen haber afectado la afluencia de capitales a la región, los cuales dan cuenta de una porción cada vez más importante en el ingreso total de capitales (considerando dentro del total a las inversiones directas y al del saldo favorable de la balanza comercial).

En este contexto, las economías emergentes buscan políticas menos convencionales para controlar la inflación, como suelen ser las medidas de control administrativo de los precios y los congelamientos temporales de los precios de los bienes más sensibles al consumo, tales como la energía, los alimentos y el transporte; aunque estas políticas puedan distorsionar la relación de precios relativos existente.

El otro problema directamente vinculado al crecimiento reciente de los precios es que la inflación de los alimentos ha sido mayor que la inflación general, lo que según el presidente del Banco Mundial podría condenar a varios millones de personas a la pobreza, principalmente en las economías emergentes. Esto ha presionado a los gobiernos de varias economías emergentes

a tomar medidas para reducir, específicamente, los precios de los alimentos. En este sentido, varios países de la región asiática y otros externos a esa región comenzaron a implementar políticas de restricción de sus exportaciones alimentarias, de manera de asegurar la oferta doméstica y los precios internos. Tal es el caso de países como Camboya, Indonesia, Kazajstán, Rusia, Argentina, Ucrania y Tailandia, entre otros, que son fuertes exportadores de alimentos. Con la misma finalidad algunos países importadores de alimentos estarían aumentando sus *stocks* domésticos. Ambas políticas, aun cuando cumplen sus objetivos a nivel local, fortalecen la suba de precios a nivel internacional.

Pese a las revisiones a la baja en las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas, las perspectivas económicas para **América Latina** continúan siendo relativamente favorables, aunque es probable que los países con mayores vínculos comerciales y financieros con Estados Unidos se vean en mayor medida afectados por la desaceleración en ese país. De esta manera, según datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estas economías habrían crecido 5,7% en 2007 y se expandirían a una tasa levemente menor en 2008. La favorable evolución que registraron los precios de las *commodities* en el primer semestre del año fortaleció las exportaciones de los países latinoamericanos, los cuales son en su mayoría exportadores de estos productos (Cuadro 6).

Las previsiones de inflación anual para la región crecieron en forma importante, en la medida en que la variación de los precios ha

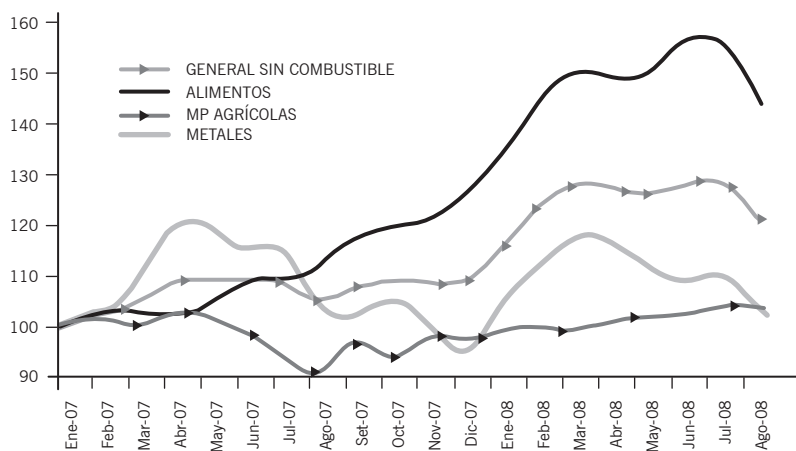
registrado una tendencia creciente, impulsada principalmente por los precios de los alimentos. Por ende, el control de la inflación se visualiza como uno de los principales problemas de mediano plazo para la región, fundamentalmente para aquellos países de historia inflacionaria elevada. Igualmente, los temores de una crisis económica mundial derivada de los problemas que vienen exhibiendo los mercados financieros se mantienen, y el efecto por país dependerá en buena medida de los resultados logrados a nivel macroeconómico en los años de crecimiento.

De cualquier manera, la actual crisis financiera internacional encuentra a la región mejor posicionada para enfrentar *shocks* adversos, ya que cuenta con saldos de cuenta corriente equilibrados y déficit fiscales bajos en comparación con su historia fiscal reciente. Asimismo, la mejoría en la situación macroeconómica general en América Latina se plasmó en una mejor calificación de la deuda pública para algunos países de la región. En resumen, por el momento la crisis financiera internacional ha impactado en la región fundamentalmente a través de las bolsas de valores nacionales, el riesgo país y el tipo de cambio.

3. Los precios internacionales

Pese a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y al enlentecimiento registrado en el ritmo de crecimiento de las economías más avanzadas, los **precios de las *commodities*** continuaron creciendo en el primer semestre de 2008, aunque entre julio y agosto

GRÁFICO II.7 - PRECIOS INTERNACIONALES (ene-07=100)



FUENTE: FMI

comenzaron a retroceder a medida que aumentaba la incertidumbre en torno a la futura evolución de los mercados financieros internacionales. Así, el índice de precios de materias primas que publica mensualmente el FMI¹ acumuló un crecimiento de 37,5% en los primeros seis meses de 2008, luego de haber aumentado 11,8% en 2007 en relación a su valor medio en 2006. De esta manera, el proceso de valorización de las *commodities* que comenzó en 2003 continuó en el primer semestre de 2008, cuando se esperaba que el ritmo de crecimiento de los precios se enlenteciera notoriamente, tanto por las debilidades de crecimiento de las economías más avanzadas como por el hecho de que ya se encontra-

ban en niveles extraordinariamente elevados (en los últimos cinco años los precios crecieron 130%) (Cuadro 10 y Gráfico II.7).

El rápido crecimiento de los precios del petróleo en la primera mitad del año y las persistentes subas en los precios de los alimentos explican básicamente el aumento de este índice en los primeros seis meses de 2008. Una serie de factores, que se detallan a continuación, estarían explicando los aumentos en los precios de las *commodities* en la primera mitad de 2008, aunque interesa diferenciar las razones que presionan al alza los precios del crudo de las que actúan sobre los precios de los alimentos, si bien los mismos han tendido a moverse en paralelo en los últimos años.

En primer lugar, en los últimos años se registraron fuertes presiones de demanda sobre los mercados de *commodities*. Por un lado, el crecimiento de la actividad económica registrado en varias economías emergentes como China e India, el cual fue acompañado de un rápido proceso de industrialización, condujo a un aumento en el consumo per cápita y a una occidentalización

1. En noviembre de 2007 el FMI revisó el índice de precios de las materias primas que publicaba mensualmente, cambiando su año base de 1995 a 2005 y cambiando a su vez los años tomados como referencia para ponderar los bienes que integran el índice según su peso en el comercio mundial. Así, mientras que el índice con base 1995 = 100 tenía en cuenta las participaciones en el comercio mundial de estos bienes entre los años 1995 y 1997, el nuevo índice con base 2005 = 100 considera los pesos en el comercio mundial entre los años 2002 y 2004.

de la dieta, que presionó al alza la demanda mundial de *commodities*, particularmente de alimentos. Asimismo, la migración de parte de la población desde el campo a las ciudades –proceso concomitante a la industrialización– disminuyó la oferta de estos bienes a nivel local, presionando más duramente sobre la demanda mundial. Por otro lado, el incremento en la producción de biocombustibles, alentada tanto por el aumento en los precios del petróleo como por las políticas energéticas llevadas adelante por varias economías desarrolladas, presionó también al alza la demanda de *commodities*, fundamentalmente de granos y de aceites derivados de granos. Teniendo en cuenta las perspectivas de continuidad del proceso de crecimiento económico y el aumento de la población en estas economías en el mediano plazo, los precios de los alimentos continuarán en niveles elevados y dependerán en menor medida de la evolución económica de las economías más avanzadas.

En segundo lugar, se verificaron en los últimos dos años, particularmente, *shocks* de oferta negativos que disminuyeron la disponibilidad de algunos bienes y provocaron una menor respuesta de la oferta a los incrementos registrados en la demanda, presionando al alza los precios. Las importantes sequías registradas en Nueva Zelanda que disminuyeron la disponibilidad de lácteos a nivel mundial, presionando al alza sus precios, es sólo un ejemplo de lo anterior. Adicionalmente, como ya se mencionó, algunos países exportadores netos de *commodities* respondieron a los incrementos de precios implementando retenciones o límites a las ventas externas, de

manera de aumentar la disponibilidad de estos productos en el mercado interno, lo que contribuyó a que los mercados internacionales se vieran más ajustados aún y provocó nuevos aumentos de precios.

Por otro lado, el crecimiento en los precios del crudo presionó al alza los costos de varios productos agrícolas, dado su impacto en los precios de los fertilizantes y el transporte, necesarios para la producción agrícola.

A estos factores se sumó, en los últimos meses de 2007 y primeros de 2008, una creciente demanda especulativa ya que los inversores, como consecuencia de la crisis financiera internacional, se orientaron cada vez más hacia los mercados de *commodities*, que comenzaron a percibirse como alternativas menos riesgosas en momentos en que la incertidumbre financiera era alta.

De cualquier manera, en general, son las condiciones básicas de oferta y demanda de los mercados de *commodities* lo que estaría dando sostén a los precios elevados, aunque la inversión especulativa creciente ha generado grandes oscilaciones en los mismos.

Los precios de los **alimentos** (según el índice que releva mensualmente el FMI y que da cuenta de la evolución de los precios de 8 rubros alimentarios y de un total de 27 productos) crecieron 23,1% en los primeros seis meses del año y aumentaron 41,2% si se los compara con sus precios medios en 2007. Los factores antes señalados explican en buena medida la suba en los precios de los alimentos.

Esto es particularmente notorio en el caso de los cereales, en que las cosechas han sido menores a las previstas para varios productos,

presionando al alza tanto los precios de estos bienes como los de otros productos relacionados, ya sea porque compiten por tierras similares para el cultivo, porque se trata de sustitutos cercanos o bien porque son productos que utilizan estos granos como insumo, como sucede con los ganaderos y pecuarios.

Así, el precio de la soja presentó gran volatilidad en la primera mitad de 2008, y creció en este período fundamentalmente por las expectativas de una mayor expansión en la producción de biodiesel, dados los elevados precios del petróleo. Asimismo, las proyecciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos, que indicaban un aumento importante de la producción de soja en ese país, debieron ser corregidas ante el surgimiento de factores climáticos adversos que podrían impactar negativamente en su oferta interna. No obstante, la demanda de China e India es el principal factor de mediano plazo que presiona al alza la demanda mundial de soja. Por su parte, los elevados precios del trigo en 2007 habían llevado a una expansión del área cultivada, lo que resultó en un aumento de la producción, que presionaría a la baja sus precios. Igualmente, existen presiones al alza en el precio del trigo, como lo es el aumento registrado en el precio del maíz, dado que ambos son sustitutos cercanos para el consumo forrajero.

De esta forma, la evolución de los precios de la soja, el trigo y el maíz, aun cuando presentaron mucho mayor volatilidad en el primer semestre de 2008, sigue asociada fundamentalmente a factores más estructurales, como la caída de *stocks* mundiales de estos productos.

La importante suba en los precios de los alimentos ha tenido un

doble impacto sobre las economías de los países emergentes. Por un lado, dado que la mayoría de estas economías son exportadoras netas de estos bienes, las mismas se han beneficiado con los aumentos en sus precios a través del efecto positivo que tuvo sobre los saldos de sus balanzas comerciales. Por otro lado, estos incrementos afectaron fuertemente la inflación en estas economías, donde los alimentos tienen un peso importante en el consumo (excepto para aquellas economías en que estos productos están subsidiados o sus precios tarifados). De continuar, el encarecimiento de los alimentos podría conducir a una crisis alimentaria mundial, la cual evidentemente afectaría con más dureza a los países pobres.

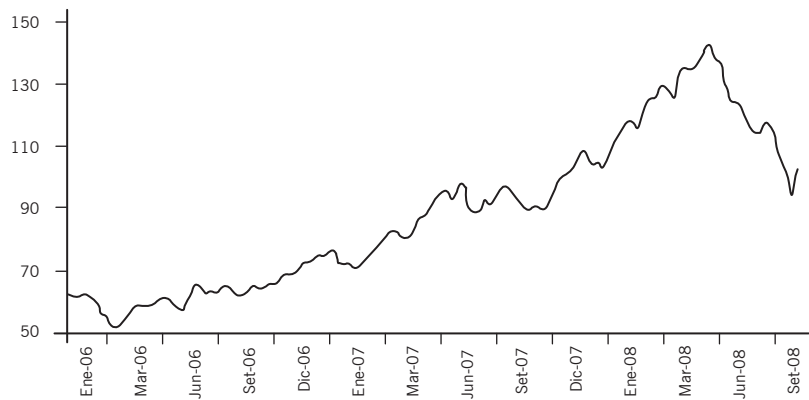
Los precios de las **materias primas agrícolas**² fueron los que menos crecieron en el primer semestre de 2008 entre las *commodities*. La evolución de estos precios se siguió explicando principalmente por la demanda de los países emergentes, en particular de China, para el abastecimiento de la creciente producción industrial.

En el caso de los precios de los **metales**,³ el alza se sigue explicando por el aumento de la demanda de los países emergentes, particularmente asiáticos, para infraestructura, a la vez que la oferta continuó mostrando poca flexibilidad para atender a la creciente demanda. De cualquier modo, los precios de los metales, que eran los que más habían crecido en los cinco años precedentes a

2. Indicador que da cuenta de la evolución de los precios de distintos tipos de madera, el algodón, la lana, el caucho y el cuero.

3. El indicador que elabora el FMI releva la evolución de 8 metales diferentes, ponderados según su peso en el comercio mundial.

GRÁFICO II.8 - PRECIO DEL PETRÓLEO WEST TEXAS
(valores diarios, US\$/barril)



FUENTE: EIA

2008 (238%), fueron los que menos se expandieron este año, debido tanto a los altos niveles en que se encontraban como a la resolución de algunos conflictos mineros que se habían dado en 2007 y que restringían la oferta mundial.

Destaca el crecimiento que registró el precio del oro, que aumentó 10,6% en los primeros seis meses de 2008, aunque había acumulado un incremento de más de 20% en el primer trimestre. Este importante aumento de precios, así como su volatilidad, se explican fundamentalmente por el fortalecimiento de la demanda de oro como reserva de valor ante la debilidad del dólar y la incertidumbre generada en torno a otros activos financieros.

Entre julio y agosto los precios de las *commodities* se retrajeron, particularmente de los alimentos, aunque es difícil anticipar si esto representa un cambio en la tendencia registrada hasta el momento o si en los meses siguientes los precios volverán a retomar la senda de crecimiento. Varios analistas internacionales explican esta caída como el fin de la demanda especulativa en estos mercados, en un contexto

de alta incertidumbre y volatilidad financiera. Sin embargo, una vez superadas las turbulencias financieras de corto plazo, es difícil anticipar hacia dónde irán estos capitales y si las materias primas volverán a ser un activo de inversión atractivo. Evidentemente, es esperable que en algún momento los precios de las *commodities* finalicen el proceso alcista que registran desde hace algo más de cinco años. Sin embargo, las condiciones de oferta y demanda mundial, sostenidas particularmente por las economías emergentes, parecerían indicar que el encarecimiento de estos bienes se prolongaría un tiempo más, aunque probablemente a un ritmo menor.

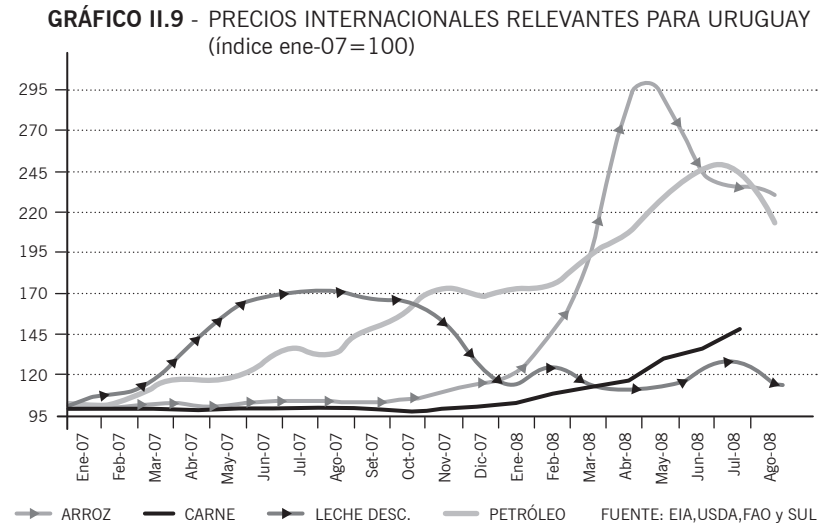
El **precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI)** alcanzó en el año nuevos récords, rompiendo la barrera psicológica de los 100 dólares por barril en el primer trimestre de 2008 y acercándose a los 150 dólares a mediados de julio, cuando comenzó a caer vertiginosamente como resultado de la crisis financiera internacional. De esta manera, el precio del petróleo WTI que en el primer trimestre del año promedió los 98,4 dólares el barril,

alcanzó en el segundo trimestre un registro de 124 dólares el barril, para ubicarse al cierre de este Informe en 104 dólares, aumentando la volatilidad registrada (Gráfico II.8).

Son varios los factores que explican el incremento del precio del crudo en el primer semestre del año y su posterior caída. Entre las principales razones que explican la suba en el primer semestre figuran la ajustada relación entre la oferta y la demanda de petróleo; la inversión especulativa en el mercado de futuros del petróleo, la cual creció fuertemente en los últimos años; y la debilidad del dólar a nivel internacional. De este modo, los precios del crudo crecieron y se volvieron sumamente volátiles a cualquier factor de orden geopolítico que pudiera amenazar su futura oferta, en momentos en que los *stocks* estaban sumamente ajustados y la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) se negaba a incrementar la producción.

El ajuste de *stocks*, a su vez, se debió básicamente a problemas de oferta, ya que la demanda global se mantuvo prácticamente incambiada, con correcciones a la baja en las economías más avanzadas (principales demandantes de crudo) dado el enlentecimiento económico registrado en 2008, y al alza para varias economías emergentes, particularmente Brasil, Rusia, China e India (regiones donde la demanda creció más fuertemente en los últimos años). La falta de inversiones en el sector en los últimos años –al igual que sucedió con otras *commodities*– limitó la capacidad de la oferta para ajustarse a una demanda creciente.

En aquellas economías importadoras netas de petróleo en el primer semestre de 2008 esta situa-



ción afectó muy negativamente sus saldos de balanza comercial y, en la medida en que el precio interno del crudo estuviera subsidiado, sus cuentas públicas, incluso para países exportadores de *commodities*, cuyos precios de exportación también crecieron de manera importante, aunque difícilmente tanto como los del petróleo (Gráfico II.9).

Sin embargo, en contraposición a lo ocurrido en el primer semestre de 2008, a partir de mediados de julio el precio del crudo comenzó a caer estrepitosamente en el marco de una generalizada incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Así, la cotización del barril de petróleo WTI que el 14 de julio se ubicó en 145,2 dólares, alcanzó un mes después (el 14 de agosto) los 115,1 dólares por barril, y continuó cayendo hasta alcanzar el 16 de setiembre 91,5 dólares por barril, cotización a partir de la cual volvió a crecer rápidamente. Además del cambio en la tendencia registrada hasta el momento, cabe destacar la volatilidad del precio del crudo en los últimos meses, en particular en los primeros quince días de setiembre,

registrando variaciones diarias en su valor de hasta 6,5%.

Al igual que en el resto de las *commodities*, es difícil anticipar si esto es un cambio de tendencia o simplemente un nuevo período de volatilidad. No obstante, en este caso existe un mayor consenso entre los principales analistas internacionales en que los precios del petróleo se habían visto altamente influenciados por la incertidumbre financiera de los primeros trimestres y en que la búsqueda de activos más seguros como refugio ante el estallido de la crisis financiera habría llevado los precios del crudo a niveles más sustentados por los propios fundamentos.

El 9 de setiembre la OPEP se reunió en Viena para resolver la actitud a tomar ante este giro en los precios del crudo. Aun cuando algunos países propusieron reducir la oferta de crudo de manera de hacer que sus precios retornaran a los niveles de unos meses atrás, la decisión final fue más conservadora y se optó por respetar la oferta de crudo con que la OPEP se había comprometido hasta el momento, evitando la sobreproducción.



III. Economía regional

Si bien la evolución de las variables macroeconómicas de la economía argentina muestra, en su mayoría, la continuidad de un fuerte crecimiento en la primera mitad de 2008, el clima general de los negocios desmejoró notoriamente respecto a 2007. Al descreimiento sobre la medición oficial de la inflación se sumó la crisis política que duró más de cuatro meses entre los productores rurales y el gobierno, y que culminó con el debilitamiento del poder político de este último, al verse obligado a derogar el sistema de retenciones móviles implementado a mediados de marzo. Por otro lado, a nivel nacional e internacional comenzó a circular el rumor de un posible incumplimiento futuro de las obligaciones del Estado, como consecuencia de la colocación de bonos argentinos al gobierno venezolano a una tasa de interés elevada. El gobierno respondió anunciando la recompra de bonos y el pago de la deuda al Club de París. En este marco, las estadísticas oficiales indican que la economía argentina registró un crecimiento interanual de 8,1% en el primer semestre del año. Cayó el desempleo, crecieron notablemente las exportaciones y mejoraron las cuentas públicas. Por otro lado, la incertidumbre presionó al alza la cotización del dólar, provocando una fuerte reacción del Banco Central que salió a vender moneda extranjera.

Las expectativas de los agentes privados argentinos sobre el crecimiento del PIB indican que la economía crecería 7,3% en 2008. Por su parte, también de acuerdo a las expectativas publicadas por el Banco Central, el crecimiento de los precios internos medidos por la evolución del IPC sería de 9,3% para 2008. Sin embargo, la mediana de las expectativas de inflación que publica la Universidad Torcuato Di Tella¹ es mucho mayor (30%).

La economía brasileña retomó en el segundo trimestre el ritmo de crecimiento registrado en 2007, luego de una leve desaceleración en el primer trimestre de 2008, lo que implicó una expansión interanual de 6% en el primer semestre del año. Por su parte, la inflación se aceleró en 2008, lo que motivó a las autoridades del Banco Central a elevar la tasa de interés. Dicha tasa se ubicó al cierre de este Informe en 13,75%. En los últimos doce meses a agosto la inflación alcanzó 6,2%, superando la meta puntual del Banco Central (4,5%), aunque todavía levemente por debajo del límite superior del rango meta (6,5%). Las exportaciones medidas en dólares registraron mayor dinamismo a partir de mayo de 2008, lo que redujo el ritmo de caída del saldo comercial que venía registrando desde mediados de 2007. El desmejoramiento del saldo comercial implicó que tras cinco años consecutivos de resultados favorables en la cuenta corriente, en 2008 se tornara nuevamente negativo. Por otro lado, entre los meses de abril y mayo dos de las grandes agencias calificadoras internacionales de riesgo elevaron la calificación de la deuda de Brasil al nivel de «grado de inversión». Esto permitirá a la economía nortea acceder a fuentes de financiamiento a un menor costo.

1. Basada en una encuesta a la población en general de grandes centros urbanos.

La mediana de las expectativas de crecimiento de la economía brasileña para 2008 que publica el BCB se ubica en 5,2%. La aceleración de la inflación en los primeros ocho meses del año elevó las expectativas inflacionarias para este año (6,2%), ubicándola muy cerca del límite superior del rango meta (6,5%). En este contexto, se espera que las autoridades monetarias continúen subiendo la tasa de interés de referencia (Selic) en lo que resta del año, y al finalizar 2008 podría ubicarse en 14,75%. La mayor volatilidad del mercado financiero internacional provocará presiones sobre las cotizaciones del dólar en Brasil en lo que resta del año, y así, tras cinco años consecutivos de apreciación, en 2008 el real registraría depreciación frente al dólar.

1. La economía argentina

Más allá de que los datos macroeconómicos de la economía argentina continuaron mostrando un desempeño predominantemente positivo en 2008, el clima de negocios en general desmejoró notoriamente respecto a 2007. Por un lado, la desconfianza y el descreimiento ante la medición oficial de la inflación que habían comenzado en 2007 se agudizaron en 2008 dado que la percepción general es que los precios estarían creciendo sustancialmente más de lo que indica la medición de la evolución del índice de precios al consumo (IPC) del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC). Sin embargo, el gobierno argentino sigue confiando en la medición del INDEC. No contar con estadísticas confiables sobre la evolución de los precios internos provoca diversos problemas. Entre ellos se encuentra el hecho de que los bonos que ajustan su rentabilidad según la evolución del IPC resultan poco atractivos, y en consecuencia su cotización se ve reducida. Por otro lado, en las negociaciones salariales se dejó de tomar en cuenta la inflación medida a partir del IPC en el cálculo de los ajustes. Además, todas las estadísticas que resultan de utilizar el IPC también pasan a ser poco confiables, por ejemplo las mediciones sobre el nivel de pobreza e indigencia cuyo umbral

depende de la evolución de los precios de la canasta básica.

A esto se sumó el conflicto entre el gobierno y el campo que se generó a partir de los cambios en la normativa respecto a las retenciones a las exportaciones de algunos cultivos que impuso el gobierno a partir de mediados de marzo. Como forma de protesta ante esta medida los productores rurales paralizaron sus actividades y realizaron diversos cortes de rutas, distorsionando la libre circulación de bienes y personas. El conflicto que duró algo más de cuatro meses culminó cuando el Poder Ejecutivo se vio obligado a derogar el sistema de retenciones móviles luego de que el Congreso de la Nación resolviera no ratificar dicho sistema. Este hecho fue interpretado por diversos analistas como una derrota del gobierno de Cristina Fernández de Kirchner y un signo de debilitamiento político de la presidencia.

Por otro lado, a nivel nacional e internacional comenzó a circular el rumor de un posible incumplimiento futuro de las obligaciones del Estado como consecuencia de la colocación de bonos argentinos al gobierno venezolano a una tasa en el entorno de 15%, interpretada por los mercados financieros como una tasa de default, lo que provocó reiteradas caídas del índice Merval de la bolsa de valores local y el in-

cremento del riesgo país. Además, la calificadora de riesgo Standard & Poor's le redujo la nota a la deuda soberana argentina. El gobierno no demoró en reaccionar, y con el objetivo de demostrar su intención de cumplir con las deudas y que además tiene los medios para hacerlo, anunció por un lado la recompra de bonos con vencimiento en 2008 y 2009 y por otro el pago de la deuda al Club de París, utilizando para ello las reservas internacionales de libre disponibilidad que posee el Banco Central. Sin embargo, el efecto positivo esperado con dicho anuncio sobre la bolsa de valores y el riesgo país duró muy poco, ya que el contexto financiero internacional desmejoró notoriamente a partir de la difusión de la quiebra de nuevos bancos de gran envergadura en Estados Unidos (ver capítulo II), generando caídas importantes en las bolsas de valores de todo el mundo.

Como ya se mencionó, los datos macroeconómicos sobre la economía argentina continuaron mostrando un desempeño predominantemente positivo en 2008. La evolución del estimador mensual de actividad económica (EMAE) que publica el INDEC y que aproxima la evolución del producto interno bruto (PIB) indica que, si bien en el segundo trimestre del año el crecimiento económico interanual fue algo menor al del primero, la

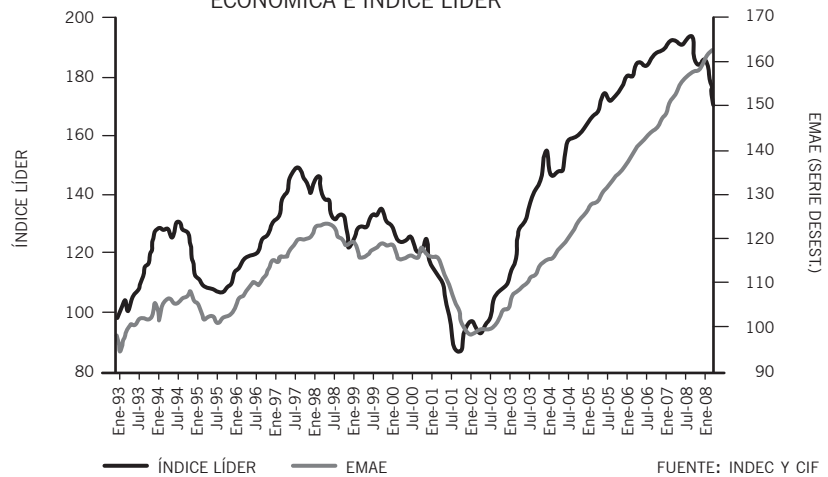
economía argentina se habría expandido 8,1% en la primera mitad del año respecto a igual período del año anterior (Cuadro 13).

Desde el punto de vista sectorial se constata también, tanto en la industria como en la construcción, un menor dinamismo interanual en el segundo trimestre respecto al crecimiento registrado en el primero, seguramente afectados por el conflicto entre el gobierno y el campo antes expuesto. En los primeros siete meses del año, la actividad de la industria manufacturera se expandió 6,5% respecto al mismo período del año anterior, de acuerdo con el estimador mensual industrial (EMI) del INDEC. Las mayores tasas de crecimiento correspondieron a la producción de vehículos y automotores (27,1%) y metálicas básicas (18%), mientras que en igual período la refinación de petróleo y la industria productora de papel y cartón redujeron su actividad (-2,4% y -0,3% respectivamente). Por su parte, el indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC) del INDEC refleja que la actividad de este sector en los primeros siete meses de 2008 registró un crecimiento de 9% respecto a iguales meses del año anterior, luego de haber crecido 6,4% en todo 2007.

A pesar de constatarse la continuidad del crecimiento económico a partir de la evolución de los indicadores antes mencionados, cabe señalar que el índice líder² que

2. Este índice resume la información de las siguientes diez variables: índice general de la Bolsa de Valores de Buenos Aires, Merval Argentina, superficie a construir, despacho de cemento al mercado interno, índice de confianza del consumidor, concursos y quiebras, escrituras de compraventa de Capital Federal, M2, industria

GRÁFICO III.1 - ARGENTINA: ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE LÍDER



elabora el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella cayó en julio de 2008, acumulando seis caídas en los primeros siete meses del año, lo que estaría indicando una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica (Gráfico III.1). La serie tendencia-ciclo de dicho índice comenzó a caer a fines de 2007, anticipando la desaceleración de la actividad económica durante el primer semestre del año. En el Informe de julio se expresó que «todas las señales indican que la economía argentina ha desacelerado su ritmo de crecimiento en el primer semestre del año aun cuando las cifras oficiales no lo muestran» y que los primeros signos

metalmecánica y utilización de capacidad instalada de bienes intermedios. Estos indicadores fueron seleccionados en virtud de su capacidad para anticipar el ciclo económico, su representatividad y cobertura de los distintos sectores y agregados económicos, y su disponibilidad oportuna. Según se indica en la metodología utilizada para su construcción, el índice líder consistentemente ha adelantado, en la muestra, los puntos de giro de la economía argentina en los últimos 18 años, con una anticipación promedio de 4,33 meses para las recesiones y 2,66 meses para las expansiones.

de desaceleración se presentaron previo al conflicto del gobierno con el campo, hecho que profundizó la desaceleración. Además, el índice de difusión,³ que complementa la información del índice líder, indica un alto grado de difusión del cambio de tendencia entre los distintos sectores y agregados económicos (ocho de los diez indicadores que componen el índice líder muestran un desempeño negativo).

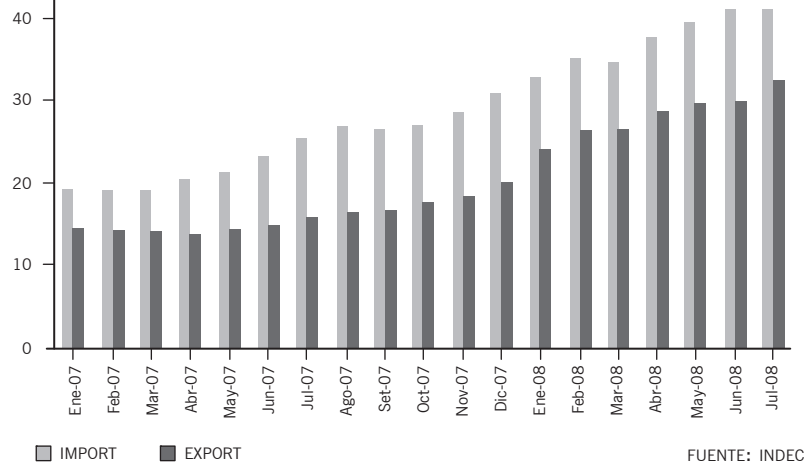
Los datos sobre el **mercado laboral** indican también un cambio negativo en la generación de empleo en el segundo trimestre. La tasa de ocupación cayó 0,2 puntos porcentuales (pp) en el segundo trimestre de 2008 respecto a igual trimestre del año anterior. La tasa de desempleo, que se ubicó en 8% en igual período, también cayó, pero ello se explica por la caída registrada en la tasa de actividad en 0,4 pp. Por su parte, los salarios nominales aumentaron en promedio 24,5% en los siete primeros meses del año respecto a igual período de 2007. Si

3. Este índice refleja cuán difundido está el cambio de tendencia entre los distintos sectores y agregados económicos.

la inflación oficial fuera la correcta, los trabajadores habrían tenido en promedio un incremento del poder adquisitivo de 14,5%; sin embargo es probable que dicho crecimiento haya sido sustancialmente menor.

Las **exportaciones** argentinas medidas en dólares aceleraron en 2008 su ritmo de expansión (Gráfico III.2). En los primeros siete meses del año se registró un crecimiento de las mismas de 37% respecto a igual período de 2007, tras haber crecido 20% en todo el año anterior. Dicho crecimiento se debió fundamentalmente al incremento de los precios de las exportaciones (33%), dado el menor aumento de los volúmenes exportados (3%). Este comportamiento no fue parejo para todas las exportaciones. Mientras que las ventas externas de manufacturas de origen agropecuario (MOA) y las de combustibles y energía sólo crecieron por el comportamiento de los precios, ya que las cantidades exportadas disminuyeron, las exportaciones de origen industrial (MOI) se expandieron más por el incremento del volumen (20%) que por los precios (8%). Los principales productos exportados en términos de valor absoluto fueron las harinas y pellets, porotos y aceite de soja, maíz, vehículos automóviles terrestres, trigo, resto de carburantes, aceite de girasol, naftas y petróleo crudo. Si bien las importaciones en dólares también crecieron fuertemente (45,5%), esto respondió en mayor medida al aumento de las cantidades (29%), ya que en los precios el incremento fue sensiblemente menor (13%). En consecuencia, el saldo de la balanza comercial resultó superavitario en los primeros siete meses de 2008 y superior al de igual período en 2007

GRÁFICO III.2 - ARGENTINA: EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(var. 12 meses, en %)



(aproximadamente 4% del PIB en los doce meses a julio de 2008).

En lo que refiere a las **cuentas públicas**, el saldo primario de los últimos doce meses a julio de 2008 fue de 3,6% del PIB, mayor al registrado en 2007. Ello se debió a que, si bien el gasto primario nominal creció (37,8% en los primeros siete meses de 2008 respecto a iguales meses de 2007), los ingresos nominales lo hicieron algo más (38,8%). En el crecimiento de los ingresos destaca la recaudación por los derechos de exportación (retenciones), que prácticamente se duplicaron en el período. Con ese incremento estas retenciones, que representaban el 9,3% de la recaudación total en los primeros siete meses de 2007, elevaron dicha participación a 13% en igual período de 2008. Ello se debió tanto al crecimiento de las exportaciones ya mencionado, como al incremento de las tasas aplicadas a algunos rubros (soja, girasol, maíz y trigo). Como se dijo anteriormente, la suba de dichas tasas en 2008 fue lo que provocó el malestar de los productores rurales y lo que desencadenó el conflicto político

entre el gobierno y el campo. Se espera que en la segunda mitad del año la tasa de crecimiento de este tipo de ingreso fiscal se reduzca, dada la derogación del sistema de retenciones móviles.

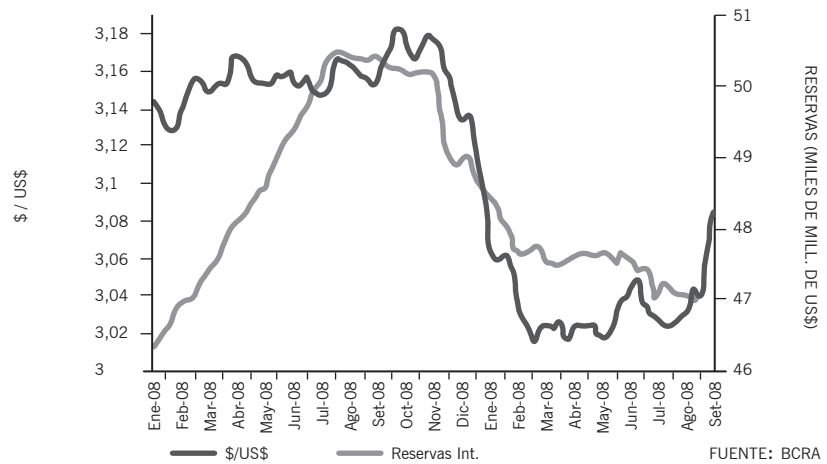
En medio de la incertidumbre pautada por el conflicto político entre el gobierno y el campo, aumentó la demanda de divisas, presionando al alza la **cotización del dólar**. En esta oportunidad ésta no estuvo relacionada, como en otras épocas, con problemas en el sistema financiero ni con los fundamentos de la economía. En abril la cotización media del dólar se ubicó en 3,17 pesos, llegando algunos días a superar 3,18 pesos, mientras que en enero se situaba en 3,14 pesos. Ni bien se iniciaron en marzo las presiones sobre el tipo de cambio, el BCRA comenzó a intervenir en el mercado cambiario con una posición vendedora, logrando frenar en parte dicha presión. En mayo el BCRA redobló esfuerzos con el propósito no sólo de evitar que el dólar creciera, sino de provocar una sensible caída de su cotización. Es así que la cotización media del dólar pasó de 3,18 a principios de

mayo a 3,015 a fines de junio. Luego se mantuvo relativamente estable durante los dos meses siguientes, mientras que en los primeros días de setiembre, en el marco de una coyuntura internacional más vulnerable, volvieron a registrarse presiones al alza sobre la cotización del dólar. El costo total de las intervenciones del BCRA fue una pérdida de reservas internacionales de aproximadamente 3.200 millones de dólares (Gráfico III.3).

Como ya se adelantó, la medición oficial de la evolución de los precios internos de la economía argentina continúa siendo tema de debate. Según el INDEC, la **inflación minorista** acumulada en los primeros ocho meses de 2008 fue de 5,5%, y de 9% en los últimos doce meses a agosto de 2008. Por otra parte, las últimas decisiones tomadas por el INDEC no contribuyeron a mejorar su credibilidad. A partir de la medición de la inflación de mayo se introdujo una nueva metodología para el cálculo del IPC, la que ha sido cuestionada.⁴ Se critica

4. La información disponible sobre la nueva metodología del IPC señala que el nuevo índice tiene como base abril 2008 = 100. Para su construcción se contó con la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares 2004/5 (ENGH), de donde se extrajo la información sobre los cambios en los hábitos de los consumidores a través del análisis de la evolución del gasto. Adicionalmente, se consultaron otras fuentes de información internas y externas al INDEC para obtener un indicador representativo de una estructura actualizada del consumo de los hogares. Como resultado de dichos estudios se determinó una muestra de 440 variedades de productos (anteriormente era de 818) y se actualizó la estructura de ponderaciones. En lo referente a las fórmulas de cálculo y determinación de los índices y subíndices, se mantienen las de la metodología anterior. Se introdujeron innovaciones respecto al indicador de base 1999 = 100, como la utilización de canastas móviles para aquellos productos con alta estacionalidad –ponde-

GRÁFICO III.3 - ARGENTINA: COTIZACIÓN DEL DÓLAR Y RESERVAS INTERNACIONALES EN EL BANCO CENTRAL



la falta de exactitud de las autoridades con respecto a cómo se llevará a cabo el nuevo procedimiento. Más específicamente, se reconoce que el uso de ponderaciones móviles puede aportar a mejorar la calidad de un índice, pero que para ello se necesitaría disponer de una encuesta de gasto realizada en forma sistemática. Si no se cuenta con ella, el uso de esta metodología no contribuirá a mejorar la medición. A esto se agrega la decisión del INDEC de suspender la publicación del índice nacional a partir de mayo. Cabe señalar que los índices de varias provincias venían registrando un crecimiento en los precios mayor al reflejado hasta ahora en la evolución del IPC, que se calcula para el Gran Buenos Aires.

La brecha existente entre las expectativas de inflación para los próximos doce meses que publica mensualmente el CIF de la Universidad Torcuato Di Tella y las que publica el BCRA (REM), que refieren a la evolución del IPC, se

raciones fijas para los subgrupos frutas, verduras e indumentaria, y variables para las variedades que los integran.

duplicó entre enero y agosto de 2008. El indicador del CIF mostraba en enero que los agentes privados esperaban una inflación de 20% en los siguientes doce meses, mientras que los analistas económicos privados que responden la encuesta de expectativas del BCRA proyectaban un crecimiento del IPC de 9,8% para igual período, o sea que la brecha era de 10,2 pp. En agosto el indicador del CIF muestra una inflación esperada de 30% para los siguientes doce meses, mientras que el publicado por el BCRA bajó a 9,5%, por lo que la brecha se duplicó (20,5 pp).

1.1. Perspectivas para lo que resta de 2008⁵

La mediana de las expectativas de crecimiento para 2008 de los agentes privados que publica el BCRA se redujo levemente respecto a la publicada en junio, y se ubicó en agosto en 7,3%. Este incremento implica un crecimiento interanual

5. Las proyecciones para la economía argentina se basan, en su gran mayoría, en las realizadas por analistas argentinos privados que fueron publicadas en la página web del Banco Central de Argentina.

menor a 7% en el tercer y el cuarto trimestre del año. Respecto a los precios internos, los analistas esperan un crecimiento del IPC que publica el INDEC de 9,3%, lo que implicaría un crecimiento de los precios en 2008 algo mayor al registrado por dicha institución en 2007. Por su parte, como ya fue señalado, las expectativas de inflación publicadas por el CIF indican un mayor crecimiento de los precios internos. En efecto, la mediana de dichas expectativas en el mes de agosto es de 30% para los siguientes doce meses. Se estima que la volatilidad del mercado financiero internacional generará presión sobre la cotización del dólar a nivel local. Ello implicaría que en 2008 la moneda local registraría una depreciación algo menor que en 2007.

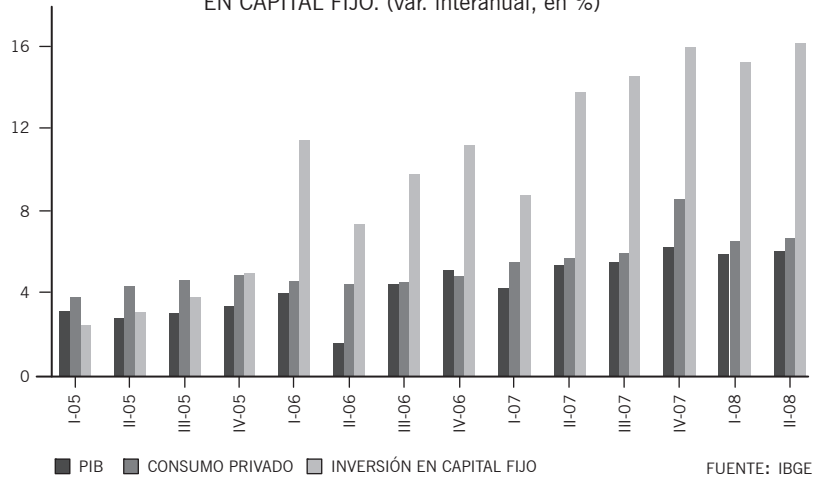
Por otra parte, se registraría un superávit de la balanza comercial algo inferior al del año precedente, tanto en dólares corrientes como en términos del PIB (10.000 millones de dólares y 3,1% del PIB). El saldo de cuenta corriente resultaría asimismo superavitario, aunque también menor al de 2007 (1,8% del PIB aproximadamente).

En el ámbito fiscal, el mayor ingreso tributario por concepto de retenciones a las exportaciones permitiría cerrar el año 2008 con un superávit primario de la nación en el entorno de 3,5% del PIB, superando la meta del gobierno (3,15%).

2. La economía brasileña

La economía brasileña retomó el ritmo de crecimiento de 2007 en el segundo trimestre de 2008, tras haber registrado una desaceleración en el primer trimestre. El PIB

GRÁFICO III.4 - BRASIL: PIB, CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN EN CAPITAL FIJO. (var. interanual, en %)



creció 1,5% en el segundo trimestre respecto al primero en términos desestacionalizados, lo que implicó una expansión interanual de 6% en el primer semestre de 2008.

Desde el punto de vista sectorial, destaca positivamente el crecimiento interanual de 7,1% de la actividad agropecuaria y en términos desestacionalizados de 3,9% respecto al trimestre anterior. Por su parte, en el segundo trimestre la actividad industrial creció 5,7% y la de servicios 5,5% respecto a igual período del año anterior.

En cuanto a la demanda, es relevante el crecimiento interanual en el segundo trimestre del consumo y la inversión –6,7% y 16,2% respectivamente–, y en ambos casos el incremento respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados fue mayor que el registrado en el primer trimestre (Gráfico III.4). En el caso de la inversión, el crecimiento fue de 5,4% respecto al trimestre anterior, mientras que en el primer trimestre había crecido 1,6%.

El mayor consumo respondió al incremento de la masa salarial, tanto por el aumento en el número

de ocupados como por el de los ingresos, así como al crecimiento del crédito a las personas físicas. La tasa de desempleo cayó 1,6 pp en los primeros siete meses de 2008 respecto a igual período de 2007 y se ubicó en promedio en 8,2%. Dicha caída respondió al incremento del empleo, que creció 1 pp en igual período, en tanto la tasa de actividad también creció pero muy levemente (0,1 pp). Por su parte, el ingreso medio real de los trabajadores registró un incremento interanual promedio de 2,4% en igual período.

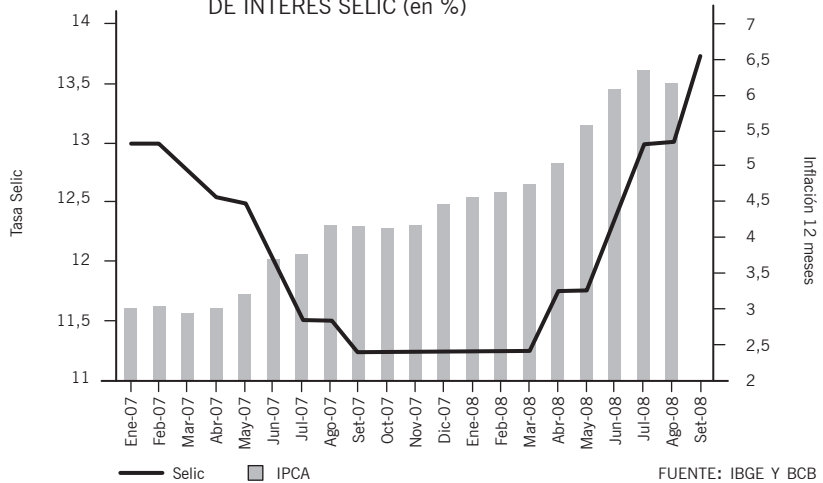
El contexto de mayor crecimiento de los precios internos que se inició en la segunda mitad de 2007 y continuó en lo que va de 2008 motivó a las autoridades del Banco Central de Brasil (BCB) primero a mantener incambiada la tasa de interés *Selic* durante seis meses consecutivos –luego de un proceso de continuas reducciones de la tasa iniciado a fines de 2005–, para luego elevarla en las cuatro últimas reuniones del Comité de Política Monetaria (COPOM) (Gráfico III:5). Dicha tasa se ubicó al cierre de este Informe en 13,75%.

Mientras que la **inflación minorista** fue de 3% en 2006 y de 4,5% en 2007, la registrada en los últimos doce meses culminados en agosto de 2008 ascendió a 6,2%. Por lo tanto actualmente se ubica por encima de la meta central del BCB, que es de 4,5%, pero levemente por debajo del límite superior del rango meta (6,5%). Al igual que en 2007, el mayor foco de presión inflacionaria fue liderado por el crecimiento de los precios de los bienes que integran el grupo alimentos y bebidas. Ese incremento se explica, fundamentalmente, por el contexto internacional de expansión de los precios de las *commodities*.

En 2008 el superávit comercial continuó deteriorándose, aunque a partir de mayo disminuyó el ritmo debido al mayor dinamismo registrado en las exportaciones (Gráfico III.6). Si bien la **balanza comercial** sigue siendo favorable, el vigoroso crecimiento de las importaciones a tasas crecientes provocó que el saldo en los doce meses cerrados en agosto de 2008 resultara sustancialmente inferior al del año anterior. Dicho saldo fue de aproximadamente 29.500 millones de dólares y representó una reducción de 15.000 millones de dólares respecto al de igual período de 2007. Las importaciones crecieron 48% en los doce meses cerrados en agosto de 2008, mientras que en igual período las exportaciones se expandieron 24,5%.

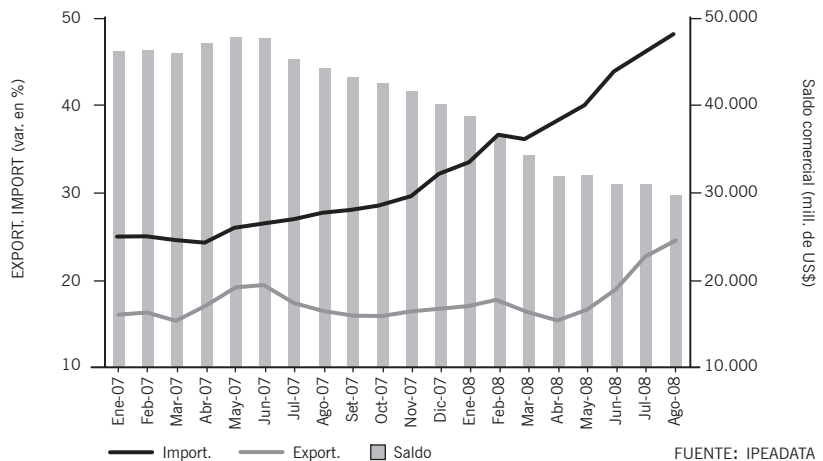
Tomando las **exportaciones** en dólares corrientes acumuladas, en los primeros ocho meses de este año se constata una aceleración del crecimiento interanual (27,7%). Las ventas al exterior que más se expandieron en ese período fueron las de productos básicos (51,6%), funda-

GRÁFICO III.5 - BRASIL: INFLACIÓN Y META DE LA TASA DE INTERÉS SELIC (en %)



FUENTE: IBGE Y BCB

GRÁFICO III.6 - BRASIL: EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL DE BIENES (últ. 12 meses, en mill. de US\$ y var. en %)



FUENTE: IPEADATA

mentalmente por el crecimiento de los precios de exportación de algunos rubros. Destaca el aumento de las ventas de soja en grano (79,2%), petróleo bruto (75,2%), salvado de soja (55,8%) y carne de pollo (50,8%). Las exportaciones de bienes semimanufacturados y manufacturados también se expandieron, pero en menor medida que los básicos (28,5% y 14,5% respectivamente).

Por su parte, en los primeros ocho meses de 2008 las **importaciones** en dólares corrientes se expandieron 52%. Las compras de materias primas y bienes intermedios, que

son las que más pesan en el total de las importaciones brasileñas (48%), crecieron 45% en dicho período, lo que se explica por el incremento de la actividad productiva del país. El resto de las importaciones según categoría de uso, todas con menor peso relativo en el total, se expandieron también significativamente: bienes de capital 50%, combustibles y lubricantes 83,2% y bienes de consumo 44,2%.⁶

6. El peso relativo de las importaciones de bienes de capital en el total importado fue de 20,6% en el período, combustibles y lubricantes 19% y bienes de consumo 12,4%.

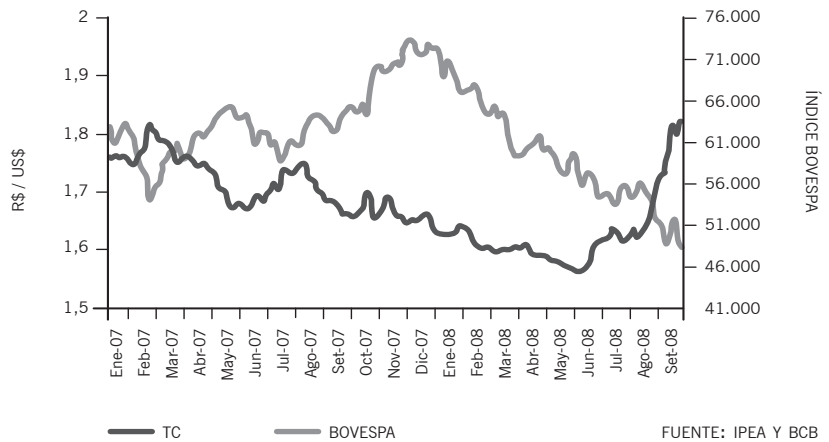
En 2007 la economía brasileña registró, por quinto año consecutivo, un superávit en la **cuenta corriente**, luego de una historia fundamentalmente deficitaria. Pero en 2008 el menor saldo de la balanza comercial hizo que fuera nuevamente deficitaria. El déficit en cuenta corriente acumulado en los últimos doce meses a julio de 2008 fue de 1,3% del PIB.

Sin embargo, el cuantioso ingreso de capitales que viene registrando la economía brasileña permitió financiar sin inconvenientes dicho déficit. Efectivamente, sólo en lo que tiene que ver con la inversión extranjera directa, el ingreso de capitales representó 2% del PIB en los doce meses a julio de 2008.

A ello se suma además el hecho de que Brasil obtuvo por parte de agencias calificadoras internacionales un aumento en la calificación de su deuda soberana que la ubicó en el estatus de grado de inversión (*investment grade*), lo que significa que los inversores internacionales recibieron la señal de que Brasil es un país seguro para invertir. El principal beneficio de contar con esa calificación es la posibilidad de atraer grandes inversionistas institucionales de países desarrollados que, por reglas de sus estatutos, solamente pueden invertir en activos considerados de bajo riesgo. En algunos casos se exige como mínimo la calificación de grado de inversión de su deuda soberana por lo menos por parte de dos grandes agencias calificadoras, como pasa ahora con Brasil. Esto significa tener la posibilidad de financiamiento externo a menores tasas de interés.

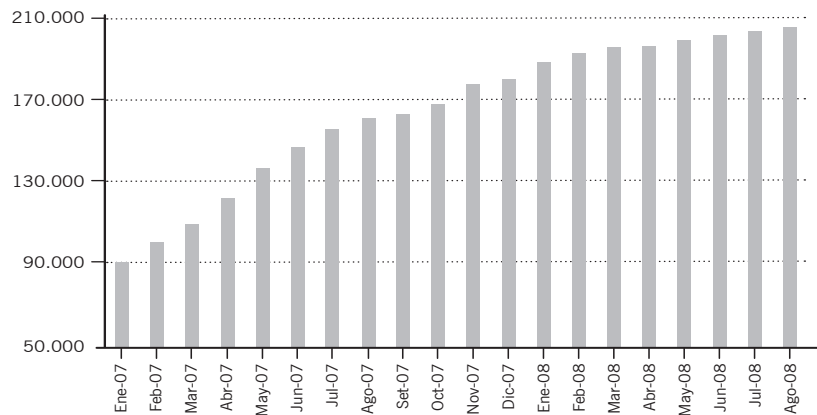
Por su parte, las inversiones de cartera, que son inversiones más volátiles, sufrieron en 2008 los vaivenes

GRÁFICO III.7 - BRASIL: TIPO DE CAMBIO Y BOVESPA



FUENTE: IPEA Y BCB

GRÁFICO III.8 - BRASIL: RESERVAS INTERNACIONALES (en mill.de dólares)



FUENTE: BCB

de la crisis financiera internacional, afectando al mercado bursátil y a la cotización del real frente al dólar. Es así que desde mayo el índice Bovespa de la Bolsa de Valores de San Pablo registró caídas, y se ubicó al cierre de este Informe 11,4% por debajo de su nivel en igual fecha de 2007 y 24% debajo del valor de fines de 2007 (Gráfico III.7). La cotización del dólar presentó una tendencia predominantemente descendente hasta los primeros días de agosto de 2008, cuando a raíz de nuevas turbulencias financieras internacionales comenzó a crecer.

Ello implicó que la cotización media de los primeros quince días de setiembre se ubicara prácticamente al mismo nivel que en febrero de 2008, lo que significaría una apreciación acumulada del real de 2,9% en los primeros nueve meses del año, mientras que a julio acumulaba una apreciación de 12,3%.

Por su parte, el BCB continuó acumulando **reservas internacionales** en 2008, aunque a un ritmo decreciente (Gráfico III.8), con el doble propósito de contener la caída de la moneda local registrada durante la mayor parte del año,

e incrementar el *stock* de divisas como reserva para hacer frente a contingencias externas adversas. Dichas reservas sumaron un total de 205.116 millones de dólares al finalizar el mes de agosto de 2008 (aproximadamente 14% del PIB), incrementándose en casi 25.000 millones de dólares (13,7%) respecto al *stock* registrado al finalizar 2007.

Respecto a las **cuentas públicas**, creció el superávit primario, que pasó de 4% del PIB en diciembre de 2007 a 4,4% en julio de 2008, lo que permitió que el déficit global se redujera de 2,2% a 1,9% del PIB. Por su parte también se redujo la deuda líquida pública en términos del PIB, la que pasó de 42,7% en diciembre a 40,6% en julio, debido al incremento del PIB en dólares, ya que la deuda en reales corrientes se incrementó en 3,6% en dicho período.

2.1. Perspectivas para lo que resta de 2008⁷

La mediana de las expectativas de los agentes privados brasileños

sobre el crecimiento del PIB para 2008 aumentó a partir de que se difundió información sobre el mejor desempeño de la economía en el segundo trimestre de año. Dicha mediana pasó de 4,8% en mayo a 5,2% al cierre de este Informe. En materia de precios, se estima que la inflación minorista acumulada a diciembre de 2008 sea mayor a la de 2007 (6,2%), por lo que se ubicaría en un nivel muy cercano al margen superior del rango meta del BCB (4,5%, con un margen de 2 pp por encima y por debajo). En este contexto, se estima que las autoridades del BCB continuarán subiendo la tasa de interés de referencia (*Selic*), la que podría ubicarse en 14,75% al finalizar el año.

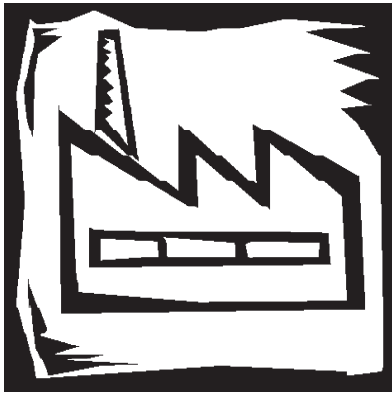
Al cierre de 2008, el saldo comercial sería favorable pero sustancialmente inferior al del año precedente (23.700 millones de dólares, frente a 40.000 millones en 2007), lo que explicaría el cambio de signo del resultado de la cuenta corriente, que este año pasará a ser

deficitario (1,6% del PIB) luego de cinco años de superávit. Sin embargo, se estima que no existirán problemas de financiamiento externo, dado que sólo de inversión extranjera directa se prevé un ingreso de aproximadamente 2% del PIB.

La mayor volatilidad del mercado financiero internacional provocará presiones sobre las cotizaciones del dólar en Brasil, por lo que se espera que, tras cinco años consecutivos de apreciación, el real se deprecie frente al dólar en 2008.

En lo que respecta a las cuentas públicas, el gobierno brasileño registraría un superávit primario de 4,3% del PIB en 2008, lo que resultaría en un déficit nominal fiscal consolidado cercano a 1,7% del PIB, inferior al de 2007. Comparada con el *stock* registrado en diciembre de 2007, la deuda pública líquida se reduciría en 2,2 pp respecto al PIB al finalizar el año (40,5% del PIB), y ello se explicaría fundamentalmente por el incremento del PIB.

7. Las proyecciones planteadas para la economía brasileña se basan, en su gran mayoría, en las realizadas por analistas brasileños privados que fueron publicadas en la página web del Banco Central de Brasil.



IV. Nivel de actividad y sectores productivos

La actividad económica se aceleró de forma sorprendente en el segundo trimestre de 2008, y así al cabo de los primeros seis meses del año el PIB fue 13,1% superior al de igual período de 2007. Pese a que en el mundo se produjeron importantes turbulencias financieras y la actividad económica de los países desarrollados se desaceleró en la primera mitad de 2008, en Uruguay casi todas las actividades productivas se expandieron a un ritmo todavía superior al que lo venían haciendo. El mayor dinamismo provino del notable crecimiento real de la demanda interna (19% con respecto al primer semestre de 2007), así como de la externa (16,3%). El componente más dinámico de la demanda interna fue la inversión que llevaron a cabo el sector público y el privado, al tiempo que el consumo también creció apreciablemente. Todos los sectores productivos crecieron, con la única excepción de la producción de energía eléctrica debido a que la sequía la afectó muy negativamente.

Si el PIB dejara de crecer en la segunda mitad de 2008 y se mantuviera estable, la actividad económica del país se expandiría 10,5% en el promedio del año respecto a 2007. No obstante, se estima que la expansión habría continuado en el trimestre julio-setiembre, aunque no al excepcional ritmo de los primeros seis meses del año, al tiempo que en el último tramo de 2008 la inestabilidad financiera internacional podría derivar en una repentina parálisis de la actividad interna. De este modo el PIB crecería 11,5% en 2008 respecto a 2007. El sector transporte y comunicaciones y la industria manufacturera liderarían el crecimiento, mientras que comercio, restaurantes y hoteles crecería a un ritmo apenas levemente inferior al del promedio. El único sector que contribuiría negativamente al crecimiento sería el de electricidad, gas y agua.

1. El contexto externo se tornó menos favorable que en 2007, sin embargo la actividad económica interna se aceleró

Durante la primera mitad de 2008 las turbulencias financieras originadas en la crisis hipotecaria de Estados Unidos se hicieron cada vez más frecuentes y profundas, al tiempo que las principales economías del mundo siguieron desacelerándose, factores que no impidieron que los precios del petróleo se dispararan,

todo lo que conformó un escenario internacional no tan favorable para Uruguay como en 2007. Por su parte, los precios internacionales de los bienes de origen agropecuario continuaron creciendo apreciablemente en dólares corrientes en el primer semestre, pero el petróleo se encareció mucho más, lo que, de profundizarse, podría traducirse en una pérdida de términos de intercambio para Uruguay al cabo de 2008.¹

1. Ver capítulo II (Economía internacional) de este Informe.

Pese a que también desmejoró con respecto a 2007, el escenario regional continuó siendo favorable para nuestro país en la primera parte de 2008. Por una parte, el conflicto político en Argentina entre el gobierno y los empresarios agropecuarios introdujo una apreciable incertidumbre y, por otro lado, el Banco Central de Brasil elevó tasa de interés de referencia *Selic* para contener la creciente inflación, lo que desaceleró la actividad económica en el primer trimestre –aunque ello se revirtió

CUADRO IV.1 EVOLUCIÓN DE LA OFERTA Y DEMANDA FINALES
(variaciones e incidencias sobre valores a precios constantes, en %) (1)

	Variación					Incidencia 2007	Variación		Ene-Jun 08 / Ene-Jun 07 (2)	
	2003	2004	2005	2006(2)	2007(2)		Ene-Mar 08 / Ene-Mar 07 (2)	Abr-Jun 08 / Abr-Jun 07 (2)	Variación	Incidencia
I.OFERTA FINAL	3,2	16,0	7,9	10,3	8,4	8,4	12,0	24,3	18,1	18,1
1.Producto Interno Bruto	2,2	11,8	6,6	7,0	7,4	4,9	9,8	16,3	13,1	8,8
2.Importaciones	5,8	26,8	10,8	17,6	10,3	3,5	16,2	41,1	28,2	9,3
II.DEMANDA FINAL	3,2	16,0	7,9	10,3	8,4	8,4	12,0	24,3	18,1	18,1
1.Demanda Interna	2,8	11,0	4,4	11,4	7,8	5,4	11,4	26,5	19,0	12,9
a) Inversión Bruta Interna	18,0	22,0	7,6	20,7	11,2	1,1	33,9	108,0	66,7	4,9
i) Inversión Bruta Fija	-11,4	30,2	17,5	25,9	5,8	0,5	11,1	49,7	31,6	2,7
Construcción (3)	-11,2	12,0	12,2	17,0	2,0	0,1	-4,0	-1,3	-2,3	n/d
Plant. y Cultivos	3,4	-18,8	35,2	5,8	-2,4	-0,0	n/d	n/d	n/d	n/d
Maq. y Equipos	-14,4	72,2	21,5	37,3	9,9	0,4	22,1	120,8	66,3	-0,8
ii) Var. de Existencias	386,6	3,1	-21,2	-1,8	40,9	0,6	n/d	n/d	n/d	n/d
b) Consumo Total	1,1	9,5	4,0	9,9	7,2	4,3	8,3	18,0	13,2	8,0
i) Consumo Público	-4,8	2,5	0,0	3,5	3,0	0,2	2,7	3,9	3,2	0,2
ii) Consumo Privado	2,0	10,6	4,5	10,8	7,8	4,1	9,2	19,7	14,6	7,8
2.Exportaciones	4,2	30,4	16,3	8,0	9,7	3,0	13,3	19,4	16,3	5,3

(1) Variaciones sobre valores a precios de 1983.

(2) Cifras preliminares.

(3) En los datos trimestrales este rubro incluye, además de la inversión en construcción, la de plantaciones y cultivos permanentes.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

en el segundo-. No obstante, los impactos de la región sobre la actividad económica nacional fueron en su mayoría favorables, fundamentalmente debido a que ambos países siguieron expandiendo sus economías a buen ritmo. Después de varios años de caída, el número de turistas argentinos se incrementó en los primeros ocho meses de 2008, a la vez que el número de visitantes brasileños continuó su tendencia creciente. Por su parte, las exportaciones de bienes hacia la región gozaron de un apreciable dinamismo (en dólares corrientes, en el primer semestre de 2008 crecieron 35,2% las destinadas a Argentina y 52,0% las que se di-

rigieron a Brasil, respecto a igual período del año anterior).²

En este contexto, las exportaciones de bienes y servicios totales se incrementaron 16,3% en términos reales en la primera mitad de 2008 respecto a un año atrás (Cuadro IV.1). Según informó el BCU, se destacaron las exportaciones de pasta de celulosa, productos agrícolas, productos químicos y material de transporte. Medidas en dólares corrientes, las exportaciones de bienes registraron tasas de crecimiento inusualmente elevadas en lo que va de 2008 (46,4% en

2. Ver capítulos III (Economía regional) y V (Sector externo) de este Informe.

enero-julio respecto a igual período del año anterior). Ello se explica principalmente por la evolución de los precios, al tiempo que los volúmenes exportados habrían crecido mucho menos. Por su parte, el número de turistas que visitaron el país en los primeros seis meses del año fue 10,9% superior al de igual período de 2007 y las divisas que ingresaron fueron 19,8% mayores (en dólares corrientes). No obstante, esto último refleja en buena medida el incremento de los precios en dólares de tales servicios mientras que las exportaciones de servicios turísticos en términos reales habrían permanecido en un nivel similar al mismo período de 2007.

CUADRO IV.2 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA
(variaciones sobre valores a precios constantes, en %) (1)

	2003	2004	2005	2006 (2)	2007 (2)	Ene-Mar 08/ Ene-Mar 07	Abr-Jun 08/ Abr-Jun 07	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07
TOTAL	-11,4	30,3	17,5	25,9	5,8	11,2	49,8	31,6
PÚBLICA	-11,1	0,9	8,0	33,6	2,1	58,6	24,8	38,0
PRIVADA	-11,4	40,4	19,8	24,2	6,7	4,1	55,2	30,4

(1) A precios de 1983.

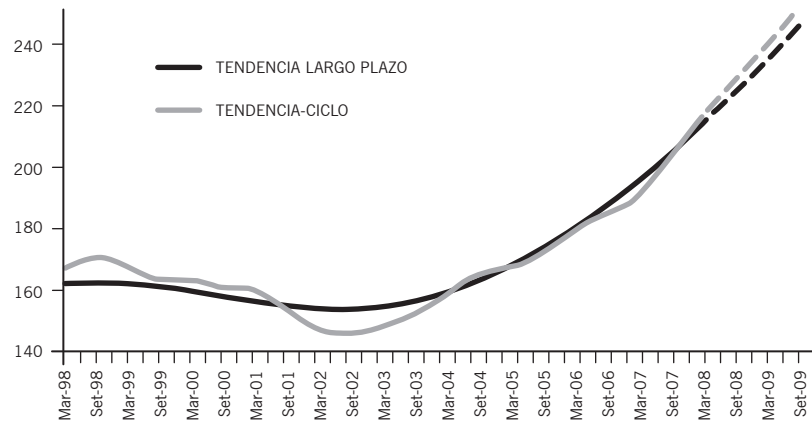
(2) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

La demanda interna se aceleró fuertemente en los dos primeros trimestres de 2008 (creció 19% en comparación con la de enero-junio de 2007) impulsada por el notable aumento de la inversión bruta interna (66,7%) y el mayor ritmo de crecimiento del consumo (13,2%). El aumento del consumo se debió básicamente al incremento del consumo privado (14,6%), ya que el del sector público creció mínimamente (3,2%). Entre los factores que determinaron el incremento del consumo del sector privado figuran el mayor ingreso real de los hogares (en enero-junio aumentó 11,2% en comparación con igual período de 2007) y el incremento real del crédito al consumo. La inversión aumentó tanto por su componente fijo como por el incremento de las existencias de crudo y productos derivados del petróleo así como de arroz. El incremento de la inversión fija en el primer semestre resultó de un aumento de 38% de la del sector público y de uno de 34% en el sector privado (Cuadro IV.2).

El fuerte impulso que registraron las inversiones en los últimos años y los incrementos en la eficiencia y productividad habrían permitido que el PIB potencial, medido por la tendencia de largo plazo del PIB, creciera con una intensidad similar a la del PIB en 2007 (8,5% según estimaciones propias de la

GRÁFICO IV.1 - PIB: COMPONENTE DE TENDENCIA - CICLO
Y TENDENCIA DE LARGO PLAZO (IVF, 1983 = 100)



FUENTE: IECON

tendencia de Hodrick-Prescott) y continuara expandiéndose aceleradamente en el primer semestre de 2008 (Gráfico IV.1).³ Ello implicaría que, posiblemente, la fase actual de crecimiento no se vea restringida por límites impuestos por la capacidad instalada dado que por el contrario ésta siguió expandiéndose rápidamente, al tiempo que la productividad habría continuado aumentando en diversos sectores.⁴

3. La tendencia-ciclo del PIB recoge el nivel de largo plazo y las fluctuaciones cíclicas debidas a la actividad económica, eliminando de la serie los factores estacionales e irregulares. Para descomponer la tendencia y el ciclo separadamente se utilizó el filtro de Hodrick-Prescott (HP).

4. Según estimaciones de la Cámara de Industrias del Uruguay (CIU) existiría una considerable capacidad ociosa en muchas ramas industriales, por lo que

Es conocido que en los últimos años se verificaron cuantiosas inversiones en diversos sectores industriales que habrían incrementado apreciablemente su capacidad instalada

es posible que una parte del crecimiento manufacturero que se está verificando en los últimos años sea la expresión de una mayor utilización de esas capacidades productivas ya instaladas. Las estimaciones de la CIU indican que en el primer trimestre de 2008 la industria manufacturera utilizó 67% de la capacidad instalada (excluyendo a la refinería de ANCAP y a la planta de Pepsi en Zona Franca de Colonia), lo que permite conjeturar que, pese al notable crecimiento de la actividad industrial, todavía existiría un considerable margen para que muchas ramas incrementen su producción sin encontrar cuellos de botella derivados de las instalaciones industriales. La CIU ha realizado tres relevamientos (en el primer y el tercer trimestre de 2007 y en el primero de 2008), llegando a resultados prácticamente idénticos en todas las encuestas.

CUADRO IV.3 EVOLUCIÓN DESESTACIONALIZADA DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)
(variaciones sobre valores a precios constantes, en %) (1)

Sector de Actividad	Jul-Set 07/ Abr-Jun 07	Oct-Dic 07/ Jul-Set 07	Ene-Mar 08 / Oct-Dic 07	Abr-Jun 08/ Ene-Mar 08
Agropecuario	5,1	1,4	-2,5	6,5
Industria manufacturera	9,6	2,0	9,9	3,4
Electric., gas, agua	1,5	-1,0	-21,6	-20,4
Construcción	-0,9	4,0	-2,5	4,5
Comercio, rest., hoteles	8,5	0,9	1,0	5,6
Transportes, comunicac.	6,1	6,1	10,5	9,9
Otros (2)	5,3	0,8	0,4	4,1
PIB	6,3	1,8	2,5	4,6

(1) A precios de 1983. Cifras preliminares.

(2) Incluye pesca; canteras; establecimientos financieros, de seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas; servicios comunales, sociales y personales; deducida la remuneración de las instituciones financieras e incluidos los derechos de importación.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU y datos de población del INE.

disponible actual. Se destaca la puesta en marcha de la planta de producción de pasta de celulosa de la empresa Botnia, que tuvo lugar en noviembre de 2007 y representó una notable expansión productiva en esa rama de actividad. La expansión del PIB potencial permitiría que el ciclo de auge a nivel interno perdure en el mediano plazo, si las condiciones de los mercados externos lo permiten.

2. Casi todos los sectores productivos crecieron en el primer semestre

La mayor actividad de casi todos los sectores productivos determinó que el PIB de la primera mitad de 2008 fuera 13,1% superior al del primer semestre del año anterior.

Excepto el sector electricidad, gas y agua, que estuvo afectado por una intensa sequía, todos los sectores se expandieron a tasas sumamente elevadas en ese período, lo que indica que el crecimiento económico fue generalizado. En térmi-

nos desestacionalizados, casi todos los sectores crecieron fuertemente en el segundo trimestre en comparación con el primero, revirtiendo así la retracción o estancamiento transitorio que varios habían registrado en los primeros tres meses de 2008 (Cuadro IV.3). Los que se expandieron a un ritmo notable y estuvieron en los primeros lugares en términos de dinamismo fueron transporte y comunicaciones, industria manufacturera y comercio, restaurantes y hoteles. Ellos serían los líderes de la actividad económica al cabo del año, si bien la mayoría de los sectores productivos crecería a tasas apreciables.

Respecto a igual período de un año atrás, la actividad del sector transporte y comunicaciones fue 31,9% superior en el primer semestre de 2008, lo que representó una sorprendente expansión de 10,5% y 9,9% en términos desestacionalizados en los primeros dos trimestres del año respectivamente. Las tendencias que explican este notable dinamismo continuaron siendo la expansión de la telefonía celular,

la mayor actividad portuaria y de pasajeros por agua y el crecimiento del transporte terrestre de carga. El número de minutos de telefonía celular se habría duplicado en el semestre, lo que representó una notable aceleración del subsector comunicaciones. En ese sentido, es posible que el mayor ritmo de crecimiento registrado se explique en parte por el pleno funcionamiento de la planta industrial de Botnia, dado que la fábrica es un intensivo demandante de servicios de transporte carretero para la madera que utiliza como insumo, así como de transporte fluvial para exportar la celulosa que elabora. Por otra parte, el volumen de mercaderías transportadas por el puerto de Montevideo continuó aumentando apreciablemente siguiendo la tendencia de los últimos años. En enero-junio las toneladas de mercaderías en contenedores transportadas crecieron 14,8% con respecto a igual período de 2007. Se estima que el sector transporte y comunicaciones será el de mayor crecimiento al cabo del año.

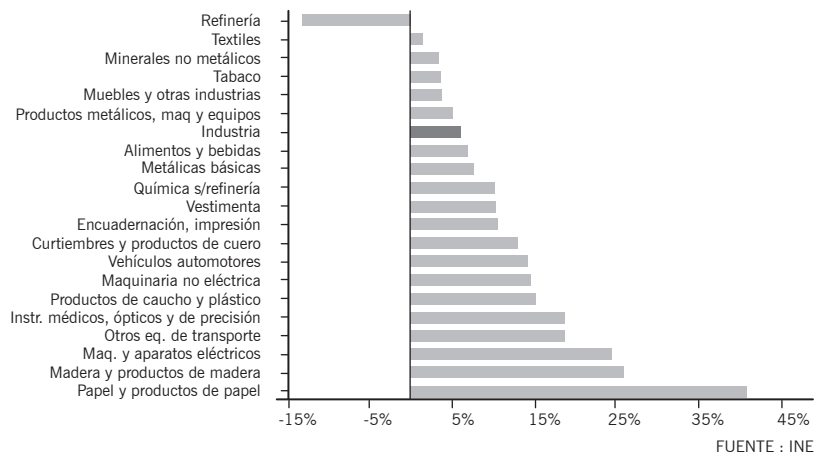
La industria manufacturera, según el BCU, creció 20,5% en el primer semestre respecto a un año atrás (17,8% según el INE).⁵

La producción de la planta de celulosa de Botnia habría tenido una notable incidencia en la aceleración del ritmo de crecimiento industrial: según el INE, la división papel y productos de papel explicó más de un tercio del crecimiento industrial del primer semestre (Cuadro 34). La producción de esta división en la primera mitad de 2008 fue más de cuatro veces la de igual período del año anterior (Gráfico IV.2).

Otro elemento fundamental para explicar el dinamismo industrial en los primeros seis meses de 2008 fue la actividad de la refinería de ANCAP, que estuvo cerrada entre abril y junio de 2007, mientras que operó con normalidad en lo que va de 2008. Así, más de 45% del crecimiento industrial del primer semestre se debió al funcionamiento normal de la refinería.

Adicionalmente, varias industrias de base agropecuaria crecieron en el período, de modo que la división de alimentos y bebidas se incrementó 4,9% en el primer semestre, dando cuenta de más de 11% del crecimiento industrial total en este período. Las que más contri-

GRÁFICO IV.2 - EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL POR DIVISIÓN DE ACTIVIDAD (Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07)



buyeron a la expansión alimentaria fueron las industrias lácteas (que incrementaron su producción en 11,3%), las cervecerías (11,9%) y la producción de bebidas sin alcohol y aguas de mesa (16,6%), en tanto las de mayor crecimiento fueron la producción de alimentos para animales (43,4%) y la de chocolate y productos de cacao (21,5%). Por el contrario, la producción de concentrados para bebidas (incluidos en la rama de productos alimenticios diversos), que había sostenido un dinamismo notable desde que se amplió la planta de Pepsi Co. en la Zona Franca de Colonia, no registró crecimiento alguno en comparación con el nivel de actividad del primer semestre de 2007, lo que induce a pensar que la planta se encuentra produciendo a plena capacidad desde el año pasado. Por otra parte, la producción de los frigoríficos, que en 2007 se vio afectada por restricciones de oferta debido a razones climáticas, apenas creció en los primeros seis meses de 2008 (2,2%).

Las tendencias que explican el crecimiento de estas tres divisiones industriales –papel y productos de papel, refinería y alimentos y

bebidas–, que sumadas fueron responsables de más de 90% del crecimiento industrial del primer semestre, continuarían operando a lo largo de 2008. Así, se estima que la actividad de la industria manufacturera registraría una apreciable aceleración respecto al año anterior y se consolidaría como el segundo sector en términos de dinamismo productivo al cabo del año.

Por su parte, el sector comercio, restaurantes y hoteles volvió a crecer gracias a la expansión de sus dos subsectores. Se destaca el crecimiento muy significativo del comercio de bienes importados, tanto de consumo como intermedios y de inversión.⁶ Según la Encuesta de Comercio y Servicios de la Cámara Nacional de Comercio y Servicios del Uruguay (CNCS), en los primeros seis meses de 2008 se incrementaron las ventas de casi todos los giros relevados, lo que reflejó la mayor actividad económica y el aumento del empleo, que se tradujeron en

5. Corresponde destacar que mientras las estimaciones de la actividad industrial que realiza el BCU se basan en la estructura sectorial de 1983, las estimaciones del Índice de Volumen Físico (IVF) de la industria que realiza el INE se basan en la estructura del valor agregado industrial de la Encuesta de Actividad Económica de 2006, que es el período más reciente del que se cuenta con información suficiente. Por ese motivo, aunque las estimaciones del INE y las del BCU se realizan con los datos mensuales de la encuesta industrial del INE, los ponderadores usados por ambas instituciones para agregar los datos son distintos, y en consecuencia los resultados usualmente difieren.

6. Medidas en dólares corrientes las importaciones de bienes crecieron 92,5% en los primeros seis meses de 2008 respecto a igual período de 2007.

un incremento de los ingresos de los hogares, así como el fortalecimiento del peso uruguayo frente al dólar, lo que habría estimulado las importaciones. Los giros comerciales que más incrementaron sus ventas fueron los relacionados con las inversiones y con la venta de bienes de consumo durable. En efecto, las ventas de camiones cero kilómetro aumentaron 154,1% respecto a las del primer semestre de 2007, mientras que las de tractores se incrementaron 120,3% y las de automóviles lo hicieron 44,3%. Las ventas de artículos informáticos (tanto hardware como software) también crecieron en forma significativa (79% y 84% respectivamente), al tiempo que las de electrodomésticos se incrementaron 22,6%, según informó la CNCS. Por su parte, la actividad de los restaurantes y hoteles estuvo impulsada fundamentalmente por el incremento de la demanda interna de empresas y hogares, y a su vez el gasto real en alimentación por parte de los turistas que visitaron el país también se incrementó, según informó el BCU. Así, respecto a un año atrás, la actividad de comercio, restaurantes y hoteles fue 13% mayor en el primer semestre de 2008 respecto a igual período de 2007, lo que representó crecimientos desestacionalizados de 1% y 5,6% en los primeros dos trimestres del año.

El sector agropecuario creció 7,9% respecto al primer semestre de 2007, y la disminución desestacionalizada del primer trimestre (-2,5%) se revirtió totalmente en el segundo (cuando creció 6,5%). El subsector que más creció fue el agrícola, en tanto la producción pecuaria se incrementó levemente.

Si bien la superficie sembrada con cultivos de verano fue mayor a la de la zafra anterior, la sequía que sufrió el país repercutió negativamente en los rendimientos de algunos cultivos, en particular la soja y el maíz (Cuadro 35).⁷ De modo que, según la Encuesta Agrícola que realiza el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), la producción total de los principales rubros agrícolas de verano no registró crecimiento alguno en la zafra 2007/08 respecto a la precedente. Contrariamente, las actividades de siembra de los cultivos de invierno, que se llevan a cabo fundamentalmente en el segundo trimestre, habrían superado en cerca de 50% a las del año anterior. Ello se debería exclusivamente al aumento de la superficie cultivada de trigo, que sería la mayor de los últimos treinta años, al tiempo que la de cebada se habría reducido respecto al elevado nivel registrado en 2007. En lo que hace a las activi-

7. Se llama «cultivos de verano» a aquellos que se siembran en la primavera y principios del verano (cuarto trimestre), se desarrollan durante el período estival y se cosechan en otoño (primer trimestre). Los principales rubros de verano son: la soja, el girasol, el maíz y el sorgo (todos ellos «de secano», es decir, cultivados sin riego) y el arroz. Por su parte, los «cultivos de invierno» se siembran en marzo-abril, crecen durante el invierno y se recogen hacia fin de año, generalmente en el cuarto trimestre. Entre estos últimos los más importantes son el trigo y la cebada. Importa aclarar que desde 1960 hasta 2002 –con sólo dos excepciones– el área ocupada por los «cultivos de invierno» fue significativamente superior al área sembrada con «cultivos de verano». Ello cambió drásticamente a partir de 2003, cuando se consolidó el predominio de los cultivos de soja y girasol. Este cambio en la estructura temporal de los cultivos podría ser la causa de eventuales errores de estimación en la evolución desestacionalizada de la agricultura, si la nueva cadencia de ingresos y costos no estuviera adecuadamente captada por las estadísticas.

dades pecuarias, el crecimiento se debió en exclusiva a la producción de leche (7,1% respecto al primer semestre de 2007), ya que la producción de carne vacuna se redujo levemente. Si bien la faena registró un mínimo crecimiento respecto a la caída registrada en 2007 (2,4%), las menores existencias en volumen físico contrarrestaron dicho efecto (Cuadro 36).

Al cabo del año el sector agropecuario crecería apreciablemente, aunque a un ritmo menor al promedio de la actividad económica. Según estimaciones de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria (OPYPA) del MGAP, de no producirse dificultades climáticas, el sector pecuario retomaríase parcialmente su dinamismo mientras el agrícola continuaría registrando elevadas tasas de crecimiento, impulsado por los elevados precios internacionales de casi todos los rubros.

La finalización de las grandes obras privadas en el departamento de Río Negro en 2007 determinó que la construcción disminuyera 2,9% en el primer trimestre de 2008 en términos desestacionalizados, lo que se revirtió con creces en el segundo trimestre, cuando creció 4,5%. De este modo, la actividad de la construcción de la primera mitad del año fue 4,9% superior a la de igual período de 2007. Ello se habría debido únicamente al impulso de la construcción del sector público, ya que el aumento de la construcción de viviendas por parte del sector privado no logró contrarrestar la caída provocada por el fin de las obras de la planta de Botnia. Las obras públicas corresponden a las realizadas en el marco de concesiones del Ministerio de Transporte y Obras Públicas

y del Ministerio de Defensa. Además, la Administración Nacional de Puertos (ANP) se encuentra realizando el dragado del puerto de Montevideo.

El sector electricidad, gas y agua fue el único que redujo su actividad en el primer semestre (-26,7%). La sorprendente retracción se habría debido al déficit hídrico que sufrió el país en los primeros meses del año, que llevó a una sensible disminución en la producción de energía hidroeléctrica. La necesidad de minimizar el riesgo de afectar el suministro determinó que el gobierno dispusiera un plan de ahorro de energía, que fue obligatorio para del sector público e incluyó exhortaciones al sector industrial y comercial a reducir el consumo. Según informó el Ministerio de Industrias, Energía y Minería (MIEM) en el primer semestre del año la producción hidroeléctrica registró una notable caída (-51,3%), que no logró ser compensado por la mayor producción térmica (aunque superó en cuatro veces a la del mismo período de 2007). De este modo, la generación total de energía fue 9% inferior comparando los mismos períodos. Por otra parte, las importaciones de energía eléctrica bajaron levemente frente a las de enero-junio de 2007 (-1,5%), lo que tampoco contribuyó a paliar la situación.

Por último, los sectores agrupados en «otras actividades» crecieron 8,6% en el primer semestre. Según informó el BCU, el notable aumento de las importaciones de bienes impulsó al alza los derechos de importación, que integran este agregado, mientras los servicios sociales también registraron una expansión, debido a la entrada en vigencia del Sistema Nacional de Salud.

3. La expansión habría continuado en el tercer trimestre pero se frenaría en el último

Las expectativas de los analistas respecto a la actividad económica en 2008 se ajustaron sustancialmente al alza luego de que el BCU publicara el dato extremadamente favorable del crecimiento económico en el segundo trimestre. Entre los analistas consultados por la encuesta de expectativas económicas del BCU en setiembre, la mitad considera que el crecimiento económico de 2008 será de 10,5% o más, pronóstico que era de 6% en enero y de 7,5% en agosto. Sorprendentemente, a comienzos del año la estimación máxima de los analistas era de 7%, guarismo que en la última encuesta se constituyó en la proyección mínima.

Dado el crecimiento registrado en los primeros seis meses del año, si el PIB dejara de crecer en la segunda mitad de 2008 sin registrar tampoco ninguna disminución, el «efecto arrastre» indica que la actividad económica del país en 2008 sería 10,5% mayor a la de 2007.

Sin embargo, diversos indicadores de avance permiten concluir que la expansión habría continuado en julio-setiembre, aunque no al excepcional ritmo de los primeros seis meses del año, al tiempo que en el último tramo de 2008 la inestabilidad financiera internacional podría derivar en una repentina parálisis de la actividad interna. De modo que se estima que el PIB crecería 11,5% en 2008 respecto al año anterior.

Uno de los indicadores agregados que permite pronosticar la continuidad del crecimiento económico en el tercer trimestre

es el incremento real de las importaciones de bienes, que registraron un notable incremento en julio (23,4% medidas en dólares corrientes). Continuaron destacándose las de bienes de consumo (crecieron 48,4%) y las de capital (47,4%), lo que indica que los dos componentes de la demanda interna, el consumo y la inversión, habrían mantenido un apreciable dinamismo.

Tanto la demanda interna como la externa continuarían aumentando significativamente en términos reales al cabo de 2008 (15% y 12% respectivamente). De acuerdo con las solicitudes de exportaciones, en los dos meses transcurridos del tercer trimestre las ventas al exterior de bienes habrían crecido 38,2% en dólares respecto al bimestre julio-agosto del año anterior, mientras que la cantidad de turistas que visitaron el país fue 20,3% superior al mismo período de 2007.⁸

Como se adelantó, los sectores que más crecerían serían el de transporte y comunicaciones, que acentuaría su expansión de los últimos años, y la industria manufacturera, seguidos por el comercio, restaurantes y hoteles. El único sector que contribuiría negativamente al crecimiento económico sería el de electricidad, gas y agua.

La información disponible permite concluir que casi todos los sectores de actividad se expandirían en el tercer trimestre. La industria manufacturera creció 11,6% en julio (13,1% sin refinería) respecto a un año atrás, de modo que en los primeros siete meses de

8. Para la evolución de las exportaciones de bienes del bimestre se consideraron las solicitudes de exportación de agosto.

2008 acumuló un incremento de 16,8%. Pese a que algunas ramas se retrajeron en comparación con julio de 2007, la expansión continuó siendo predominantemente generalizada (Gráfico IV.2).

Según informó el MGAP, los pronósticos de siembra de todos los cultivos de verano en la próxima temporada son muy auspiciosos e indican que el sector agropecuario continuaría expandiéndose en lo que queda del año. Se estima que las actividades que se concentran

en el cuarto trimestre aumentarían apreciablemente, ya que el área con cultivos de verano crecería cerca de 25% respecto a la zafra anterior. Si bien la faena del bimestre julio-agosto de 2008 fue inferior a la julio-agosto de 2007 (-10%) en las tres semanas transcurridas de setiembre se habría verificado una reversión de esa tendencia. No obstante, la ganadería de carne vacuna no tendría una incidencia favorable en el crecimiento del sector agropecuario al cabo del año, que, por el contra-

rio, estaría fuertemente impulsado por las actividades agrícolas.

Por último, la generación de electricidad en julio continuó siendo inferior a la de igual mes de 2007 (-12,1%) por lo que se estima que, al cabo del año, el desempeño negativo del subsector eléctrico determinaría que el sector de electricidad, gas y agua registre una apreciable disminución. De este modo, sería el único sector de actividad que se retraería en comparación con el nivel de 2007.



V. Sector externo

El sector externo enfrentó en los primeros meses de 2008 un contexto externo de signo mayoritariamente favorable, aunque en un entorno de marcada incertidumbre sobre la evolución futura de la economía estadounidense, a lo que se sumó a partir del tercer trimestre el fuerte impacto de la quiebra de varias instituciones financieras internacionales y nuevas caídas de las bolsas de valores. En este contexto, en el promedio de los ocho meses transcurridos de 2008 la competitividad medida a través del tipo de cambio real volvió a caer y reflejó el deterioro con todos los mercados, si bien se prevé que en los últimos meses del año este proceso se revertiría parcialmente.

Las exportaciones experimentaron un significativo dinamismo en los siete primeros meses del año, y crecieron 46,4% con respecto a igual período de 2007. Esto se debió fundamentalmente a la expansión de las ventas agrícolas, de carne vacuna, de madera y de lácteos. La mayor necesidad de importación de crudo y sus elevados precios, sumados a la fuerte expansión de las compras de bienes de capital y de consumo, impulsaron las importaciones, que en el período enero-julio de 2008 crecieron 80,4%.

El ingreso de turistas en los primeros ocho meses del año se vio incrementado, luego de varios años de caída. Ello fue consecuencia del aumento de turistas argentinos, así como de los provenientes de los restantes orígenes. De este modo se incrementó el ingreso de divisas por este concepto durante el primer semestre del año (19,8%).

En el año móvil terminado en marzo de 2008 la Balanza de pagos experimentó un déficit en cuenta corriente equivalente a 0,8% del producto interno bruto (PIB). El endeudamiento externo neto continuó disminuyendo y representó 23,5% en el mismo período. En 2008 el país continuó ganando reservas, que se incrementaron en 2.109 millones de dólares en los ocho primeros meses del año.

Al cabo de 2008 se prevé un déficit en cuenta corriente de la Balanza de pagos sustancialmente superior al de 2007 (3% del PIB). Ello reflejaría un fuerte incremento de las exportaciones de bienes y servicios (40%) pero uno superior de las importaciones (55%), ambas consideradas en dólares corrientes, aunque disminuiría el déficit de la cuenta renta de inversión.

1. Condiciones generales: en el contexto internacional aumentó la incertidumbre

El sector externo enfrentó durante los meses transcurridos de 2008 un contexto externo de signo mayori-

tariamente positivo, aunque en un marco de creciente incertidumbre respecto a la evolución futura de la economía estadounidense. Además se agrega, a partir del tercer trimestre, el fuerte impacto de la quiebra de varias instituciones financieras

internacionales y nuevas caídas de las bolsas de valores. La principal interrogante que surge es el posible impacto de estos acontecimientos sobre el comercio mundial y los precios de las *commodities* (ver Capítulo II). Asimismo, el dólar

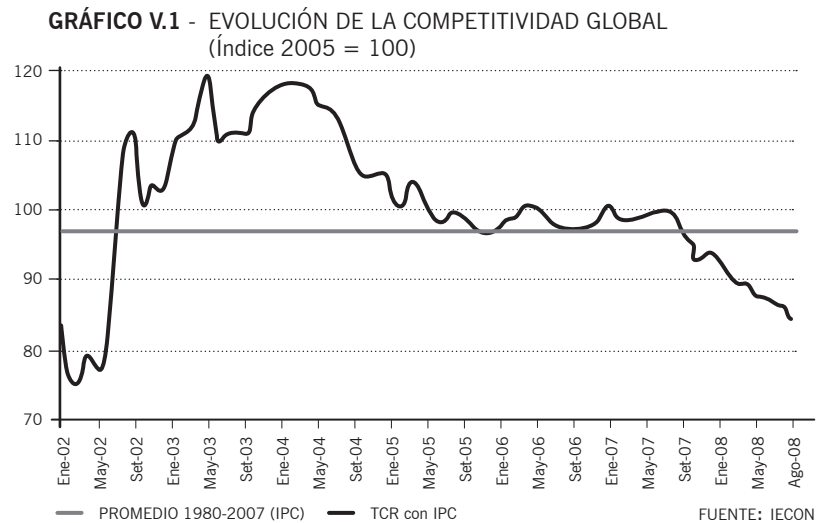
continuó desvalorizándose a nivel mundial en la primera parte del año al tiempo que los precios internacionales de las *commodities* continuaron creciendo, lo que brindó condiciones excepcionales para las exportaciones de algunos rubros de la pauta exportadora uruguaya, si bien se encareció notablemente la factura petrolera. Sin embargo, a partir del agravamiento de la crisis financiera internacional este proceso se revirtió, provocando un fuerte descenso del precio del petróleo (que se sitúa en 104 dólares el barril al cierre de este Informe) y una caída algo menor del precio de las *commodities*.

En lo relativo a la situación regional, tanto Brasil como Argentina enfrentaron en setiembre de 2008 fuertes turbulencias en sus mercados financieros, con depreciación de sus monedas, lo que afectaría negativamente la competitividad uruguaya en estos mercados. Por otra parte, sus economías demostraron un importante dinamismo, y más allá de los problemas relativos a la inflación, ambas se mostraron estables (ver Capítulo III).

2. La competitividad externa continuó deteriorándose en 2008

La competitividad de los productos uruguayos fue medida a través del tipo de cambio real (Gráfico V.1).¹

1. Los indicadores aquí considerados comparan la evolución de los precios de los principales socios comerciales de Uruguay con la de los precios nacionales, medidos todos en dólares estadounidenses. El aumento de la competitividad de los productos uruguayos respecto de un país o de un grupo de países se refleja en un incremento del índice. Un valor del índice superior a 100 indica una mejora frente al año base (promedio de 2005). En el caso de que se



Los índices calculados a partir de los precios minoristas² continuaron descendiendo en forma importante a partir del segundo semestre de 2007, y en el promedio de los ocho primeros meses de 2008 la caída fue de 11,3% con respecto a igual período de 2007. La disminución fue en parte consecuencia de la fuerte apreciación del peso uruguayo en el período (más de 11%), derivada de la gran afluencia de dólares a Uruguay, a lo que se sumó la apreciación mundial que esta moneda experimentó en esos meses. También impactó negativamente la mayor inflación que experimentó Uruguay respecto a sus socios comerciales en el período. Esta combinación de factores llevó a

trate de una canasta de países, los índices de precios de cada país están ponderados por la participación relativa de cada uno de ellos en el comercio con Uruguay (exportaciones más importaciones de bienes y turismo) durante un mismo año.

2. Este índice se considera relevante para el turismo y el comercio de frontera, ya que en estos casos los precios minoristas son los de mayor incidencia. Asimismo, refleja mejor la evolución de los costos salariales que el índice que tiene en cuenta los precios mayoristas, puesto que éstos constituyen un componente importante del IPC pero no del IPM, ya que este último no incluye los servicios, en general intensivos en el uso de mano de obra.

que en el promedio de los primeros ocho meses del año se perdiera competitividad con todos los mercados relevantes, incluso con Brasil, si bien la pérdida en este caso fue menor que con el resto (4,5%). Si se compara el nivel promedio de este período con el de 1980-2007 (que puede considerarse una aproximación del nivel de equilibrio del tipo de cambio real), la competitividad resulta 9% inferior. Sin embargo, considerando que el índice oficial de inflación de Argentina la está subvaluando, si se corrige este valor por las expectativas de inflación recogidas en la encuesta de la Universidad Torcuato di Tella (UTDT) el deterioro global es algo menor (7%). Analizando esta medida corregida para el promedio del período enero-agosto de 2008 respecto a igual período de 2007, la pérdida de competitividad de Uruguay respecto al conjunto de los principales socios comerciales fue de 9,3%, en lugar del 11,3% ya mencionado (Cuadro 38).

Al considerar los precios mayoristas³ en el mismo período, la

3. Este es el índice que tradicionalmente se utiliza para el comercio formal de mercaderías, puesto que las transacciones se realizan a precios al por mayor. No obstante,

CUADRO V.1 EXPORTACIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD (1) (en millones de dólares y %)

			Variación (%)			
	2006	2007	Ene-Jun		2007/ 2006	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07
			2007	2008		
Agrícola	247,4	376,3	191,1	381,2	52,1	99,5
Extracción de madera	144,4	178,4	84,1	148,7	23,5	76,9
Frigorífica	1.138,3	1.025,0	520,0	823,5	-10,0	58,4
Lácteos	257,2	339,5	117,1	191,9	32,0	64,0
Molinería	224,3	287,8	118,4	171,7	28,3	45,0
Textiles	206,8	233,3	111,0	125,6	12,8	13,2
Curtiembres y marroquinería	310,1	315,6	163,1	150,8	1,7	-7,5
Productos químicos	224,5	290,0	125,1	173,8	29,2	39,0
Material de transporte	110,5	123,7	58,7	79,0	11,9	34,7
TOTAL	3.985,9	4.496,0	2.060,2	2.959,0	12,8	43,6

(1) Según CIU Rev.2

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

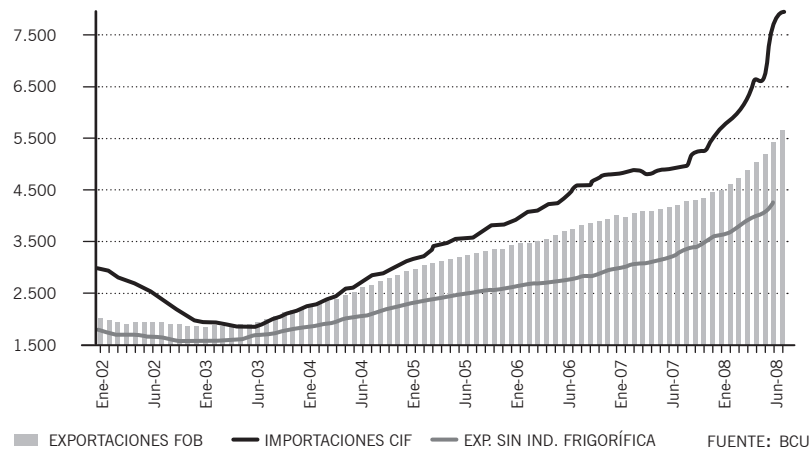
evolución fue aún más desfavorable para Uruguay (desmejoró 14,8% en el promedio del período). Y también se perdió competitividad con todos los socios comerciales.

3. Balanza de bienes: se agudiza el fuerte desequilibrio

El déficit de la balanza comercial de bienes⁴ en los doce meses terminados en julio de 2008⁵ (2.251 millones de dólares) fue sustancialmente

dado que Uruguay es un país «tomador de precios», por ser pequeño en términos de participación en los principales mercados (excepto en el de la lana y, en menor medida, en los de carne vacuna y arroz), los precios mayoristas sólo expresan en parte su capacidad competitiva.

- Se consideran exportaciones FOB e importaciones CIF medidas en dólares corrientes. No incluye el comercio exterior de las zonas francas con el resto del mundo, si bien se registran las importaciones desde y hacia las propias zonas francas.
- Las exportaciones de julio de 2008 fueron estimadas a partir de la evolución de las solicitudes de exportación, ya que al cierre de este Informe sólo estaban disponibles los datos de las exportaciones realizadas hasta junio de 2008.

GRÁFICO V.2 - EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(en mill. de dólares, últ. doce meses)

■ EXPORTACIONES FOB — IMPORTACIONES CIF — EXP. SIN IND. FRIGORÍFICA FUENTE: BCU

superior al verificado en igual período de 2007 (733,2 millones de dólares), debido al importante incremento de las importaciones (60,4%) en relación con el de las exportaciones (34,8%) (Gráfico V.2 y Cuadro 40). Este comportamiento del comercio exterior obedeció, por el lado de las importaciones, principalmente a las mayores necesidades de combustibles del país, a lo que se sumó el fuerte incremento del precio del petróleo, mientras que en

las exportaciones influyó el notable incremento de algunos precios.

3.1. Exportaciones: gran dinamismo en 2008

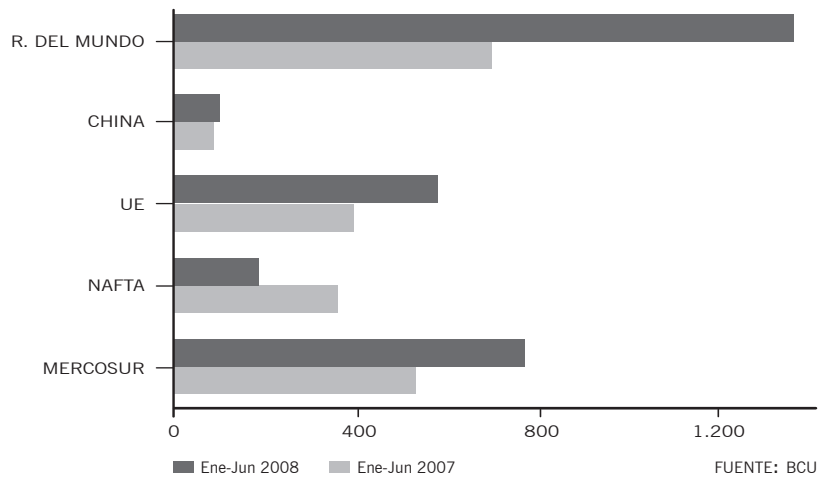
El crecimiento exportador del primer semestre de 2008 fue muy superior al registrado en 2007. La mayoría de los sectores exportadores contribuyeron a esta *performance*, destacándose los rubros vinculados a la producción primaria (Cuadro V.1).

En el incremento de las exportaciones medidas en dólares, las de mayor incidencia fueron las de la industria frigorífica (14,7 puntos porcentuales -pp-) y en segundo lugar las agrícolas (cereales y oleaginosos, 9,2 pp), aunque también impactaron los incrementos en la exportación de lácteos, madera, molinería (arroz) y químicos (Cuadro 42). Estos significativos aumentos fueron en gran medida consecuencia del incremento en los precios de exportación, impulsados por el fuerte aumento de los precios de las *commodities* (ver Capítulo II).

En algunos rubros también pesó el incremento de los volúmenes, aunque en menor medida (Cuadro 46). En particular, las exportaciones de carne vacuna aumentaron 2,5% en volumen físico, en parte como consecuencia del magro desempeño del sector pecuario en 2007, debido al deterioro de las pasturas por el intenso frío, la ocurrencia de numerosas heladas y el fuerte incremento de la faena en 2006. Dado que el *stock* vacuno demora en recomponerse, la faena de ganado bovino registró una caída (2,3%) en el primer semestre de 2008. Asimismo, los volúmenes exportados de arroz experimentaron un mínimo incremento, mientras que los de lanas descendieron.

En lo que refiere al **destino geográfico de las exportaciones**, en los seis primeros meses de 2008 llama la atención la fuerte sustitución de destinos en algunos productos. En particular destaca la significativa caída de las exportaciones a los países del NAFTA y el incremento de las destinadas al Mercosur, la Unión Europea y fundamentalmente a los países del resto del mundo (Gráfico V.3 y Cuadro 41). Dentro

GRÁFICO V.3 - EXPORTACIONES POR DESTINO GEOGRÁFICO
(en millones de dólares)



FUENTE: BCU

del **Mercosur** continuaron expandiéndose con gran dinamismo (45,9%), registrándose incrementos significativamente superiores en las exportaciones hacia Brasil (52%) en relación con las dirigidas a Argentina (31,4%). El crecimiento de las exportaciones al bloque superó la media de incremento de las ventas externas, con una incidencia de 22,8 pp en el incremento total. En las ventas a Brasil es de destacar, entre los alimentos, el aumento de las exportaciones de arroz y cebada, así como las de pescado, mientras que en el ámbito industrial son las de químicos y de plásticos las que más aumentaron. Hacia Argentina las ventas que más se expandieron fueron las industriales: plásticos, químicos y fundamentalmente metalmeccánica (Cuadros 44 y 45).

Las exportaciones dirigidas a Estados Unidos cayeron significativamente (68,8%) en el primer semestre del año, como consecuencia de la contracción de las exportaciones de carne vacuna a ese país, que tuvieron como principales destinos a la Unión Europea y a Rusia (incluida en resto del mundo). Asimismo, también cayeron las exportaciones

a Canadá. De este modo, hubo una importante caída de exportaciones al NAFTA, a pesar del incremento de las dirigidas a México (5,5%), constituidas fundamentalmente por lácteos y manufacturas de cuero.

Por otra parte, aumentaron de modo sustancial las exportaciones al **resto de América** por el marcado dinamismo de las exportaciones a Venezuela (114,7%), hacia donde se exportan básicamente lácteos y químicos.

Asimismo, sobresale el importante crecimiento de las ventas a la **Unión Europea** (45,9%), impulsado por el fuerte incremento de las ventas a España, Italia, Reino Unido y Países Bajos. En particular aumentaron notablemente las exportaciones de carne vacuna (178,6%, en buena medida debido a que se obtuvieron precios mucho mayores), las de cuero y en menor medida las de *tops*.

Las ventas dirigidas a **China** crecieron moderadamente (10,6%), revirtiendo la caída de 2007, debido al incremento de la demanda de lanas y cueros. También se expandieron las dirigidas al **resto de los países del sudeste asiático** (58,2%),

lo que derivó del fuerte impulso de las ventas de carne vacuna y cuero a esos destinos.

Asimismo, se incrementaron en forma notable las exportaciones dirigidas a los países del **resto del mundo** (111,1%), aumentando las ventas de carne vacuna (fundamentalmente a Rusia, como ya se comentó), oleaginosos, otros alimentos –entre los que se destaca el trigo– cuero y madera. Hay que tener en cuenta que las diferentes zonas francas de Uruguay figuran entre esos destinos, y que desde allí muchas veces directamente se exportan algunos productos sin procesamiento (caso de la soja en la zona franca de Nueva Palmira) o bien se procesan materias primas para exportar un producto industrializado (caso de la madera que se exporta como pasta de celulosa desde la zona franca de Botnia).

De acuerdo con las **solicitudes de exportación**, en los ocho primeros meses de 2008 las ventas al exterior crecieron en forma notable (45,5%) con respecto a igual período de 2007, continuando la tendencia perfilada en el primer semestre (Cuadro V.2). Este comportamiento de las solicitudes fue consecuencia de la fuerte recuperación de las ventas de carne vacuna, a lo que se sumó el sustancial incremento de las de cereales, lácteos y madera, entre otros. En los primeros ocho meses de 2008 el principal destino de las exportaciones uruguayas fue Brasil, hacia donde las ventas crecieron 49,4%, seguido de Argentina (con un incremento de 50,5%) y de la zona franca de Nueva Palmira (105,1%), a través de la cual, básicamente, se exporta la soja, que se dirige entre otros destinos a China y la Unión Europea.

CUADRO V.2 SOLICITUDES DE EXPORTACIÓN (en millones de dólares y %)

	Agosto	Ene-Ago	12 meses a agosto
2007	460,0	3.053,7	4.460,3
2008	551,9	4.444,0	6.134,3
Variación	20,0%	45,5%	37,5%

FUENTE: Uruguay XXI

3.2. Importaciones: se expandieron notablemente en los meses transcurridos de 2008

Las importaciones de bienes medidas en dólares corrientes crecieron sustancialmente en los siete primeros meses de 2008 en relación con igual período de 2007 (80,4%), debido al incremento de todas las categorías (Cuadro V.3).

Este aumento se debió en parte al fuerte encarecimiento del **crudo** en el período (75% en promedio), a lo que se agregó una mayor necesidad de combustible, ya que por causa de la sequía hubo que recurrir a las centrales térmicas para producir energía eléctrica. Esto implicó una factura petrolera 125,8% superior a la de igual período de 2007. Además se incrementaron las compras de energía eléctrica. Si se consideran sólo las importaciones no energéticas la tasa de incremento fue inferior, aunque también elevada (66,5%). El fuerte aumento de las importaciones no energéticas señala que a pesar del importante peso de las importaciones de petróleo y derivados, las compras al exterior respondieron a una mayor demanda de estos bienes tanto con destino intermedio y de capital como de consumo.

En efecto, el fuerte dinamismo de la economía uruguaya implicó

mayores necesidades de importación de materias primas para la industria, así como de bienes de capital para las inversiones. El mayor ingreso de los hogares y la apreciación de la moneda local implicaron asimismo una mayor demanda de bienes de consumo importados (Cuadro 48).

La evolución de las importaciones de **bienes de capital** derivó del incremento en todas las categorías, con una incidencia mayor en el total de las de equipos de transporte frente a las de maquinaria y equipos. Esto último fue consecuencia del significativo aumento de las compras de equipos de transporte por parte del sector privado en el período (444,8%), debido básicamente a la renovación de la flota de ómnibus y a la compra de cinco aviones a Canadá por parte de PLUNA en el mes de mayo. Las compras de maquinaria y equipos también experimentaron una fuerte expansión, acompañando las mayores inversiones que se están realizando en el país (86,7%). Sin embargo hay que tener en cuenta que de los 481,3 millones de dólares de importaciones de este rubro, 95,2 millones (20%) correspondieron a teléfonos celulares, que se computan dentro de esta categoría aunque hoy corresponden básicamente a bienes de consumo. Por otra parte, alrededor de 25% de la maquinaria

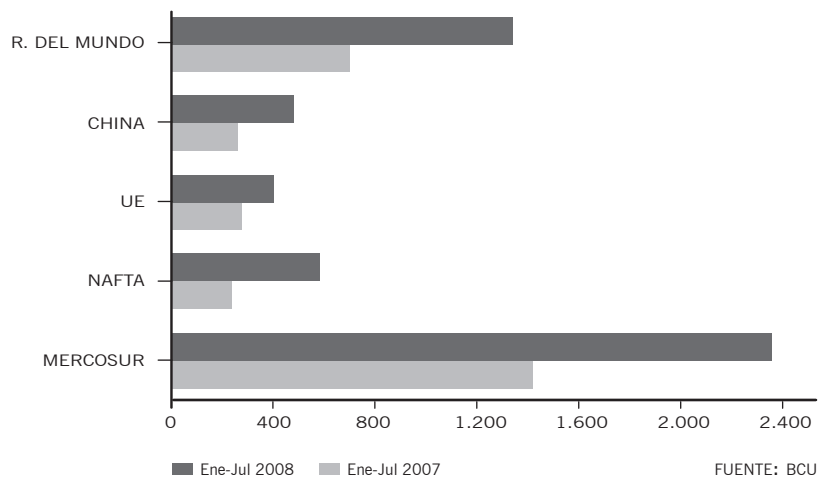
CUADRO V.3 IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO (en millones de dólares corrientes y %)

	2006	2007	Ene-Jul		Variación (%)	
			2007	2008	2007/ 2006	Ene-Jul 08/ Ene-Jul 07
CONSUMO	966,4	1.202,2	611,8	869,9	24,4	42,2
CAPITAL	532,2	725,7	320,2	802,5	36,4	150,7
INTERMEDIOS	3.307,5	3.684,0	1.921,4	3.475,5	11,4	80,9
Petróleo y derivados	1.138,4	1.132,4	609,6	1.376,2	-0,5	125,8
Energía Eléctrica	154,1	61,3	55,0	128,0	-60,2	132,9
Otros bienes intermedios	2.015,0	2.490,3	1.256,9	1.971,3	23,6	56,8
Total sin bienes energéticos	3.513,5	4.418,2	2.188,9	3.643,7	25,7	66,5
TOTAL	4.806,1	5.611,9	2.853,4	5.148,0	16,8	80,4

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

importada fue adquirida para tareas en el sector agropecuario. Las importaciones de bienes de capital provinieron fundamentalmente del MERCOSUR y del NAFTA (Cuadros 50 y 51).

En referencia a las importaciones de **bienes intermedios**, las de petróleo y derivados han tenido un peso creciente, como se comentó anteriormente, representando 27% de las importaciones totales. Considerando las importaciones de bienes intermedios no energéticos, las que tienen mayor peso en el total son las de suministros para la industria, tanto básicos como elaborados, si bien todas las categorías experimentaron un incremento sustancial en el período. Las compras de petróleo se realizaron en Rusia y Venezuela, mientras que las importaciones de insumos para la industria provinieron del MERCOSUR y de los países agrupados en el resto del mundo. Por último, el comportamiento de las importaciones de **bienes de consumo** en el período enero-julio de 2008 derivó del incremento en todas las categorías, aunque lideraron el aumento las importaciones de bienes duraderos (52,5%).

GRÁFICO V.4 - IMPORTACIONES POR ORIGEN GEOGRÁFICO (en millones de dólares)

FUENTE: BCU

En lo que atañe al **origen geográfico** de las importaciones, en el período enero-julio de 2008 nuevamente el principal fue el **MERCOSUR** (45,2% del total), desde donde las importaciones aumentaron 75,1% en el año con respecto a igual período de 2007. Las procedentes de Brasil crecieron 36,3% y representaron 18% del total, en tanto las importaciones provenientes de Argentina se incrementaron en forma mucho más significativa (118%), pasando a representar 26,7% del total

(Gráfico V.4). Desde Argentina se importan fundamentalmente bienes de consumo y bienes intermedios, en particular suministros para la industria. Desde Brasil, además de esos dos tipos de bienes, se importan también bienes de capital.

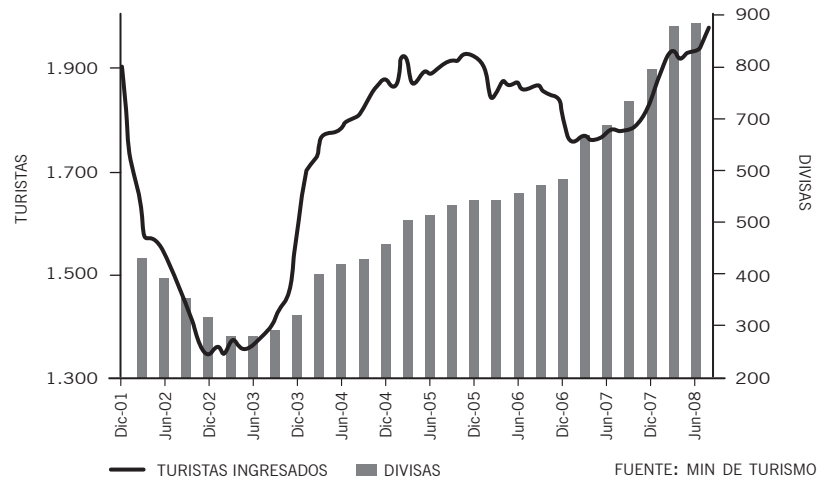
El incremento más significativo se registró en las importaciones procedentes del NAFTA (164,5%), tradicional proveedor de bienes de capital, aunque también de insumos para la industria. En este caso el incremento se debió fundamentalmente a la mencionada compra

de aviones. Las importaciones desde **China** también crecieron notablemente (102,7%), donde se compran básicamente bienes de consumo. El aumento de las importaciones provenientes de la **Unión Europea** fue algo menor pero igualmente elevado (51,5%), fundamentalmente de bienes intermedios, si bien también es importante la compra de bienes de capital a esos países. Asimismo, aumentaron las importaciones procedentes de los países agrupados en el **resto del mundo**, básicamente bienes de consumo e intermedios. Dentro de este grupo destacan, en particular, las compras a Venezuela (básicamente petróleo, aunque las mismas cayeron), Corea del Sur, Taiwán y Japón.

4. Turismo: creció el número de turistas, revirtiendo la tendencia a la baja de varios años

La cantidad de turistas ingresados al país en el período enero-agosto de 2008 se incrementó 12,8%, luego de dos años de caída. En 2007, en particular, había disminuido 4,4% (Gráfico V.5). En lo que va de 2008 el aumento fue consecuencia del cambio en la tendencia del ingreso de turistas argentinos: mientras que en enero-agosto de 2007 había disminuido 8,8% respecto al año anterior, en los primeros ocho meses de 2008 aumentó 16,2%. Los uruguayos residentes en el exterior presentaron un comportamiento similar, aunque su caída en 2007 fue muy superior y la recuperación en 2008 más moderada (Cuadro 52). El mayor ingreso de turistas brasileños (19,5%) y de otras pro-

GRÁFICO V.5 - TURISTAS Y DIVISAS POR TURISMO
(últ. 12 meses, en miles de personas y millones de dólares)



cedencias (2,7%) también ayudó a un mejor desempeño en el sector. No obstante, a pesar del constante incremento del ingreso de turistas brasileños, los argentinos constituyen la gran mayoría de los visitantes (54% del total), aunque esta proporción ha ido disminuyendo en los últimos años.

El mayor número de turistas fue acompañado del incremento del ingreso de divisas por este concepto, que alcanzó los 547,7 millones de dólares en el primer semestre del año, con un significativo aumento respecto a igual período de 2007 (19,8% medido en dólares corrientes) (Cuadro 53). Este resultado se debió al incremento del gasto de todos los visitantes, si bien quienes lo aumentaron en mayor medida fueron los uruguayos residentes en el exterior (32,9%). En el período también creció en forma importante el gasto de los turistas brasileños (24,2%), así como el de los argentinos (27,7%).

Casi 54% del gasto de los turistas que ingresaron a Uruguay en el primer semestre del año se realizó en Punta del Este, donde au-

mentó 14% en el período (Cuadro 54). El segundo destino del gasto turístico fue Montevideo, hacia donde se dirigió casi 25% del total. El destino turístico que experimentó el mayor incremento del gasto fue Piriápolis (50,5%), mientras la costa de Rocha se mantiene como el tercer destino en importancia del turismo en Uruguay. Analizando el gasto por rubros, mientras que el alojamiento continuó siendo el principal gasto de los turistas, el rubro que experimentó el mayor incremento fue alimentación (36,8%), al tiempo que los restantes también aumentaron.

El gasto de los turistas uruguayos en el exterior (turismo emisor) creció en forma sorprendente (68,4%), dejando en evidencia tanto el incremento de los ingresos reales de los uruguayos como el mayor poder de compra del peso, derivado de su fuerte apreciación en el último año. Pese a ello se registró una mejora en el superávit turístico, que ascendió a 391,1 millones de dólares, aunque sólo superó en 26,8 millones de dólares al registrado en igual período de 2007.

5. Balanza de pagos y endeudamiento externo en 2008: disminuyeron el déficit en cuenta corriente y el endeudamiento neto

En los doce meses terminados en marzo de 2008 la Balanza de pagos experimentó una fuerte ganancia de reservas internacionales (1.315,6 millones de dólares), sustancialmente mayor a la registrada en igual período de 2007.⁶ Adicionalmente, de acuerdo con el balance monetario del Banco Central (BCU), en los ocho primeros meses de 2008 la ganancia de reservas fue de 2.109 millones de dólares, que derivó de la compra neta de reservas del BCU y del incremento de los depósitos del sistema financiero en el BCU.

La cuenta corriente de la Balanza de pagos experimentó en el año móvil terminado en marzo de 2008 un déficit de 201,6 millones de dólares (0,8% del PIB), en tanto en igual período de 2007 se había registrado un déficit superior (1,4% del PIB). El desempeño de la cuenta corriente en este período fue consecuencia del pequeño superávit de la balanza comercial, derivado del crecimiento levemente superior de las exportaciones de bienes y servicios (24,9%) en relación con las importaciones de bienes y servicios (24,4%).⁷ Además, el déficit de la cuenta «renta» fue menor, ya que debido al mayor monto de

intereses recibidos del exterior el déficit de la cuenta intereses fue casi nulo, aunque aumentó la remesa de utilidades (Cuadro 55).

La cuenta capital y financiera mostró un superávit muy superior en el año móvil a marzo de 2008 frente a igual período de 2007. Ello se debió a que, a pesar de haber disminuido tanto la inversión extranjera directa (por la finalización de la obra de Botnia) como la inversión de cartera (debido a la menor colocación de títulos del gobierno), disminuyeron los otros activos frente al resto del mundo y aumentaron los otros pasivos, lo que implicó un ingreso de divisas al país.

El saldo de la cuenta «errores y omisiones», que aproxima el ingreso o la salida neta de capitales y mercancías no registrados, fue positivo, pero muy pequeño y menor al de años anteriores. Este saldo indica un ingreso neto de capitales promovido por la entrada neta de fondos propios y/o por la venta de bienes no registrada durante el período, lo que probablemente recoge la relación de precios favorable a los bienes uruguayos con respecto a los de Brasil.⁸

La deuda externa neta total medida en dólares corrientes mantuvo la tendencia decreciente iniciada en 2005 y disminuyó 7,5% si se compara el *stock* de deuda acumulado en marzo de 2008 con el de diciembre de 2007 (Cuadro 56).⁹ Si se analizan los resultados en términos de porcentaje sobre el PIB, se observa que la deuda neta además cayó por el

efecto del incremento del PIB en dólares en el período, lo que se sumó a la caída de la deuda neta, que pasó de representar 27,9% del PIB en diciembre de 2007 a 23,5% del PIB en marzo de 2008. Sin embargo, considerada en dólares corrientes la deuda externa bruta aumentó (3,4%), aunque de todos modos disminuyó en porcentaje del PIB (pasó de 52,8% a 49,8% como consecuencia de que el incremento de la deuda bruta del sector público –fundamentalmente por el incremento del endeudamiento del sector público financiero (164,5%)– fue más que compensado por el aumento de los activos de reserva (15,5%).

Analizando la deuda por tipo de acreedor, se mantuvo la tendencia a incrementar la deuda soberana en relación con la contraída con los organismos multilaterales de crédito, siendo que la deuda con organismos representó 22% y la deuda en títulos públicos constituyó 62% del total de la deuda externa bruta.

6. Perspectivas para lo que resta de 2008

La Balanza de pagos de 2008 cerraría con un elevado déficit en cuenta corriente cercano a 3,5% del PIB, sustancialmente superior al déficit de 2007. Ello reflejaría un fuerte incremento de las exportaciones de bienes y servicios (45%) y uno superior de las importaciones (55%), ambas consideradas en dólares corrientes. Debe tenerse en cuenta que, además del mayor dinamismo, el nivel de las importaciones es bastante superior al de las exportaciones, lo que contribuye en buena medida a explicar el incremento mencionado

6. El saldo de la Balanza de pagos se define como la variación de activos de reserva en poder del Banco Central. La última Balanza de pagos disponible al cierre de este Informe corresponde a marzo de 2008.

7. Es importante recordar que durante el primer trimestre de 2007 aún se registraron importaciones realizadas para la instalación de la planta de Botnia.

8. Básicamente se trata de compras de brasileños en los *free-shops* de las ciudades fronterizas con Brasil.

9. Al cierre de este Informe, el último dato de la deuda externa uruguaya correspondía a marzo de 2008.

del déficit comercial. Por el lado de las exportaciones, el crecimiento derivaría del fuerte incremento en los precios de las mismas, ya que los volúmenes crecerían en menor medida. Los rubros que impulsarían la expansión exportadora serían fundamentalmente la carne vacuna y la celulosa, seguidos de las exportaciones de soja, trigo y madera. Adicionalmente, los restantes rubros también crecerían significativamente al cabo del año. Las exportaciones de servicios también se expandirían, gracias al mayor ingreso de divisas por la actividad turística.

El incremento de las importaciones reflejaría el importante aumento de los precios del petróleo, sumado a las mayores necesidades de crudo del país en 2008, a lo que se agregaría el fuerte dinamismo de las importaciones de bienes de capital, demanda que derivaría de la mayor actividad económica. Igualmente aumentarían las de bienes de consumo, debido a la recuperación de los ingresos reales y del empleo, que empujaría nuevamente la demanda interna. Al saldo negativo de bienes y servicios se sumaría el déficit de la cuenta renta de inversión (intereses

y utilidades), que sería superior al de 2007. El empeoramiento de este resultado, que pasaría de un déficit de 1,4% del PIB a uno de 1,8% del PIB, se explica básicamente como resultado de que el menor pago de intereses netos sería más que compensado por el incremento de la remesa de utilidades generada por la mayor actividad de la economía y el incremento de la inversión extranjera directa en los últimos años. Esta última representaría alrededor de 6% del PIB en 2008 y financiaría el déficit en cuenta corriente antes mencionado.



VI. Empleo e ingresos

En la primera mitad de 2008 la demanda de mano de obra en todo el país mantuvo la tendencia creciente que viene presentando desde 2006. La tasa de empleo se incrementó 0,9 puntos porcentuales (pp) en el primer semestre del año respecto a igual semestre de 2007, de manera que se crearon 30.000 puestos de trabajo. No obstante, al cabo del año, la demanda de mano de obra crecería a menor ritmo que en 2007. La tasa de empleo crecería 2% en promedio este año respecto a 2007. Por su parte la oferta de trabajo se ha mantenido estable en torno a 62,4% desde comienzos de 2007 y se espera que se sitúe en 62,6% en el promedio del año. Como resultado, la tasa de desempleo para el total del país se situó en 8% en el primer semestre del año, 1,7 pp menos que en igual semestre de 2007. Si bien se espera que en promedio la tasa de desempleo sea de 7,5% en 2008, un nivel muy reducido en términos históricos, el margen de caída del desempleo debido a futuras expansiones económicas será cada vez más reducido. Esto se debe a que aquellos que permanecieron desocupados tendrían, dadas sus características, mayores dificultades para ser absorbidos por el mero crecimiento económico.

En este contexto el salario real acumuló en promedio un incremento de 3,6% entre enero y julio de 2008 con respecto a igual período del año anterior como consecuencia del crecimiento de los salarios privados y públicos (3,5% y 3,7% respectivamente). En medio de una negociación colectiva que se presenta complicada se estima que los salarios privados crecerían 4,5% en promedio en 2008. Lo cual redundaría en un crecimiento medio de los salarios reales de 4%, dado que el aumento de los salarios públicos sería de 3%.

El ingreso real de los hogares del total del país se incrementó 9,1% en el promedio de los doce meses culminados en junio de 2008 respecto a igual período de 2007. El crecimiento de los ingresos de los hogares del interior del país fue superior a la media (10,5%,) en tanto en la capital se incrementaron 7,1%. Esto se debería en parte al mejor desempeño del mercado de trabajo en el Interior. El ingreso medio de los hogares continuaría recuperándose y alcanzaría en 2008 un crecimiento cercano a 10% respecto a 2007.

1. Principales variables del mercado de trabajo en 2008

1.1. Empleo, actividad y desempleo

En lo que va de 2008 la **demanda de mano de obra**¹ en todo el país man-

tuvo la tendencia creciente que viene presentando desde 2006. La tasa de empleo se incrementó 1,6 pp cuando se compara el promedio del año

empleadores, es decir a la oferta de puestos de trabajo en el mercado, y se aproxima a través de la tasa de empleo. La oferta de trabajo consiste en el ofrecimiento por parte de las personas de su fuerza de trabajo en el mercado, y se aproxima a través de la tasa de actividad. Cuando la oferta supera a la demanda surge el desempleo.

móvil culminado en junio de 2008 con igual período del año anterior (Cuadro 58). No obstante, al cabo del año la demanda de mano de obra crecería a menor ritmo respecto a 2007. La tasa de empleo se incrementó 0,9 pp en el primer semestre del año respecto a igual semestre de 2007 (se crearon 30.000 puestos de trabajo), en tanto un año atrás este incremento fue de 2,9 pp (lo que

1. La demanda de trabajo refiere al requerimiento de fuerza de trabajo por parte de los

CUADRO VI.1 VARIACIÓN DEL EMPLEO POR SECTOR DE ACTIVIDAD (1) TOTAL PAÍS. (variaciones en miles y %)

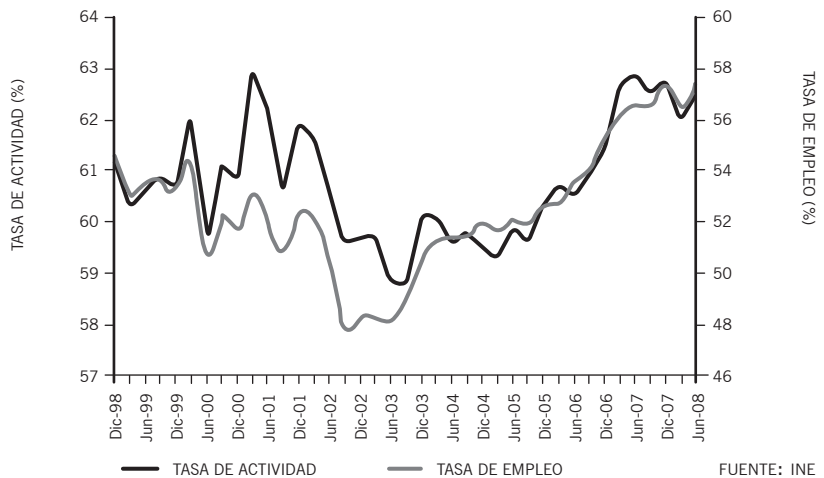
	TOTAL	Industria	Construcción	Comercio	Transporte y comunic.	Banca, fin. y serv. a emp.
Miles de personas	29,250	-3,674	5,605	-0,551	3,347	8,465
Porcentajes	2,0	-1,7	5,7	-0,2	4,1	7,7
	Adm. púb. y defensa	Enseñanza	S. sociales y salud	Otros serv. comunit.	Serv. domést.	Primario
Miles de personas	-3,298	2,368	9,423	4,816	-0,876	3,626
Porcentajes	-3,5	2,9	9,7	6,6	-0,7	2,3

(1) Corresponde al primer semestre de 2008 respecto a igual semestre de 2007.

FUENTE: Elaboración propia en base a datos del INE.

implicó la creación de más de 80.000 puestos de trabajo). Este comportamiento no es sorprendente si se considera que la tasa de empleo se encuentra en niveles históricamente elevados –más de 4 pp por encima del promedio de los últimos 20 años tomando datos para el país urbano y que podrían estar comenzando a operar restricciones por el lado de la oferta de mano de obra. En efecto, la **tasa de actividad** se mantuvo estable en torno al 62,4% desde comienzos de 2007 e incluso se redujo 0,3 pp en el primer semestre del año respecto a igual semestre de 2007, situándose por debajo del promedio de ese año (Cuadro 58). Por último, las características de los activos que permanecen desocupados (véase Recuadro de Anexo 1) indicarían que habrían comenzado a existir desencuentros entre las características requeridas por quienes demandan fuerza de trabajo y las ofrecidas por los trabajadores (Gráfico VI.1).

Los **sectores de actividad** más dinámicos en la creación de puestos de trabajo en el primer semestre del año fueron servicios sociales y de salud, e intermediación financiera y servicios a empresas (actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler), donde se crearon respec-

GRÁFICO VI.1 - TASA DE ACTIVIDAD Y TASA DE EMPLEO PAÍS URBANO

tivamente 9.400 y 8.500 puestos de trabajo (Cuadro VI.1). La comportamiento de estos últimos sectores, muy relacionados con la actividad empresarial, se asociaría con la importante dinámica económica del país en el primer semestre del año –cuando el PIB creció 13,1% respecto a igual semestre del año precedente–. En lo que refiere al subsector servicios de salud, habría influido positivamente la entrada en vigencia del nuevo sistema de salud.

Le sigue en importancia el sector construcción (5.600 puestos), cuya participación en el total de puestos creados ha ido en aumento, principalmente en el interior del

país. La actividad de la construcción se incrementó 4,9% en el primer semestre del año. Según informa el Banco Central del Uruguay, ello resultó de un aumento importante de la construcción pública, particularmente por las nuevas obras realizadas en el marco de concesiones por parte del Ministerio de Transporte y Obras Públicas y del Ministerio de Defensa, a lo cual se agregan las obras de la Administración Nacional de Puertos.

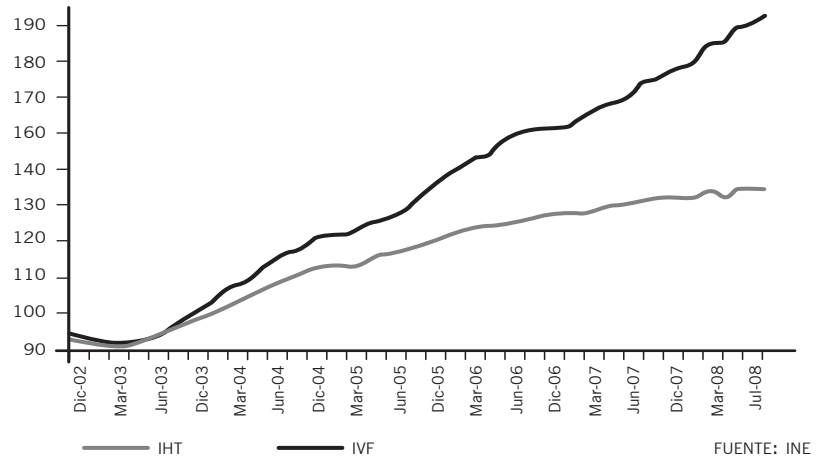
Llama la atención que en los sectores más dinámicos de la economía –industria manufacturera y transporte y comunicaciones– se hayan creado tan pocos empleos en

el primer semestre de 2008. En el caso de la industria manufacturera esto se debería a que la mayor parte de los subsectores que presentaron un fuerte crecimiento (industria química, industria celulósica y minerales no metálicos) son poco intensivos en mano de obra. En línea con esta hipótesis, la productividad de la industria manufacturera se incrementó fuertemente en 2007 –en dicho año creció 8% respecto a 2006– y en particular en el primer semestre de este año (4,5%) (Gráfico VI.2). En cuanto al sector transporte y comunicaciones, estarían incidiendo diversos factores. Por un lado operarían mejoras tecnológicas, a lo cual se suma el importante desarrollo del transporte fluvial, que presenta un crecimiento importante respecto a 2007, con un impacto menor en la creación de puestos de trabajo.

Por último, cabe señalar que la totalidad de puestos de trabajo creados en el primer semestre del año respecto a igual semestre de 2007 tuvieron lugar en el interior del país, mientras que en dicha comparación en la capital el número de personas ocupadas se mantuvo estable.

La tasa de **desempleo** para el total del país se situó en 8% en el primer semestre del año, 1,7 pp menos que en igual semestre de 2007 (Cuadro 58). La caída de la tasa de desempleo fue superior entre las mujeres que entre los hombres (2,3 pp y 1,3 pp respectivamente) en la misma comparación, no obstante la tasa de desempleo específica de las mujeres casi duplicó a la de los hombres en el primer semestre de 2008 (10,9% y 5,5% respectivamente). Si se considera la edad de los desempleados también se encuentran diferencias importantes. Las tasas

GRÁFICO VI.2 - EVOLUCIÓN DEL IVF Y DEL IHT DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (prom. 12 meses, ene 2002 = 100)



específicas de desempleo para los mayores de 25 años se ubicaron en niveles muy bajos, particularmente para los hombres (3,1% en el primer semestre de 2008), al tiempo que entre los menores de 25 años continúan siendo elevadas (22%). No obstante, la caída del desempleo en este último grupo etario fue mayor que entre los mayores de 25 (3,8 pp y 1,3 pp, respectivamente, en el primer semestre del año respecto a igual semestre de 2007). En lo que refiere a las distintas zonas geográficas, la tasa de desempleo en el Interior urbano superó a la de la capital en 2006, y hasta el momento se mantiene por encima. Sin embargo, la brecha se ha ido reduciendo debido principalmente al comportamiento menos dinámico de la oferta de trabajo en dicha región respecto a la de Montevideo. En el segundo trimestre de 2008 la tasa de desempleo fue de 8,4% en el Interior urbano, en tanto en Montevideo ascendió a 7,1%.

Las reducidas tasas de desempleo entre los mayores de 25 años, sumadas a los elevados niveles que alcanzó la oferta de trabajadores, podrían estar indicando que futuros incrementos en la demanda de

trabajadores presionarían sobre el mercado de trabajo generando mejores condiciones de empleo, dado que, como se verá seguidamente, aún persiste un elevado porcentaje de trabajadores con restricciones de empleo. A su vez, el margen de caída del desempleo debido a futuras expansiones económicas se reduce cada vez más debido a que aquellos que permanecieron desocupados tendrían, dadas sus características, mayores dificultades para ser absorbidos por el mero crecimiento económico (véase Recuadro de Anexo 1). De ser así, sería necesario profundizar las políticas activas de empleo dirigidas a favorecer la incorporación de este sector de la población al mercado laboral.

1.2. Características de la ocupación

Si bien desde el trimestre julio-septiembre de 2007 el porcentaje de ocupados que no enfrentan restricciones de empleo² tendió a reducirse,

2. De acuerdo al INE, el subempleo y los empleos no registrados en la seguridad social entran en la categoría de empleo con restricciones. Se considera subempleado al

este descenso fue moderado (2,8 pp), ubicándose en torno al 60% para todo el país. En particular, resulta llamativo el alto porcentaje de personas que no se encuentran registradas en la seguridad social (alrededor de 34% de los ocupados, si se considera el conjunto de los trabajadores no registrados y aquellos que además están subempleados), lo cual daría cuenta de un rasgo estructural del mercado de trabajo de difícil reversión (Cuadro 64). A esta problemática estructural del mercado de trabajo se sumó en los últimos meses el crecimiento del número de personas subempleadas. En el primer semestre del año hubo 83.000 subempleados más que en igual semestre de 2007, considerando en conjunto a los subempleados y a aquellos que además no estaban registrados en la seguridad social.

No estar registrado en la seguridad social es un problema de empleo que afecta tanto a asalariados privados como a trabajadores por cuenta propia con y sin local –en 2007 del total de trabajadores no registrados 43,9% eran asalariados privados, 35,8% trabajadores por cuenta propia con local y 13,7% sin local–. Aunque el porcentaje de trabajadores no registrados es particularmente elevado entre los trabajadores por cuenta propia sin local. En efecto, en 2007 96,9% de los trabajadores por cuenta propia sin local no se encontraba registrado en la seguridad social, porcentaje que ascendió a 67,5% entre los trabajadores por cuenta propia con local y a

ocupado que trabaja menos de 40 horas semanales, manifiesta el deseo de trabajar mayor cantidad de horas y está disponible para hacerlo. Trabajador no registrado es aquella persona ocupada que no está registrada en el Banco de Previsión Social.

27,7% entre los asalariados privados. Las problemáticas de ambos grupos de trabajadores asalariados y por cuenta propia claramente difieren, y por tanto las políticas adecuadas para combatir este problema de empleo en uno y otro caso también se diferencian. En este sentido Amaranter y Espino (2007)³ señalan que en el primer caso el no registro parece referir a un problema de costos laborales y evasión, en la medida en que la decisión sobre el registro de los trabajadores está en manos del empleador. En cuanto a los trabajadores por cuenta propia, las causales de la desprotección parecen estar asociadas a los bajos ingresos obtenidos y a la falta de adecuación de los sistemas de afiliación a la seguridad social a su realidad.

1.3. Principales cambios de política

El **seguro de desempleo** es una de las políticas pasivas de empleo más relevantes en el país, y tiene como objetivo proteger al trabajador frente a la contingencia del desempleo garantizando un nivel mínimo de ingreso. El régimen de seguro de desempleo actual fue objeto de un amplio debate en el marco del Diálogo Nacional de Seguridad Social, convocado y organizado por la Comisión Sectorial de Seguridad Social.⁴ Según se expresa en la ex-

3. «Informalidad y protección social en Uruguay: elementos para una discusión conceptual y metodológica.» DT 01/07. <http://www.iecon.ccee.edu.uy/publicaciones/indexdt.html>

4. La Comisión Sectorial de Seguridad Social está integrada por miembros del MEF, el MTSS, la OPP, el BPS, el MIDES y el MSP, con el apoyo de la Universidad de la República, el Sistema de Naciones Unidas en Uruguay y la Agencia Española de Cooperación Internacional.

posición de motivos del Proyecto de ley enviado por el Poder Ejecutivo al Parlamento, en ese ámbito se estableció un consenso sobre la necesidad de revisar en su totalidad el diseño del seguro de desempleo. Lo allí planteado sirvió de base para la elaboración del Proyecto de ley de modificación del programa de seguro de desempleo del 4 de agosto de 2008.

En el proyecto se establece que las personas de 50 años de edad o más que fueran despedidas puedan gozar del beneficio del seguro por desempleo por un período de 6 meses adicionales a los 6 meses determinados en general. Además, en la actualidad si un trabajador con dos empleos amparados por el seguro de desempleo pierde uno de ellos no puede recibir la prestación, y en proyecto se establece que en los casos en que el trabajador pierda el trabajo principal pueda acceder a la prestación. A su vez, se plantea incrementar la duración del subsidio en caso de recesión económica del país. Para estos casos el régimen general podría pasar de 6 a 8 meses de cobertura, con lo cual se busca incorporar a esta política un componente contracíclico.

Se contempla también dar flexibilidad al sistema ajustando la percepción del subsidio a los días calendario en que el trabajador esté desocupado dentro del mes correspondiente. Esto habilitará al subsidiado a interrumpir el goce del subsidio, tomar un empleo de corta duración y retornar al amparo del seguro. De ese modo el trabajador queda cubierto los días que efectivamente no trabajó.

En lo que atañe a la causal de despido se establece un sistema de monto del beneficio decreciente: el

primer mes del orden del 66% del promedio de los últimos 6 meses y el sexto mes del orden del 40%, manteniéndose siempre el adicional de 20% en caso de que exista carga familiar. De este modo, en los primeros meses de desempleo el impacto en los ingresos es menor, a la vez que se estimula la rápida búsqueda de un nuevo empleo. Concomitantemente se duplicaría el mínimo establecido, pasando de media BPC a una BPC, al tiempo que el monto máximo promedio se mantiene en 8 BPC, pero se adecuan los importes al sistema decreciente de pago. Así, en el caso de despido el monto tope el primer mes será 11 BPC y el último 6 BPC. En los casos de despido se prevé establecer como causal de pérdida del seguro la inasistencia del beneficiario a los cursos de capacitación que se implementen en el ámbito del MTSS, como forma de buscar una mayor articulación del seguro de desempleo con las políticas activas de empleo.

Cuando la normativa habilita prórrogas del goce del seguro, se establece una serie de obligaciones para demostrar la necesidad de hacerlo de cara al mantenimiento de los emprendimientos y los puestos de trabajo. Teniendo en cuenta que la suspensión es una causal que representa algo menos de la cuarta parte de los beneficiarios del seguro, para esos casos se determina una reducción de los actuales 6 meses de seguro a 4 meses (lo que no excluye las eventuales prórrogas específicas que puedan corresponder). Asimismo, se prevé reafirmar el criterio de que, en los casos de la causal suspensión total, el trabajador no tiene que aguardar a que transcurran las prórrogas del subsidio pedidas por

el empleador, sino que puede considerarse despedido y reclamar la indemnización una vez completado el período de 4 meses correspondiente al subsidio por esa causal.

2. Salarios, negociación salarial y pasividades

2.1. Salarios

El salario real acumuló en promedio un incremento de 3,6% entre enero y julio de 2008 con respecto a igual período del año anterior. Tanto la evolución de los salarios públicos como la de los privados contribuyeron al incremento del salario medio real, si bien los mecanismos de ajuste fueron diferentes –mientras los primeros se ajustaron de forma anual, los segundos lo hicieron de forma semestral (Cuadro 65).⁵

El índice medio de salario real del sector privado acumuló un incremento de 3,5% en promedio en los primeros siete meses de 2008 respecto a igual período del año precedente. Se destacan por su recuperación en el salario real las ramas comercio, restaurantes y ho-

teles (4,5%) y servicios comunales, sociales y personales (4,4%). Cabe señalar que estas ramas de actividad se caracterizan por la presencia de bajos salarios medios en relación al resto –en ambas los salarios medios fueron inferiores a los del promedio de la economía desde 1994–.

En el mes de junio comenzó la tercera ronda de negociación en el marco de los Consejos de Salarios (CS), la última de la actual administración. En esta oportunidad se incorporó un grupo nuevo, el de empleadas domésticas (grupo 21), y como grupos propios el de ganadería, agricultura y actividades conexas (grupo 22), viñedos, fruticultura, horticultura, floricultura, criaderos de aves, suinos y apicultura (grupo 23) y forestación (grupo 24), con lo que totalizan aproximadamente 200 mesas de negociación colectiva.

El comienzo de la negociación se vio postergado primero por un conflicto entre el Ministerio de Trabajo (MTSS) y una parte de los negociadores que representan al Poder Ejecutivo en las mesas tripartitas. Y una vez iniciada la tercera ronda las negociaciones se vieron demoradas por los desacuerdos entre las partes, y así, al cierre de este Informe, aún varias de las mesas no se han instalado.

Los lineamientos presentados por el Poder Ejecutivo (PE) buscan brindar una mayor flexibilidad a la negociación, al tiempo que priorizan el incremento de los salarios más sumergidos. En este sentido, se propusieron tres lineamientos o alternativas como guía para ronda de negociación de julio de 2008 (Recuadro VI.1). En caso de no alcanzarse un acuerdo entre las partes, el PE decretará los incrementos salariales,

5. Las pautas semestrales para la negociación en el marco de la segunda ronda de los Consejos de Salarios (CS) fueron fijadas por el Poder Ejecutivo hacia fines de mayo de 2006, estableciendo un rango de recuperación salarial total de entre 3,5% y 5,5% para un período de 18 meses en que regirían los convenios. La primera de estas pautas semestrales estableció un rango de entre 1% y 1,5% de aumento, a lo que debía sumarse la inflación esperada para los seis meses de vigencia hasta el próximo reajuste (del 1° de julio al 31 de diciembre de 2006). La segunda y la tercera pauta fijaron un rango de 1,25 a 2% más la inflación esperada para cada uno de los semestres de 2007. El porcentaje de aumento pactado, en caso de que corresponda, debe ser ajustado por la diferencia entre la inflación esperada y la variación efectiva del IPC en el semestre anterior. Las mismas se prorrogaron abarcando el primer semestre de 2008.

en el marco de la primera de las alternativas. En su momento, cuando se presentaron los lineamientos los empresarios no presentaron ningún cuestionamiento, al tiempo que los trabajadores hicieron hincapié en cuatro aspectos fundamentales.

En primer lugar, manifestaron la necesidad de que en caso de que no se llegara a un acuerdo entre las partes, el decreto del PE permita un incremento adicional al planteado por la primera alternativa, en función del desempeño del sector y como forma de incentivar la negociación. Posteriormente el gobierno anunció la reserva de un margen de acción respecto a este punto en caso de no llegar a acuerdos entre las partes antes del 30 de octubre. En segundo lugar, ante el objetivo del gobierno de desindexar los salarios, trabajadores y gobierno han acordado en discutir la posibilidad de incorporar una cláusula de salvaguarda como la instaurada en el sector público, a través de la cual si la inflación supera un cierto umbral se reunirían las partes para analizar los determinantes de ésta y determinar si corresponde efectuar un ajuste extraordinario en el salario de los trabajadores. En tercer lugar, plantearon la incorporación de un correctivo respecto a la inflación esperada de forma anual en el marco de la primera alternativa, y no al final del convenio, como lo marcan los lineamientos del gobierno.

Por último, fue bien recibida la intención del gobierno de atender a aquellos sectores cuyas categorías se encuentran más sumergidas. No obstante, los trabajadores plantean que esta tercera alternativa es difícil de cuantificar, y por tanto de medir su impacto. Los rangos salariales se encuentran

en torno al salario mínimo nacional, que según los trabajadores no abarca un número significativo de trabajadores. La central sindical propone que el rango salarial respecto al cual considerar un tratamiento diferencial debería incluir salarios más altos, marcando la aspiración de llegar a que el mínimo por categoría sea fijado en el entorno de 8.200 pesos.

Dado que las rondas de negociación comenzaron sin haber incorporado ninguna de estas observaciones, la estrategia de los trabajadores es negociar estos puntos directamente en las mesas.

Por su parte el **salario real público** acumuló en promedio a julio de 2008 un incremento de 3,7% con respecto a igual período del año anterior. Tras el ajuste anual realizado a los salarios de los funcionarios de la Administración Central y de los organismos del artículo 220 de la Constitución en el mes de enero de 2008,⁶ éstos acu-

mularon un incremento de 6,0% en términos reales, siendo quienes recibieron la mayor recuperación en esos meses (Cuadro 65).

Por su parte, el salario real de los trabajadores de las empresas públicas cayó 0,7% en términos reales en los primeros siete meses del año. La entrada de estos trabajadores en el Fondo Nacional de Salud (FONASA), en marzo, incidió fuertemente en la caída, dado que contaban con un beneficio extra a su salario que cubría la cuota mutual. A partir de su inclusión en el FONASA les fue retirado el beneficio, pasando a aportar 6% (4,5% en caso de no tener menores a cargo) de su salario nominal, al igual que los trabajadores privados. Respecto de los trabajadores de los gobiernos departamentales, su salario se incrementó en promedio 3,6% en los primeros siete meses de 2008 respecto a igual período del año anterior.

Tal como viene sucediendo desde 2005, el **salario mínimo nacional** (SMN) registró en enero un ajuste semestral, fijándose en 3.416 pesos, lo que significó un incremento de 5,3% respecto a su monto anterior. A su vez durante el mes de agosto se hizo un nuevo ajuste, retroactivo a julio, que situó al SMN en 4.150 pesos. Esto representó un incremento de 21,5% respecto a la suma precedente.

Por su parte, el salario mínimo de los trabajadores del servicio doméstico fue fijado en 3.550 pesos a partir del mes de enero, lo que representó un incremento de 5,3% con respecto a su valor anterior.

que en 2010 será de 2% por encima de la inflación en los dos primeros casos y de 1,5% para los dos últimos).

6. El incremento de los salarios de los funcionarios de la Administración Central y de los organismos del artículo 220 de la Constitución resultó de un único ajuste estipulado para 2008 por el PE de 11,75%, que comprendió un porcentaje de adecuación de las remuneraciones sobre la base de la variación del IPC (8,5%) y un porcentaje por concepto de recuperación salarial (3,25%). El porcentaje de recuperación no abarcó a todos los funcionarios antes mencionados, sino que se establecieron excepciones que pueden ser consultadas en el artículo 5 del Decreto N° 22/007. Esta fórmula se irá ajustando a lo largo de los siguientes dos años de modo de ir hacia la desindexación de los salarios, pasando a ajustarse a partir de enero de 2009 según la inflación esperada. Desde 2009 los aumentos salariales del sector público se registrarán por la inflación futura, a lo cual se adicionará un porcentaje de recuperación en pos de alcanzar el salario real perdido durante la administración anterior (2% para la educación, 3% para los estatales y 1,5% para los empleados bancarios y trabajadores de los entes públicos, sumándoles a los bancarios un 3% que se genera por ahorro de horas extra, y

Asimismo, se instaló por primera vez en la historia la mesa de negociación para las trabajadoras del servicio doméstico. Éstas negociarán con la misma propuesta del PIT-CNT, es decir que se reclamará un salario mínimo de 8.500 pesos, salario que más que duplica al vigente. Además de la cuestión salarial, entre los reclamos figura la necesidad de mejorar las relaciones laborales en los hogares donde trabajan y que la fecha en que se instale el ámbito tripartito sea declarado como el Día de la Empleada Doméstica, por su carácter histórico. La Liga de Amas de Casa será la encargada de representar a la patronal en esta instancia, a propuesta del PE.

Como resultado del aumento del número de empleados y de la recuperación salarial, la **masa salarial urbana**⁷ media estimada se incrementó apreciablemente en términos reales en el promedio del año móvil a junio de 2008 respecto al culminado en junio del año precedente (5,6%). El promedio de horas trabajadas, en cambio, se redujo levemente (2%) en igual período.

2.2. Pasividades

Según datos del Banco de Previsión Social, las **pasividades medias** se incrementaron 2,7% en términos reales en el promedio de los doce meses culminados en junio de 2008 respecto a igual período del año anterior (último dato disponible). Esto derivó de los ajustes progresivos de las pasividades previstos por el gobierno, que marcaron en el mes de enero un aumento en el

7. La masa salarial se define como el ingreso del conjunto de los trabajadores del país urbano y se calcula como el salario real medio por el número total de horas trabajadas.

entorno del 13%, al tiempo que se descontaron los adelantos de 2% y 4% para pasividades de hasta \$ 16.360 (10 BPC) que ya habían sido efectuados en octubre de 2007.⁸ Por otra parte, en el marco de la política de ajustes diferenciales para las jubilaciones y pasividades de menores recursos,⁹ éstas percibieron en marzo de 2008 un incremento adicional de 3% con retroactividad al mes de enero del presente año. Por último, a partir del 1° de julio de 2008 se habría elevado el monto de la jubilación mínima a 1,25 BPC (\$ 2.219), representando un incremento de 25% respecto a su valor anterior.¹⁰

Diversas investigaciones concuerdan en que una parte importante de los trabajadores tendrá serias dificultades en obtener una jubilación en el futuro. Tomando en cuenta esto, la Comisión Sectorial de la Seguridad Social convocó en 2007 a un diálogo nacional sobre la seguridad social, cuyo trabajo sirvió como base para la elaboración del Proyecto de Ley sobre la **flexibilización de acceso a jubilaciones**, del 8 de setiembre de 2008. A continuación se detallan los principales aspectos del proyecto. Se reduce de 35 a 30 la cantidad de años de trabajo necesaria para acceder a la jubilación común. Se mantiene la edad mínima de retiro

8. Este adelanto fue otorgado en el marco de un acuerdo entre el gobierno y las organizaciones de jubilados en el que se determinaba que se haría el adelanto cuando la inflación alcanzara un incremento acumulado en el año de 8,5%, lo que ocurrió en setiembre de 2007.

9. Jubilados y pensionistas con ingresos menores a 3 BPC y que integran hogares con ingresos promedio por integrante también menores a 3 BPC.

10. El monto mínimo de jubilación representa actualmente 1 BPC, lo que en marzo de 2008 equivale a \$ 1.775.

en 60 años, y se determinarán tasas de reemplazo que se adecuen a las que rigen actualmente. Se establece un subsidio especial para personas de 58 años y más con 28 años de trabajo. (Esta nueva prestación, que será por dos años para viabilizar la posterior jubilación, busca contemplar la situación de desempleados en el entorno de 50 años, por lo cual para acceder a la misma se requiere haber un período de al menos un año de desempleo previo.) Se prevé un cómputo especial de servicios para mujeres; se añadiría un año de servicio reconocido por cada hijo, con un máximo de 5 años adicionales. Se establece el acceso a la jubilación por incapacidad total, y al subsidio transitorio por incapacidad parcial. Se proyecta eliminar la exigencia de que los seis meses inmediatamente previos a la incapacidad debían figurar como trabajados; así como el requisito del período de dos años siguientes al cese en la actividad o al vencimiento de la inactividad compensada para que se configure la incapacidad; agregándose en ambos casos la condición de que el reclamante de tal prestación haya mantenido la radicación en nuestro país desde el cese en la actividad hasta el momento en que le sobrevino la incapacidad.

Finalmente, a partir del 1° de julio del presente año entró en vigor el impuesto de asistencia a la seguridad social (IASS), el cual grava a las pasividades en general y que sustituye al IRPF a las pasividades. En este caso se eleva el monto mínimo no imponible a 14.200 pesos, por lo que el gobierno estima que 87% de las pasividades no se verán gravadas por este impuesto.

RECUADRO VI.1. LINEAMIENTOS PROPUESTOS POR EL PODER EJECUTIVO PARA LA TERCER RONDA DE NEGOCIACIÓN DE LOS CONSEJOS DE SALARIOS

En el mes de junio de 2008 el gobierno presentó a trabajadores y empresarios los lineamientos para la negociación salarial tripartita a partir del 1° de julio de 2008 en el marco de los Consejos de Salarios.

Los mismos buscan brindar una mayor flexibilidad a la nego-

ciación al tiempo que priorizan el incremento de los salarios más sumergidos. En este sentido, se proponen tres lineamientos como guía para la próxima ronda de negociación. De éstos, dos son lineamientos alternativos, mientras que el tercero será de aplicación obligatoria para aquellos

sectores que cumplan con ciertas condiciones establecidas, referidas al salario de las categorías más sumergidas.

Uno de los objetivos del gobierno en esta negociación es lograr que la periodicidad de los ajustes se dé lo más dilatamente posible, de manera de

	Alternativa 1	Alternativa 2
Duración del convenio	24 meses	30 meses
Periodicidad de ajustes	Semestral	1er ajuste semestral. Anual a partir del 2° ajuste
Fecha de los ajustes	1° de julio de 2008 1° de enero de 2009 1° de julio de 2009 1° de enero de 2010	1° de julio de 2008 1° de enero de 2009 1° de enero de 2010
Incremento real de base	1%	2%
Incremento real según desempeño del sector	0% - 2%	0% - 2% + hasta 1,5% desempeño esperado del sector
Correctivo incremento real 2010	± (la mitad del desvío entre mediana de expectativas privadas de crecimiento del PIB para 2010 a diciembre de 2009 y proyección oficial actual de crecimiento del PIB del 4% para ese año)	
Inflación	Primer ajuste: promedio entre centro de la banda de meta inflacionaria del gobierno y mediana de las expectativas de inflación de los analistas privados antes del 30 de junio de 2008. En adelante: centro de la banda del BCU.	
Correctivo de inflación	1° de julio de 2010	1° de enero de 2010 1° de enero de 2011

amortiguar el efecto inflacionario y minimizar la indexación. De esta manera, la alternativa 1 ajusta semestralmente con una duración total de 24 meses, correspondiendo el último ajuste al 1° de enero de 2010, mientras que la alternativa 2 tendría una duración de 30 meses, ajustando por primera vez semestralmente y de allí en adelante de manera anual, coincidiendo el último ajuste con el de la alternativa anterior.

Los ajustes efectuados en cualquiera de los casos consistirán de tres componentes: un incremento real de base, un incremento adicional en función del desempeño del sector y un porcentaje por concepto de inflación esperada. Por otro lado, el componente adicional en función del desempeño del sector prevé para ambas alternativas un incremento real adicional entre 0% y 2%. En la segunda alternativa

a este porcentaje se agrega un incremento de hasta 1,5% anual condicional al desempeño previsto del sector en el futuro. Para la aplicación de este último, trabajadores y empresarios deberán acordar uno o más indicadores que reflejen el comportamiento del sector (por ejemplo, productividad, desempeño exportador, tipo de cambio, etc.).

A su vez, el incremento previsto para el 1° de enero de 2010

devenido de la aplicación de los dos componentes anteriores será corregido (al alza o a la baja) en función de la mitad del desvío entre la mediana de las expectativas privadas de crecimiento del PIB para 2010 a diciembre de 2009 y la proyección oficial actual (4% para ese año).

Por último, por concepto de inflación esperada en las dos alternativas se prevé que cada ajuste incorpore un porcentaje

igual al del centro de la banda de la meta de inflación del Banco Central del Uruguay para el período que abarque el ajuste. De manera excepcional, en el ajuste del 1° de julio de 2008 se podrá aplicar el promedio entre la medición anterior (centro de la banda) y la mediana de las expectativas de inflación de los analistas privados relevadas por el BCU y publicadas antes del 30 de junio de 2008.

El gobierno ha explicitado que no se homologarán los acuerdos que combinen aspectos de ambas alternativas, y que si no se llegase a un acuerdo entre las partes el Poder Ejecutivo aplicará la alternativa 1, reservándose un margen de acción para el incremento real previsto por el componente asociado al desempeño del sector (de manera de no crear un desincentivo para llegar a un acuerdo por parte del sector empresarial).

	Alternativa 3	
Rango salarial categoría más baja	\$ 3.450 - \$ 3.900	\$ 3.901 - \$ 4.205
Duración del convenio	30 meses	
Periodicidad de ajustes	1er ajuste semestral.	
	Anual a partir del 2do ajuste	
Fecha de los ajustes	1° de julio de 2008	
	1° de enero de 2009	
	1° de enero de 2010	
Incremento nominal en las categorías comprendidas en el rango más bajo en el primer ajuste	20%	16%
Incremento nominal en el resto de las categorías en el primer ajuste	7% - 20%	7% - 16%
Incremento real a partir del segundo ajuste	2% el 1° de enero de 2009	
	1% el 1° de enero de 2010	
Inflación (a partir del segundo ajuste)	Centro de la banda del BCU	
Correctivo de inflación	1° de enero de 2010	
	1° de enero de 2011	

Respecto a la **alternativa 3**, ésta se aplica en aquellos sectores (ya sea a nivel de capítulos o de subgrupos) en los cuales el salario de la categoría más baja no supera los 4.250 pesos.

Aquellos sectores en los que la categoría salarial más baja está entre 3.450 y 3.900 pesos deberían aplicar un incremento nominal de 20% el 1° de julio de 2008 en las categorías

comprendidas en ese rango. El resto de las categorías de estos sectores podrán obtener un incremento de entre 7% y 20% nominal en el primer ajuste, pudiendo el Poder Ejecutivo homologar la propuesta que considere más adecuada según las características del sector y su pirámide salarial.

Similar mecanismo de ajuste deberán aplicar aquellos

sectores en los cuales la categoría más baja esté entre 3.901 y 4.205 pesos, incrementándose 16% en términos nominales el 1° de julio de 2008. El resto de las categorías de estos sectores podrán tener un incremento nominal de entre 7% y 16% en el primer ajuste. Los ajustes a partir del 1° de enero de 2009 de la alternativa 3 son similares a los propuestos para la alternativa 2.

3. Los ingresos reales de los hogares continuaron recuperándose

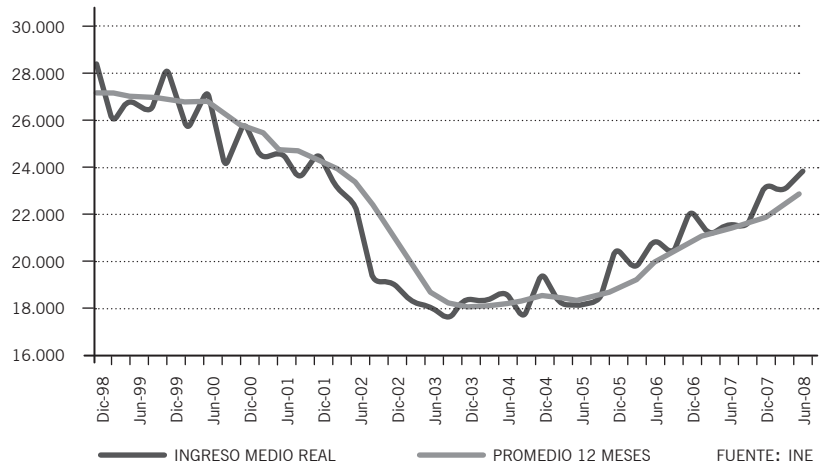
El ingreso real de los hogares¹¹ del total del país se incrementó 9,1% en el promedio de los doce meses culminados en junio de 2008 respecto a igual período de 2007 (Cuadro 66). El crecimiento de los ingresos de los hogares del Interior fue superior a la media (10,5%), en tanto en la capital se incrementaron 7,1%. Esto se debería en parte al mejor desempeño del mercado de trabajo en dicha región. Este mejor desempeño se tradujo en un fuerte incremento de los salarios en el interior urbano, muy superior al registrado en Montevideo (16,5% y 9,3% respectivamente en el promedio de doce meses culminados en junio de 2008).¹² En el total del país los ingresos salariales fueron los que más crecieron (12,9%), si se incluye el aguinaldo, seguidos por los ingresos patronales (11,8%). Por otra parte, los ingresos de los trabajadores por cuenta propia y de los pasivos crecieron muy por debajo en el total del país (3% y 3,8% respectivamente) (Cuadro 68).

Como consecuencia de las políticas de combate a la pobreza y de corte redistributivo que se han implementado, sumadas a la mejora del mercado de trabajo, el límite superior de ingresos del quintil más pobre de la población se incrementó 8,4% en términos reales, aumento similar al que se produjo en los ingresos del límite

11. El ingreso de hogar considerado no incluye valor locativo, o valor imputado a la vivienda.

12. Esta información proviene de la ECH, la cual difiere de la presentada en el apartado 2 basada en la evolución del IMS.

GRÁFICO VI.3 - INGRESO MEDIO REAL DEL HOGAR. TOTAL PAÍS URBANO (a precios de abr-jun 2008)



inferior del quintil más rico (8,3%) (Cuadro 67). La recuperación de los ingresos de los hogares y las políticas antes mencionadas, particularmente la reforma de la salud, serían los principales determinantes de la importante caída de la pobreza en el primer semestre del año. En efecto, en dicho semestre la incidencia de la pobreza fue de 21,7%, lo que supone un descenso de 4,7 pp respecto al mismo período de 2007. En línea con la evolución de los ingresos por región, la caída de la pobreza fue mayor en el interior del país que en la capital. En efecto, cayó 6,2 pp en el interior urbano y 6,9 pp en el interior rural, al tiempo que se redujo 2,3 pp en Montevideo. Si no se consideran los ingresos imputados a los hogares por concepto de las cuotas mutuales de los menores incluidos en el nuevo sistema de salud, la pobreza se situaría en 24,1%, es decir que el descenso respecto al año anterior sería la mitad del producido (2,3 pp). Por su parte la indigencia afectó a 1,7% de la población, 0,4 pp menos que en igual semestre de 2007.

Si bien los ingresos de los hogares se han recuperado en tér-

minos reales en forma importante desde 2006, se encuentran aún 15% por debajo del promedio de 1999, el nivel más alto alcanzado con anterioridad a la crisis (Gráfico VI.3).

4. Perspectivas para lo que resta de 2008

El empleo medio anual en el total del país se incrementaría en el entorno de 2% en 2008 respecto al nivel medio de 2007, lo que implicaría la creación de 35.000 nuevos puestos de trabajo. Por su parte, la tasa de actividad crecería levemente en 2008 (alrededor de 0,5%), debido a que sus niveles son ya muy elevados en términos históricos. Estas trayectorias implicarían una desaceleración respecto a 2007, año excepcionalmente dinámico en cuanto a las variables del mercado de trabajo. Como resultado, el nivel medio de desempleo en el total del país en 2008 se situaría en promedio en 7,5%.

El salario medio real se recuperaría 3,7% en 2008 respecto a 2007, ello resultaría del alza de las remuneraciones de los asalariados,

tanto públicos como privados (3% y 4% respectivamente), bajo el supuesto de una inflación para el período de 7,6%.

En un contexto de continuidad del crecimiento económico (12,5% en 2008) y de recuperación salarial y crecimiento del empleo,

los ingresos de los hogares continuarían recuperándose. En efecto, se espera que crezcan en torno al 10% real en 2008.



VII. Política macroeconómica y sus resultados

En el marco de un contexto internacional con alto grado de incertidumbre pero con una economía doméstica que presenta un extraordinario crecimiento, en el transcurso de 2008 se observó un deterioro de las finanzas públicas, producto de dificultades en materia energética y crecientes demandas de aumento del gasto público, en tanto la inflación continuó desalineada con respecto a la meta fijada por el Banco Central.

En el año móvil finalizado en julio de 2008 el déficit global del sector público sufrió un fuerte deterioro con respecto a fines de 2007, ubicándose en 1% del PIB, el mayor déficit desde setiembre de 2005. Pese a la reducción en el peso de los intereses, que representaron 3,1% del PIB, el menor resultado primario del gobierno central, y en particular el de las empresas públicas, derivó en un peor resultado primario del sector público consolidado (2,1% del PIB).

En la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) celebrada a fines de agosto de 2008 se decidió mantener el objetivo de inflación anual en 5% en un rango de 3% a 7% y ratificar una vez más la tasa de referencia de política monetaria (TPM), fijada desde noviembre de 2007 en 7,25%. A su vez, el BCU resolvió aumentar a partir del 1° de junio los requerimientos de encaje para los depósitos de corto plazo como forma de profundizar el sesgo contractivo de la política, a la vez que desde el gobierno se implementó una serie de medidas para contrarrestar las presiones inflacionarias provenientes tanto del ámbito internacional como del doméstico.

El IPC acumuló un incremento de 7,3% en el año móvil cerrado en agosto (7,0% en el período enero-agosto). De este modo, en todos los meses de 2008 la inflación considerada en años móviles se ubicó por encima del rango meta establecido por el BCU. Los precios al productor (IPP) aumentaron 20,6% en los doce meses cerrados a agosto, mientras que el tipo de cambio cayó 11,3% en igual período. Esto determinó que en el último año móvil los precios mayoristas en dólares acumularan un incremento de 49,6%, y los minoristas uno de 31,7%.

Para lo que resta de 2008, en materia fiscal se estima que dada la expansión del gasto y el déficit de UTE y ANCAP, el resultado del sector público se encontraría levemente por encima de la meta establecida por el gobierno. Así, el resultado global de 2008 sería un déficit de 0,6% del PIB, compuesto por un superávit primario equivalente a 2,5% del PIB y un gasto por concepto de intereses de 3,1% del PIB. Por su parte, la inflación minorista al cabo del año sería algo menor a la registrada en 2007 y se ubicaría en el entorno de 7,7%, rebasando nuevamente el límite superior del rango objetivo establecido por el BCU.

1. Metas y proyecciones macroeconómicas del gobierno

En el marco de un escenario **internacional** que se presenta más incierto y crecientemente inestable, con tendencia a la reducción de las presiones inflacionarias externas y reversión de la depreciación del dólar a nivel mundial, la economía nacional sigue registrando tasas muy elevadas de crecimiento económico, aumento en el ingreso de los hogares y reducción de las tasas de desempleo (ver capítulos II, III y IV).

No obstante, en un **contexto local** que ha presentado dificultades en materia energética y crecientes demandas de aumento del gasto público y de mayores salarios, el logro conjunto de los distintos objetivos de la política macroeconómica se torna más complejo, estrechándose en 2008 los márgenes en materia fiscal y monetaria.

En lo que respecta a **previsiones de crecimiento económico**, los ajustes al alza en las proyecciones realizados a fines de 2007 fueron refrendados en el escenario macroeconómico 2008-2010, que sustentó la Rendición de cuentas 2007, con crecimientos de 5,25% y 4% para 2008 y 2009, respectivamente. No obstante, luego de la publicación de los datos del PIB del segundo trimestre, tanto el gobierno como los analistas privados corrigieron al alza dichas proyecciones.¹

1. Según la Encuesta de Expectativas Económicas que realiza mensualmente el BCU, en setiembre los analistas privados estimaban que las tasas de aumento del PIB en 2008 y 2009 serían de 10,2% y 4,6% respectivamente (valor de la mediana). Por su parte, recientemente el equipo económico de gobierno ha señalado públicamente que el crecimiento en 2008 podría situarse por encima de 9,5%.

En el **ámbito de las finanzas públicas**, la meta de superávit fiscal primario establecida en la Rendición de cuentas 2007 para 2008 y 2009 es de 3% del PIB, menor a la prevista tanto en el Presupuesto nacional (4% en ambos casos) como en la Rendición de cuentas 2006 (3,8% y 3,6% respectivamente). Ello resulta de que el gobierno proyecta una disminución del peso de los intereses en términos del PIB, por lo que aun con la reducción de la meta de superávit primario se lograría mantener la *performance* en materia de déficit global, cuyas metas para 2008 y 2009 permanecen en 0,4% del PIB.

Por su parte, en enero de 2008 el Banco Central (BCU) decidió ampliar en un punto porcentual los límites del rango meta de inflación para el período de referencia de 18 meses, situándolo entre 3% y 7%. Con ello el gobierno logró mayor flexibilidad en el manejo de la **política monetaria**² en un contexto de creciente inestabilidad internacional. Ello sin perjuicio de que se mantuvo el compromiso de gestionar la política monetaria, «*en coordinación con el resto de la política macroeconómica*», a fin de lograr una tasa de inflación de 5% en el período de referencia. Asimismo, el COPOM continuó

2. A partir de setiembre de 2007 el BCU comenzó a aplicar un régimen basado en el manejo de la tasa de interés con el fin de controlar la inflación. En este nuevo marco, el COPOM anuncia el rango objetivo de la variación de precios para los siguientes 18 meses, y la evolución prevista de la tasa de interés de referencia: tasa interbancaria de corto plazo (tasa *call*). Una vez realizado el anuncio, el BCU participa activamente en el mercado de dinero con el propósito de encauzar la tasa de interés de referencia (meta instrumental) a ese valor, y a través de los diferentes mecanismos de transmisión (tipo de cambio, expectativas, crédito), influir en los precios de la economía (meta final).

con la orientación contractiva de la política monetaria y mantuvo en 7,25% la tasa de referencia (tasa *call*), que fuera fijada en ese nivel en noviembre de 2007.

Pese a esto, en setiembre las previsiones de los analistas económicos consultados en las encuestas de expectativas inflacionarias³ del BCU estimaban que al cabo del año la tasa de inflación será de 8%,⁴ porcentaje que fue corregido sensiblemente al alza con respecto al esperado a fines de 2007 (6,5%) (Cuadro 78).

1.1. Objetivos, desafíos y tensiones de la política macroeconómica

Para el actual gobierno los **objetivos de la política** en materia macroeconómica consisten en el logro del equilibrio fiscal y la contención de la inflación dentro del rango meta del BCU, así como la intención de minimizar el deterioro de la competitividad a raíz de la elevada inflación en dólares que experimenta nuestro país. Asimismo, dados los compromisos asumidos por el gobierno de recuperar la pérdida salarial de la pasada administración y la participación del Estado en el establecimiento de pautas para la negociación en los Consejos de Salarios, la «cuestión» salarial pasa a formar parte de los objetivos de la actual política económica.

En este marco, continúan destacándose las intensas vincu-

3. La encuesta intenta captar las expectativas inflacionarias a los efectos de ser consideradas a la hora de diseñar la política monetaria. Se relevan las expectativas de instituciones y profesionales considerados formadores de opinión y se difunden medidas resumen de las mismas.
4. Valor de la mediana.

laciones e implicancias entre los instrumentos y objetivos de los distintos ámbitos de política en la actual coyuntura, existiendo diferentes desafíos y tensiones.

Así, para lograr cumplir con las metas proyectadas en materia fiscal y monetaria, los **principales desafíos** macroeconómicos de corto plazo consisten fundamentalmente en sostener la disciplina fiscal mostrada hasta el año pasado y contener la tasa de inflación en niveles cercanos a la meta. A su vez, se requiere mantener bajo control la indexación salarial y procurar tasas de incremento de los salarios consistentes con el resto del esquema macroeconómico.

La persistencia de tasas de inflación por encima del rango meta del BCU, incluida la inflación subyacente, estaría mostrando la perdurabilidad de las presiones inflacionarias. Ello implicó que en 2008 se mantuviera el sesgo contractivo de la política monetaria en lo que respecta a los niveles de la tasa de referencia,⁵ que continuó siendo, junto con el aumento del gasto público, el centro de la política macroeconómica y determinante de sus **principales tensiones**.

En materia fiscal, por un lado el aumento del gasto público presiona al alza a la inflación, vía aumento de la demanda. Por otro, la depreciación del dólar en el mercado local reduce el monto por pago de intereses de deuda expresado en pesos, permitiendo flexibilizar las metas de gasto sin implicar desvíos en materia de

resultado fiscal global. A su vez, las medidas fiscales para contener la inflación (no trasladar a tarifas el incremento total de los costos energéticos, reducción de impuestos y otorgamiento de subsidios), así como los crecientes costos parafiscales de las operaciones necesarias para contener la caída del tipo de cambio, derivaron en un aumento adicional del gasto público.

La política monetaria contractiva aumentó las presiones a la baja del tipo de cambio.⁶ Para no convalidar un fuerte deterioro de la competitividad, el gobierno intervino comprando dólares en plaza, lo que obligó a realizar operaciones de esterilización con el fin de sacar esos pesos del mercado y evitar así presiones sobre la inflación. Como resultado del elevado nivel de la tasa *call*, estas operaciones derivaron en un alto costo parafiscal.

Por su parte, en materia salarial, el impacto sobre las finanzas públicas proviene del aumento de las remuneraciones a los funcionarios públicos, que siguieron siendo en 2008 un factor relevante a la hora de explicar la expansión del gasto del gobierno central. En tanto las presiones sobre la inflación resultarían del aumento de la demanda, vía incremento del consumo de los hogares así como de los mayores costos de producción que eventualmente se podrían trasladar a precios.

6. En efecto, la política monetaria bajo el actual esquema de fijación de tasas presenta un escaso impacto por la vía del canal de crédito, resultado del bajo monto de los mismos en el país (dado que las empresas y las familias se financian en gran parte fuera del mercado financiero, o al menos del bancario) y de la baja participación de los créditos nominados en pesos (aproximadamente 42% del total). De esta forma, el principal canal de transmisión de la política monetaria es la caída del tipo de cambio.

1.2. Utilización de los instrumentos de política y evaluación de los resultados

i) **Ámbito fiscal y endeudamiento**

Dadas la caída del peso del pago de intereses en relación al PIB, la desvalorización del dólar y las menores tasas de interés a que accedió, el gobierno flexibilizó la meta de **superávit fiscal primario** para 2008, en lugar de optar por equilibrar las cuentas públicas o incluso alcanzar un superávit global. Ello se realizó en el entendido de que la política fiscal debe contribuir tanto a la estabilidad económica y al crecimiento como a la estabilidad y mejora social, atendiendo gradualmente los requerimientos de inversión y las necesidades sociales. De esta forma, la política fiscal continuó siendo expansiva, con egresos primarios del sector público no financiero (SPNF) que alcanzaron 26% del PIB en 2007, mientras que en 2004 representaban 25%. Ello en el marco de un período de excepcional dinamismo, con un crecimiento del PIB muy por encima del promedio histórico. En los doce meses finalizados en julio de 2008 se observó cierto deterioro de las finanzas públicas en comparación con 2007, con un crecimiento del **gasto discrecional** del consolidado gobierno central-Banco de Previsión Social (GC-BPS) de 14%,⁷ por encima del incremento del PIB. No obstante, buena parte de ese deterioro deriva de los problemas energéticos resultantes de factores

7. Se excluyen los gastos por previsión social, rentas afectadas e intereses de la deuda pública.

5. Sin embargo, en materia de agregados monetarios, los medios de pago (M1) continuaron creciendo a un ritmo elevado, incluso superior al del crecimiento del PIB.

climáticos adversos y del elevado precio del petróleo registrado en el primer semestre del año. Ante esta situación y teniendo en cuenta los altos niveles de inflación, el gobierno decidió no trasladar totalmente los mayores costos de las empresas públicas a sus tarifas, generando así un mayor déficit fiscal.⁸ Así, uno de los principales dilemas de la política macroeconómica en 2008 ha sido y será o bien mejorar el resultado de las cuentas públicas, o bien implementar medidas fiscales para combatir la inflación.

En este sentido, a pesar de que en 2008 se redujo el margen fiscal, la mejora en materia energética en el tercer trimestre⁹ permitiría revertir parcialmente el deterioro del resultado de las empresas públicas, con lo que el gobierno podría destinar recursos para este tipo de medidas en procura de cerrar el año sin un fuerte desalineamiento de la tasa de inflación.

Por el lado de los ingresos públicos, cabe mencionar que el gobierno estima en 0,4% del PIB el costo de las dos modificaciones tributarias implementadas en el año en curso (0,1% como consecuencia de la sustitución del IRPF a las pasividades por el IASS¹⁰ y 0,3% a partir de las modificaciones al diseño del IRPF¹¹). Por lo que en 2008 los ingresos del

sector público del consolidado del GC-BPS se reducirían, representando cerca de 26% del PIB.

En este marco, y en un contexto de mayor inestabilidad internacional, de permanencia de presiones inflacionarias, y sobre todo ante una posible desaceleración futura de las muy elevadas tasas actuales de crecimiento, aun bajo la estrategia de que todo espacio fiscal que surja se vuelque de forma prudente al gasto social y a la inversión, sería recomendable una conducta de gasto más cauta para los próximos años. Ello especialmente si una parte de las nuevas partidas se destina a gastos de carácter permanente.¹² Asimismo, la reciente recuperación del dólar a nivel internacional, aunque moderada en lo local, da cuenta de que dicho proceso, si bien no está claro con qué velocidad y profundidad, implicará la reducción del margen de generación de economías pasibles de volcarse a mayor gasto público.

En materia de endeudamiento público, si bien en 2008 continuó aumentando el monto nominal de

la deuda, se ha logrado un calendario de vencimientos despejado de grandes desembolsos para los próximos años. Sin embargo, ese no es el caso de la creciente colocación de papeles en el mercado local durante este año por parte del BCU, fundamentalmente con el objetivo de esterilización, que presentan vencimientos en su mayoría en el corto plazo. En efecto, en el primer trimestre de 2008 se observó un aumento de 3 puntos porcentuales (pp) de la deuda pública con vencimiento menor a un año con respecto a fines de 2007.

ii) **Ámbito monetario-financiero**

En lo que va de 2008 se mantuvo el nivel de la *tasa call* y, si bien ésta continúa siendo negativa en términos reales, con ello se prosiguió con la orientación contractiva de la política monetaria, consistente con la continuidad de las presiones inflacionarias.

Por su parte, las **medidas heterodoxas** implementadas —especialmente el aumento de los encajes para los depósitos colocados a corto plazo en el sistema financiero y la decisión de no remunerar los encajes a partir de junio de 2008— implicaron un impacto negativo muy limitado sobre el crédito bancario, afectando en mayor medida las tasas abonadas a los depósitos. De esta forma, fue posible una reducción del creciente costo parafiscal de las operaciones de esterilización aludidas con anterioridad, si bien seguramente conllevaron la reducción de los márgenes de rentabilidad del sector financiero.

Puesto que la política monetaria no mostró los resultados esperados debido en parte a que las principales presiones inflacionarias provienen del lado de la oferta,

8. En este sentido, el equipo económico de gobierno estima en 1,4% del PIB el impacto del sobrecosto energético en el resultado fiscal del primer semestre de 2008.

9. Por haber mejorado las condiciones climáticas y por la reducción del precio del petróleo.

10. Impuesto a la Asistencia a la Seguridad Social, que a partir de julio de 2008 sustituyó al IRPF a las pasividades. Supone modificaciones en las franjas y en particular en el mínimo no imponible, el cual se eleva a 96 BPC anuales.

11. A partir de setiembre se modificó el mínimo no imponible elevándolo de 60 a 84

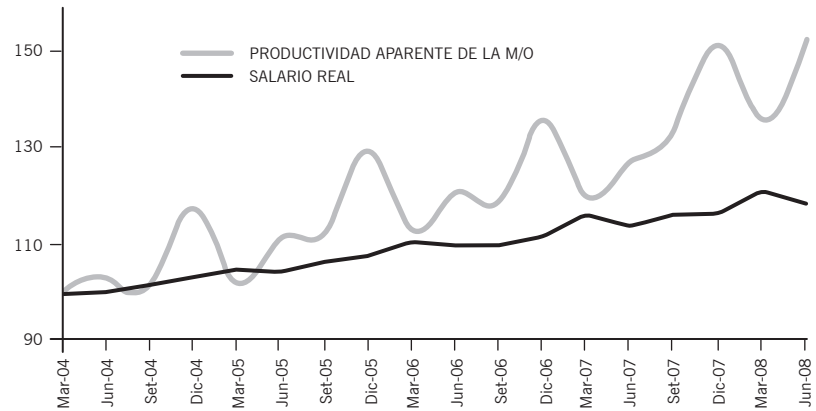
BPC, y desde enero de 2009 se permitirá la declaración por hogar.

12. En este sentido, cabe señalar los proyectos de ley actualmente en tratamiento parlamentario que refieren a la flexibilización del seguro de desempleo y a distintas modificaciones en el sistema de acceso a la jubilación, entre las que destacan la reducción de 35 a 30 los años requeridos de trabajo (que según el proyecto de ley entraría en vigencia en julio de 2009) y la flexibilidad de la jubilación por edad avanzada y por incapacidad (que se aplicaría desde enero de 2009). Ambos proyectos implicarían, según estimaciones oficiales, un incremento del gasto del BPS de aproximadamente 26 millones de dólares. Su aprobación debe darse antes del 25 de octubre de 2008 dado que después de esa fecha el nivel de gasto público no puede ser modificado, porque así está estipulado en la Constitución de la República.

también se han implementado otras medidas heterodoxas de carácter fiscal con el fin de frenar básicamente el incremento del precio de los alimentos, que en 2007 explicaron 2 pp de la inflación registrada ese año. En este sentido, en 2008 se continuó con la exoneración del IVA a distintos rubros y se realizaron acuerdos con diversos sectores empresariales para contener los precios de algunos bienes de la canasta básica. Asimismo, conviene destacar que esta marcada presión inflacionaria propició la liberalización y facilitación de las importaciones de diferentes frutas y verduras, un ámbito históricamente de difícil tratamiento político dados los *lobbies* en segmentos productivos con estructuras de mercado no competitivas.

Finalmente, resta considerar la magnitud de los esfuerzos por parte del BCU (junto con el BROU) en procura de evitar una caída excesiva del tipo de cambio mediante la compra de divisas en el mercado local. Así, en lo que va del año las reservas del BCU han aumentado prácticamente el doble que en todo 2007, y si bien el aumento de los depósitos por concepto de encaje explica casi el 50% de dicho incremento, la segunda causa de expansión ha sido la compra de divisas. De esta forma, más allá de los costos parafiscales que conlleva la acumulación de reservas (o parte de ellas) dada la necesaria esterilización posterior a un costo mayor a su rendimiento, el incremento de las reservas del BCU otorga cierta fortaleza al sistema en un entorno internacional de incertidumbre, con reducción de la liquidez mundial y aumento de la perspectiva de riesgo de los inversionistas, que se traduce en aumento de las primas por riesgo país que deben

GRÁFICO VII.1 -SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD APARENTE DE LA MANO DE OBRA (índice; mar-04=100)



FUENTE: BCU e INE

abonar los países emergentes para poder colocar su deuda.

iii) Ámbito salarial

Se entiende que dada la propuesta gubernamental de apostar a la desindexación salarial¹³ y a la recuperación moderada y flexible de los salarios, esto no impactaría significativamente en la inflación al menos en el corto plazo, en la medida en que el elevado crecimiento económico y el aumento de la productividad permitirían absorber gran parte del incremento de la demanda interna y de los mayores costos salariales (Gráfico VII.1).

2. Resultados macroeconómicos

En términos generales, los primeros meses de 2008 muestran un dete-

riorio de las principales variables macroeconómicas. En efecto en el año móvil finalizado en julio el déficit fiscal supera al previsto, la inflación se encuentra por encima del rango meta y la competitividad se ha deteriorado con respecto al año precedente. No obstante, el extraordinario crecimiento del PIB, las mejores condiciones climáticas y las menores presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional por la reversión de la tendencia alcista de las *commodities*, hacen que para lo que resta del año se espere una mejor *performance* de estas variables con respecto a los primeros meses del año.

2.1. Las finanzas públicas en los primeros siete meses de 2008

Las finanzas públicas comenzaron a deteriorarse a partir del segundo trimestre de 2008. Si bien las compras de petróleo explican en parte este resultado, no son el único factor, pues aun sin tener en cuenta la variación de existencias de petróleo, el déficit fiscal siguió una trayectoria creciente en los

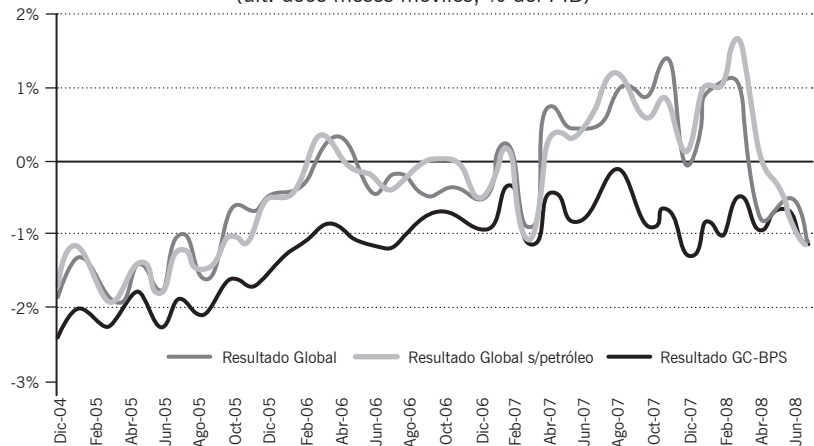
13. En efecto, los lineamientos de la tercera y última ronda en este período de gobierno de los Consejos de Salarios implican un cierto avance hacia la desindexación de la economía a partir de la ampliación de los períodos establecidos para los ajustes, de que éstos tienden a darse con base en el centro de la banda de inflación del BCU y a que se disminuye la frecuencia de los correctivos por inflación.

CUADRO VII.1 CONTRIBUCIÓN AL RESULTADO FISCAL POR ORGANISMO (doce meses móviles a julio, en % del PIB)

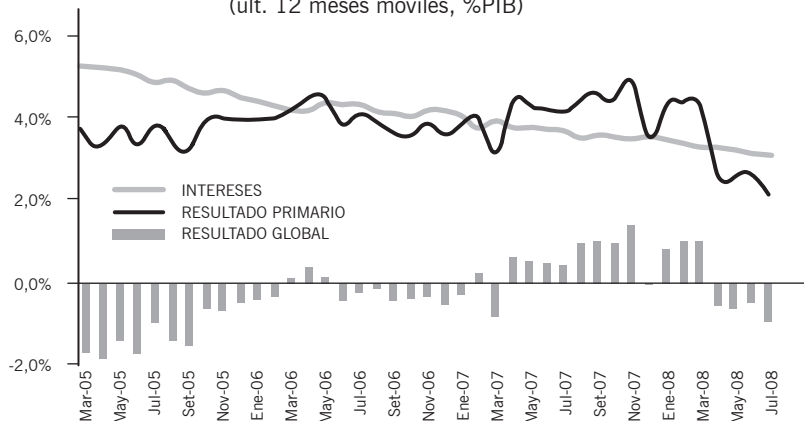
	2007	2008
RESULTADO PRIMARIO	4,1%	2,1%
Gobierno Central - BPS	3,4%	2,1%
Empresas Públicas	0,6%	-0,3%
Banco Central	-0,1%	-0,1%
Gobiernos Departamentales	0,1%	0,2%
Banco de Seguros del Estado	0,1%	0,3%
RESULTADO GLOBAL	0,4%	-1,0%
Gobierno Central - BPS	-0,5%	-1,1%
Empresas Públicas	0,5%	-0,4%
Banco Central	0,1%	-0,0%
Gobiernos Departamentales	0,1%	0,2%
Banco de Seguros del Estado	0,3%	0,4%
INTERESES	3,7%	3,1%

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del MEF.

últimos meses (Gráfico VII.2). Como se mencionó anteriormente, en los doce meses finalizados en julio de 2008 el déficit consolidado del sector público ascendió a 1% del PIB.¹⁴ Éste se compuso de un superávit primario equivalente a 2,1% del PIB y de un gasto por concepto de intereses de 3,1% del PIB. Ambos siguieron una trayectoria decreciente en el segundo trimestre, aunque el gasto lo hizo a menor ritmo, lo que derivó en el cambio de signo del resultado global (Gráfico VII.3 y Cuadro 69). En los doce meses culminados en

GRÁFICO VII.2 - RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO Y DEL GC-BPS (últ. doce meses móviles, % del PIB)

FUENTE: MEF IECON

GRÁFICO VII.3 - RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO (últ. 12 meses móviles, %PIB)

FUENTE: MEF

14. Medido por encima de la línea. Considera los ingresos y egresos con criterio «caja», e incluye el resultado primario agregado del gobierno central, BPS, empresas públicas (ANTEL, ANCAP, UTE, OSE, ANP, AFE), gobiernos departamentales, BCU y Banco de Seguros del Estado (BSE). Los datos del BSE comenzaron a publicarse a partir del mes de junio (aunque se ajustaron los datos hacia atrás), acercando así el resultado «por encima de la línea» y el medido «por debajo de la línea», que siempre mostraban ciertas diferencias dado que este último incluía el resultado de más organismos. Sin considerar el resultado del BSE, en el año móvil a julio de 2008 el déficit del sector público consolidado fue de 1,4% del PIB.

julio de 2008 los ingresos del sector público no financiero presentaron un leve decrecimiento (1,2%) derivado del peor resultado primario de las empresas públicas, en tanto los egresos continuaron expandiéndose a un ritmo de 6,6%.

Al analizar el resultado fiscal por componentes, se observa que la causa del empeoramiento proviene tanto de las empresas públicas como del consolidado del GC-BPS (Cuadro VII.1). En efecto, en el año móvil finalizado en julio de 2008, las primeras presentaron un déficit de 0,4% del PIB cuando a fines de 2007 registraron un superávit equivalente al 0,9% del PIB. Esto se debió principalmente al elevado déficit de UTE como consecuencia de los costos extraordinarios que debió enfrentar ante la crisis energética y de la política de no trasladar totalmente los costos a tarifas. Por su parte, el consolidado GC-BPS tuvo un déficit de 1,1% del PIB, menor al de fines de 2007 pero que duplicó el de un año atrás. En contrapartida, los gobiernos departamentales y el BSE tuvieron resultados algo mejores a los del año precedente (0,2% y 0,4% del PIB respectivamente) (Cuadro 62).

Por otra parte, a diferencia de 2007 y del primer trimestre de 2008, el Banco Central (BCU) pasó a tener un resultado levemente deficitario puesto que los intereses pagados superaron a los recibidos, como consecuencia de la mayor emisión de letras de regulación monetaria (LRM) que debió realizar para esterilizar sus intervenciones en el mercado de cambios. En efecto, en los primeros ocho meses de 2008 el BCU emitió LRM por 23 mil millones de pesos (28% de su saldo). Los altos costos implícitos

en estas emisiones dieron lugar a un cambio en la política monetaria a partir de junio, cuando el BCU aumentó las tasas de encaje de los depósitos, los que a su vez pasaron a ser no remunerados, trasladando así parte del costo de la política monetaria al sector privado.

2.1.1. Gobierno central

El mayor **déficit del GC** en el año móvil finalizado en julio de 2008 con respecto a igual período del año precedente se debió al incremento de 8% de sus egresos, frente a un aumento de los ingresos de 5%. Sin embargo, en el acumulado de los siete primeros meses esta situación se revierte, al no figurar los gastos extraordinarios realizados en el mes de diciembre de 2007.¹⁵ En efecto, en el período enero-julio el aumento de los egresos del GC en términos reales fue de tan sólo 3%. Ello se debió principalmente a la fuerte reducción en el gasto asociado a intereses, a raíz de la depreciación del dólar. De hecho, la repetición de este fenómeno a lo largo de los últimos años ha llevado a una modificación en la estructura del gasto público, en la que la participación de los intereses se redujo de 20%

del gasto del GC en 2004 a 14% en julio de 2008 (Cuadro 72).

La reducción de los intereses y los mayores niveles de actividad económica permitieron aumentar el gasto por otros conceptos. En particular, en el período se destacan el aumento en el gasto por remuneraciones debido a la recuperación de los salarios reales de los funcionarios públicos, el crecimiento de las inversiones y el gasto en transferencias monetarias derivadas del Plan de Emergencia primero (que figuraba en otros gastos no personales) y actualmente del Plan de Equidad (que figura en transferencias), así como por las realizadas al BPS por la reforma del sistema de salud. En el acumulado de los primeros siete meses de 2008, el factor de mayor incidencia en el aumento del gasto del GC correspondió a la previsión social (4,5 pp), por la mayor asistencia al BPS (15%). Pese a que los ingresos de este organismo aumentaron 7,5%, sus egresos lo hicieron a mayor ritmo (12%) debido principalmente a que la implementación del Nuevo Sistema Integrado de Salud implicó un aumento de 40% en el gasto por concepto de seguro de enfermedad. A ello se sumaron el crecimiento del gasto por pago de asignaciones familiares tras la implementación del Plan de Equidad y el aumento en el pago de pasividades (4% real) (Cuadro 74).

Por otra parte, los **ingresos del GC** aumentaron 6% en los primeros siete meses del año, lo que obedeció al aumento tanto de la recaudación de impuestos como de los ingresos no tributarios (6% en ambos casos). En cuanto a los ingresos no tributarios, el aumento se debió a

15. Por esas fechas existió un incremento extraordinario de las transferencias asociado a la cancelación de obligaciones que el MEF mantenía con organismos del sector público y a la realización de desembolsos extraordinarios para el Plan Ceibal y el subsidio al complejo textil-vestimenta. Asimismo, la aceleración de las inversiones hacia finales del año explicó el 24% de crecimiento de las inversiones entre uno y otro período. A su vez, también significó un gasto importante en este rubro la capitalización de PLUNA S.A., en virtud del acuerdo suscrito con la empresa *Leadgate Investment Corporation*, que adquirió el 75% de su capital accionario.

que por primera vez las utilidades del Banco República se volcaron a Rentas Generales, lo que significó un aumento de 1.324 millones de pesos uruguayos, que más que compensó la reducción en los aportes de las demás empresas públicas.

En lo que refiere a los ingresos tributarios, se destaca el fuerte incremento real en la recaudación de la DGI en el período enero-julio de 2008 con respecto a igual período de 2007 (13%), pese a que a partir de la entrada en vigencia del nuevo sistema tributario se eliminaron ciertos impuestos y se redujo la tasa de otros.¹⁶ El crecimiento se debió a la mayor recaudación por IVA, producto de la mayor actividad económica y en particular del aumento del consumo (13% en el primer semestre), pues de acuerdo a estimaciones realizadas por la DGI, el efecto neto de la reducción de tasas y el aumento de la base imponible de este impuesto habría sido negativo.¹⁷ También fue importante la

recaudación de los dos principales impuestos directos: el impuesto a la renta de las actividades económicas (IRA) y el impuesto a la renta de las personas físicas (IRPF). En el primer caso, ello se debió tanto al crecimiento de la actividad económica del sector privado como al mayor aporte de las empresas públicas, el cual había disminuido significativamente en 2007 debido al mal desempeño de éstas en 2006.¹⁸ A su vez, las mayores ganancias del sector privado permitieron compensar la reducción de la alícuota del impuesto que pasó de 30% a 25%. Asimismo, en el año móvil finalizado en julio de 2008 los ingresos de la DGI por concepto de IRPF representaron 2% del PIB, lo que significó un importante aumento en su recaudación, pues anteriormente el IRPF lo recaudaba el BPS y no esta institución (Cuadro 73).

2.1.2. Empresas públicas

A diferencia de 2007, este año el resultado de las empresas públicas contribuyó al deterioro del déficit fiscal. Si bien en las proyecciones económicas del gobierno que forman parte del escenario macroeconómico de la Rendición de cuentas

2007 las empresas públicas figuran con un superávit de 1,1% del PIB, en los doce meses finalizados en julio de 2008 éstas registraron en conjunto un déficit equivalente a 0,4% del PIB. Esto fue consecuencia de la crisis energética que afectó al país en el primer semestre del año, pues la falta de lluvias obligó a una mayor generación de energía térmica, lo que implicó un significativo aumento de las importaciones de petróleo. A esto se sumó el espectacular crecimiento del precio del crudo en los mercados internacionales. De este modo, en el período enero-julio de 2008 los costos por insumos de UTE aumentaron más de una vez y media con respecto a los de igual período del año precedente, en tanto los de ANCAP lo hicieron un 90%, al tiempo que disminuyeron las existencias de petróleo (Gráfico VII.4).

Los mayores costos y la política de no trasladarlos totalmente a tarifas para evitar mayores presiones inflacionarias conllevaron importantes déficit en estas empresas. Entre enero y julio de 2008 UTE registró una pérdida de 262 millones de dólares, en tanto la de ANCAP fue de casi 100 millones. Si bien en ese período el resto de las empresas presentaron resultados positivos, no fueron suficientes para compensar la pérdida de UTE y ANCAP, por lo que el déficit del conjunto de las empresas públicas ascendió a 277 millones de dólares. En lo que atañe a los ingresos de las empresas, se siguieron políticas distintas con ANCAP y con UTE (Gráfico VII.5). En el caso de ANCAP se optó por ajustar las tarifas al alza, aunque en forma desfasada, al tiempo que se redujo

16. Entre los impuestos eliminados por la Ley N° 18.083 se encuentran, el Impuesto de Contribución al Financiamiento de la Seguridad Social (COFIS), el Impuesto a los activos de las empresas bancarias (IMABA), el impuesto de control del sistema financiero (ICOSIFI), el impuesto específico a los servicios de salud (IMESSA), los impuestos a las comisiones (ICOM), el impuesto a las telecomunicaciones (ITEL), el impuesto a las tarjetas de crédito (ITC), el impuesto a las ventas forzadas (IVF), el impuesto a la renta agropecuaria (IRA), el impuesto a las cesiones de derecho sobre los deportistas, el impuesto a la compra de bienes muebles en remate público, el impuesto a los concursos, sorteos y competencias (ICSC). A su vez, en setiembre de 2007 se derogó el impuesto a la compra de moneda extranjera (ICOME), que sólo tributaban las empresas públicas.

17. La tasa básica pasó de 23% a 22% y la tasa mínima de 14% a 10%. A su vez, como el IVA se gravaba sobre los valores con COFIS incluido, la eliminación de este impuesto redujo la base imponible

del IVA. Por otra parte, se comenzó a gravar con IVA bienes y servicios que antes no lo estaban destacándose entre ellos: cigarrillos, agua corriente (por encima de determinado nivel de consumo), las prestaciones de servicios de salud y el gas oil que a partir de mayo, previo a la entrada en vigencia del nuevo sistema tributario, pasó de estar gravado con IMESI y a la tasa mínima de IVA a gravarse sólo con la tasa básica de IVA, por Ley N° 18.109, del 2/04/2007.

18. A este respecto cabe recordar que mensualmente las empresas adelantan a la DGI los pagos del IRIC a cuenta del cierre del ejercicio, ajustando la liquidación en abril del año siguiente.

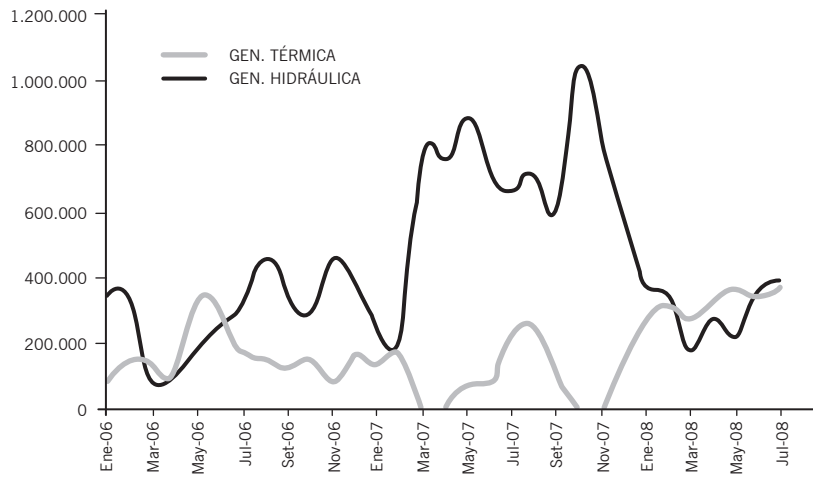
la tasa del IMESI con que se grava a los combustibles, por lo cual en el acumulado del año el aumento del precio de las naftas para el consumidor final fue de 4% real. De este modo, los ingresos de ANCAP por venta de bienes y servicios aumentaron 63% en términos reales, en tanto la recaudación del IMESI por combustibles se redujo 32% en los primeros siete meses del año con respecto a igual período de 2007. De este modo, una parte importante del aumento del costo de la matriz energética fue absorbida por el GC. Por otro lado, la estrategia de UTE apuntó a promover el ahorro energético en la población, al tiempo que las tarifas aumentaron sólo 9%, lo que derivó en una caída de 4% de los ingresos reales de esta empresa. En este caso, el costo para el GC provino de la reducción en un 88% de los aportes que esta empresa realizó a Rentas Generales (Cuadro 75).

Con estos datos, en el año móvil finalizado en julio de 2008 los ingresos del sector público no financiero representaron 26% del PIB (3 pp. menos que a fines de 2007). Por su parte los egresos también disminuyeron, aunque en menor medida, representando 28% del PIB.

2.1.3. La deuda pública

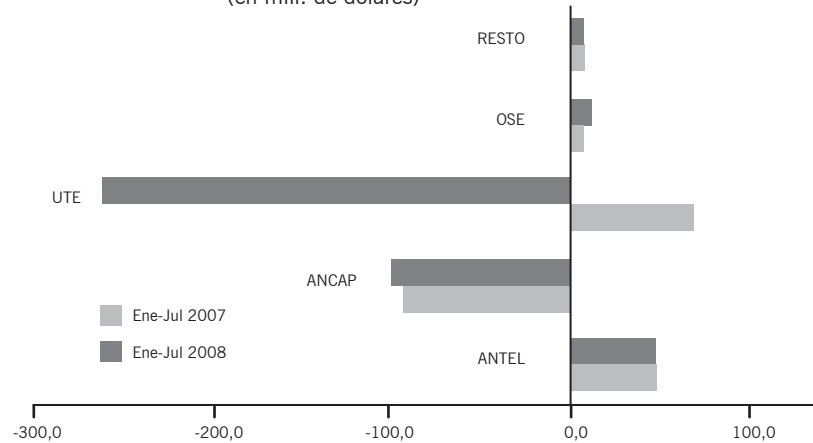
El déficit generado fue financiado, básicamente, con la emisión de títulos públicos, si bien ésta fue menor a la del año 2007. En contrapartida, hubo un aumento de los préstamos externos, aunque ello no fue suficiente para revertir el cambio en la estructura de la deuda por acreedor, en la que desde el año 2005 a esta parte vienen

GRÁFICO VII.4 - GENERACIÓN TÉRMICA E HIDRÁULICA (Ghw)



FUENTE: MIEM

GRÁFICO VII.5 - RESULTADO DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS (en mill. de dólares)



FUENTE: MEF

perdiendo peso. A su vez, como el aumento del endeudamiento superó las necesidades de financiamiento, aumentaron significativamente los activos de reserva (Cuadros 70 y 71).

En el primer trimestre de 2008,¹⁹ la **deuda bruta** del sector público ascendió a 17.317 millones de dólares, superando en 1.000 millones a la registrada en diciembre de 2007 y en 4.200 millones a la de

19. Último dato disponible.

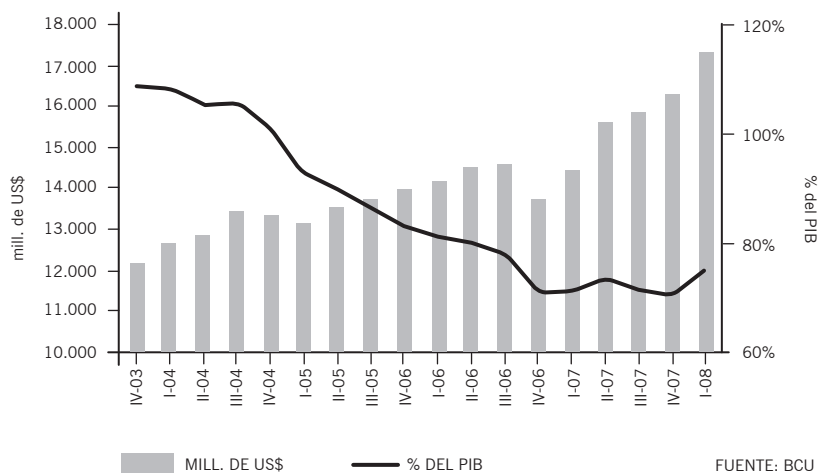
marzo de 2005, cuando comenzó esta administración de gobierno. Sin embargo, este importante crecimiento nominal de la deuda no implicó un aumento en términos del PIB, sino que por el contrario el significativo crecimiento de éste hizo que el cociente deuda/PIB siguiera una trayectoria descendente hasta el primer trimestre de 2008, cuando se revirtió este comportamiento. En marzo de 2008 la deuda pública representaba 75% del PIB, mientras en diciembre de 2007

pesaba 71% (Gráfico VII.6). El crecimiento de la deuda en términos nominales provino de aprovechar el contexto de liquidez internacional, así como la reducción de las primas de riesgo de los mercados emergentes. Esto permitió modificar la estructura de la deuda, en la que los títulos públicos pasaron a superar el 70%, cuando en marzo de 2005 alcanzaban el 50%. El aumento de la deuda en el primer trimestre se debió a que el BCU presentó una deuda de 900 millones de dólares. Ésta se originó en parte por la necesidad de esterilizar sus intervenciones en el mercado de cambios, con la emisión de LRM, y de la licitación de notas en unidades indexadas (UI).²⁰ Esta situación se revierte a partir del segundo trimestre, cuando el BCU cancela las LRM pero continúa realizando licitaciones de letras y notas en UI (Cuadro 76).

En febrero el gobierno hizo la primera licitación de notas del Tesoro en UI a 12 años, y fue por 2.000 millones de UI (cerca de 170 millones de dólares). Esta operación se ajustó a la estrategia de desdolarizar la deuda y también a la búsqueda de profundizar el mercado local de títulos en moneda nacional, particularmente a plazos mayores, que se viene implementando desde 2007. Con ello se pretende obtener curvas de rendimiento en moneda nacional que abarquen un horizonte de proyección mayor, así como monitorear las expectativas de inflación de los agentes. En esa oportunidad la colocación fue por un equivalente a 4,2

20. En los primeros siete meses del año el Banco Central ha licitado notas en UI por 3.000 millones a tres años, a una tasa de 3,5% en enero y marzo y de 4% en julio.

GRÁFICO VII.6 - DEUDA PÚBLICA BRUTA (en millones de dólares y % del PIB)



FUENTE: BCU

millones de dólares.²¹ De este modo, el gobierno en lo que va de su administración logró modificar sustancialmente la estructura de la deuda por monedas, pasando la deuda en pesos de representar 11% en marzo de 2005 a 33% en marzo de 2008. Así la economía nacional logra aislarse del riesgo tipo de cambio, pero en contrapartida incorpora el costo de la inflación a las finanzas públicas, ya que esta deuda en moneda nacional está mayormente denominada en unidades indexadas.

A su vez, en junio el gobierno lanzó una nueva operación de canje voluntario de deuda pública, con la cual se aceptaron ofertas por 857,4 millones de dólares. El canje abarcó a los tenedores de títulos en dólares, euros y UI con vencimiento entre 2008 y 2015, y alcanzó un circulante elegible de 2.900 millones de dólares. De ellos 1.500 fueron emitidos en UI y el resto en moneda extranjera, constituyendo casi el total de la deuda emitida para dicho período.

21. La tasa de interés transada fue de 4,25% sobre la inflación, y su amortización se hará en tres pagos iguales y consecutivos, en 2018, 2019 y 2020.

Los tenedores de bonos en moneda extranjera tenían la posibilidad de canjearlos por un título en dólares con vencimiento en 2036 o bien por un título en UI con vencimiento en 2030. En cambio, los tenedores de títulos en UI sólo podían hacer lo segundo. Si bien esta operación implicó un costo para el gobierno, dado que para incentivar a los privados se ofrecía un precio de recompra oficial mayor al de mercado, fue una operación en línea con el objetivo de extender los plazos de la deuda. Asimismo, ante una situación de cierta incertidumbre internacional, no afectaría sustantivamente las elevadas reservas del BCU.

A esto también contribuyó la emisión, por primera vez, de títulos de deuda en pesos uruguayos por parte del Banco Mundial en el mes de mayo.²² Esta operación en pesos uruguayos se realizó para que simultáneamente se desembolsara un préstamo específico en pesos. Este préstamo brindaba a Uruguay la

22. 1.981 millones de pesos, equivalentes a 100 millones de dólares, indexados por inflación, con vencimiento en 2017 y un cupón de 3,4%.

CUADRO VII.2 DEUDA BRUTA Y NETA DEL SECTOR PÚBLICO (en millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Deuda bruta del sector público	10.072	11.386	12.163	13.322	13.949	13.717	16.321
Deuda externa							
Banco Central	621	562	770	1.035	842	50	40
Sector público no financiero	5.208	7.737	8.787	9.172	9.335	9.262	10.952
Deuda con residentes							
Banco Central	1.629	654	576	931	1.229	1.726	2.665
Sector público no financiero	2.615	2.433	2.029	2.185	2.538	2.679	2.663
Activos del sector público global	-3.478	-3.328	-3.920	-4.208	-5.012	-4.559	-6.674
Deuda neta del sector público	6.594	8.058	8.243	9.114	8.938	9.157	9.647
Deuda bruta del sector público/PIB	54%	93%	109%	101%	83%	71%	71%
Deuda neta del sector público/PIB	36%	66%	74%	69%	53%	47%	42%

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

posibilidad de profundizar la desdolarización de la deuda y obtener una línea de financiamiento a una tasa algo menor a si el país hubiera emitido directamente. Asimismo, esta emisión permitió que las AFAPs, principales adquirientes de estos títulos, accedieran por primera vez a títulos en pesos uruguayos con la calificación AAA, pudiendo diversificar su portafolio.

Al tiempo que aumentó la deuda bruta, lo hicieron los activos, por lo cual el incremento de la deuda neta del primer trimestre de 2008 fue menor al de ésta. Al cabo de marzo de 2008 se ubicó en torno a 45% del PIB, aún por debajo de los niveles del primer trimestre de 2005 pero superior a los previos a la crisis de 2002. No obstante, el volumen de la deuda y su peso en términos del PIB continúan siendo una vulnerabilidad importante de la economía nacional (Cuadro VII.2).

2.2. Precios y variables monetarias

En los meses transcurridos de 2008 la tasa interanual de crecimiento del

IPC se ubicó sistemáticamente por encima del rango meta establecido por BCU (3% a 7%). En efecto, en los doce meses cerrados a agosto la inflación fue de 7,3%, similar a la que registró la inflación subyacente²³ (7,5%), dando la pauta de que persisten las presiones inflacionarias que derivan tanto del contexto internacional como de factores internos.

En el ámbito internacional, los precios de la economía uruguaya recibieron influencias de distinto signo. Por un lado, pese a la mayor incertidumbre general, el dinamismo de la **actividad económica mundial** contribuyó a mantener los precios de nuestros productos de exportación en niveles relativamente elevados, y ello implicó una significativa presión sobre los precios internos. En igual sentido incidió el incremento sostenido de los precios del **petróleo**, y si

bien a partir de mediados de agosto esta tendencia se revierte, presentan una gran volatilidad y se mantienen en niveles elevados. Por otra parte, la fuerte apreciación del peso frente al **dólar** (11,3% en el año móvil cerrado a agosto) operó en sentido opuesto, y determinó un menor aumento en los precios de ciertos bienes e insumos transables expresados en moneda nacional. En tanto, en el ámbito doméstico incidió la suba de varios servicios (alquileres y enseñanza, entre otros) y de las tarifas públicas (Cuadro VII.3).

La inflación acumulada en los primeros ocho meses del año fue de 7%, inferior a la registrada en igual período de 2007 (8,2%). Las presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional derivaron en un mayor encarecimiento de los **bienes transables** de la canasta (7,4%), en particular de los alimentos. En efecto, destacaron el fuerte incremento de los derivados del trigo (16,8% e incidencia de 1,1 pp), de la carne (12,7%, con una incidencia de 0,7 pp) y los lácteos y huevos (9,3% e incidencia 0,6 pp). Asimismo, se observó un descenso de los precios

23. El índice de inflación subyacente no contempla a aquellos rubros de la canasta del IPC que responden a factores estacionales y climáticos, así como tampoco a aquellos cuya evolución está sujeta a decisiones políticas. Es así que la evolución de los precios de las frutas y verduras, de la carne, de las tarifas públicas y de otros precios administrados no se incluyen en su cálculo.

CUADRO VII.3 PRECIOS SELECCIONADOS (var. acum. en los últ. doce meses y en el año, en %) (1)

	ÍNDICE DE PRECIOS			TIPO DE
	IPC	IPHMI	IPPN	CAMBIO (2)
2003	10,2	12,5	20,5	7,3
2004	7,6	8,5	5,1	-9,1
2005	4,9	4,1	-2,2	-11,0
2006	6,4	4,2	8,2	3,4
2007	8,5	8,4	16,1	-11,2
Variación últimos doce meses				
2008 Abr.	7,1	7,1	17,9	-17,1
May.	7,2	7,6	20,6	-17,0
Jun.	8,4	8,3	23,1	-18,3
Jul.	8,0	7,7	23,2	-19,0
Ago.	7,3	6,9	21,8	-18,6
Variación acumulada en el año				
2008 Abr.	3,2	2,9	7,0	-7,9
May.	4,1	4,3	10,7	-8,2
Jun.	5,4	5,1	13,4	-10,0
Jul.	5,9	5,5	15,9	-11,1
Ago.	7,0	6,9	19,7	-11,3

(1) Los datos anuales corresponden a la variación acumulada al mes de diciembre de cada año; los mensuales a la variación respecto al mismo mes del año anterior.

(2) Interbancario comprador, promedio mensual.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE y BCU.

de algunos bienes de la canasta nominados en dólares, como los gastos de turismo y los electrodomésticos. Por su parte, los **bienes no transables** aumentaron 6,7%, destacándose el incremento de los alquileres (10% y 1,2 pp de incidencia) y las tarifas públicas, que en promedio se incrementaron 15,2%, con una incidencia de 0,4 pp. De ese modo, en el período enero-agosto los precios minoristas que más aumentaron fueron los correspondientes a los rubros alimentos y bebidas (10% y 2,8 pp de incidencia), vivienda (12,2% y 1,6 pp de incidencia) y enseñanza (8,8%, con una incidencia de 0,4 pp). (Cuadro 79).

Por su parte, cabe señalar que los precios de los bienes representati-

vos del consumo de los hogares más pobres, relevados por el **índice de precios al consumo de los hogares de menores ingresos (IPHMI)**,²⁴ aumentaron en promedio 6,9% en los primeros ocho meses de 2008. Al igual que en el caso del IPC, el rubro más relevante fue alimentos y bebidas, que registró un incremento de 9,9% y explicó 3,4 pp de la inflación del período. Le siguen en importancia los precios del rubro vivienda (13,1% e incidencia de 1,7 pp) y los relativos a cuidados médicos (3,8% e incidencia de 0,6 pp) (Cuadro 80).

24. Elaborado por el Instituto de Estadística de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República.

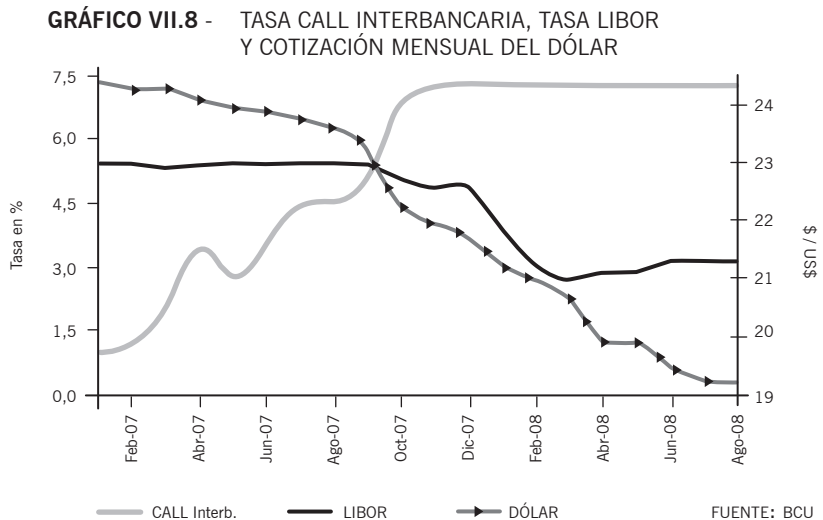
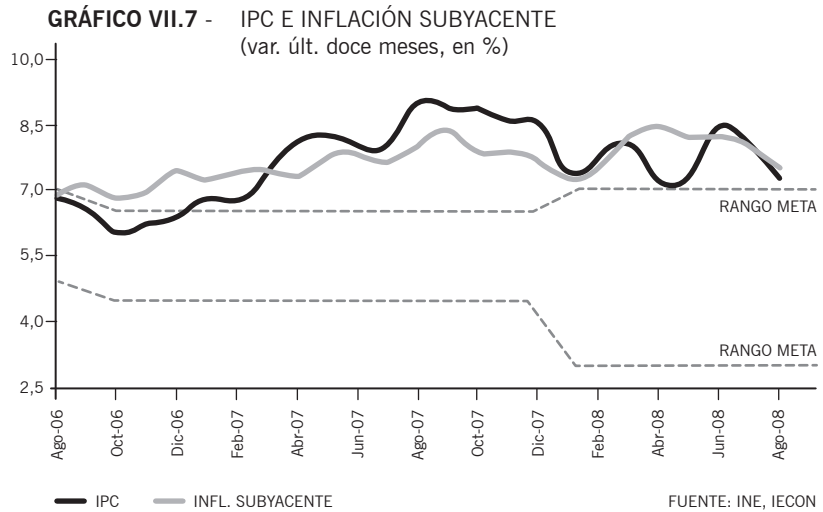
Siguiendo la tendencia de 2007, los **precios mayoristas** aumentaron en el año en curso, impulsados también por el sucesivo incremento de los precios internacionales de los alimentos y de las materias primas. La inflación mayorista acumulada en el período enero-agosto fue de 19,7% y se explicó principalmente por el encarecimiento de los bienes manufacturados (14,5%, con una incidencia de 10,6 pp),²⁵ y en menor medida por el comportamiento registrado en los precios de los

25. Entre los productos manufactureros, el incremento de precios en alimentos, bebidas y tabaco (10,3%) fue el de mayor incidencia (3,7 pp.), seguido por los productos derivados del petróleo (2,9 pp. y un incremento de 25,4%).

productos agropecuarios²⁶ (33,2% e incidencia de 8,5 pp) (Cuadro 81).

En el mes de agosto la cotización promedio del **dólar** estadounidense²⁷ (19,2 pesos) fue 11,3% inferior al valor promedio de diciembre de 2007. El descenso del dólar en los primeros ocho meses del año puede atribuirse a diversos factores, entre los que son de señalar la desvalorización de esta divisa en el ámbito internacional, la mayor oferta de dólares en el mercado local debido al flujo de capitales que continuó ingresando al país, y el diferencial entre las tasas de interés domésticas e internacionales. En efecto, en un contexto de caída de la tasa de interés de la FED,²⁸ y con ella de la tasa *Libor*,²⁹ la estrategia seguida por el BCU de mantener la tasa *call* en 7,25% implicó profundizar el sesgo contractivo de la política monetaria, ya que los inversores tienden a deshacerse de sus posiciones en dólares y adquirir instrumentos en pesos que reportan mayores rendimientos, presionando la apreciación de la moneda nacional (Gráfico VII.7).

La apreciación del peso y la evolución de los precios internos determinaron que la inflación medida en dólares³⁰ continuara



aumentando en el transcurso de 2008. Si bien este fenómeno se registró a nivel mundial, implicó un deterioro de la **competitividad** de la economía uruguaya³¹ respecto de sus principales socios comerciales, especialmente con Estados Unidos³² y los países vecinos (Gráfico VII.8). En efecto, en el año móvil cerrado

en agosto la inflación minorista uruguaya expresada en dólares (31,7%) superó a la registrada en Brasil (29,5%). También fue sustancialmente mayor a la de Argentina (13,5%), aunque esta última podría estar subestimada pues considera la evolución oficial del IPC. De igual modo, la inflación mayorista de Uruguay expresada en dólares (49,6%) superó tanto a la de Argentina (16,5%) como a la de Brasil (41,1%) (ver capítulos III y V).

Como se mencionó, el BCU buscó contrarrestar los efectos de

26. Los precios de los cultivos agrícolas aumentaron 33,5% (2,6 pp. de incidencia en la variación general del IPPN), mientras que los productos pecuarios lo hicieron 7% (1,2 pp).

27. Se utilizó el tipo de cambio mensual promedio comprador en el mercado interbancario.

28. A principios de enero de 2008 la tasa se situaba en 4%; luego de sufrir sucesivas modificaciones a la baja, desde mayo se ubicó en 2%.

29. Si bien a partir de abril se revierte esta tendencia y la tasa comienza a aumentar, la brecha con las tasas uruguayas se mantiene.

30. Expresados en dólares, los precios minoristas registraron en los doce meses cerrados a agosto de 2008 un incremento de 31,7%, y los mayoristas uno de 49,6%.

31. En 2008 la competitividad medida a través del tipo de cambio real, calculado a partir de los precios minoristas, continuó descendiendo en forma importante (ver Capítulo V).

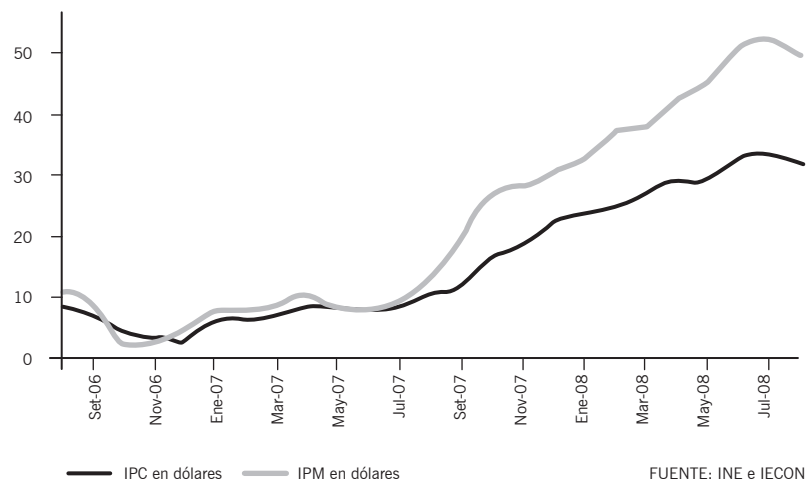
32. En el año móvil cerrado en agosto la inflación minorista fue de 5,9%.

la política monetaria contractiva a través de la compra de dólares e influyó sobre la evolución de la competitividad. En este sentido, en los primeros ocho meses de 2008 las compras netas de dólares por parte del BCU totalizaron 779 millones, que junto con el aumento de los depósitos de los bancos privados en el BCU (984 millones de dólares) y el saldo de otras obligaciones netas en moneda extranjera del GC (55 millones de dólares) incrementaron el **stock de activos de reserva** en 2.109 millones de dólares (superó en 51% al registrado a fines de 2007). Al cierre de este Informe el stock de activos de reserva del BCU se situaba en 6.320 millones de dólares (Cuadro 83). El incremento de los activos de reserva y el saldo positivo de otras cuentas netas (6 millones de dólares) más que compensaron la pérdida de activos netos con residentes y no residentes (1.118 y 111 millones de dólares, respectivamente). Ello implicó que el BCU mejorara su posición general en moneda extranjera (886 millones de dólares), para finalizar agosto de 2008 en situación acreedora por 3.825 millones de dólares (Cuadro 84).

Las compras netas de moneda extranjera por el BCU (15.694 millones de pesos) fueron el principal factor expansivo de la **base monetaria (BM)**, aunque al cabo de los primeros ocho meses del año disminuyó en 1.846 millones de pesos (6% inferior al *stock* de fines de diciembre de 2007)³³. No obstante en

33. Cabe señalar que en los doce meses cerrados a agosto la base monetaria se expandió en 8.585 millones de pesos. Gran parte de este dinamismo se explicó por el cambio en la definición de esta variable, ya que en el período comprendido entre el 1 de setiembre de 2007 y el 31 de mayo

GRÁFICO VII.9 - INFLACIÓN EN DÓLARES (var. doce meses, en %)



ese período los pasivos monetarios se incrementaron en 4.646 millones de pesos, como consecuencia de las compras de moneda extranjera y del manejo de las disponibilidades en moneda nacional que el GC y el BPS mantienen en el BCU (7.644 millones de pesos), así como por el resultado deficitario del BCU en moneda nacional (2.521 millones de pesos). Por el contrario, la intensa colocación de notas y letras del BCU en UI -16.104 millones de pesos- y de LRM -5.197 millones de pesos- actuaron en sentido contractivo (Cuadro 85).

Es preciso señalar que a partir del 1° de junio el incremento en las tasas de encajes de los depósitos de corto plazo en moneda extranjera y nacional permitió extraer liquidez

de 2008 las cuentas del sector público radicadas en el BROU estuvieron sujetas a un régimen general de encaje. La BM se define como: (emisión fuera del BCU + depósitos de encaje no remunerado y remunerado a plazo en el BCU + otros depósitos vista y plazo en BCU) - (encaje de 100% sobre los depósitos en moneda nacional del GC y el BPS en el BROU). Esta última deducción lleva a que un encaje del 100% sea equivalente a radicar estas cuentas en el BCU.

del mercado por aproximadamente 754 millones. Ello implicó un aumento de los depósitos de la banca pública y privada en el BCU. Asimismo, la decisión de dejar de remunerar esos depósitos conllevó un menor costo parafiscal. Por otro lado, las mayores reservas que los bancos deben mantener inmovilizadas no repercutieron mayormente en el multiplicador monetario,³⁴ ni en el alto ritmo de crecimiento de los **medios de pago (M1)**.³⁵ Es así que en el año móvil cerrado a julio el M1 creció 30,3%, destacándose la mayor preferencia por el uso de las cajas de ahorro en pesos (43,9%) y el fuerte crecimiento de los depósitos a la vista en moneda nacional (30%). Por su parte, en igual período también se incrementó significativamente la **cantidad de dinero (M2)**, principalmente por el dinamismo de

34. El multiplicador monetario es estimado por el BCU como el cociente entre M1 a fin de mes y la BM promedio.

35. M1 = circulante en poder del público + depósitos vista m/n + depósitos en caja de ahorros m/n.

los depósitos a plazo en moneda nacional (50,1%) (Cuadro 86).

En tanto, el aumento de los encajes no ha tenido aún un impacto relevante sobre el crédito ni sobre sus tasas de interés. En el primer caso porque el canal crediticio en el país aún es débil. De ocurrir sería positivo en materia de inflación, ya que el crédito viene creciendo a tasas elevadas y podría presionar la demanda agregada, y por su intermedio a los precios. El escaso impacto sobre las tasas de interés se explica en parte por la baja rentabilidad que obtienen los bancos de plaza (mayoritariamente internacionales) por sus depósitos en el exterior, que junto a la elevada liquidez existente en el sistema financiero continúan incentivando el otorgamiento de créditos en el mercado local.

3. Perspectivas para lo que resta de 2008

En materia fiscal, para fines de 2008 se proyecta un deterioro de las cuentas públicas en relación con 2007, con un déficit global levemente por encima del establecido como meta,³⁶ a pesar del muy elevado ritmo de crecimiento de la economía en 2008.

Si bien la finalización del Plan de Emergencia implicaría una disminución por concepto de gastos no personales con respecto a 2007, y la apreciación del peso redundaría en una disminución del pago de intereses en términos reales, aumentarían los egresos por concepto de gasto en remuneraciones y pasi-

36. Cabe señalar el impacto positivo de introducir el resultado del BSE en el cálculo del mismo, ya que anteriormente no se incluía a la hora de fijar dicha meta fiscal.

vidades así como el gasto en transferencias. El crecimiento del gasto en remuneraciones y pasividades se explica por la recuperación salarial de los funcionarios públicos y en particular de aquellos vinculados a la enseñanza, en tanto el rubro transferencias aumentaría por la implementación del nuevo Seguro Nacional Integrado de Salud y el Plan de Equidad, que superarían las transferencias extraordinarias de diciembre de 2007. Estos incrementos serían parcialmente financiados por aumentos de la recaudación, que derivan de un crecimiento de la actividad económica que compensaría la pérdida de recaudación a raíz de la eliminación del IRPF a las jubilaciones y su sustitución por el IASS y por la suba del mínimo no imponible para el IRPF a partir de setiembre de 2008. A su vez, el costo de la crisis energética implicaría que en su conjunto las empresas públicas finalicen el ejercicio 2008 con un déficit global que deterioraría el resultado del consolidado del sector público. Asimismo, la emisión de títulos por parte del BCU lo llevaría a mayores erogaciones por concepto de intereses, con lo cual se incrementaría el déficit parafiscal.

De este modo, al cabo de 2008 el sector público consolidado presentaría un déficit global equivalente a 0,6% del PIB, compuesto por un superávit primario de 2,5% del PIB y un gasto por concepto de intereses equivalente a 3,1% del PIB.

Para lo que resta del año no se esperan cambios importantes en la **política monetaria**. Así continuaría presentando el sesgo contractivo iniciado el año precedente, ya que existen riesgos de que los precios evolucionen a un

ritmo superior al proyectado por la autoridad monetaria. En este sentido, las principales incertidumbres siguen llegando desde el contexto internacional, en particular por la evolución del precio del petróleo y de las *commodities*, así como por la de las tasas de interés internacionales. Si bien se espera que las presiones externas disminuyan y se registren caídas en los precios de la carne, de la leche y de algunas frutas en el último tramo del año, el tipo de cambio dejaría de operar como elemento antiinflacionario. Así, se espera que al cabo del año la **inflación** minorista se ubique en 7,7%. Por otra parte, la **competitividad** caería en promedio 9%.³⁷ Con respecto a Brasil y Argentina, el tipo de cambio real medio también empeoraría si se consideran los precios minoristas (8,5%), debido a pérdidas tanto con el primero (6%) como con el segundo (11,5%). Si las proyecciones se realizan considerando la inflación de Argentina recabada por la encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella, la pérdida de competitividad con ese país sería sustancialmente menor.

En suma, los esfuerzos del gobierno se orientarán a contrarrestar las diversas presiones que se presenten de forma de encauzar la inflación de 2008 al rango meta. En este sentido, ante la persistencia de registros de inflación mensuales elevados, se responderá mediante una política monetaria más restrictiva así como adoptando medidas complementarias de carácter fiscal.

37. Se toma el indicador que combina los precios minoristas uruguayos con los de los socios comerciales considerados.

En cuanto a la **recuperación salarial**, el compromiso del actual gobierno consistió en la recuperación del porcentaje de pérdida sufrida a lo largo de la pasada administración al cabo de sus cinco años de mandato. En este marco, según nuestras proyecciones de crecimiento del salario real para 2008, sería suficiente una recuperación de 3,9% en 2009 para lograr finalmente un incremento porcentual de igual magnitud a la pérdida registrada entre 1999 y 2004 (23,1%). No obstante, es de

señalar que ello no implica alcanzar el poder de compra de los salarios del año 1999, para lo cual el incremento real total debería ser muy superior (30,1%).

Finalmente, en un horizonte temporal de mediano plazo, si bien la economía crece a buen ritmo y las principales variables macroeconómicas se encuentran cercanas a sus valores de equilibrio, es importante reflexionar sobre las implicancias de la evolución de la competitividad. Si bien los sectores exportadores de *commodities* se

han visto recompensados por los aún elevados precios internacionales, hay sectores menos tradicionales que sufren la competencia de productos importados. En este marco, lo más importante son las señales que se dan a los inversores, y que marcarían el crecimiento futuro de la economía: si se sigue apostando a una economía exportadora principalmente de *commodities*, o se apunta hacia sectores que generen más valor agregado y trabajo calificado aplicado a los bienes y servicios.



VIII. Sector financiero

El sistema bancario continuó creciendo durante el primer semestre de 2008. Los depósitos del sector privado crecieron 16,9% liderados por aquellos denominados en moneda nacional que crecieron un 29,7% evidenciando el proceso de desdolarización de los mismos. En cuanto a la modalidad, continúa la tendencia de incremento de los depósitos a la vista que llegaron a representar 74,8% del total de depósitos a julio 2008.

Por otra parte, los créditos al sector privado también registraron un crecimiento de 14% liderados por el de los denominados en moneda nacional que fue de 19,2%, aunque aquellos en moneda extranjera siguieron presentando un dinamismo considerable, coadyuvando a que los créditos aumentaran su dolarización. Estos comportamientos de créditos y depósitos fueron consistentes con la evolución de las tasas de interés del sistema. Aquellas en dólares, tanto activas como pasivas cayeron, y las correspondientes a operaciones en moneda nacional se mantuvieron relativamente estables con una caída moderada en la tasa pasiva promedio y un incremento poco significativo de la tasa activa promedio.

1. Evolución del sistema bancario

Los **depósitos en el sistema bancario** del sector privado (medidos en dólares corrientes) registraron un incremento significativo durante el primer semestre de 2008, acentuando la tendencia creciente que vienen experimentando desde 2005. En ese período el crecimiento de esos depósitos fue de 16,9%¹, mientras

que durante todo 2007 había sido de 12,7% (9% y 5,4% en 2006 y 2005 respectivamente). El *stock* de depósitos del sector privado se situó en 12.412 millones de dólares a julio, representando 44% del PIB. Los depósitos se han venido recuperando luego de la crisis de 2002, pero las cifras actuales apenas alcanzan los niveles de 1999. Lo mismo sucede cuando se toma en cuenta la evolución de los depósitos en términos del PIB, no alcanzan a los de 1999, incluso este ratio ha ido decreciendo desde la salida de la crisis hasta la actualidad.

No obstante, los depósitos han registrado últimamente un importante aumento que es consistente con el crecimiento económico y con el aumento de los ingresos por tra-

bajo, en particular para explicar el aumento de los depósitos en caja de ahorro y otras modalidades a corto plazo destinadas al consumo.

La composición por moneda de los depósitos se ha visto alterada en relación con la del 2007. Si bien el incremento de los depósitos en moneda nacional (29,7%) explica gran parte del crecimiento total, su contribución no ha sido significativamente superior a la de los depósitos en moneda extranjera, que experimentaron un crecimiento inferior (13,7%), ya que estos últimos pesan más en el total. Este cambio se enmarca en el proceso de desdolarización de los depósitos del sector privado, que se viene dando desde 2005, ya que a julio 2008 la

1. Dado que las variaciones señaladas a continuación se consideran a partir de los datos expresados en dólares, es necesario tener en cuenta que, debido a la apreciación del dólar a partir de 2007, se ven alteradas significativamente respecto de las realizadas en pesos constantes. Para resaltar la tendencia del mercado no se incluye en el análisis al sector público.

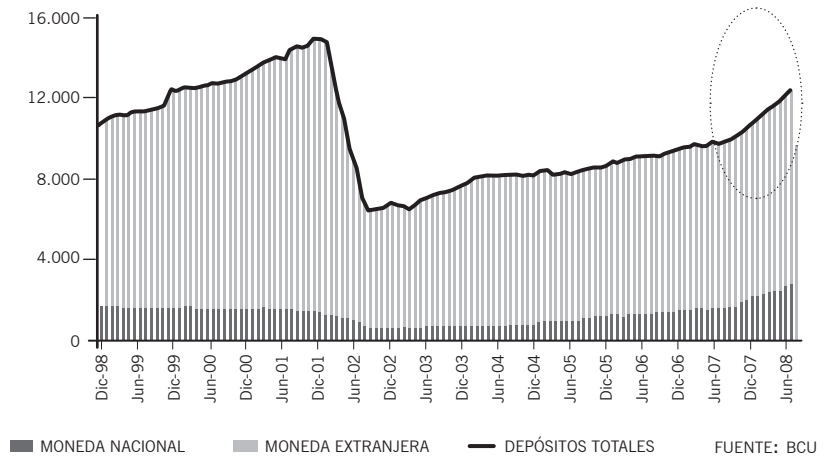
dolarización de los mismos era de 77,8%, inferior al 79,8% registrado a diciembre 2007. (Gráfico VIII.1)

Por otro lado, la evolución en términos reales de los depósitos del sector privado (pasivos bancarios) muestran una caída acumulada del 1,8% en el primer semestre, como ya lo venían haciendo desde 2007 (7,8%). Estas variaciones se pueden explicar por la fuerte depreciación del dólar en el primer semestre del año –que es prácticamente la misma que al cabo de todo el 2007 (11%)– y por la inflación que por esas fechas se aceleró (6%).

En cuanto al plazo de los depósitos, en 2008 se acentúa la tendencia que venía desde 2004 de incremento de los depósitos a la vista en su participación en el total (74,8% a julio 2008). Esto deriva de que las tasas para depósitos a plazo fijo son extremadamente bajas, incluso negativas en términos reales, a pesar del aumento en términos nominales que han experimentado en 2007.

Los **créditos del sistema bancario** al sector privado (considerados en dólares corrientes) registraron un incremento de 14% durante 2008, y el *stock* total se situó en 6.227 millones de dólares, representando 22% del PIB. El fuerte aumento que vienen experimentando los créditos desde el año pasado es consistente con el escenario macroeconómico signado por un importante crecimiento que está viviendo el país. No obstante, como se observa en el gráfico que se presenta a continuación, los niveles de crédito siguen siendo sustancialmente inferiores a los de antes de la crisis de 2002, e incluso resultan mucho más bajos en términos del PIB. En 1998 representaban un 51,8% del PIB,

GRÁFICO VIII.1 - DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO TOTALES Y POR MONEDA (mill. de dólares)



porcentaje que desde entonces no ha parado de reducirse.

Por otro lado, continuó la tendencia de crecimiento de los créditos en moneda nacional (19,2% a julio 2008) por encima de los otorgados en moneda extranjera (10,6% a julio 2008). De todos modos, el crecimiento de estos últimos ha ido en aumento desde el 2006, fenómeno consistente con la depreciación del dólar que abarató los créditos en esta moneda y con el comportamiento de las tasas activas promedio en dólares, que experimentaron una caída del orden de los 80 puntos básicos (pbs) en el transcurso del año. En este sentido, resulta de particular interés la evolución futura de la cotización de dicha moneda a la hora de evaluar la capacidad de pago de los créditos relativamente baratos que se están tomando hoy en día. A tales efectos resulta interesante considerar la dolarización de los créditos que se encuentra en 42% a julio de 2008 cifra 3% superior a la de comienzos de 2007. Por el contrario, los depósitos han tendido a desdolarizarse, y a julio de

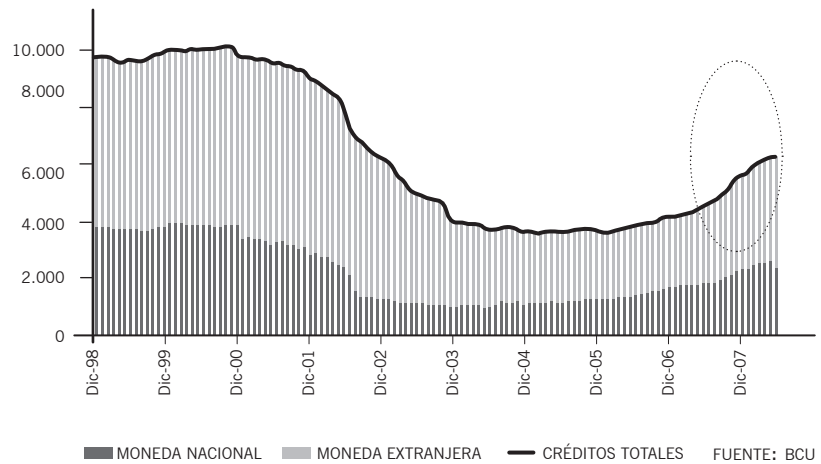
2008 los denominados en moneda extranjera representaban 78%, aproximadamente 7% por debajo de lo registrado a comienzos de 2007. (Gráfico VIII.2)

En términos reales el *stock* de créditos al sector privado experimentó una caída del 4,2% acumulado a julio 2008. Esta caída se explica por crecimientos nominales que se vieron más que compensados por la depreciación del dólar y la inflación, al igual que en el caso de los depósitos. Sin embargo, la caída de los créditos en términos reales fue mayor que la de los depósitos. Esto se debe a que en el caso de los créditos, el crecimiento de los denominados en moneda extranjera (10,6%) fue bastante pronunciado en relación con los denominados en moneda nacional (19,2%). De esta forma, la elevada dolarización en un contexto internacional de depreciación del dólar y alta inflación opera presionando a la baja los *stocks* reales de los activos bancarios, que en este caso presentaron una variación aún más negativa (4%) que las que sufrieron los pasivos (2%).

En cuanto a la composición del crédito otorgado según actividad productiva, en el transcurso de 2008 no se han producido cambios significativos. Al finalizar julio de 2008, del total del crédito otorgado a empresas (expresado en moneda nacional) un 65% correspondía al rubro comercio y servicios, 28,7% a industria manufacturera y 6,3% al rubro agropecuario. Si bien las empresas correspondientes a este último rubro son las que tienen menos participación en el crédito total, en términos reales son ellas las que han experimentado el crecimiento más importante. A modo de ejemplo, su crecimiento fue de 39,7% en 2006 y de más del 100% en 2007, mientras que el correspondiente a industria manufacturera fue de 6,5% y 42,3% y el de comercio y servicios de 52,1% y -3,5%, en ambos casos respectivamente. Como se puede apreciar claramente, este comportamiento de los créditos es consistente con el crecimiento sectorial de la economía uruguaya en los últimos años.

En cuanto al destino del crédito, es importante destacar la fuerte expansión de los créditos hipotecarios a lo largo de 2008, debido al ingreso de nuevos agentes al mercado hipotecario, que le imprimieron dinamismo a un crédito que mostraba signos de estancamiento. Las cifras para 2008 son ilustrativas al respecto: el crédito para vivienda otorgado en unidades indexadas (UI), medido en millones de pesos, creció más de 200% en los doce meses a julio 2008, pasando de 55 a 172 millones de pesos; y el crédito otorgado en unidades reajustables (UR) se comportó de manera similar en el mismo período, evolucionando desde 1,7 a 59,5 millones de pesos.

GRÁFICO VIII.2 - CRÉDITOS DEL SISTEMA BANCARIOAL SECTOR PRIVADO, TOTALES Y POR MONEDA (mill. de dólares)



Estas cifras se explican por el mayor volumen de préstamos otorgados, que crece mes a mes, así como por la estrategia de los bancos privados de conceder créditos con tasas de interés bajas para ingresar al mercado. Por su parte, el crédito de mayor importancia continúa siendo el de consumo, que creció 32% en el año móvil a julio de 2008 y alcanzó por esas fechas 860 millones de pesos.²

Por último, cabe destacar que la reducción de la morosidad continuó profundizándose durante 2008, siguiendo con la tendencia que comenzó tras la crisis económica de 2002. El índice de morosidad para el sistema en su conjunto, exceptuando el Banco Hipotecario del Uruguay, fue de 2,4% en diciembre de 2007, y a julio de 2008 se encuentra en 1,1%. Este fenómeno obedeció a dos factores que operaron simultáneamente: la caída del crédito vencido y el aumento del crédito vigente. Dichos movimientos se observaron de forma más

pronunciada para el sector privado, lo que aumentó significativamente la brecha entre ambos, pasando de un índice de morosidad de 2,3% a fines de 2007 a uno de 0,8% a julio 2008. En el caso del Banco de la República Oriental del Uruguay, si bien se observó un aumento del crédito vigente, éste fue menor, y el principal factor para explicar la caída de su índice de morosidad (pasó de 2,4% a 1,7% en el mismo período) fue la caída significativa del crédito vencido.

Respecto a la evolución de las tasas de interés merecen atención las denominadas en dólares, debido a la alta dolarización del sistema financiero. Sin embargo, resultan de interés las tasas activas en moneda nacional, ya que los créditos no presentan el mismo grado de dolarización que los depósitos.

Las **tasas del sistema en dólares**, tanto pasivas como activas, mostraron un leve descenso durante el primer semestre de 2008, revirtiendo parcialmente la tendencia de incremento moderado de la tasa pasiva promedio y de caída poco significativa de la tasa

2. Según las cifras que reporta el Banco Central del Uruguay sobre el crédito al sector no financiero.

activa promedio de 2007. La tasa activa promedio en dólares descendió 80 pbs en ese período de 2008, pasando de 6,6% a fines de 2007 a 5,8% en julio de 2008.³ La tasa pasiva promedio en dólares descendió 120 pbs, pasando de 2,3% a 1,1% en el mismo lapso. Esto implicó una caída en el *spread* bancario en dólares durante 2007, y esos niveles se mantuvieron durante el primer semestre de 2008 (Gráfico VIII.3). Sin embargo, las tasas están aún en niveles bajos. En el corto plazo, no parece que vayan a revertirse los bajos niveles alcanzados por las tasas de interés internacionales a raíz de la crisis de las hipotecas en Estados Unidos.

Conviene destacar que, con la caída de las tasas operada en 2008 y el repunte inflacionario de la economía estadounidense, dichas tasas resultan negativas en dólares reales.

Las *tasas del sistema en pesos* tanto pasivas como activas también se mantuvieron relativamente estables, con una caída moderada de la tasa pasiva promedio y un pequeño incremento de la tasa activa promedio en el primer semestre de 2008. La tasa pasiva promedio en pesos descendió apenas 48 pbs en ese período, pasando de 4,64% a fines de 2007 para situarse en 4,16% a julio de 2008. La tasa activa promedio en pesos pasó de 16,9% a 17,9% en el mismo período. Estos movimientos provocaron un incremento en el *spread* bancario en moneda

GRÁFICO VIII.3 - TASAS ACTIVA Y PASIVA EN DÓLARES
(tasas promedio, en %)

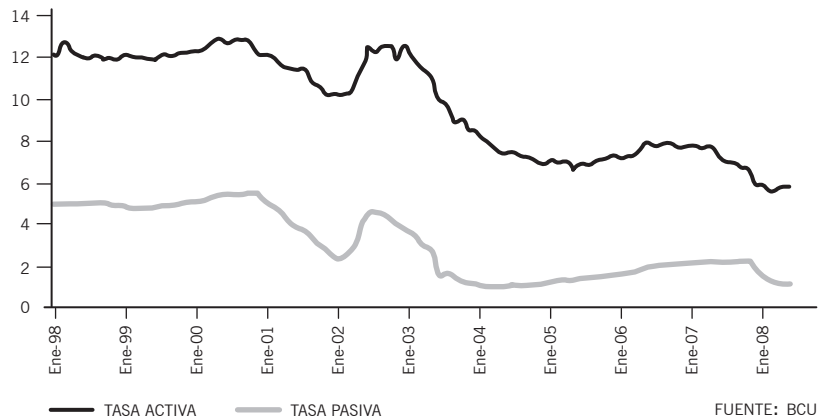
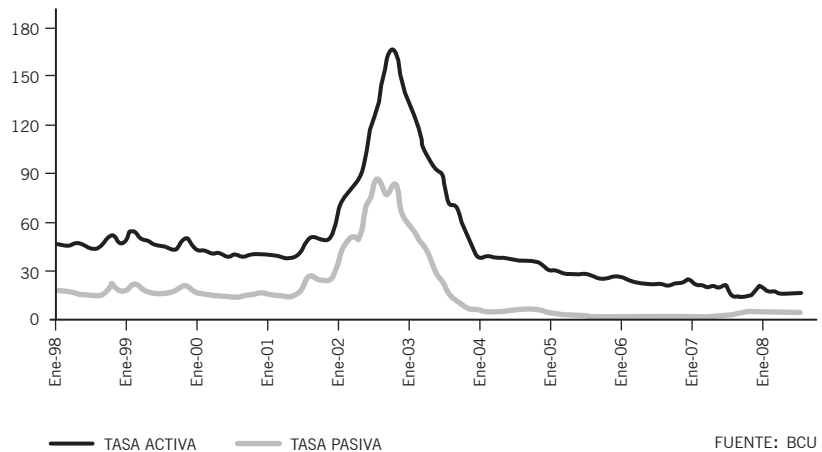


GRÁFICO VIII.4 - TASAS ACTIVA Y PASIVA EN MONEDA NACIONAL
(tasas promedio, en %)



nacional. No obstante, no todas las tasas pasivas en moneda nacional decrecieron. Las correspondientes a colocaciones con plazos de entre 2 y 3 meses y las asociadas a colocaciones de entre 3 y 6 meses han experimentado un crecimiento significativo. Por el contrario, las colocaciones a plazos muy cortos y a largo plazo cayeron. De todas maneras, es necesario remarcar que continúan siendo una colocación poco atractiva en tanto son negativas en términos reales, por lo que el incremento de los depósitos en moneda nacional difícilmente

se explique por la búsqueda de la rentabilidad. (Gráfico VIII.4)

2. Evolución de los fondos de pensión y los mercados financieros

El *fondo de pensión* de ahorro previsional administrado por las AFAPs prosigue con su tendencia creciente e incluso se acentúa. Dicho fondo alcanzó 4.043 millones de dólares a julio de 2008, lo que significó un crecimiento del 39% en los últimos doce meses a dicha fecha. Este

3. Si consideramos el destino del crédito por actividad, las tasas activas en dólares que más descienden son la correspondiente a industria manufacturera, que pasa de 6,4% a fines de 2007 a 5,5% a julio 2008, y la asociada a comercio y servicios, que va de 7,3% a 6,4%. La correspondiente al rubro agropecuario pasa de 6,3% a 6,1% comparando esas mismas fechas.

crecimiento es significativo si se compara con los de años anteriores, en tanto venían operando a tasas decrecientes, señalando una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los fondos provisionales.

Por otro lado, la cantidad de afiliados al régimen continuó aumentando en 2008 como lo hizo durante 2007. El crecimiento en el año móvil a julio de 2008 fue de 8%, alcanzando el régimen en ese momento 809.955 afiliados.

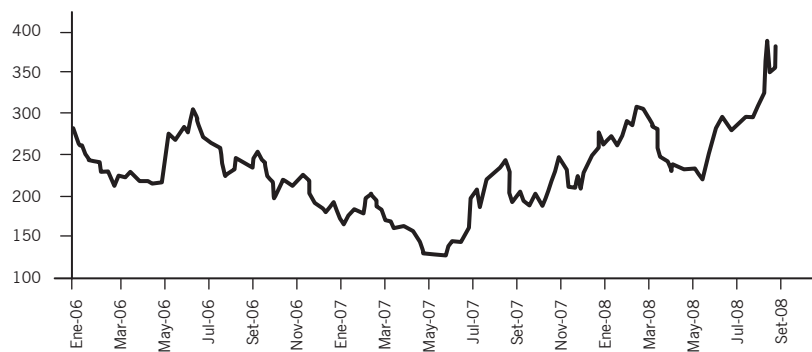
La rentabilidad del sistema medida en dólares a julio de 2008 fue de 27,5%, cifra que no se alcanzaba desde fines de 2004. Los incrementos en la rentabilidad en dólares se explican básicamente por la mejora en la rentabilidad en UR y la depreciación del dólar.

Los *mercados financieros*, y por ende su reflejo en el riesgo país, se mantuvieron relativamente estables, ubicándose el índice UBI elaborado por República AFAP en torno a 270 pbs en el primer semestre de 2008 (Gráfico VIII.5).

Como se observa en el gráfico presentado arriba, la cotización de los principales bonos globales nacionales (es decir, aquellos que tienen un mayor peso en el circulante total de bonos) se mantuvo relativamente estable. En particular, la evolución del bono global nacional 2033 cupón 7,875% resulta interesante en tanto que de algún modo refleja las expectativas de largo plazo de los inversores y acompasa las variaciones en el riesgo país.

A partir de junio de 2008 el índice UBI muestra valores crecientes, y en setiembre de 2008 vuelve a aumentar a raíz de las turbulencias financieras en el mercado estadounidense. En ese momento los inversores corrieron a refugiarse en los

GRÁFICO VIII.5 - RIESGO PAÍS (puntos básicos)



FUENTE: REPÚBLICA AFAP

bonos del Tesoro de Estados Unidos (presionando al alza su cotización), y los capitales que participaban de inversiones en los países emergentes tendieron a alejarse de estos mercados, priorizando la seguridad antes que la rentabilidad. Así, presionaron los bonos de los mercados locales a la baja, y Uruguay no fue ajeno a este proceso.

3. Perspectivas para lo que resta de 2008

Las *perspectivas del sector* para lo que resta del año y comienzos del próximo se sustentan, básicamente, en las previsiones acerca del funcionamiento de los mercados financieros internacionales y la cotización del dólar. Como se ha evidenciado, la crisis estadounidense y sus consecuentes turbulencias financieras en la segunda mitad de 2008 no afectaron significativamente al sector financiero uruguayo. Si bien es cierto que la rentabilidad de algunas instituciones financieras se pudo haber visto menguada por la caída de las tasas internacionales,

en tanto nuestras instituciones cuentan con una alta proporción de ingresos en moneda extranjera que colocan en el exterior, esto no representó de forma alguna una amenaza para el sector. Dado que se espera que en el año próximo las tasas internacionales no muestren una rápida recuperación, como se preveía, esa dificultad en términos de rentabilidad continuará, aunque seguirá sin representar una amenaza, particularmente si consideramos la importante liquidez que actualmente caracteriza a nuestra plaza.

En este sentido, se espera que las futuras turbulencias financieras no tengan impactos significativos en las finanzas nacionales, más allá de los vaivenes en la cotización de los bonos globales nacionales y por ende del riesgo país, en tanto los capitales han tendido a reorientarse hacia los mercados emergentes. Es necesario además no perder de vista la estrecha relación que tradicionalmente ha existido en la afluencia de capitales e inversores a Brasil y a Uruguay, y en consecuencia cómo se acompañan sus indicadores de riesgo país. A tales efectos es relevante considerar

la forma en que se desempeñe el mercado brasileño frente a las turbulencias financieras y la política monetaria que se adopte.

Por otra parte, es necesario considerar que el sector financiero uruguayo no se encuentra tan vulnerable frente a los *shocks* exter-

nos como en tiempos anteriores. En particular la vulnerabilidad frente a los países vecinos ha ido disminuyendo.

ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO 1 EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

Concepto	2005 (1)	2006	2007	2008 (2)	2009 (2)
I. PIB (variación anual, en %)					
Producto Mundial	4,5	5,1	5,0	3,9	3,0
Grupo de los 7 (3)	2,3	2,7	2,2	1,2	0,1
Estados Unidos	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1
Japón	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5
Unión Europea (4)	2,2	3,3	3,1	1,7	0,6
Países en desarrollo	7,1	7,9	8,0	6,9	6,1
Países en desarrollo de Asia	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7
China	10,4	11,6	11,9	9,7	9,3
India	9,1	9,8	9,3	7,9	7,5
Países en desarrollo de América Latina y el Caribe (5)	4,7	5,5	5,6	4,6	3,2
II. DESEMPLEO (en % de la PEA)					
Grupo de los 7 (3)	6,2	5,8	5,5	5,7	6,0
Estados Unidos	5,1	4,6	4,6	5,4	6,3
Japón	4,4	4,1	3,9	3,9	3,9
Alemania	10,6	9,3	7,2	4,9	4,1
III. COMERCIO MUNDIAL (6)					
(bs. y serv.; variac. anual, en %)	7,6	9,3	7,2	4,9	4,1
IV. PRECIOS EN EL COMERCIO MUNDIAL (variación anual, en %)					
Commodities primarias no petroleras	6,0	23,2	14,1	12,0	-3,0
Petróleo (7)	36,4	16,6	9,5	50,0	-15,0
Manufacturas	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5
Alimentos	-0,9	10,5	15,2	25,0	0,0
Materias primas agrícolas	0,5	8,8	5,0	2,0	-5,0
Metales	22,4	56,2	17,3	-1,0	-5,0
V. INDICADORES FINANCIEROS Y PARIDADES CAMBIARIAS (8)					
Tasa Libor US\$ (180 días)	3,8	5,3	5,3	3,2	3,5
Euro (US\$/euro)	1,24	1,26	1,37	1,48	1,40
Yen japonés (Y/US\$)	110,1	116,4	117,8	107,0	107,0
VI. INDICADORES ECONÓMICOS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (9)					
Tasa de crecimiento del PIB	4,9	5,7	5,7	4,7	4,0
Inflación (10)	6,1	5,0	6,5	n/d	n/d
Tasa de desempleo (11)	9,1	8,6	8,0	7,5	n/d
Inversión extranjera directa neta (en millones de US\$) (12)	47.200	23.400	54.900	55.800	n/d

(1) A partir de 2005 se cambió la ponderación de los países en el producto mundial, de manera de actualizarla a la paridad de poderes de compra elaborada por el Banco Mundial.

(2) Valores estimados en base a proyecciones del FMI.

(3) Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

(4) Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca y Suecia.

(5) Estimación del Fondo Monetario Internacional.

(6) Promedio aritmético de las tasas de crecimiento de los volúmenes de importaciones y exportaciones mundiales.

(7) Precio spot petróleo tipo West Texas. Fuente Energy Information Administration (EIA).

(8) Valor promedio anual.

(9) Estimación de CEPAL.

(10) Índice de precios al consumidor (variación diciembre a diciembre).

(11) Tasas anuales medias, desempleo urbano.

(12) Fuente Institute of International Finance (IIF).

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de "Perspectivas de la Economía Mundial", FMI abril y octubre de 2008; Energy Information Administration; "Capital Flows to Emerging Markets Economies", Institute of International Finance, marzo de 2008; "Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008", CEPAL, agosto de 2008.

CUADRO 2 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS

	PIB (%) (1)	Tasa de desempleo (%)	Inflación (%) (2)	Cuenta corriente (3)	Resultado Fiscal (4)	
					Mill. de US\$	% PIB
2003	2,5	6,0	2,3	-523.400	-529.700	-4,8
2004	3,6	5,5	2,7	-624.993	-508.700	-4,4
2005	2,9	5,1	3,4	-728.993	-404.600	-3,3
2006	2,8	4,6	3,3	-788.117	-295.100	-2,2
2007	2,0	4,6	2,8	-731.214	-399.400	-2,9
II-2007	1,8	4,5	2,4	-194.093	-350.800	-2,6
III-2007	2,8	4,7	2,4	-172.951	-425.200	-3,0
IV-2007	2,3	4,8	4,0	-167.240	-449.900	-3,2
I-2008	2,5	4,9	4,2	-176.376	-560.200	-4,0
II-2008	2,2	5,3	4,3	n/d	-816.400	-5,7
2008 Feb.	n/c	4,8	4,1	n/c	n/c	n/c
Mar.	n/c	5,1	4,0	n/c	n/c	n/c
Abr.	n/c	5,0	3,9	n/c	n/c	n/c
May.	n/c	5,5	4,1	n/c	n/c	n/c
Jun.	n/c	5,5	4,9	n/c	n/c	n/c
Jul.	n/c	5,7	5,5	n/c	n/c	n/c

(1) Variación respecto al año anterior. Los datos trimestrales muestran tasas interanuales.

(2) Variaciones respecto al mismo período del año anterior basadas en datos desestacionalizados.

(3) Saldo en millones de dólares.

(4) Datos anualizados.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Bureau of Economic Analysis y Bureau of Labor Statistics United States.

CUADRO 3 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DE LA EUROZONA

	PIB (%) (1)	Tasa de desempleo (%)	Inflación (%) (2)	Cuenta corriente (3)	Resultado Fiscal	
					Mill. de Euros	% PIB
2003	0,8	8,7	2,1	32.400	-229.872	-3,1
2004	2,1	8,8	2,1	60.700	-226.175	-2,9
2005	1,6	8,6	2,2	18.100	-202.370	-2,5
2006	2,8	7,8	2,2	-1.300	-111.487	-1,3
2007	2,6	7,4	2,2	26.600	-54.960	-0,6
II-2007	2,6	7,5	1,9	20.122	33.308	1,5
III-2007	2,7	7,4	1,9	17.071	-22.440	-1,0
IV-2007	2,2	7,3	3,1	9.730	-15.828	-0,7
I-2008	1,8	7,2	3,4	-2.931	-50.417	-2,2
II-2008	1,9	7,3	3,6	2.922	n/d	n/d
2008 Feb.	n/c	7,2	3,3	7.627	n/c	n/c
Mar.	n/c	7,2	3,6	-4.806	n/c	n/c
Abr.	n/c	7,3	3,3	-7.359	n/c	n/c
May.	n/c	7,3	3,7	-19.592	n/c	n/c
Jun.	n/c	7,3	4,0	-1.042	n/c	n/c
Jul.	n/c	7,3	4,1	n/d	n/c	n/c

(1) Variación respecto al año anterior. Los datos trimestrales muestran tasas interanuales.

(2) Variaciones respecto al mismo período del año anterior basadas en datos desestacionalizados.

(3) Saldo en millones de euros.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de Eurostat y el Banco Central Europeo.

CUADRO 4 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DEL REINO UNIDO

	PIB (%) (1)	Tasa de desempleo (%)	Inflación (%) (2)	Cuenta corriente (3)	Resultado Fiscal	
					Mill. de Libras	% PIB
2003	2,8	5,0	1,4	-14.921	-38.020	-3,4
2004	3,3	4,8	1,3	-19.328	-36.713	-3,1
2005	1,8	4,7	2,1	-30.985	-38.253	-3,1
2006	2,9	5,4	2,3	-50.725	-33.902	-2,6
2007	3,1	5,4	2,3	-59.675	-45.592	-3,3
II-2007	3,2	5,4	2,6	-12.164	n/d	n/d
III-2007	3,1	5,4	1,8	-18.114	n/d	n/d
IV-2007	2,8	5,2	2,1	-12.233	n/d	n/d
I-2008	2,3	5,2	2,4	-8.395	n/d	n/d
II-2008	n/d	5,4	3,4	n/d	n/d	n/d
2008 Feb.	n/c	5,2	2,5	n/c	n/c	n/c
Mar.	n/c	5,3	2,5	n/c	n/c	n/c
Abr.	n/c	5,2	3,0	n/c	n/c	n/c
May.	n/c	5,4	3,3	n/c	n/c	n/c
Jun.	n/c	5,5	3,8	n/c	n/c	n/c
Jul.	n/c	n/d	4,4	n/c	n/c	n/c

(1) Variación respecto al año anterior. Los datos trimestrales muestran tasas interanuales.

(2) Variaciones respecto al mismo período del año anterior basadas en datos desestacionalizados.

(3) Saldo en millones de libras.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Office of National Statistics England y Fondo Monetario Internacional.

CUADRO 5 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DE JAPÓN

	PIB (%) (1)	Tasa de desempleo (%)	Inflación (%) (2)	Cuenta corriente (3)	Resultado Fiscal (% PIB)
2003	1,4	5,2	-0,3	157.668	-8,0
2004	2,7	4,7	0,0	186.184	-6,2
2005	1,9	4,4	-0,3	182.591	-5,0
2006	2,4	4,1	0,3	198.488	-3,8
2007	2,1	3,9	0,0	247.938	-3,4
II-2007	1,8	3,8	-0,1	64.217	n/d
III-2007	1,7	3,8	-0,1	62.991	n/d
IV-2007	1,6	3,8	0,5	62.360	n/d
I-2008	1,2	3,8	1,0	56.208	n/d
II-2008	0,7	4,0	1,4	n/d	n/d
2008 Feb.	n/c	3,9	1,0	25.142	n/c
Mar.	n/c	3,8	1,2	29.024	n/c
Abr.	n/c	4,0	0,8	13.809	n/c
May.	n/c	4,0	1,3	20.006	n/c
Jun.	n/c	4,1	2,0	n/d	n/c
Jul.	n/c	4,0	n/d	n/d	n/c

(1) Variación respecto al año anterior. Los datos trimestrales muestran tasas interanuales.

(2) Variaciones respecto al mismo período del año anterior basadas en datos desestacionalizados.

(3) Saldo en millones de yenes.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Banco de Japón, Ministry of Internal Affairs and Communications of Japan y Fondo Monetario Internacional.

CUADRO 6 PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA LATINOAMERICANA

	PIB (%) (1)	Tasa de desempleo (%) (2)	Inflación (%) (3)	Cuenta corriente (4)	Resultado Fiscal (% PBI) (5)
2003	2,2	11,0	8,5	7.820	-3,0
2004	6,1	10,3	7,4	20.928	-1,9
2005	4,9	9,1	6,1	36.729	-1,2
2006	5,7	8,6	5,0	49.795	-0,2
2007	5,7	8,0	6,5	18.264	0,3

(1) Variación respecto al año anterior sobre la base de cifras oficiales convertidas a dólares de 2000.

(2) Tasa media anual de desempleo urbano.

(3) Variaciones diciembre a diciembre del año anterior.

(4) Saldo en millones de dólares.

(5) Resultado del Gobierno Central.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a "Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008", CEPAL, agosto de 2008.

CUADRO 7 TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES (en %)

	LIBOR US\$ (180 días)	Prime Rate (1 año) (2)	Reserva Federal	Banco Central Europeo	Estados Unidos
			Federal Funds (primaria) (3)	Minimum bid rate (1 año) (4)	Bonos Gubernamentales a 10 años
Promedios anuales					
2003	1,23	4,12	1,10	2,25	4,02
2004	1,79	4,34	1,40	2,00	4,27
2005	3,76	6,19	3,25	2,00	4,29
2006	5,27	7,96	5,02	2,79	4,79
2007	5,26	8,05	5,00	3,85	4,63
Valores mensuales (1)					
2008 Mar.	2,68	5,66	2,25	4,00	3,51
Abr.	2,84	5,24	2,00	4,00	3,68
May.	2,85	5,00	2,00	4,00	3,88
Jun.	3,10	5,00	2,00	4,00	4,10
Jul.	3,12	5,00	2,00	4,25	4,01
Ago.	3,11	5,00	2,00	4,25	3,89
Promedio Ene-Ago					
2006	5,22	7,81	4,91	2,56	4,86
2007	5,37	8,25	5,25	3,78	4,79
2008	3,07	5,48	2,28	4,06	3,82
Variaciones (%)					
2006/2005	40,2	28,6	54,5	39,5	11,7
2007/2006	-0,2	1,1	-0,4	38,1	-3,4
Ene-Ago 08/Prom. 07	-41,7	-31,9	-54,4	5,4	-17,5
Ene-Ago 08/Ene-Ago 07	-42,9	-33,5	-56,5	7,4	-20,2

(1) Datos promedio mensuales. Los datos correspondientes a los Federal Funds de la Reserva Federal y la Minimum Bid Rate del Banco Central Europeo corresponden a la última modificación del mes.

(2) Tasa a la cual los bancos prestan dinero a sus clientes preferenciales. Las instituciones financieras la utilizan para indexar las tasas de los créditos al consumo.

(3) Tasa de interés a la que se presta dinero entre bancos y entidades financieras, generalmente en forma overnight. Es el tipo de interés más importante que utiliza la Reserva Federal de Estados Unidos a efectos de realizar política monetaria.

(4) Tasa de interés mínima que fija el Banco Central Europeo para las operaciones principales de financiación del Eurosistema de corto plazo. El plazo es de dos semanas.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de prensa especializada, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo y British Banker's Association.

CUADRO 8 PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES Y REGIONALES

	New York Dow Jones	New York Nasdaq	Londres FTSE 100	Tokio Nikkei	San Pablo Bovespa	Bs. Aires Merval
Valor del Índice (1)						
2003	10.454	2.003	4.477	10.501	22.236	1.072
2004	10.783	2.175	4.814	11.489	26.196	1.375
2005	10.718	2.205	5.619	16.111	33.456	1.543
2006	12.463	2.415	6.221	17.226	44.474	2.090
2007	13.265	2.652	6.457	15.308	63.886	2.152
2008 Mar.	12.263	2.279	5.702	12.526	60.968	2.104
Abr.	12.820	2.413	6.087	13.850	67.868	2.096
May.	12.638	2.523	6.054	14.339	72.593	2.206
Jun.	11.350	2.293	5.626	13.481	65.018	2.108
Jul.	11.378	2.326	5.412	13.377	59.505	1.920
Ago.	11.544	2.368	5.637	13.073	55.680	1.777
Variaciones anuales (%)						
2006	16,3	9,5	10,7	6,9	32,9	35,5
2007	6,4	9,8	3,8	-11,1	43,6	3,0
Variaciones a Agosto de 2008 (%)						
Últimos 12 meses	-13,6	-8,8	-10,6	-21,1	1,9	-13,8
Acumulado año	-13,0	-10,7	-12,7	-14,6	-12,8	-17,4
Último mes	1,5	1,8	4,2	-2,3	-6,4	-7,4

(1) Valores a fin de cada período.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de prensa especializada, Bolsa de Valores de San Pablo y Mercado de Valores de Buenos Aires .

CUADRO 9 PARIDADES CAMBIARIAS Y COTIZACIÓN DEL ORO

	Yen (Y/US\$) (1)	Oro (Londres) (US\$/ONZA) (2)	Euro (US\$/E) (1)
Promedios anuales			
2003	115,92	363,59	1,13
2004	108,18	409,72	1,24
2005	110,14	444,93	1,23
2006	116,35	604,54	1,26
2007	117,77	696,85	1,37
Valores mensuales			
Mar.	100,76	969,75	1,55
Abr.	102,68	909,89	1,58
May.	104,36	888,89	1,56
Jun.	106,92	889,51	1,56
Jul.	106,84	940,47	1,58
Ago.	109,36	839,87	1,50
Promedio Ene-Ago			
2006	115,72	601,51	1,24
2007	119,84	660,53	1,34
2008	105,72	906,30	1,53
Variaciones (%)			
2006/2005	5,6	35,9	1,9
2007/2006	1,2	15,3	9,1
Ene-Ago 08/Prom. 07	-9,1	49,9	22,0
Ene-Ago 08/Ene-Ago 07	-11,8	37,2	14,4

(1) Cotizaciones correspondientes al mercado de Nueva York.

(2) Cotización promedio mensual precio del oro en Londres.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a información de la Reserva Federal de Estados Unidos y de prensa especializada.

CUADRO 10 PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS BÁSICOS - BASE DÓLAR

	Índice (Base 2005=100)				
	General	General sin combustibles	Alimentos (1)	Materias Primas Industriales	
				Agrícolas	Metales
Promedios anuales					
2003	65,0	81,8	88,6	95,6	60,7
2004	80,5	94,3	100,9	99,5	81,7
2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2006	120,7	123,2	110,5	108,8	156,2
2007	135,0	140,6	127,3	114,2	183,3
Valores mensuales					
2008 Mar.	181,2	168,4	172,5	116,0	201,1
Abr.	189,5	167,4	171,6	117,6	199,0
May.	203,7	166,0	173,2	118,6	190,5
Jun.	215,4	168,4	179,7	119,4	186,3
Jul.	218,8	168,7	178,6	121,0	188,0
Ago.	195,4	159,0	165,7	120,8	175,0
Promedio Ene-Ago					
2007	127,1	139,5	122,2	115,2	188,7
2008	192,2	164,0	172,4	118,1	188,6
Variaciones (%)					
2006/2005	20,7	6,0	-0,9	0,5	22,4
2007/2006	11,8	23,2	10,5	8,8	56,2
Ene-Ago 08/Prom. 07	42,4	33,1	56,0	8,6	20,8
Ene-Ago 08/Ene-Ago 07	51,3	17,6	41,1	2,6	0,0

(1) Este índice da cuenta de la evolución de los siguientes rubros: cereales, aceites, vegetales, alimentos proteicos, carnes, frutos del mar, azúcar, bananas y naranjas.

FUENTE: Instituto de Economía en base a datos del Fondo Monetario Internacional.

CUADRO 11 PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS RELEVANTES PARA NUESTRO PAÍS

	Petróleo		Arroz		Lácteos (3)			Lana (4)	Carne (5)	Soja		
	Brent Mar del Norte	Texas (US\$/barril)	Tailandia	EE.UU.	Leche en polvo		Australia	Circuito no afíctico	EEUU en el Golfo de México	FOB puertos Argentina		
			100% gra- do B (1)	grano largo (2)	Entera	Descremada					Manteca	Queso Cheddar
Promedios anuales				(US\$/Ton.)	US\$/Ton.	Métrica				(US\$/Ton.)		
2003	28,9	31,1	203	263	1.783	1.740	1.409	1.888	616	211	237	222
2004	38,3	41,5	244	358	2.157	2.050	2.153	2.607	572	251	332	271
2005	54,6	56,6	292	302	2.267	2.262	1.969	2.837	537	262	262	241
2006	65,2	66,0	311	381	2.316	2.501	1.911	2.678	563	255	237	234
2007	72,5	72,3	334	421	4.604	4.427	3.965	3.980	794	260	299	280
Valores mensuales												
2008 Mar.	103,6	105,5	615	664	4.600	3.519	4.300	5.175	901	294	590	514
Abr.	109,1	112,6	929	816	4.581	3.494	4.256	5.063	879	302	476	464
May.	122,8	125,4	949	926	4.500	3.475	4.188	5.025	834	339	498	463
Jun.	133,4	133,9	789	878	4.483	3.758	4.213	5.033	821	357	560	531
Jul.	132,7	133,4	756	854	4.513	3.956	4.500	5.000	833	n/d	579	548
Ago.	113,2	116,7	738	810	4.150	3.500	4.219	5.000	756	n/d	487	474
Promedios acumulados en el año (6)												
2006	67,6	68,6	312	363	2.206	2.320	1.931	2.691	541	248	233	226
2007	65,8	64,5	327	403	4.278	4.263	3.152	3.440	767	261	294	282
2008	112,8	114,6	705	754	4.480	3.639	4.270	5.121	854	307	524	498
Variaciones (%)												
2006/2005	19,4	16,6	6,5	26,2	2,1	10,6	-2,9	-5,6	4,8	-2,8	-9,4	-3,0
2007/2006	11,2	9,5	7,3	10,5	98,8	77,0	107,4	48,6	41,0	2,2	26,0	19,7
Prom. Acum. 08/2007	55,6	58,5	111,2	79,0	-2,7	-17,8	7,7	28,7	7,6	17,9	75,3	77,7
Prom. Acum. 08/Prom. Acum. 07	71,3	77,8	115,2	87,1	4,7	-14,6	35,5	48,9	11,4	17,6	78,5	76,8

(1) Arroz Blanco, 100% segunda calidad, FOB Bangkok, precios indicativos a por mayor.

(2) Arroz de EE.UU. tipo Nº 2; 4 % quebrado.

(3) Lácteos: Promedios de los precios FOB en Europa Occidental, excepto el queso cheddar (promedio de los precios FOB en Oceanía).

(4) Lana: Indicador de Mercado del Este - Australia - (centavos de US\$ por Kg. base limpia). Promedio del mes.

(5) Carne: Carne vacuna de Australia, deshuesada; precios CIF en el mercado estadounidense.

(6) Promedio acumulado de cada año, considerando el último mes disponible del año 2008.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de EIA, FAO, USDA, SUL, prensa especializada, y Sagpya - Dirección de mercados agroalimentarios.

CUADRO 12 ARGENTINA: OFERTA Y DEMANDA FINALES (variación real, en %)

	Oferta final	PIB	Importaciones	Demanda Interna	Consumo privado	Consumo público	Inversión Bruta Interna Fija	Exportaciones
2003	10,5	8,8	37,6	10,8	8,2	1,5	38,2	6,0
2004	11,3	9,0	40,1	12,4	9,5	2,7	34,4	8,1
2005	10,2	9,2	20,1	11,1	8,9	6,1	22,7	13,5
2006	9,2	8,5	15,4	9,6	7,8	5,2	18,2	7,3
2007	9,9	8,7	20,5	9,8	9,0	7,6	13,6	9,1
Variaciones respecto a igual trimestre del año anterior								
II-2007	9,7	8,6	18,9	9,3	8,7	7,0	12,7	8,7
III-2007	9,9	8,8	18,9	9,7	8,9	7,7	13,0	8,0
IV-2007	10,6	9,1	23,3	10,6	9,3	8,9	15,2	10,6
I-2008	10,0	8,4	22,2	10,6	8,2	7,1	20,5	6,3
Variaciones respecto al trimestre anterior (serie desestacionalizada)								
II-2007	2,9	2,4	4,1	2,7	2,4	1,5	4,1	1,3
III-2007	1,8	3,1	7,3	2,5	1,8	1,1	5,0	2,4
IV-2007	1,9	1,8	5,9	2,6	2,4	3,1	2,8	5,0
I-2008	2,6	0,6	5,2	2,6	1,4	1,1	6,6	-2,1

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de INDEC y MECON, Argentina.

CUADRO 13 ARGENTINA: ESTIMADORES MENSUALES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, INDUSTRIAL Y DE LA CONSTRUCCIÓN (variaciones reales, en %)

	Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE)	Estimador Mensual Industrial (EMI)	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC)
Variación promedio anual			
2003	8,8	16,2	37,7
2004	9,0	10,7	19,9
2005	9,2	8,0	14,5
2006	8,5	8,4	15,7
2007	8,6	7,5	6,4
Variación promedio últimos 12 meses (serie con estacionalidad)			
2008 Feb.	8,8	7,9	7,3
Mar.	8,7	7,5	7,9
Abr.	8,8	7,6	9,5
May.	8,7	7,6	9,2
Jun.	8,5	7,3	8,2
Jul.	n/d	7,8	8,5
III trim 07/ III trim 06	8,8	7,1	4,4
IV trim 07/ IV trim 06	9,1	9,8	10,6
I trim 08/ I trim 07	8,4	6,6	11,4
II trim 08/ II trim 07	7,8	5,5	6,4
I sem 08 / I sem 07	8,1	6,0	8,8
Variación mes anterior (serie desestacionalizada)			
2008 Feb.	-0,6	-2,1	0,6
Mar.	1,3	-2,5	-1,2
Abr.	0,9	5,9	7,1
May.	1,4	-0,8	-4,4
Jun.	-0,8	-4,3	-8,7
Jul.	n/d	4,3	10,7
III trim 07/ II trim 07	2,7	1,6	0,5
IV trim 07/ III trim 07	1,8	4,1	2,0
I trim 08/ IV trim 07	0,8	-1,7	2,1
II trim 08/ I trim 08	2,2	1,3	0,4

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de INDEC, Argentina.

CUADRO 14 ARGENTINA: INFLACIÓN - DEVALUACIÓN (en porcentajes)

	Inflación minorista (1)	Inflación mayorista	Apreciación moneda local (2)
Promedio anual			
2003	13,4	17,9	0,8
2004	4,4	7,4	0,0
2005	9,6	8,4	0,6
2006	10,9	10,4	-4,9
2007	8,8	10,0	-1,3
Últ. doce meses a diciembre			
2003	3,7	2,0	17,6
2004	6,1	7,9	-0,3
2005	12,3	10,6	-1,4
2006	9,8	7,2	-1,5
2007	8,5	14,6	-2,5
Mensual			
2008 Mar.	1,1	1,1	0,1
Abr.	0,8	1,2	-0,3
May.	0,6	1,0	0,5
Jun.	0,6	1,2	3,5
Jul.	0,4	0,8	0,7
Ago.	0,5	0,6	-0,4
Acum. Ene-Ago 08	5,5	8,0	3,5
Últ. doce meses			
2008 Mar.	8,8	15,7	-1,7
Abr.	8,9	15,2	-2,4
May.	9,1	14,6	-2,2
Jun.	9,3	13,8	1,2
Jul.	9,1	12,1	3,0
Ago.	9,0	12,1	3,9
En dólares			
doce meses a Ago-07	6,1	8,5	
doce meses a Ago-08	13,3	16,5	

(1) Medida a partir de la variación del Índice de Precios al Consumo de INDEC.

(2) Valores positivos equivalen a apreciaciones de la moneda local frente al dólar y valores negativos a depreciaciones.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de INDEC y BCRA, Argentina.

CUADRO 15 ARGENTINA : MERCADO DE TRABAJO

	Tasa de actividad (%) (1)	Tasa de empleo (%) (2)	Tasa de desempleo (%) (3)	Índice de Salarios reales (IV-2001=100) (4)
Promedios anuales				
2003	45,6	37,8	17,3	80,6
2004	45,9	39,7	13,6	85,9
2005	45,7	40,5	11,6	90,3
2006	46,3	41,6	10,2	95,8
2007	46,1	42,1	8,5	106,1
Datos mensuales o trimestrales				
2008 Feb.	-	-	-	114,2
Mar.	45,9	42,0	8,4	115,0
Abr.	-	-	-	116,7
May.	-	-	-	118,6
Jun.	45,9	42,2	8,0	120,3
Jul.	-	-	-	122,4
Variaciones				
	(puntos porcentuales)			(%)
2004/2003	0,3	2,0	-3,6	6,6
2005/2004	-0,2	0,8	-2,1	5,1
2006/2005	0,5	1,1	-1,4	6,1
2007/2006	-0,2	0,6	-1,7	10,7
III trim. 07/ III trim 06	-0,1	0,8	-2,1	12,2
IV trim. 07/ IV trim. 06	-0,5	0,0	-1,2	12,5
I trim. 08/ I trim. 07	-0,4	0,3	-1,4	13,6
II trim. 08/ II trim. 07	-0,4	-0,2	-0,5	15,2

(1) Tasa de actividad: población económicamente activa sobre la población total.

(2) Tasa de empleo: población ocupada sobre la población total.

(3) Tasa de desempleo: población desocupada sobre la población económicamente activa.

(4) Índice de salario nominal calculado por INDEC deflactado por IPC. El índice refleja la evolución real de los salarios privados (registrados y no registrados) y públicos.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de INDEC, Argentina.

CUADRO 16 ARGENTINA: SECTOR EXTERNO

	Exportaciones de bienes	Importaciones de bienes	Saldo balanza comercial bienes	Saldo balanza comercial servicios	Saldo Cuenta Corriente	Reservas Internac. (en BCRA)	Inversión Extranjera Directa	Tipo de cambio real multilateral (dic-01 = 100) (1)
Datos anuales (millones de dólares)								
2003	29.565	13.834	15.731	-1.193	8.140	14.119	1.652	216
2004	34.550	22.447	12.103	-1.331	3.213	19.645	4.125	225
2005	40.352	28.689	11.663	-1.036	5.236	28.076	5.265	230
2006	46.459	34.151	12.308	-536	8.011	32.037	5.037	236
2007	55.779	44.708	11.071	-499	7.466	46.176	5.713	242
Datos mensuales o trimestrales (millones de dólares)								
2008 Feb.	5.189	4.207	982	-	-	49.261	-	259
Mar.	4.961	4.160	801	-292	1.552	50.464	2.321	263
Abr.	5.811	4.927	884	-	-	50.247	-	266
May.	6.203	5.198	1.005	-	-	48.588	-	265
Jun.	5.454	5.146	308	n/d	n/d	47.516	n/d	258
Jul.	7.039	6.038	1.001	-	-	47.545	-	259
Ene-Jul 07	29.421	23.472	5.949	n/c	n/c	n/c	n/c	237
Ene-Jul 08	40.296	34.151	6.145	n/c	n/c	n/c	n/c	261
Variación	(%)		(millones de dólares)			(%)		
2004/2003	16,9	62,3	-3.628	-138	-4.928	39,1	149,7	4,2
2005/2004	16,8	27,8	-440	295	2.023	42,9	27,7	1,9
2006/2005	15,1	19,0	645	500	2.775	14,1	-4,3	2,7
2007/2006	20,1	30,9	-1.237	36	-545	44,1	13,4	2,5
Ene-Jul 08/								
Ene-Jul 07	37,0	45,5	196	n/c	n/c	n/c	n/c	10,1

(1) Tipo de Cambio real multilateral elaborado por el Banco Central de la República Argentina. Es un índice que refleja la evolución real del peso argentino en relación con las monedas de sus principales socios comerciales. Cada país que se incluye en el cálculo está ponderado según su participación relativa en el comercio internacional de Argentina. Está elaborado en base a los IPC de cada país. Un valor del índice mayor que 100 refleja una mejora frente al año base.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de INDEC y MECON, Argentina.

CUADRO 17 ARGENTINA: FINANZAS PÚBLICAS

	Resultado fiscal Primario (1)		Resultado fiscal Nominal (1)		Deuda Bruta Pública (2)	
	mill. de pesos	% PIB	mill. de pesos	% PIB	mill. de dólares	% PIB
Datos anuales						
2003	8.677	2,3	1.794	0,5	178.821	140,2
2004	17.333	3,9	11.630	2,6	191.296	125,7
2005	19.623	3,7	9.380	1,8	128.630	70,7
2006	23.158	3,5	11.616	1,8	136.725	64,2
2007	25.670	3,2	9.248	1,2	144.729	56,1
Últimos doce meses						
2008 Feb.	28.638	3,4	12.363	1,5	-	-
Mar.	29.428	3,5	12.920	1,5	144.493	52,7
Abr.	30.601	3,5	13.894	1,6	-	-
May.	31.308	3,5	14.660	1,7	-	-
Jun.	31.655	3,5	14.818	1,6	149.847	51,7
Jul.	33.101	3,6	16.541	1,8	-	-
Ene-Jul 07	16.900		9.334		n/c	
Ene-Jul 08	24.332		16.628		n/c	
Variaciones (en mill. de pesos)						
2004/2003	8.656		9.836		12.475	
2005/2004	2.290		-2.250		-62.666	
2006/2005	3.535		2.237		8.096	
2007/2006	2.512		-2.369		8.003	
Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07	7.431		7.293		n/c	
Variaciones (en%)						
2004/2003	99,8		548,2		7,0	
2005/2004	13,2		-19,3		-32,8	
2006/2005	18,0		23,8		6,3	
2007/2006	10,8		-20,4		5,9	
Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07	44,0		78,1		n/c	
Variaciones reales (en %) (3)						
2004/2003	92,7		526,5		7,2	
2005/2004	3,7		-25,8		-32,0	
2006/2005	5,8		11,1		8,2	
2007/2006	1,9		-26,2		8,5	
Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07	32,6		64,3		n/c	

(1) Resultados del sector público nacional antes de los ingresos por privatizaciones.

(2) Corresponde a los saldos a fin de cada período. La deuda a marzo de 2005 es la que resultó luego de la reestructuración. En ese monto no se cuentan los 20 mil millones de dólares que no entraron en el canje.

(3) Corresponde a variaciones calculadas a partir de valores deflactados por IPC. En el caso de la deuda pública primero fue convertida a pesos argentinos y luego deflactada por IPC.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de MECON, Argentina.

CUADRO 18 ARGENTINA: INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO

	Depósitos (1)			Créditos (1)			Tasa de interés pasiva nominal anual (plazo fijo 30-59 días)		Tasa de interés activa 1a Línea nominal anual (30 días) m/n
	m/n	m/e	TOTAL	m/n	m/e	TOTAL	m/n	m/e	m/n
Datos anuales (millones de pesos)							Promedios anuales (en %)		
2003	84.314	5.885	90.199	49.972	5.871	55.843	10,2	0,9	19,4
2004	101.797	11.849	113.646	54.171	6.110	60.281	2,7	0,4	6,8
2005	121.093	12.345	133.438	62.539	7.966	70.505	3,7	0,4	6,2
2006	149.799	16.973	166.772	76.640	12.577	89.217	6,4	0,8	8,6
2007	177.573	23.220	200.793	100.884	17.440	118.325	8,1	1,2	11,0
Datos mensuales (millones de pesos)							Promedios mensuales (en %)		
2008 Mar.	190.990	25.029	216.019	106.344	18.007	124.352	8,1	1,30	11,6
Abr.	194.994	25.577	220.571	110.462	18.917	129.379	8,2	1,29	11,6
May.	192.019	25.080	217.099	112.028	18.904	130.932	10,2	1,33	15,9
Jun.	195.281	24.856	220.137	113.159	18.955	132.114	13,7	1,41	23,8
Jul.	191.551	24.898	216.449	n/d	n/d	n/d	12,4	1,44	22,5
Ago.	193.604	25.857	219.461	n/d	n/d	n/d	10,8	1,52	18,8
Variación real últimos 12 meses (en %) (2)							Tasas de interés reales (en %) (3)		
2003	25,8	106,3	29,1	-22,9	-19,0	-22,5	6,8	-11,3	15,3
2004	14,5	91,0	19,5	2,8	-1,3	2,4	-3,7	-4,2	0,7
2005	6,2	-7,0	4,8	3,1	16,4	4,4	-7,5	-8,0	-5,4
2006	12,5	25,0	13,6	11,4	43,6	15,1	-3,0	-6,7	-1,1
2007	9,2	26,1	10,9	21,3	27,8	22,2	-0,2	-4,3	2,4
2008 Mar.	10,9	30,3	12,8	22,3	19,4	21,8	-3,8	-8,5	-2,5
Abr.	10,6	29,3	12,5	25,4	22,9	25,0	-0,4	-7,8	1,1
May.	6,8	26,2	8,7	25,2	21,3	24,6	2,6	-25,7	8,4
Jun.	6,8	25,1	8,6	23,4	20,3	23,0	7,1	-25,5	14,7
Jul.	3,0	19,3	4,6	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	17,2
Ago.	2,9	13,0	4,0	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

(1) Datos a fin de cada período. Los datos sobre depósitos fueron extraídos de la información sobre los agregados monetarios.

(2) Variación calculada a partir de valores deflactados por el IPC.

(3) Las tasas de interés nominales fueron deflactadas por la variación del IPC en el período de vigencia de las mismas. La tasa de interés real anual corresponde al promedio de las tasas reales mensuales.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de MECON, Argentina.

CUADRO 19 BRASIL: OFERTA Y DEMANDA FINALES (variación real, en %)

	PIB	Importaciones	Consumo privado	Consumo público	Inversión Bruta Interna Fija	Exportaciones
2003	1,1	-1,6	-0,8	1,2	-4,6	10,4
2004	5,7	13,3	3,8	4,1	9,1	15,3
2005	3,1	8,5	4,5	2,3	3,6	9,3
2006	3,8	18,3	4,6	2,8	10,0	4,7
2007	5,4	20,7	6,5	3,1	13,4	6,6
Variaciones respecto a igual trimestre del año anterior						
III-2007	5,6	20,4	6,0	3,1	14,6	1,8
IV-2007	6,2	23,4	8,6	2,2	16,0	6,4
I-2008	5,9	18,9	6,6	5,8	15,2	-2,1
II-2008	6,1	25,8	6,7	5,3	16,2	5,1
1er. sem. 2008/1er. sem. 2007	6,0	22,4	6,7	5,1	15,5	1,7
Variaciones respecto al trimestre anterior (serie desestacionalizada)						
III-2007	1,9	8,9	1,5	0,9	4,7	-1,2
IV-2007	1,8	5,4	3,2	0,6	3,7	5,2
I-2008	0,8	0,8	0,4	3,2	1,6	-6,9
II-2008	1,6	8,4	1,0	0,3	5,4	8,5

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de IBGE, Brasil.

CUADRO 20 BRASIL : INFLACIÓN - DEVALUACIÓN (en %)

	Inflación minorista (1)	Inflación mayorista (2)	Apreciación moneda local (3)
Promedio anual			
2003	14,7	27,6	-7,6
2004	6,6	10,5	4,8
2005	6,9	5,6	20,5
2006	4,2	0,8	11,5
2007	3,6	5,6	12,1
Últimos doce meses a diciembre			
2003	9,3	6,3	24,0
2004	7,6	14,7	7,6
2005	5,7	-1,0	18,9
2006	3,1	4,3	6,3
2007	4,5	9,4	20,3
Mensual			
2008 Mar.	0,5	0,8	1,2
Abr.	0,5	1,3	1,1
May.	0,8	2,2	1,7
Jun.	0,7	2,3	2,6
Jul.	0,5	1,3	1,7
Ago.	0,3	-0,8	-1,3
Acum. Ene-Ago 08	4,5	9,0	10,8
Últimos doce meses			
2008 Mar.	4,7	11,4	22,3
Abr.	5,0	12,8	20,3
May.	5,6	15,4	19,3
Jun.	6,1	17,9	19,3
Jul.	6,4	18,9	18,3
Ago.	6,2	15,7	21,9
En dólares			
doce meses a May-07	14,2	15,7	
doce meses a May-08	29,5	41,1	

(1) Sobre la base del índice IPCA (base dic. 1993=100) elaborado por IBGE.

(2) Sobre la base del índice IPA-DI (base agosto 1994=100) elaborado por la Fundación Getulio Vargas.

(3) Valores positivos equivalen a apreciaciones de la moneda local frente al dólar y valores negativos a depreciaciones. Se consideró para el cálculo la cotización del dólar comercial.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de IBGE e IPEA, Brasil.

CUADRO 21 BRASIL : MERCADO DE TRABAJO

	Tasa de actividad (%) (1)	Tasa de empleo (%) (2)	Tasa de desempleo (%) (3)	Ingreso medio real (en R\$) (4)
Promedios anuales				
2003	57,1	50,1	12,3	1112,9
2004	57,2	50,6	11,5	1099,1
2005	56,6	51,0	9,8	1116,2
2006	56,9	51,2	10,0	1160,7
2007	56,9	51,6	9,3	1198,1
Datos mensuales				
2008 Feb.	56,5	51,6	8,7	1232,4
Mar.	56,7	51,9	8,6	1225,6
Abr.	56,9	52,0	8,5	1238,1
May.	56,6	52,2	7,9	1226,3
Jun.	57,1	52,6	7,8	1223,0
Jul.	57,0	52,4	8,1	1224,4
Variaciones				
	(en puntos porcentuales)			(en %)
2004/2003	0,1	0,5	-0,8	-1,2
2005/2004	-0,6	0,4	-1,7	1,6
2006/2005	0,3	0,2	0,2	4,0
2007/2006	0,0	0,4	-0,7	3,2
Ene-Jul 08/ Ene-Jul 07	0,1	1,0	-1,6	2,4

(1) Tasa de actividad: población económicamente activa sobre la población en edad de trabajar.

(2) Tasa de empleo: población ocupada sobre la población en edad de trabajar.

(3) Tasa de desempleo: población desocupada sobre la población económicamente activa. Corresponde a la tasa de desempleo abierto (referencia 30 días) región Metropolitana que incluye: Recife, Salvador, Belo Horizonte, Río de Janeiro, San Pablo y Porto Alegre. IBGE/PME nueva metodología.

(4) Ingreso medio real del trabajo principal habitualmente percibido en el mes por las personas ocupadas a precios del mes de julio de 2008.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de IBGE e IPEA, Brasil.

CUADRO 22 BRASIL: SECTOR EXTERNO

	Exportaciones de bienes	Importaciones de bienes	Saldo balanza comercial bienes	Saldo balanza comercial servicios	Saldo Cuenta Corriente	Reservas Internac. (en BCB)	Inversión Extranjera Directa	Tipo de cambio efectivo real (media 2000 = 100) (1)
Datos anuales (millones de dólares)								
2003	73.203	48.326	24.878	-4.931	4.177	49.296	10.144	125
2004	96.678	62.836	33.842	-4.678	11.679	52.935	18.146	124
2005	118.529	73.600	44.929	-8.309	13.985	53.799	15.066	105
2006	137.807	91.351	46.457	-9.640	13.643	85.839	18.822	97
2007	160.649	120.621	40.028	-13.052	1.712	180.334	34.585	93
Datos mensuales (millones de dólares)								
2008 Mar.	12.613	11.613	1.000	-1.174	-4.430	195.232	3.083	86
Abr.	14.058	12.319	1.739	-1.315	-3.368	195.767	3.872	83
May.	19.303	15.231	4.072	-1.657	-691	197.906	1.313	81
Jun.	18.594	15.875	2.719	-1.728	-2.596	200.827	2.718	78
Jul.	20.451	17.148	3.303	-1.385	-2.111	203.562	3.240	77
Ago.	19.747	17.478	2.269	n/d	n/d	205.116	n/d	82
Ene-Ago 07	102.433	74.972	27.462	n/c	n/c	n/c	n/c	94
Ene-Ago 08	130.843	113.936	16.907	n/c	n/c	n/c	n/c	84
Variación	(%)		(millones de dólares)			(%)		
2004/2003	32,1	30,0	8.965	254	7.502	7,4	78,9	-1,0
2005/2004	22,6	17,1	11.087	-3.631	2.305	1,6	-17,0	-14,8
2006/2005	16,3	24,1	1.528	-1.332	-342	59,6	24,9	-8,3
2007/2006	16,6	32,0	-6.428	-3.412	-11.930	110,1	83,7	-4,2
Ene-Ago 08 / Ene-Ago 07	27,7	52,0	-10.555	n/c	n/c	n/c	n/c	-10,6

(1) Tipo de cambio efectivo real multilateral elaborado por IPEA, Brasil. Es un índice que refleja la evolución de los precios minoristas de Brasil (INPC) y los precios mayoristas de los 16 países principales socios comerciales. Cada país que se incluye en el cálculo está ponderado según su participación relativa en las exportaciones de Brasil del año 2001. Un valor del índice mayor que 100 refleja una mejora frente al año base.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de IPEA y Banco Central de Brasil

CUADRO 23 BRASIL : FINANZAS PÚBLICAS

	Resultado fiscal Primario (1)		Resultado fiscal Nominal (1)		Deuda Líquida Pública (2)	
	mill. de reales	% PIB	mill. de reales	% PIB	mill. de reales	% PIB
Datos anuales						
2003	66.173	3,9	-56.315	-3,3	913.145	52,4
2004	81.112	4,2	-43.809	-2,3	956.996	47,0
2005	93.505	4,4	-59.086	-2,8	1.002.485	46,5
2006	90.144	3,9	-67.660	-2,9	1.067.363	44,7
2007	199.828	4,0	-55.493	-2,2	1.150.357	42,7
Últimos 12 meses						
2008 Feb.	109.099	4,2	-51.193	-2,0	1.157.005	42,2
Mar.	117.364	4,5	-41.314	-1,6	1.141.321	41,2
Abr.	112.618	4,3	-48.346	-1,8	1.153.289	40,9
May.	116.530	4,3	-44.174	-1,7	1.168.271	40,7
Jun.	116.048	4,3	-50.453	-1,9	1.180.009	40,4
Jul.	120.254	4,4	-51.108	-1,9	1.192.177	40,6
Ene-Jul 07	79.575		-11.635		n/c	
Ene-Jul 08	98.222		-7.250		n/c	
Variaciones (en mill. de reales)						
2004/2003	14.939		12.506		43.851	
2005/2004	12.393		-15.277		45.488	
2006/2005	-3.361		-8.574		64.879	
2007/2006	109.684		12.167		82.994	
Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07	18.647		4.385		n/c	
Variaciones (en%)						
2004/2003	22,6		-22,2		4,8	
2005/2004	15,3		34,9		4,8	
2006/2005	-3,6		14,5		6,5	
2007/2006	121,7		-18,0		7,8	
Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07	23,4		-37,7		n/c	
Variaciones reales (en %) (3)						
2004/2003	14,4		-27,2		-2,3	
2005/2004	7,9		25,3		-1,4	
2006/2005	-8,1		10,7		3,4	
2007/2006	9,3		-21,5		3,4	
Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07	17,7		-42,7		n/c	

(1) Resultados del sector público con desvalorización cambiaria.

(2) Corresponde a los saldos a fin de cada período.

(3) Variaciones calculadas a partir de valores deflactados por un índice de precios (IPCA).

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Banco Central de Brasil (BCB).

CUADRO 24 BRASIL: INDICADORES MONETARIOS, DEL SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES

	Tasa de interés Selic a.a. (en %)(1)	Meta tasa de interés Selic a.a. (en %) (1)	Base Monetaria (mill. R\$)	M1 (mill. R\$) (2)	Créditos al sector privado (mill. R\$) (3)	Índice de acciones Ibovespa (4)
2003	16,91	16,50	73.219	109.648	403.223	22.236
2004	17,50	17,75	88.733	127.946	479.676	26.196
2005	18,24	18,00	101.247	144.778	586.467	33.455
2006	13,19	13,25	121.102	174.345	713.718	44.473
2007	11,18	11,25	146.617	231.430	917.140	63.886
2008 Mar.	11,18	11,25	128.877	183.846	973.666	60.968
Abr.	11,37	11,75	124.684	186.799	998.621	67.868
May.	11,63	11,75	133.159	183.251	1.025.308	72.593
Jun.	12,09	12,25	132.793	186.552	1.048.364	65.018
Jul.	12,36	13,00	129.092	186.474	1.066.246	59.505
Ago.	12,36	13,00	n/d	n/d	n/d	55.680
Variaciones interanuales (5)						
2004/2003	0,6	1,3	21,2	16,7	19,0	17,8
2005/2004	0,7	0,3	14,1	13,2	22,3	27,7
2006/2005	-5,1	-4,8	19,6	20,4	21,7	32,9
2007/2006	-2,0	-2,0	21,1	32,7	28,5	43,7
2008 Mar.	-1,6	-1,5	20,2	18,2	31,8	31,1
Abr.	-1,2	-0,8	9,0	19,4	31,7	30,2
May.	-0,8	-0,8	23,0	16,1	33,1	30,3
Jun.	0,1	0,3	14,9	13,6	34,2	36,0
Jul.	0,6	1,5	11,5	11,7	33,3	37,7
Ago.	0,9	1,5	n/d	n/d	n/d	41,3

(1) Tasa de interés Overnight/Selic es la media de las tasas de interés que el gobierno paga a los bancos que le prestan dinero, sirve de referencia para otras tasas de interés del país. La tasa Selic es la tasa de interés básica de la economía. El dato anual corresponde a diciembre.

(2) M1 = circulante en poder del público + depósitos a la vista.

(3) Datos a fin del período.

(4) Los datos anuales corresponden al valor al cierre de cada año y los mensuales al valor del índice a fin de cada mes.

(5) Las variaciones de las tasas de interés están expresadas en puntos porcentuales y las del resto de las variables en porcentajes.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Banco Central de Brasil e IPEA.

CUADRO 25 INGRESO NACIONAL Y AHORRO (variaciones anuales sobre valores a precios constantes, en %) (1)

	2003	2004	2005	2006(2)	2007(2)
Producto Interno Bruto	2,2	11,8	6,6	7,0	7,4
Renta Neta de Factores pagada al Resto del Mundo	185,8	7,0	-22,5	-11,9	-26,3
Producto Nacional Bruto	-3,7	12,3	9,3	8,2	9,2
Efecto de la Relación de Intercambio (ERI)	24,7	10,1	-43,0	-16,1	2,7
Ingreso Nacional Bruto	-1,5	12,1	4,3	6,9	8,9
Transferencias Corrientes Netas del Resto del Mundo	-7,1	47,4	23,4	-7,0	-9,5
Ingreso Nacional Bruto Disponible	-1,6	12,3	4,4	6,8	8,8
Gastos Consumo Final	1,1	9,5	4,0	9,9	7,2
Ahorro Bruto	-19,0	35,4	7,5	-13,4	21,3

(1) A precios de 1983.

(2) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 26 INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSIÓN (en % del PIB, a precios constantes) (1)

	2003	2004	2005	2006(2)	2007(2)
Producto Interno Bruto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Renta Neta de Factores pagada al Resto del Mundo	-8,7	-8,3	-6,0	-5,0	-3,4
Producto Nacional Bruto	91,3	91,7	94,0	95,0	96,6
Efecto de la Relación de Intercambio (ERI)	9,8	9,7	5,2	4,1	3,9
Ingreso Nacional Bruto	101,2	101,4	99,2	99,1	100,5
Transferencias Corrientes Netas del Resto del Mundo	0,7	0,9	1,0	0,9	0,7
Ingreso Nacional Bruto Disponible	101,8	102,3	100,2	100,0	101,2
Gastos Consumo Final	90,9	89,0	85,9	87,1	89,0
Ahorro Bruto	11,0	13,3	14,3	12,9	12,2
Excedente de Nación por Transacciones Corrientes	-1,3	-0,1	-0,1	-4,4	-3,5
Formación Bruta de Capital	12,2	13,3	14,4	17,2	15,7

(1) A precios de 1983.

(2) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 27 FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN BRUTA INTERNA (IBI) (en millones de dólares y %)

	2003	2004	2005	2006 (1)	2007 (1)
En millones de dólares					
Ahorro Nacional Bruto	1.153	1.663	2.129	2.390	3.058
Ahorro Público (2)	-4	96	269	346	588
Ahorro Privado	1.157	1.567	1.860	2.044	2.470
Ahorro Externo	257	69	-140	515	425
Inversión Bruta Interna	1.410	1.732	1.989	2.905	3.483
En % de la IBI					
Ahorro Nacional Bruto	81,8	96,0	107,1	82,3	87,8
Ahorro Público (2)	-0,3	5,5	13,5	11,9	16,9
Ahorro Privado	82,0	90,5	93,5	70,4	70,9
Ahorro Externo	18,2	4,0	-7,1	17,7	12,2
Inversión Bruta Interna	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Cifras preliminares.

(2) Se tomó como "proxy" del ahorro público la diferencia entre ingresos y egresos corrientes del Sector Público Consolidado.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 28 ESTRUCTURA DE LA OFERTA Y DEMANDA FINALES (en % del PIB, sobre valores a precios corrientes)

	2003	2004	2005	2006(1)	2007(1)
I.OFERTA FINAL	124,6	128,7	128,5	130,8	129,9
1.Producto Interno Bruto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2.Importaciones	24,6	28,7	28,5	30,8	29,9
II.DEMANDA FINAL	124,6	128,7	128,5	130,8	129,9
1.Demanda Interna	98,5	96,9	97,4	100,7	100,7
a)Inversión Bruta Interna	12,6	13,1	12,5	15,0	15,1
i)Inversión Bruta Fija	9,4	11,3	12,5	14,5	13,9
Construcción	5,5	5,7	6,5	7,3	6,9
Plant. y Cultivos	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
Maq. y Equipos	3,5	5,3	5,6	6,9	6,7
ii)Var. de Existencias	3,2	1,8	0,0	0,5	1,2
b)Consumo Total	85,9	83,8	84,9	85,7	85,6
i)Consumo Público	11,4	10,8	11,0	11,0	11,1
ii)Consumo Privado	74,6	73,0	73,8	74,7	74,5
2.Exportaciones	26,1	31,8	31,1	30,0	29,2

(1) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 29 ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (años seleccionados, en % del PIB, a precios corrientes) (1)

	1998	2003	2004	2005	2006(2)	2007(2)
TOTAL	15,2	9,4	11,3	12,5	14,5	13,9
Construcción	8,4	5,5	5,7	6,5	7,3	6,9
Plantaciones y cultivos permanentes	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
Maquinaria y equipo	6,3	3,5	5,3	5,6	6,9	6,7
PÚBLICA	2,8	2,2	2,0	2,1	2,6	2,5
Construcción	2,5	1,8	1,8	1,8	2,0	1,9
Maquinaria y equipo	0,3	0,3	0,2	0,3	0,6	0,6
PRIVADA	12,4	7,3	9,3	10,4	11,9	11,4
Construcción	6,0	3,7	3,9	4,7	5,3	5,0
Plantaciones y cultivos permanentes	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
Maquinaria y equipo	5,9	3,2	5,0	5,3	6,2	6,1

(1) A precios de 1983.

(2) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 30 ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (en % de la inversión bruta fija total, a precios corrientes)

	2003	2004	2005	2006 (1)	2007 (1)
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Construcción	58,3	50,4	51,7	50,1	49,3
Plantaciones y cultivos permanentes	4,6	3,0	3,4	2,6	2,4
Maquinaria y equipo	37,1	46,5	44,9	47,3	48,3
PÚBLICA	22,9	17,8	17,0	18,2	17,8
Construcción	19,6	16,0	14,5	13,8	13,7
Maquinaria y equipo	3,3	1,8	2,5	4,4	4,1
PRIVADA	77,1	82,2	83,0	81,8	82,2
Construcción	38,7	34,5	37,3	36,3	35,6
Plantaciones y cultivos permanentes	4,6	3,0	3,4	2,6	2,4
Maquinaria y equipo	33,8	44,7	42,4	42,8	44,2

(1) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 31 EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (variaciones sobre valores a precios constantes, en %) (1)

	2003	2004	2005(2)	2006(2)	2007(2)
TOTAL	-11,4	30,3	17,5	25,9	5,8
Construcción	-11,2	12,0	12,2	17,0	1,9
Plantaciones y cultivos permanentes	3,4	-18,8	35,2	5,8	-2,4
Maquinaria y equipo	-14,4	72,2	21,5	37,3	9,9
PÚBLICA	-11,1	0,9	8,0	33,6	2,1
Construcción	-12,2	5,7	-0,2	15,5	2,6
Maquinaria y equipo	-4,2	-27,6	78,1	120,3	0,7
PRIVADA	-11,4	40,4	19,8	24,2	6,7
Construcción	-10,6	15,8	19,0	17,8	1,6
Plantaciones y cultivos permanentes	3,4	-18,8	35,2	5,8	-2,4
Maquinaria y equipo	-15,5	84,5	18,8	31,3	11,0

(1) A precios de 1983.

(2) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 32 EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB)
(variaciones sobre valores a precios constantes en %, y cifras en dólares) (1)

Sector de Actividad	2003	2004	2005(2)	2006(2)	2007(2)	Variación (3)			Incidencia Ene-Jun 08
						Ene-Mar 08	Abr-Jun 08	Ene-Jun 08	
Agropecuario	10,5	10,7	4,7	8,3	2,8	4,3	10,6	7,9	0,8
Industria manufacturera	4,7	20,8	10,1	8,4	8,0	13,4	27,4	20,5	4,0
Electric., gas, agua	-7,4	1,8	5,8	-1,5	11,4	-15,4	-37,5	-26,7	-1,1
Construcción	-7,1	7,5	4,2	14,0	2,5	3,9	5,8	4,9	0,1
Comercio, rest., hoteles	-1,0	21,3	10,1	8,5	10,9	9,4	16,3	13,0	1,7
Transportes, comunicac.	3,1	11,5	11,1	12,0	12,3	26,6	37,0	31,9	4,5
Otros (4)	1,2	7,3	3,3	4,2	5,6	6,3	11,0	8,6	3,2
PIB	2,2	11,8	6,6	7,0	7,4	9,8	16,3	13,1	13,1
PIB (millones de US\$)	11.204	13.237	16.653	19.348	23.143				
PIB per cápita (US\$)	3.391	4.009	5.038	5.837	6.962				

(1) A precios de 1983.

(2) Cifras preliminares.

(3) Variación respecto al mismo período del año anterior.

(4) Incluye pesca; canteras; establecimientos financieros, de seguros, bienes inmuebles y servicios a las empresas; servicios comunales, sociales y personales; deducida la remuneración de las instituciones financieras e incluidos los derechos de importación.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU y datos de población del INE.

CUADRO 33 ESTRUCTURA DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (sobre valores a precios corrientes, en %) (1)

Sector de Actividad	1990	1998	2000	2005	2006(2)	2007(2)
Agropecuario	8,2	6,3	5,5	8,3	8,3	9,3
Pesca	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3
Canteras y minas	0,1	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3
Industria manufacturera	25,6	17,2	15,5	21,1	21,8	21,5
Electric., gas, agua	2,5	3,7	3,8	4,6	4,4	4,5
Construcción	3,4	5,5	5,4	3,6	4,0	3,9
Comercio, rest., hoteles	14,1	13,2	12,2	12,2	12,3	12,7
Transportes, comunicaciones	6,3	7,6	8,3	9,1	9,1	8,6
Est.financieros y seguros	10,2	7,8	9,4	7,5	7,2	6,5
Bs inmuebles, serv. a empresas	10,2	15,4	16,2	11,4	11,1	11,1
Serv. del Gob. Gral	8,4	8,7	8,9	7,9	7,8	7,9
Serv. comunales, sociales y personales	7,2	10,0	10,6	8,7	8,5	8,3
Derechos de importación	3,4	4,2	3,6	5,0	4,9	4,9
PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) La remuneración imputada de las instituciones financieras se dedujo equiproporcionalmente entre los sectores de actividad.

(2) Cifras preliminares.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 34 EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (1) (variaciones de índices de volumen físico, en %)

División de Actividad CIU Rev. 3	2003			2004			2005			2006			2007		Ene-Mar 08/ Ene-Mar 07		Abr-Jun 08/ Abr-Jun 07		Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07		Jul 08/ Jul 07		
													variación	incidencia	variación	incidencia	variación	incidencia	variación	incidencia	variación	incidencia	
15 Alimentos y bebidas	2,3	21,5	24,7	11,6	7,0	2,6	4,5	5,4	4,9	2,0	3,3												
16 Productos de tabaco	-28,1	20,6	-18,1	-3,4	3,5	0,0	-27,4	14,9	-6,9	-0,1	19,5												
17 Productos textiles	22,2	19,6	0,7	-10,3	1,5	0,0	11,3	5,5	8,2	0,2	-5,5												
18 Prendas de vestir y teñido de pieles	16,8	17,3	2,6	3,5	10,3	0,3	-1,3	3,5	1,4	0,0	0,3												
19 Curtiembres y acabado. Productos de cuero excepto vestimenta. Calzado de cuero	17,8	22,4	7,5	5,3	12,8	0,6	-6,7	-6,3	-6,5	-0,4	-24,1												
20 Madera y prod. de la madera excepto muebles	103,6	-23,0	-6,6	28,4	25,8	0,4	9,1	35,5	22,0	0,4	40,6												
21 Papel y productos de papel	4,4	11,6	3,1	7,1	40,9	0,8	322,3	321,2	321,7	6,0	367,4												
22 Encuadernación, impresión, edición y grabación	-6,2	14,6	6,2	12,6	10,6	0,4	2,5	1,3	1,9	0,1	2,8												
23 Prod. derivados del petróleo	12,1	23,1	-4,0	-8,1	-13,2	-2,1	10,4	387,9	76,5	8,0	4,3												
24 Industria química sin refinería	9,6	16,5	7,1	7,8	10,3	0,8	8,9	23,7	16,4	1,3	16,8												
25 Productos de caucho y plástico	-9,9	27,5	5,1	9,6	15,2	0,6	-1,2	-0,5	-0,9	-0,0	-10,7												
26 Minerales no metálicos	-0,1	21,3	12,0	24,4	3,4	0,1	9,2	7,5	8,3	0,2	5,0												
27 Industrias metálicas básicas	24,2	28,2	11,8	17,6	7,6	0,3	-4,5	-12,3	-8,7	-0,4	29,4												
28 Productos metálicos, maquinarias y equipos	49,9	28,5	20,4	16,4	4,9	0,2	-10,5	4,2	-2,9	-0,1	6,1												
29 Maquinaria excepto la eléctrica	49,8	142,8	-7,7	54,7	14,7	0,2	16,2	94,2	45,2	0,5	88,9												
31 Maquinaria y aparatos eléctricos n.c.p	14,9	30,9	-6,5	-6,4	24,5	0,2	9,4	25,1	17,8	0,2	17,9												
33 Instrumentos médicos, ópticos y de precisión. Relojes	3,5	2,3	2,5	24,9	18,7	0,1	-9,9	9,7	-0,0	-0,0	-9,0												
35 Otros tipos de equipos de transporte	56,7	15,8	57,5	44,3	18,7	0,1	-25,9	-6,2	-15,5	-0,1	21,7												
36 Muebles y otras industrias n.c.p	-28,3	59,3	22,0	-11,5	3,8	0,0	4,1	-1,9	1,2	0,0	-10,6												
Industria sin refinería	8,7	23,0	17,2	13,4	9,6		8,8	12,9	10,9		13,1												
Industria manufacturera	9,4	23,0	12,5	9,2	5,9	5,9	9,0	27,5	17,8	17,8	11,6												

(1) El INE actualizó en varias oportunidades la base para el cálculo del Índice de Volumen Físico de la Industria Manufacturera (IVF), estableció nuevas ponderaciones y una nueva muestra de empresas informantes. Hasta junio de 2003 la base del IVF era 1988=100. A partir del tercer trimestre de 2003 y hasta junio de 2007 la base del IVF fue 2002=100. Posteriormente la base fue 2006=100. Además, hasta octubre de 2003 se utilizó la Clasificación Internacional Uniforme (CIU) Revisión 2 mientras que el nuevo índice utiliza la CIU Revisión 3.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 35 CULTIVOS CEREALEROS E INDUSTRIALES**A. ÁREA SEMBRADA EN HECTÁREAS**

	Trigo		Cebada cervicera		Maíz		Girasol		Sorgo de grano		Soja		Arroz	
	Miles há	Variación (1)	Miles há	Variación (1)	Miles há	Variación (1)	Miles há	Variación (1)	Miles há	Variación (1)	Miles há	Variación (1)	Miles há	Variación (1)
2003/2004	117,7	-14,2	117,7	14,5	44,9	15,5	110,6	-37,2	18,0	21,5	247,1	213,2	186,5	21,6
2004/2005	179,3	52,3	136,6	16,1	60,6	34,9	118,0	6,7	19,0	5,7	278,0	12,5	184,0	-1,3
2005/2006	153,5	-14,4	78,1	-42,8	49,0	-19,1	58,8	-50,2	12,1	-36,3	309,1	11,2	177,3	-3,7
2006/2007	193,4	26,0	127,5	63,3	58,7	19,7	38,5	-34,5	42,8	254,0	366,5	18,6	145,4	-18,0
2007/2008	245,3	26,8	138,2	8,4	80,6	37,4	34,0	-11,7	37,7	-12,0	461,9	26,0	168,3	15,7
2008/2009 (2)	459,6	87,4	120,7	-12,7	93,6	16,1	57,8	70,0	72,8	93,1	500,9	8,4	175,0	4,0

B. RENDIMIENTOS EN KG/HA

	Trigo		Cebada cervicera		Maíz		Girasol		Sorgo de grano		Soja		Arroz	
	kg/ha	Variación (1)	kg/ha	Variación (1)	kg/ha	Variación (1)	kg/ha	Variación (1)	kg/ha	Variación (1)	kg/ha	Variación (1)	kg/ha	Variación (1)
2003/2004	2.769,0	84,5	2.750,2	59,8	4.966,0	8,3	1.600,0	20,4	3.872,0	-4,6	1.526,0	-34,2	6.771,2	14,7
2004/2005	2.970,4	7,3	2.975,8	8,2	4.141,9	-16,6	1.275,4	-20,3	4.457,9	15,1	1.719,4	12,7	6.599,7	-2,5
2005/2006	2.958,3	-0,4	3.102,4	4,3	4.183,7	1,0	1.370,7	7,5	4.148,8	-6,9	2.044,3	18,9	7.289,3	10,5
2006/2007	3.160,3	6,8	3.389,0	9,2	5.756,6	37,6	1.120,2	-18,3	3.800,0	-8,4	2.127,8	4,1	7.879,6	8,1
2007/2008	2.841,8	-10,1	2.244,6	-33,8	4.152,6	-27,9	1.594,1	42,3	4.010,6	5,5	1.673,3	-21,4	7.902,6	0,3

C. PRODUCCIÓN EN TONELADAS

	Trigo		Cebada cervicera		Maíz		Girasol		Sorgo de grano		Soja		Arroz	
	Miles tons.	Variación (1)	Miles tons.	Variación (1)	Miles tons.	Variación (1)	Miles tons.	Variación (1)	Miles tons.	Variación (1)	Miles tons.	Variación (1)	Miles tons.	Variación (1)
2003/2004	326,0	58,4	323,7	83,0	223,0	24,9	177,1	-24,3	69,7	15,8	376,9	106,0	1.262,6	39,4
2004/2005	532,6	63,4	406,5	25,6	251,0	12,6	150,5	-15,0	84,7	21,6	478,0	26,8	1.214,5	-3,8
2005/2006	454,1	-14,7	242,3	-40,4	205,0	-18,3	80,6	-46,4	50,2	-40,7	631,9	32,2	1.292,4	6,4
2006/2007	611,2	34,6	432,1	78,3	337,8	64,8	43,1	-46,5	162,8	224,2	779,9	23,4	1.145,7	-11,4
2007/2008	697,1	14,1	310,2	-28,2	334,7	-0,9	54,2	25,7	151,2	-7,1	772,9	-0,9	1.330,0	16,1

(1) Variaciones respecto al período anterior.

(2) Los datos de área sembrada en la zafra 2008/2009 corresponden a intenciones de siembra según las encuestas Arroceras (mayo de 2008) y Agrícola ("Invierno 2008", agosto). DIEA-MGAP.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de DIEA - MGAP.

CUADRO 36 EVOLUCIÓN DE LA FAENA NACIONAL DE BOVINOS POR CATEGORÍA (en cabezas y %)

	Vacas		Novillos		Terneros		Bueyes y toros		Total	
	cabezas	%	cabezas	%	cabezas	%	cabezas	%	cabezas	%
2003	694.445	40,1	993.508	57,4	14.092	0,8	29.670	1,7	1.731.715	100
2004	990.715	46,3	1.101.911	51,5	12.259	0,6	35.032	1,6	2.139.917	100
2005	1.102.293	46,1	1.230.150	51,4	19.053	0,8	41.213	1,7	2.392.709	100
2006	1.195.178	46,2	1.325.053	51,2	26.733	1,0	41.574	1,6	2.588.538	100
2007	1.019.153	46,5	1.124.742	51,3	13.856	0,6	34.511	1,6	2.192.262	100
Variación anual (en %)										
2003	15,1		-0,2		-23,5		18,6		5,5	
2004	42,7		10,9		-13,0		18,1		23,6	
2005	11,3		11,6		55,4		17,6		11,8	
2006	8,4		7,7		40,3		0,9		8,2	
2007	-14,7		-15,1		-48,2		-17,0		-15,3	
Variación ac. en el año (en %)										
2008 Mar.	-2,6		7,5		-23,7		-7,7		2,2	
Abr.	-0,3		15,7		-11,5		1,0		7,5	
May.	3,2		16,8		1,6		6,4		10,0	
Jun.	-3,7		8,1		32,3		-2,1		2,4	
Jul.	-4,0		8,2		31,3		-2,1		2,3	
Ago.	-6,1		5,1		33,2		-4,7		-0,2	

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de INAC.

CUADRO 37 EVOLUCIÓN DEL STOCK GANADERO POR CATEGORÍAS (al 30 de junio de cada año)

Categorías	En miles de cabezas					Variación (en %)					Participación (en%)				
	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007	2003	2004	2005	2006	2007
Vacunos															
Vacas de cría	4.086	4.132	4.145	4.041	4.119	-1,8	1,1	0,3	-2,5	1,9	35,4	34,5	34,7	34,5	35,5
Vacas de invernada	514	473	431	441	387	12,3	-8,1	-8,8	2,3	-12,2	4,5	4,0	3,6	3,8	3,3
Vaquillonas 1-2 años	1.168	1.283	1.255	1.213	1.214	15,1	9,9	-2,2	-3,4	0,1	10,1	10,7	10,5	10,4	10,5
Vaquillonas +2 años	429	559	615	583	525	0,5	30,3	10,0	-5,2	-10,1	3,7	4,7	5,1	5,0	4,5
Novillos 1-2 años	1.941	2.124	2.168	2.062	2.007	-39,1	8,3	-1,2	-2,2	-0,6	16,8	17,8	18,1	17,6	17,3
Novillos +3 años	628	597	576	531	499	-5,5	-4,8	-3,5	-7,9	-5,9	5,4	5,0	4,8	4,5	4,3
Terneros/as	2.591	2.616	2.587	2.656	2.668	1,7	1,0	-1,1	2,7	0,4	22,5	21,9	21,6	22,7	23,0
Toros	171	177	179	172	170	2,8	3,7	1,3	-4,3	-0,6	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Total	11.528	11.962	11.958	11.699	11.590	2,3	3,8	-0,0	-2,2	-0,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Ovinos															
Cameros	192	208	232	232	209	-6,0	8,7	11,5	-0,0	-10,2	1,9	2,1	2,1	2,1	2,0
Ovejas de cría	5.091	5.155	5.351	5.399	5.266	-8,8	1,3	3,8	0,9	-2,5	51,3	52,8	49,3	48,7	51,0
Ovejas de consumo	437	309	309	362	348	-24,3	-29,3	-0,1	17,4	-3,9	4,4	3,2	2,8	3,3	3,4
Capones	1.390	1.274	1.202	1.104	909	3,1	-8,3	-5,6	-8,2	-17,7	14,0	13,0	11,1	10,0	8,8
Borregas 2-4 D	448	442	451	580	534	-15,2	-1,2	2,0	28,7	-7,9	4,5	4,5	4,2	5,2	5,2
Borregos/as D.L.	2.107	2.051	2.900	2.942	2.640	-12,8	-2,7	41,4	1,5	-10,3	21,2	21,0	26,7	26,5	25,6
Corderos/as	262	327	402	469	416	-10,3	24,8	23,0	16,5	-11,2	2,6	3,3	3,7	4,2	4,0
Total	9.926	9.767	10.848	11.089	10.323	-9,3	-1,6	11,1	2,2	-6,9	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
TOTAL UNIDADES GANADERAS	11.335	11.408	11.566	11.325	11.097	-0,2	0,6	1,4	-2,1	-2,0					

(1) Estimación preliminar de DICOSE - MGAP.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de DICOSE - MGAP.

CUADRO 38 MEDICIONES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (Índice promedio 2005=100) (1)

	IPC y TC paralelo (2)							IPM y TC oficiales (3)								
	Global 1 (4)	Extrare- gional	UE (5)	NAFTA (6)	EE.UU. (6)	Regional Argentina (7)	Brasil	Global 2 (4)	Extrare- gional	UE (5)	NAFTA (6)	EE.UU. (6)	Regional Argentina (7)	Brasil		
2003	112,8	119,9	115,0	122,7	124,2	106,5	113,8	99,3	107,2	115,3	110,2	117,7	120,1	98,1	110,0	87,4
2004	112,0	118,7	120,3	117,6	118,8	106,0	111,4	101,1	103,5	109,1	109,9	108,2	109,0	97,2	104,8	90,1
2005	99,5	100,1	100,1	100,0	100,0	100,2	100,0	100,5	100,0	100,1	100,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2006	99,0	95,8	95,5	95,9	95,4	104,0	97,4	110,0	99,1	97,7	98,3	96,4	95,6	101,2	97,3	104,7
2007	97,4	92,6	95,8	89,5	88,6	104,1	94,4	113,1	95,7	93,0	96,1	87,8	86,8	100,2	93,8	106,0
2008 Mar.	89,6	84,2	91,7	77,6	76,2	96,8	83,0	109,6	86,5	82,4	88,2	73,0	71,8	94,1	81,6	105,6
Abr.	87,7	82,2	89,7	75,2	73,8	95,0	80,3	108,5	84,0	80,0	86,0	70,3	68,9	91,3	78,4	103,1
May.	87,6	81,7	88,2	75,2	73,6	95,4	80,2	109,3	82,6	77,6	83,1	68,8	67,3	90,6	76,7	103,4
Jun.	86,6	79,7	85,8	73,4	71,9	95,4	80,8	108,8	81,7	75,5	80,6	67,3	66,0	90,8	76,7	103,8
Jul.	86,4	79,4	85,4	72,7	71,1	95,4	80,4	109,1	80,6	74,1	79,5	65,6	64,4	89,9	75,3	103,4
Ago.	84,7	76,9	80,3	71,9	70,4	94,4	79,6	108,0	76,6	69,3	73,0	63,4	62,3	85,8	72,8	97,8
Variación (%)																
2006/2005	-0,4	-4,3	-4,6	-4,1	-4,6	3,7	-2,6	9,5	-0,9	-2,4	-1,8	-3,6	-4,4	1,2	-2,7	4,7
2007/2006	-1,7	-3,4	0,3	-6,7	-7,2	0,1	-3,1	2,8	-3,5	-4,8	-2,2	-8,9	-9,2	-1,0	-3,7	1,3
Ene-Ago 08/Ene-Ago 07	-11,3	-13,3	-9,4	-17,7	-18,8	-9,4	-15,7	-4,5	-14,8	-18,8	-15,9	-23,8	-24,4	-9,5	-17,7	-2,8
Ene-Ago 08/Dic-07	-5,6	-6,3	-5,8	-8,1	-8,2	-4,9	-6,8	-3,6	-8,5	-9,5	-8,2	-11,5	-11,9	-7,5	-11,1	-4,8

(1) El tipo de cambio efectivo real compara los precios en dólares de Uruguay con los de sus principales socios comerciales. El aumento de la competitividad de los productos uruguayos respecto a un país o un grupo de países se refleja en el incremento del índice. Un valor del índice mayor que 100 indica una mejora frente al año base. Las ponderaciones corresponden al comercio uruguayo de bienes y turismo en el año 2005.

(2) Se consideran los precios minoristas y el tipo de cambio libre o paralelo, cuando éste existe.

(3) Se consideran los precios mayoristas y el tipo de cambio oficial o comercial.

(4) Canasta Global: Unión Europea, NAFTA, China, Argentina y Brasil.

(5) La Unión Europea incluye la Zona euro más el Reino Unido.

(6) NAFTA: Incluye México, Canadá y EE.UU.

(7) Regional: incluye Argentina y Brasil.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a MECON de Argentina, IPEA de Brasil, The Economist, sitios web oficiales de los diferentes países y BCU de Uruguay.

CUADRO 39 INDICADORES DE TIPO DE CAMBIO REAL (índices base 2000 = 100 y %)

	Efectivo Global	Efectivo Extrarregional	Efectivo Regional	Argentina	Brasil	EEUU	México	Alemania	España	Italia	Reino Unido	China
2003	138,5	190,4	104,7	78,9	130,0	175,4	168,1	210,6	221,5	184,3	218,0	166,1
2004	139,9	189,4	106,5	76,8	134,4	167,9	156,8	219,1	233,4	195,0	228,0	160,7
2005	126,5	154,8	104,6	68,9	139,4	141,3	137,5	182,4	197,0	161,1	189,9	134,8
2006	125,0	146,3	107,3	67,2	147,8	134,8	131,6	172,8	190,0	154,0	180,5	129,8
2007	123,5	142,1	111,1	65,1	153,9	125,1	123,1	173,4	191,8	154,4	180,6	128,5
2008 Ene.	116,9	131,6	107,1	59,1	151,6	111,4	110,8	165,3	184,0	134,0	173,0	122,7
Feb.	116,6	130,6	107,3	57,9	153,2	109,4	110,2	163,0	181,0	131,8	170,3	124,6
Mar.	115,8	130,3	106,1	57,1	151,7	107,4	108,4	167,7	186,9	131,3	175,2	121,8
Abr.	112,9	126,6	103,6	55,2	148,6	104,1	106,8	163,6	184,7	126,2	171,6	116,7
May.	112,8	125,0	104,5	55,2	150,4	103,7	106,2	160,6	181,5	124,5	168,4	114,7
Jun.	111,9	122,6	104,7	55,6	150,4	101,4	104,3	156,0	176,8	121,4	163,9	114,3
Jul.	112,1	122,7	105,1	55,3	151,3	100,3	104,4	156,1	175,1	120,7	163,8	116,8
Variaciones (%)												
2006/2005	-1,1	-5,5	2,6	-2,6	6,0	-4,6	-4,3	-5,3	-3,6	-4,4	-4,9	-3,6
2007/2006	-1,2	-2,9	3,5	-3,2	4,1	-7,2	-6,5	0,3	1,0	0,3	0,1	-1,0
Ene-Jul 08/Ene-Jul 07	-8,9	-12,5	-5,9	-16,2	-1,7	-18,8	-15,9	-8,0	-6,4	-20,0	-7,5	-8,3
Ene-Jul 08/Dic-07	-4,6	-6,0	-3,4	-6,7	-2,2	-7,8	-6,2	-4,3	-3,9	-11,0	-3,5	-5,3

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 40 INTERCAMBIO COMERCIAL (1) (en millones de dólares y %)

	Exportaciones (2)		Importaciones		Saldo
	FOB	Variac.(%) (3)	CIF	Variac.(%) (3)	
2003	2.205,9	18,5	2.190,4	11,5	15,5
2004	2.930,8	32,9	3.113,6	42,2	-182,8
2005	3.416,9	16,6	3.878,9	24,6	-462,0
2006	3.985,9	16,7	4.774,9	23,1	-789,0
2007	4.496,0	12,8	5.611,9	17,5	-1.115,9
Acumulado en el año					
2008 Ene.	384,7	28,9	641,6	63,2	-256,8
Feb.	837,0	39,1	1.195,0	50,3	-358,0
Mar.	1.294,0	39,2	1.794,4	55,1	-500,4
Abr.	1.789,6	44,5	2.652,5	73,3	-862,8
May.	2.325,2	41,3	3.626,9	84,9	-1.301,7
Jun.	2.959,0	43,6	4.530,4	92,5	-1.571,5
Jul.	3.592,7	46,4	5.148,0	80,4	-1.555,2
Acumulado en los últimos doce meses					
2008 Ene.	4.583,0	15,6	5.860,5	21,4	-1.277,5
Feb.	4.732,1	17,5	6.011,8	23,3	-1.279,7
Mar.	4.865,8	20,0	6.249,2	29,2	-1.383,4
Abr.	5.037,1	23,5	6.733,6	40,7	-1.696,5
May.	5.176,1	25,8	6.901,3	49,8	-1.725,2
Jun.	5.453,4	32,1	7.789,4	59,5	-2.336,0
Jul.	5.693,9	35,9	7.906,5	60,4	-2.212,6

(1) Los datos de exportaciones e importaciones de este cuadro no recogen las realizadas por las Zonas francas.

(2) Las exportaciones de julio de 2008 fueron estimadas en función del comportamiento de las solicitudes.

(3) Variación respecto al mismo período del año anterior.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 41 BALANZA COMERCIAL POR PAÍSES SELECCIONADOS (en millones de dólares y %)

	Argentina	Brasil	Mercosur	EE.UU.	NAFTA	Alemania	Italia	R. Unido	U.E. (1)	China	R. Mundo	Total
2003												
Exportaciones	155,2	470,8	673,8	234,0	412,1	145,3	89,0	78,8	505,8	95,4	518,8	2.205,9
Importaciones	571,7	459,8	1.042,1	165,6	196,6	61,7	50,2	25,0	293,0	86,0	572,7	2.190,4
Saldo	-416,5	11,0	-368,3	68,4	215,5	83,6	38,8	53,8	212,8	9,4	-53,9	15,5
2004												
Exportaciones	223,3	483,6	765,5	577,3	800,1	151,5	89,3	91,4	570,1	112,9	682,2	2.930,8
Importaciones	686,5	676,5	1.379,1	220,3	261,9	82,6	66,2	28,8	360,4	172,7	939,5	3.113,6
Saldo	-463,2	-192,9	-613,6	357,0	538,2	68,9	23,1	62,6	209,7	-59,8	-257,3	-182,8
2005												
Exportaciones	266,9	460,3	783,3	762,8	989,2	144,6	92,9	85,2	590,4	121,7	932,3	3.416,9
Importaciones	785,7	824,7	1.630,5	259,2	331,7	87,8	75,7	34,1	407,2	242,3	1.267,2	3.878,9
Saldo	-518,8	-364,4	-847,2	503,6	657,5	56,8	17,2	51,1	183,2	-120,6	-334,9	-462,0
2006												
Exportaciones	301,9	584,1	944,4	523,1	704,6	165,2	112,8	96,0	663,6	164,3	1.509,0	3.985,9
Importaciones	1.078,5	1.077,9	2.182,3	326,2	405,1	99,3	81,9	45,7	468,9	350,9	1.367,7	4.774,9
Saldo	-776,6	-493,8	-1.237,9	196,9	26,8	75,8	30,9	50,3	194,7	-186,6	414,0	-789,0
2007												
Exportaciones	441,2	728,4	1.246,6	493,1	772,7	205,6	101,1	120,4	810,6	161,5	1.504,6	4.496,0
Importaciones	1.235,3	1.309,5	2.575,3	413,2	516,3	112,0	94,0	42,9	555,4	540,2	1.424,7	5.611,9
Saldo	-794,1	-581,1	-1.328,7	79,9	256,4	93,6	7,1	77,5	255,2	-378,7	79,9	-1.115,9
Ene-Jun 07												
Exportaciones	188,0	306,8	527,6	284,7	358,5	106,0	51,6	59,7	394,8	86,5	692,8	2.060,2
Importaciones	554,5	599,9	1.169,4	141,0	189,3	48,6	40,1	15,9	218,5	198,8	577,0	2.353,0
Saldo	-366,5	-293,1	-641,8	143,7	169,2	57,4	11,5	43,8	176,3	-112,3	115,8	-292,8
Ene-Jun 08												
Exportaciones	254,2	466,3	769,6	88,1	181,1	113,7	74,8	99,0	573,2	93,9	1.341,2	2.959,0
Importaciones	1.208,9	817,4	2.047,4	239,7	500,6	64,9	48,9	27,1	331,1	402,9	1.248,4	4.530,4
Saldo	-1.009,4	-436,9	-1.430,5	-167,6	-350,9	32,4	12,6	59,7	148,7	-340,4	-232,1	-2.205,2

ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES (%)													
2006	7,6	14,7	23,7	13,1	17,7	4,1	2,8	2,4	16,6	4,1	37,9	100,0	
2007	9,8	16,2	27,7	11,0	17,2	4,6	2,2	2,7	18,0	3,6	33,5	100,0	
Ene-Jun 07	9,1	14,9	25,6	13,8	17,4	5,1	2,5	2,9	19,2	4,2	33,6	100,0	
Ene-Jun 08	8,6	15,8	26,0	3,0	6,1	3,8	2,5	3,3	19,4	3,2	45,3	100,0	
ESTRUCTURA DE LAS IMPORTACIONES (%)													
2006	22,6	22,6	45,7	6,8	8,5	2,1	1,7	1,0	9,8	7,3	28,6	100,0	
2007	22,0	23,3	45,9	7,4	9,2	2,0	1,7	0,8	9,9	9,6	25,4	100,0	
Ene-Jun 07	23,6	25,5	49,7	6,0	8,0	2,1	1,7	0,7	9,3	8,4	24,5	100,0	
Ene-Jun 08	26,7	18,0	45,2	5,3	11,1	1,4	1,1	0,6	7,3	8,9	27,6	100,0	
VARIACIÓN (%)													
2007/2006													
Exportaciones	46,1	24,7	32,0	-5,7	9,7	24,5	-10,4	25,4	22,2	-1,7	-0,3	12,8	
Importaciones	14,5	21,5	18,0	26,7	27,4	12,8	14,7	-6,1	18,5	53,9	4,2	17,5	
Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07													
Exportaciones	35,2	52,0	45,9	-69,1	-49,5	7,3	45,0	65,8	45,2	8,6	93,6	43,6	
Importaciones	118,0	36,3	75,1	70,0	164,5	33,5	21,9	70,6	51,5	102,7	116,3	92,5	
INCIDENCIA (%)													
2007/2006													
Exportaciones	3,5	3,6	7,6	-0,8	1,7	1,0	-0,3	0,6	3,7	-0,1	-0,1	12,8	
Importaciones	3,3	4,8	8,2	1,8	2,3	0,3	0,3	-0,1	1,8	4,0	1,2	17,5	
Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07													
Exportaciones	8,3	13,3	22,8	-4,1	-4,0	0,2	0,8	0,4	4,2	0,7	23,0	43,6	
Importaciones	31,5	6,5	33,9	3,7	18,2	0,5	0,2	0,4	3,8	9,1	32,1	92,5	

(1) La Unión Europea incluye la Europa de los 15.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 42 EXPORTACIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD (1) (en millones de dólares y %)

	Ene-Jun										Variación (%)		Incidencia (%)			
	2003		2004		2005		2006		2007		2007/2006		2007/2006		Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2007/2006	2008/2007	2007/2006	2008/2007	2007/2006	2008/2007	2007/2006	2008/2007		
Agrícola	171,5	216,4	224,2	247,4	376,3	381,2	191,1	381,2	52,1	99,5	52,1	99,5	3,2	3,2	9,2	9,2
Pecuaria	39,5	75,6	44,7	90,6	104,9	66,9	56,9	66,9	15,8	17,6	15,8	17,6	0,4	0,4	0,5	0,5
Extracción de madera	58,3	87,9	117,8	144,4	178,4	148,7	84,1	148,7	23,5	76,9	23,5	76,9	0,9	0,9	3,1	3,1
Frigorífica	466,3	737,3	907,1	1.138,3	1.025,0	823,5	520,0	823,5	-10,0	58,4	-10,0	58,4	-2,8	-2,8	14,7	14,7
Lácteos	135,6	174,7	246,2	257,2	339,5	191,9	191,9	32,0	64,0	32,0	64,0	2,1	2,1	3,6	3,6	
Productos del mar	101,0	120,1	132,5	157,4	165,6	69,9	55,9	5,2	-20,1	5,2	-20,1	0,2	0,2	-0,7	-0,7	
Molinería	162,4	164,7	204,1	224,3	287,8	171,7	171,7	28,3	45,0	28,3	45,0	1,6	1,6	2,6	2,6	
Productos alimenticios diversos	80,5	108,1	120,4	48,3	64,9	29,9	24,0	34,2	24,4	34,2	24,4	0,4	0,4	0,3	0,3	
Bebidas malteadas y malta (2)	-	-	-	81,1	87,9	70,8	39,9	70,8	8,4	77,5	8,4	77,5	0,2	0,2	1,5	1,5
Tabaco	36,2	40,1	43,0	46,1	50,4	3,0	8,1	9,4	168,9	9,4	168,9	0,1	0,1	0,2	0,2	
Textiles	203,2	199,3	204,9	206,8	233,3	111,0	125,6	12,8	13,2	12,8	13,2	0,7	0,7	0,7	0,7	
Prendas de vestir	48,9	54,7	54,2	53,4	50,1	20,3	24,2	-6,1	18,9	-6,1	18,9	-0,1	-0,1	0,2	0,2	
Curtiembres y marroquinería	235,9	247,4	256,0	310,1	315,6	163,1	150,8	1,7	-7,5	1,7	-7,5	0,1	0,1	-0,6	-0,6	
Papel y productos de papel	42,9	49,9	52,3	54,5	51,3	26,5	29,4	-5,9	11,3	-5,9	11,3	-0,1	-0,1	0,1	0,1	
Productos químicos	122,1	166,1	195,6	224,5	290,0	125,1	173,8	29,2	39,0	29,2	39,0	1,6	1,6	2,4	2,4	
Caucho	32,8	40,2	42,8	54,0	63,7	27,8	39,0	17,8	40,5	17,8	40,5	0,2	0,2	0,5	0,5	
Plástico	43,8	64,7	86,8	107,0	126,8	54,9	68,3	18,5	24,4	18,5	24,4	0,5	0,5	0,7	0,7	
Minerales no metálicos	16,5	22,9	24,7	33,5	33,3	15,4	16,3	-0,5	6,2	-0,5	6,2	-0,0	-0,0	0,0	0,0	
Metálicas básicas	47,1	65,4	87,5	112,5	156,9	80,0	80,2	39,5	0,3	39,5	0,3	1,1	1,1	0,0	0,0	
Máquinas y aparatos eléctricos	8,3	11,1	17,5	26,1	32,0	14,7	18,3	22,7	24,6	22,7	24,6	0,1	0,1	0,2	0,2	
Material de transporte	35,7	56,4	68,1	110,5	123,7	58,7	79,0	11,9	34,7	11,9	34,7	0,3	0,3	1,0	1,0	
Otros sectores de actividad	129,9	241,9	159,5	147,7	248,9	93,0	104,4	68,6	12,2	68,6	12,2	2,5	2,5	0,6	0,6	
TOTAL	2.205,9	2.930,8	3.416,9	3.985,9	4.496,0	2.060,2	2.959,0	12,8	43,6	12,8	43,6	12,8	12,8	43,6	43,6	

(1) Según CIU Rev.2.

(2) Hasta 2005 incluido en Productos alimenticios diversos.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 43 EXPORTACIONES CUMPLIDAS (1) (en millones de dólares y %)

SECCIÓN	RUBRO	Ene-Jun										Variación (%)		Incidencia (%)	
		2003	2004	2005	2006	2007	2007	2008	2007/2006	2007/2006	2007/2006	2007/2006	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07	
I - Animales vivos y prod. Reino Animal		689,4	1.043,0	1.231,6	1.511,0	1.483,2	684,6	1.059,5	-1,8	54,8	-0,7	18,2			
Cap.2 - Carnes y desp. comestibles		397,8	652,0	801,1	1.016,2	885,4	451,7	724,8	-12,9	60,5	-3,3	13,3			
Carne vacuna		368,5	614,7	756,4	956,2	810,5	421,4	670,1	-15,2	59,0	-3,7	12,1			
Carne ovina		21,2	30,4	37,2	48,4	48,9	20,2	34,7	0,9	71,7	0,0	0,7			
Cap.3 - Pescado		101,5	123,5	130,1	150,8	155,6	64,4	59,2	3,2	-8,1	0,1	-0,3			
Otros anim.vivos y prod.del reino anim.		190,1	267,6	300,5	344,1	442,2	168,5	275,6	28,5	63,6	2,5	5,2			
II - Productos del Reino Vegetal		387,9	452,9	499,9	548,4	746,7	346,7	619,6	36,2	78,7	5,0	13,2			
Cap.10 - Cereales		187,3	187,4	212,2	238,3	342,9	169,5	285,4	43,9	68,4	2,6	5,6			
Arroz		186,9	180,0	200,6	218,0	280,6	113,3	160,6	28,7	41,8	1,6	2,3			
IV - Productos alimenticios y otros		88,0	105,8	140,4	140,2	154,7	75,6	69,2	10,4	-8,5	0,4	-0,3			
V - Productos minerales		38,6	137,2	171,9	153,2	197,4	75,6	113,3	28,9	49,9	1,1	1,8			
VI - Prod. de la ind.química y conexas		93,7	131,3	152,0	181,8	236,9	60,1	138,3	30,3	130,2	1,4	3,8			
VII - Mat.plásticas, caucho y manuf.		104,9	140,4	174,2	203,5	246,6	103,7	141,8	21,2	36,8	1,1	1,9			
VIII - Cueros, pieles y prod. Del cuero		267,9	280,2	282,9	342,3	340,6	107,2	160,5	-0,5	49,7	-0,0	2,6			
Cap.41 - Pieles y cueros		227,2	241,2	248,6	305,7	305,7	172,3	147,0	-0,0	-14,7	-0,0	-1,2			
Otros prod. de cuero y peletería		40,8	39,0	34,4	36,6	34,9	158,9	13,5	-4,6	-91,5	-0,0	-7,1			
IX - Madera, corcho y sus manufacturas		71,9	106,4	141,5	189,1	247,2	13,4	185,9	30,7	1283,8	1,5	8,4			
X - Pastas de madera, papel, cartón y aplic.		49,3	54,7	64,4	65,7	61,3	113,6	36,4	-6,6	-68,0	-0,1	-3,7			
XI - Mat. textiles y sus manuf.		230,2	236,9	253,6	272,8	308,0	30,0	164,1	12,9	446,7	0,9	6,5			
Cap.53 - Lanas		138,5	126,8	132,2	163,4	198,5	148,5	98,0	21,5	-34,0	0,9	-2,5			
Lana sucia y semi-lavada		7,1	9,6	16,2	34,6	41,2	97,1	19,0	19,1	-80,4	0,2	-3,8			
Lana lavada a fondo		11,0	8,2	9,0	14,3	20,8	21,9	12,9	45,6	-41,2	0,2	-0,4			
Tops y Bumps		120,4	109,1	107,0	114,5	136,5	9,9	66,1	19,2	568,3	0,6	2,7			
Otros mat. textiles y sus manuf.		91,7	110,1	121,4	109,3	109,5	65,3	66,1	0,1	1,2	0,0	0,0			
XIII - Manuf.de piedras,vidrio,cerám.y otros		13,6	15,9	16,7	23,5	23,9	51,4	10,9	1,8	-78,9	0,0	-2,0			
XV - Metales comunes y sus manuf.		29,9	46,1	52,4	74,5	95,7	48,6	41,8	28,4	-14,0	0,5	-0,3			
XVI - Máq. y aparatos, mat. electr.		27,0	27,8	33,6	43,9	46,3	20,7	28,0	5,5	35,4	0,1	0,4			
XVII - Material de transporte		35,8	56,3	68,1	110,4	123,6	58,6	79,0	12,0	34,8	0,3	1,0			
Otras secciones del NCM		77,9	95,9	133,6	125,6	183,8	78,2	110,7	46,3	41,5	1,5	1,6			
TOTAL		2.205,9	2.930,8	3.416,9	3.985,9	4.496,0	2.060,2	2.959,0	12,8	43,6	12,8	43,6			

(1) Las cifras corresponden a la Clasificación según Nomenclatura Común del Mercosur (NCM), Decreto 511/96.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 44 EXPORTACIONES PAÍS/PRODUCTO (1) (enero-junio, en millones de dólares)

	Argentina	Brasil	Mercosur	EE.UU.	NAFTA	Resto de América	Unión Europea (2)	China	Resto de Sudeste Asiático	Resto del Mundo	Total												
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008											
I. PRODUCTOS BÁSICOS	44,4	54,6	129,3	239,9	190,4	307,4	252,2	64,4	345,1	141,3	101,1	254,4	360,3	540,3	72,7	82,8	36,3	53,6	388,7	884,1	1.458,4	2.210,2	
AGROPECUARIOS	19,8	31,3	127,2	214,0	149,9	248,5	217,0	59,5	308,9	134,8	99,5	182,1	337,4	533,0	68,2	78,4	36,1	52,7	373,7	866,6	1.337,5	2.043,4	
ALIMENTOS	7,2	15,2	121,1	195,7	129,7	212,5	191,8	37,2	261,7	92,4	87,3	166,2	191,7	390,5	15,3	23,7	7,9	14,3	243,2	659,2	928,9	1.544,4	
Carne vacuna	1,9	2,5	14,7	25,1	16,5	27,6	186,1	35,8	219,3	43,1	33,4	32,6	104,5	294,2	0,9	3,5	4,2	8,2	47,4	275,8	422,0	676,9	
Carne ovina	0,1	0,0	5,4	9,5	5,4	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,2	9,4	12,7	0,1	0,2	0,1	0,0	4,6	12,2	20,2	34,7	
Otras carnes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	1,1	5,1	5,5	0,0	0,0	0,3	0,2	4,3	6,6	9,5	13,2	
Lácteos	1,2	1,0	7,9	15,3	9,4	16,5	2,1	0,5	36,5	46,4	32,6	91,8	0,1	0,0	1,3	0,6	2,0	4,9	37,2	36,6	117,1	191,9	
Cítricos	0,0	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	2,0	1,4	0,0	0,0	21,8	21,2	0,4	0,1	1,2	0,9	4,3	3,8	28,7	26,7	
Arroz	0,7	1,0	37,7	49,3	38,4	50,3	0,0	0,0	0,1	0,1	17,5	29,6	25,4	26,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	31,8	54,0	113,3	160,6
Cebada	0,0	1,2	36,9	61,0	37,9	63,5	0,0	0,0	0,0	0,0	2,8	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	1,7	40,9	69,1	
Oleaginosos	1,8	8,7	0,0	1,1	1,8	9,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,0	0,1	6,0	12,6	19,3	0,0	0,0	77,4	177,1	91,9	219,3	
Otros	1,6	0,6	18,2	34,3	19,9	35,0	3,5	0,9	3,7	1,3	0,4	0,2	25,2	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	36,0	91,5	85,3	152,0	
MATERIAS PRIMAS	12,5	16,1	6,1	18,4	20,2	36,0	25,2	22,3	47,1	42,5	12,1	15,9	145,8	142,5	52,9	54,7	28,2	38,4	130,5	207,4	408,6	499,0	
Lanas sucias y lavadas	0,0	0,0	0,3	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	1,0	0,9	0,4	0,2	6,0	5,4	23,0	26,3	0,1	0,0	3,6	2,6	34,3	35,7	
Tops	0,0	0,0	1,1	1,2	1,1	1,2	0,0	0,0	1,7	0,1	2,6	1,2	28,1	29,0	15,7	17,7	0,0	0,0	16,0	16,9	65,3	66,1	
Cuero	8,9	11,7	2,4	3,5	12,8	16,7	12,4	15,0	27,6	26,9	3,1	1,7	45,1	37,2	12,9	9,2	23,7	29,3	56,1	53,9	157,6	145,5	
Madera	2,5	3,6	0,1	0,0	2,5	3,7	12,0	5,6	16,6	13,4	5,3	6,2	55,0	51,5	1,1	0,9	3,7	8,0	33,0	110,2	113,6	185,9	
Animales vivos	0,1	0,1	1,6	12,7	1,7	12,9	0,0	1,1	0,0	1,2	0,0	0,2	1,3	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	14,2	13,8	17,3	29,1	
Otros	1,1	0,6	0,7	0,7	1,8	1,2	0,2	0,0	0,2	0,0	0,6	6,4	10,3	18,5	0,2	0,5	0,6	1,1	7,6	10,0	20,6	36,7	
NO AGROPECUARIOS	24,7	23,3	2,0	25,9	40,6	58,9	35,2	4,9	36,2	6,4	1,7	72,3	22,8	7,3	4,5	4,3	0,2	0,9	15,1	17,5	120,9	166,8	
Energía eléctrica	16,1	3,4	0,0	0,0	16,1	3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,1	3,4	
Pescado	0,1	0,1	0,0	22,1	13,8	22,2	6,1	4,5	7,1	6,0	1,7	2,2	22,8	7,3	4,4	4,2	0,1	0,9	14,5	17,2	64,4	59,2	
Otros	8,5	19,8	2,0	3,8	10,6	33,3	29,1	0,4	29,1	0,4	0,0	70,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,6	0,2	40,4	104,3	

II. PRODUCTOS INDUSTRIALES	143,6	199,7	163,8	226,4	337,2	462,2	32,5	23,7	54,8	39,9	72,3	79,4	34,5	32,9	13,8	11,1	5,8	11,6	89,3	123,3	601,9	748,7
DE ORIGEN AGROPECUARIO	30,1	51,9	26,5	47,6	71,1	113,2	20,7	11,2	35,0	16,8	16,1	16,3	23,1	21,1	4,9	6,7	4,8	9,7	31,5	45,5	181,6	219,6
Alimentos	4,4	16,3	11,0	29,3	16,2	46,6	15,3	6,8	22,7	7,8	7,2	6,8	13,5	12,5	3,8	5,5	0,2	2,2	17,8	23,4	81,3	102,6
Bebidas	0,0	0,0	2,4	2,5	2,4	2,5	0,4	0,4	0,9	0,8	0,1	0,1	0,3	0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	1,1	2,9	4,9	6,9
Tabaco	0,0	0,0	0,0	0,0	10,8	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	1,0	13,2	11,9
Textil y vest. lana	7,7	13,1	5,9	8,6	13,6	21,9	3,4	2,4	7,9	5,1	2,5	1,9	2,6	2,5	0,7	0,6	1,9	3,7	4,5	8,7	31,9	40,6
Otros text. y vestim.	1,4	1,5	0,4	0,4	1,9	1,9	0,3	0,4	0,6	0,7	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,5	1,1	3,7	4,2
Manufact. del cuero	0,8	1,0	0,3	0,6	1,1	1,7	0,9	0,7	2,1	1,9	0,6	0,9	6,1	4,7	0,3	0,4	2,5	3,5	4,5	5,5	14,8	15,1
Calzado	1,3	1,5	0,1	0,2	1,5	1,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	1,8	2,0
Papel	14,4	18,4	6,5	6,0	23,5	27,4	0,3	0,3	0,5	0,4	4,6	4,7	0,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	3,0	30,0	36,4
SIN ORIGEN AGROPECUARIO	113,5	147,8	137,2	178,8	266,2	348,9	11,8	12,5	19,8	23,1	56,1	63,1	11,5	11,7	8,9	4,4	0,9	1,9	57,8	77,8	420,3	529,1
Vidrio y cerámica	4,6	5,9	4,2	4,5	9,4	12,6	2,1	1,7	2,4	2,0	1,9	1,0	0,6	0,6	2,6	2,0	0,0	0,0	39,5	43,3	56,4	61,4
Químicos	16,7	19,7	34,3	45,1	61,7	79,0	0,7	1,8	2,6	4,4	25,4	36,2	3,2	5,3	0,3	1,0	0,8	1,0	6,7	12,0	100,0	137,9
Plásticos	20,5	26,5	68,5	93,7	90,2	123,0	1,1	2,7	2,2	4,9	11,8	11,8	0,2	0,3	1,1	0,1	0,1	0,0	1,7	1,8	107,2	141,8
Textil y vest. sintét.	7,0	8,6	2,5	3,6	9,7	12,5	0,1	0,1	2,1	3,2	0,7	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,6	1,3	13,3	17,7
Metalmecánica	59,7	77,1	26,0	30,3	88,4	110,1	6,5	5,3	9,1	7,8	15,9	11,9	4,7	3,0	4,9	1,3	0,0	0,8	9,2	19,4	132,1	153,6
Otros	5,0	10,1	1,7	1,5	6,8	11,7	1,3	0,9	1,3	0,9	0,3	1,6	2,7	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	11,2	16,7
III. TOTAL	188,0	254,2	293,0	466,3	527,6	769,6	284,7	88,1	399,8	181,2	173,4	333,8	394,8	573,2	86,5	93,9	42,0	65,2	4,78,0	1,007,4	2,060,2	2,959,0

(1) Los valores que aparecen en este cuadro están sujetos a revisión.

(2) La Unión Europea incluye la Europa de los 15.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 45 EXPORTACIONES PAÍS/PRODUCTO (1) (Enero-junio 2008 respecto a enero-junio de 2007, en %)

	Argentina	Brasil	Mercosur	EEUU	NAFTA	Resto De América	Unión Europea (2)	China	Resto de Sudeste Asiático	Resto del Mundo	Total
I. PRODUCTOS BÁSICOS	22,8	85,6	61,4	-74,5	-59,1	151,6	50,0	13,8	47,6	127,4	51,6
AGROPECUARIOS	58,4	68,2	65,8	-72,6	-56,4	83,0	57,9	15,0	46,0	131,9	52,8
ALIMENTOS	110,7	61,6	63,9	-80,6	-64,7	90,3	103,7	54,4	80,0	171,1	66,3
Carne vacuna	35,7	71,3	67,3	-80,8	-80,3	-2,4	181,6	273,9	94,9	482,2	60,4
Carne ovina	-83,0	75,4	73,9	n/c	n/c	-76,6	34,3	117,4	-65,1	166,7	71,7
Otras carnes	n/c	-100,0	-100,0	-78,1	-78,1	2.157,2	8,8	31,7	-29,9	53,8	39,2
Lácteos	-16,9	92,1	76,6	-77,8	27,2	181,8	-100,0	-55,7	140,8	-1,8	64,0
Cítricos	31,0	-68,2	-55,1	n/c	-28,5	67,7	-2,4	-86,0	-30,9	-10,9	-7,2
Arroz	52,6	30,6	30,9	n/c	-56,0	69,2	5,1	n/c	n/c	69,7	41,8
Cebada	n/c	65,3	67,5	n/c	n/c	39,4	n/c	n/c	n/c	590,6	68,8
Oleaginosos	397,0	n/c	452,6	n/c	n/c	n/c	4.519,0	53,8	n/c	128,8	138,6
Otros	-59,7	88,7	75,6	-73,9	-65,6	-62,0	-4,5	n/c	-39,3	154,2	78,2
MATERIAS PRIMAS	28,3	199,6	78,3	-11,4	-9,9	30,6	-2,2	3,6	36,4	59,0	22,1
Lanas sucias y lavadas	-27,2	-0,8	-4,9	5,8	-4,7	-56,6	-9,4	14,4	-100,0	-28,9	4,2
Tops	n/c	9,3	9,3	-66,4	-97,1	-54,5	3,0	13,1	n/c	5,2	1,1
Cuero	31,8	44,5	30,5	20,8	-2,7	-45,7	-17,6	-28,4	23,5	-3,9	-7,6
Madera	47,5	-76,3	43,9	-53,3	-19,1	15,1	-6,3	-13,4	114,0	234,0	63,7
Animales vivos	109,3	682,8	669,5	4.221,6	2.496,4	443,7	-27,6	-58,1	n/c	-2,4	68,6
Otros	-46,8	0,1	-30,2	-88,8	-88,8	900,9	79,7	211,3	79,2	32,2	77,9
NO AGROPECUARIOS	-5,6	1.168,0	45,2	-86,0	-82,2	4.266,6	-67,8	-3,7	341,7	15,8	38,0
Energía eléctrica	-78,9	n/c	-78,9	n/c	n/c	n/c	n/c	n/c	n/c	n/c	-78,9
Pescado	57,6	n/c	60,3	-26,0	-15,3	32,3	-68,2	-4,4	1.206,1	18,7	-8,1
Otros	132,2	84,9	213,5	-98,6	-98,6	n/c	9.394,8	30,5	-90,0	-60,2	158,3

II. PRODUCTOS INDUSTRIALES	39,1	38,2	37,1	-26,9	-27,1	9,9	-4,8	-19,6	101,5	38,1	24,4
DE ORIGEN AGROPECUARIO	72,6	79,2	59,4	-45,7	-52,0	1,2	-8,4	36,7	99,8	44,6	21,0
Alimentos	267,7	166,8	187,3	-55,3	-65,8	-5,5	-7,5	46,0	921,0	31,1	26,2
Bebidas	-57,2	5,8	5,9	5,9	-15,8	57,6	41,8	53,2	-100,0	154,4	40,0
Tabaco	n/c	n/c	-12,8	-8,1	-7,9	95,2	n/c	n/c	n/c	-36,8	-9,4
Textil y vest. lana	71,4	46,1	60,5	-29,2	-35,8	-23,4	-4,7	-17,7	89,8	92,8	27,5
Otros text. y vestim.	3,4	-5,9	1,0	50,3	5,1	-23,9	-75,6	225,2	73,9	109,9	11,7
Manufact. del cuero	26,6	121,6	49,5	-21,4	-10,1	57,3	-22,9	14,3	39,1	21,4	2,0
Calzado	14,4	53,4	22,2	4,1	-3,8	23,4	-93,0	n/c	n/c	-23,1	12,3
Papel	27,8	-7,4	16,6	19,9	-12,9	3,4	784,7	-100,0	62.700,0	112,6	21,2
SIN ORIGEN AGROPECUARIO	30,2	30,3	31,1	5,9	16,9	12,4	2,3	-50,4	110,2	34,5	25,9
Vidrio y cerámica	26,7	7,0	34,7	-18,5	-18,8	-49,9	-1,3	-23,7	-19,0	9,6	8,8
Químicos	18,4	31,5	27,9	151,6	70,0	42,3	65,0	258,6	28,9	78,8	37,9
Plásticos	29,1	36,8	36,4	132,3	117,3	-0,2	66,4	-91,4	-100,0	7,1	32,3
Textil y vest. sintét.	22,7	44,4	29,1	82,9	49,3	-7,9	-66,6	n/c	658,4	100,9	32,5
Meta/mecánica	29,1	16,6	24,7	-18,3	-14,2	-24,9	-35,3	-73,6	8.605,1	110,9	16,3
Otros	100,0	-8,5	71,6	-30,7	-29,7	371,4	-6,7	n/c	n/c	-26,6	48,9
III. TOTAL	35,2	59,1	45,8	-69,0	-54,7	92,5	45,2	8,5	55,0	110,7	43,6

(1) Los valores que aparecen en este cuadro están sujetos a revisión.

(2) La Unión Europea incluye la Europa de los 15.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 46 EXPORTACIONES EN VOLUMEN FÍSICO DE ALGUNOS PRODUCTOS (en toneladas y %)

	2003	2004	2005	2006	2007	Ene-Jun		Variación (%)	
						2007	2008	2007/2006	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07
LANAS (1)	47.452	45.743	52.814	67.844	70.240	35.603	30.830	3,5	-13,4
Sucia y semi-lavada	2.224	3.365	6.940	15.625	15.301	8.447	6.137	-2,1	-27,3
Lavada a fondo	6.066	4.628	4.510	7.632	10.541	5.066	5.505	38,1	8,7
Tops y bumps	39.162	37.750	41.363	44.587	44.398	22.090	19.188	-0,4	-13,1
CARNE VACUNA (2)	305.682	389.132	462.183	504.733	402.344	220.941	226.546	-20,3	2,5
Enfriada	57.293	53.556	60.447	76.390	55.664	29.058	28.090	-27,1	-3,3
Congelada	232.176	316.373	378.870	402.837	331.624	182.679	190.700	-17,7	4,4
Conservada	16.213	19.203	22.866	25.506	15.056	9.204	7.756	-41,0	-15,7
CARNE OVINA	6.465	7.907	11.217	17.148	15.766	7.051	9.830	-8,1	39,4
PESCADO CONG. FILETES	75.624	84.217	77.242	81.914	67.429	26.794	29.615	-17,7	10,5
ARROZ	673.143	640.551	725.309	744.836	800.528	334.157	335.781	7,5	0,5
CEBADA MALTEADA	180.764	224.044	223.043	243.282	233.457	114.018	116.497	-4,0	2,2
TEJIDOS DE LANA (3)	1.774	1.835	1.826	1.425	1.149	671	657	-19,4	-2,0

(1) En términos de lana sucia.

(2) En términos de carne en gancho.

(3) En miles de toneladas.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 47 VALORES UNITARIOS DE ALGUNOS PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN (1)
(en miles de dólares/tonelada y %)

	2003	2004	2005	2006	2007	Ene-Jun		Variación (%)	
						2007	2008	2007/2006	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07
Carne vacuna (2)	1,08	1,53	1,60	1,82	1,93	1,90	2,66	6,0	40,5
Congelada	0,96	1,39	1,45	1,60	1,68	1,68	2,25	4,9	34,0
Enfriada	1,77	2,37	2,86	3,15	3,91	3,80	6,12	24,3	61,0
Carne ovina (2)	2,82	3,82	3,75	3,00	2,99	3,02	3,63	-0,1	20,2
Lanas(3)									
Sucia y semilavada	3,41	2,95	4,34	2,12	2,55	2,47	3,13	20,5	26,7
Tops y bumps	3,18	2,94	2,64	2,50	2,96	2,89	3,40	18,1	17,6
Pescado (refrig. y cong.)	1,34	1,34	1,69	1,94	2,24	2,11	2,09	15,1	-1,3
Arroz	0,24	0,30	0,28	0,28	0,34	0,34	0,42	20,4	24,4

(1) Los valores corresponden a los promedios del período

(2) Los volúmenes utilizados corresponden a los equivalentes de toneladas en gancho.

(3). Los volúmenes utilizados corresponden a los equivalentes en toneladas de lana sucia.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 48 IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO (en millones de dólares corrientes y %)

	Ene-Jul				Variación (%)		Incidencia				
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2007/2006	2007/2006	Ene-Jul 08/ Ene-Jul 07		
CONSUMO	411,4	558,8	781,1	966,4	1.202,2	611,8	869,9	24,4	42,2	4,9	9,0
Alimentos y bebidas	140,0	153,9	196,9	244,2	303,1	156,9	222,3	24,1	41,6	1,2	2,3
Automotores y otros de transp.	25,3	56,8	93,2	124,7	164,0	82,5	118,8	31,5	44,0	0,8	1,3
Duraderos	44,1	76,3	176,3	222,3	278,2	141,1	215,2	25,2	52,5	1,2	2,6
Otros de consumo	202,0	271,7	314,6	375,2	456,9	231,2	313,7	21,8	35,7	1,7	2,9
CAPITAL	176,6	336,6	450,6	532,2	725,7	320,2	802,5	36,4	150,7	4,0	16,9
Maquinaria y equipos	164,3	290,1	368,0	430,7	590,0	257,8	481,3	37,0	86,7	3,3	7,8
Público	18,4	16,3	46,2	97,2	86,2	40,5	57,3	-11,3	41,6	-0,2	0,6
Privado	145,9	273,9	321,8	333,6	503,8	217,3	423,9	51,0	95,1	3,5	7,2
Equipos de transporte	12,3	46,5	82,6	101,4	135,7	62,3	321,2	33,8	415,3	0,7	9,1
Público	1,1	0,6	5,3	5,0	10,4	4,8	7,9	107,5	64,2	0,1	0,1
Privado	11,2	45,8	77,4	96,4	125,3	57,5	313,3	30,0	444,8	0,6	9,0
INTERMEDIOS	1.602,4	2.223,3	2.647,2	3.307,5	3.684,0	1.921,4	3.475,5	11,4	80,9	7,8	54,5
Petróleo y derivados	459,4	656,9	864,7	1.138,4	1.132,4	609,6	1.376,2	-0,5	125,8	-0,1	26,9
Energía Eléctrica	5,3	56,6	41,6	154,1	61,3	55,0	128,0	-60,2	132,9	-1,9	2,6
Intermedios no energéticos	1.137,7	1.509,8	1.740,9	2.015,0	2.490,3	1.256,9	1.971,3	23,6	56,8	9,9	25,0
Alimentos y bebidas	116,9	82,5	82,2	105,9	133,2	56,6	109,2	25,7	92,8	0,6	1,8
Piezas y acc. de transporte	69,7	111,4	138,5	177,4	204,1	104,2	159,2	15,1	52,7	0,6	1,9
Otros bienes intermedios	951,1	1.315,9	1.520,1	1.731,7	2.153,1	1.096,0	1.702,9	24,3	55,4	8,8	21,3
Suministros ind. básicos	87,0	107,9	101,0	101,4	119,5	57,2	99,4	17,8	73,6	0,4	1,5
Suministros ind. elaborados	785,0	1.108,6	1.286,7	1.459,4	1.853,4	944,6	1.450,5	27,0	53,6	8,2	17,7
Resto	79,0	99,5	132,5	170,9	180,2	94,2	153,0	5,4	62,4	0,2	2,1
Total sin petróleo	1.731,0	2.461,7	3.014,1	3.667,6	4.479,5	2.243,8	3.771,7	22,1	68,1	16,9	53,5
Total sin bienes energéticos	1.725,7	2.405,2	2.972,5	3.513,5	4.418,2	2.188,9	3.643,7	25,7	66,5	18,8	51,0
TOTAL	2.190,4	3.118,6	3.878,9	4.806,1	5.611,9	2.853,4	5.148,0	16,8	80,4	16,8	80,4

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 49 IMPORTACIONES CUMPLIDAS (1) (en millones de dólares y %)

	Ene-Jul										Variación (%)		Incidencia (%)	
	2003	2004	2005	2006	2007	2007	2008	2007/	Ene-Jul 08/	2007/	2007/	Ene-Jul 08/	Ene-Jul 07/	
								2006	Ene-Jul 07	2006	2006	Ene-Jul 07	Ene-Jul 07	
PRODUCTOS DEL REINO VEGETAL (Sec.II)	114,5	80,4	84,9	112,5	136,2	59,2	112,8	21,1	90,6	0,5	1,9			
GRASAS Y ACEITES ANIMALES O VEGETALES (Sec.III)	21,1	22,3	24,3	26,4	43,1	19,3	37,2	63,1	93,0	0,3	0,6			
PRODUCTOS ALIMENTICIOS,BEBIDA,TABACO (Sec.IV)	126,7	148,9	176,8	223,6	257,0	136,1	209,2	15,0	53,6	0,7	2,6			
PRODUCTOS MINERALES (Sec V)	501,9	768,4	972,2	1.366,9	1.287,7	708,6	1.591,9	-5,8	124,7	-1,6	30,5			
Petróleo y derivados (Cap.27)	487,4	750,4	950,0	1.344,2	1.258,8	698,1	1.556,2	-6,4	122,9	-1,8	14,3			
Petróleo crudo	370,1	594,3	796,1	864,6	708,8	331,5	744,5	-18,0	124,6	-3,2	16,0			
Otros	117,2	156,1	153,9	479,6	550,0	366,6	811,7	14,7	121,4	1,5	0,4			
Otros productos minerales	14,5	18,0	22,2	22,7	28,9	10,5	35,7	27,3	239,3	0,1	0,0			
PRODUCTOS DE LAS IND.QUÍMICAS Y CONEXAS (Sec. VI)	380,8	499,0	547,8	606,5	841,0	420,0	733,9	38,6	74,8	4,9	11,0			
MATERIAS PLÁSTICAS,CAUCHO Y DERIVADOS (Sec. VII)	198,3	268,5	339,2	379,0	458,6	238,8	320,6	21,0	34,3	1,7	2,9			
CUEROS,PIELES Y PTOS. DEL CUERO (Sec. VIII)	60,0	82,0	74,6	80,0	94,5	51,6	53,6	18,1	3,8	0,3	0,1			
PAPEL Y SUS APLICACIONES (Sec. X)	72,9	93,3	102,3	112,4	128,7	67,9	85,6	14,5	26,1	0,3	0,6			
MATERIAS TEXTILES Y SUS MANUFACTURAS (Sec. XI)	120,3	163,0	182,9	200,3	235,9	118,8	173,3	17,8	45,9	0,7	1,9			
CALZADOS Y OTROS (Sec. XII)	19,2	28,4	37,9	43,1	54,4	24,3	34,6	26,2	42,2	0,2	0,4			
MANUF.DE PIEDRAS Y OTROS (Sec. XIII)	28,5	39,7	50,8	56,9	70,2	34,7	50,3	23,2	44,8	0,3	0,5			
METALES COMUNES Y SUS MANUFACTURAS (Sec. XV)	271,1	438,4	629,7	763,5	967,2	460,6	761,7	26,7	65,4	4,2	10,6			
MÁQUINAS Y APARATOS, MAT. ELÉCTRICO (Sec. XVI)	271,1	438,4	629,7	763,5	967,2	460,6	761,7	26,7	65,4	4,2	10,6			
MATERIAL DE TRANSPORTE (Sec. XVII)	77,4	179,6	267,9	354,6	457,9	217,8	573,6	29,2	163,4	2,2	12,5			
INSTRUM. Y APARATOS DE ÓPTICA, MEDICO-														
QUIRURGICOS, PREC. FOTOGRAF.(Sec. XVIII)	35,9	49,9	62,4	67,6	76,4	39,5	51,5	13,0	30,5	0,2	0,4			
MERCANCÍAS Y PTOS.DIVERSOS (Sec. XX)	36,7	52,0	60,3	77,9	103,8	45,4	65,3	33,3	43,9	0,5	0,7			
OTRAS SECCIONES DEL NCM	41,7	55,2	73,2	84,7	117,9	61,5	79,4	39,2	29,2	0,7	0,6			
TOTAL	2.190,4	3.118,6	3.878,9	4.806,1	5.611,9	2.853,4	5.148,0	16,8	80,4	16,8	80,4			

(1) Las cifras corresponden a la Clasificación según Nomenclatura Común del Mercosur (NCM), Decreto 511/96.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 50 IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO SEGÚN ORIGEN GEOGRÁFICO (período enero-julio, en millones de dólares)

	Argentina		Brasil		Mercosur		EE.UU.		NAFTA		UE		China		R. del Mundo		Total		
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
CONSUMO																			
Alim.y beb. básicos para los hogares	12,5	14,8	35,7	49,5	48,2	64,2	0,3	0,5	1,2	2,5	1,5	1,2	0,1	0,4	3,5	6,5	54,4	74,9	
Alim. y beb.elab.para los hogares	43,4	53,5	21,9	36,7	65,3	90,2	0,9	2,5	2,0	4,8	9,9	12,5	0,9	1,1	17,9	26,6	96,0	135,2	
Vehíc.autom.de pasajeros	15,6	15,9	25,4	35,0	41,0	50,9	1,5	2,6	4,5	11,0	9,4	10,5	20,8	28,9	6,9	17,5	82,5	118,8	
Bs.de cons.no espec. duraderos	9,5	11,9	16,1	21,5	25,6	33,5	3,0	3,8	3,7	6,5	5,6	7,2	17,5	27,8	6,8	11,9	59,2	86,9	
Bs. de cons. no espec. semiduraderos	14,7	20,9	16,5	19,5	32,4	42,2	3,5	4,5	3,7	4,9	4,2	4,5	39,2	67,6	8,7	12,8	88,1	132,1	
Bs. de cons. no espec. no duraderos	48,3	62,7	25,4	29,8	74,3	93,5	6,7	9,8	9,8	14,0	19,5	22,0	8,1	13,0	11,4	14,3	123,0	156,8	
Total Consumo	143,9	179,7	141,1	191,9	286,8	374,5	15,9	23,7	24,8	43,7	50,0	57,9	86,5	138,9	55,1	89,6	503,2	704,6	
CAPITAL																			
Maq. y otro eq. de capital exc.transp.	26,6	47,0	47,6	91,2	74,9	138,7	31,1	51,5	33,8	59,3	50,7	86,8	16,5	31,9	17,2	40,4	193,0	357,1	
Equipo de transp. ind.	14,5	20,4	34,8	75,7	49,5	96,0	1,1	1,6	3,1	194,4	0,5	1,3	4,8	18,7	4,5	10,9	62,3	321,2	
Total Capital	41,2	67,3	82,4	166,9	124,4	234,7	32,2	53,0	36,9	253,7	51,2	88,1	21,3	50,5	21,6	51,3	255,4	678,3	
INTERMEDIO																			
Alim.y beb.bás.para la ind.	15,3	41,3	1,8	2,2	17,4	49,9	0,9	0,8	1,9	3,3	0,5	0,7	0,1	0,1	2,2	2,0	22,1	55,9	
Alim. y beb. elab p/la ind.	10,4	26,5	12,9	9,2	23,9	37,7	0,6	1,3	0,7	1,8	1,6	3,0	0,6	0,4	1,5	3,7	28,4	46,7	
Sum. ind.básicos no específ.	6,4	10,7	7,8	8,9	17,8	24,5	2,0	3,6	2,4	4,1	3,4	6,0	0,8	0,8	18,6	43,0	43,0	78,5	
Sum. ind. elab. no específ.	176,1	248,6	158,1	224,9	337,7	481,9	57,1	125,6	65,2	139,6	85,5	109,2	54,1	100,8	191,8	297,5	734,3	1.129,0	
Combustibles y lubricantes básicos	13,8	22,6	0,0	0,0	13,8	22,6	1,0	2,0	0,4	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	397,6	744,6	411,8	767,9	
Otros combust.y energét. y lubric elab.	44,4	89,3	36,2	44,9	80,6	134,2	0,5	0,4	0,6	0,5	2,4	2,4	0,0	0,0	0,0	1,5	83,7	138,6	
Piezas y acces. maquin. no transp.	4,3	6,6	8,6	13,3	12,9	19,9	12,0	17,8	13,1	19,6	12,4	17,6	6,6	8,9	5,9	6,3	50,9	72,2	
Piezas y acc. de equip. de transp.	6,8	10,4	45,1	65,0	51,9	75,4	5,4	7,9	6,3	8,9	19,1	30,5	5,3	14,6	10,9	14,6	93,4	144,1	
Otros sin clasificar	0,5	0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	0,3	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,1	
Total Intermedio	278,0	456,3	270,5	368,4	556,6	846,5	79,6	159,9	91,0	178,9	125,0	169,7	67,6	125,6	628,5	1.113,2	1.468,6	2.434,0	
Otros no incluidos en partidas anteriores	196,7	681,1	238,9	217,8	441,8	902,3	49,5	69,6	79,4	102,5	42,5	82,4	74,4	165,4	44,8	78,5	682,8	1.331,1	
TOTAL GENERAL	659,8	1.384,4	732,9	945,0	1.409,6	2.358,0	177,2	306,3	232,1	578,9	268,6	398,1	249,8	480,5	750,0	1.332,5	2.910,0	5.148,0	

(1) Los valores que aparecen en este cuadro están sujetos a revisión.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU y Uruguay XXI.

CUADRO 51 IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO SEGÚN ORIGEN GEOGRÁFICO (variaciones en %)

	Argentina	Brasil	Mercosur	EE.UU.	NAFTA	UE	China	R. del Mundo	Total	Incidencia
CONSUMO										
Alim.y beb. básicos para los hogares	18,2	38,5	33,2	39,4	119,4	-17,3	486,8	87,2	37,8	0,7
Alim. y beb.elab.para los hogares	23,2	67,7	38,1	162,5	133,9	26,3	32,0	48,4	40,8	1,3
Vehíc.autom.de pasajeros	2,3	37,6	24,2	73,9	145,8	11,6	38,9	155,2	44,0	1,2
Bs.de cons.no espec. duraderos	24,9	33,8	30,5	26,9	74,9	29,1	58,9	75,7	46,7	1,0
Bs. de cons. no espec. semiduraderos	42,2	17,7	30,4	31,5	34,7	7,2	72,7	47,2	49,9	1,5
Bs. de cons. no espec. no duraderos	29,9	17,2	25,8	46,6	42,7	13,1	60,8	25,8	27,4	1,2
Total Consumo	24,8	36,1	30,6	48,8	76,0	15,9	60,6	62,6	40,0	6,9
CAPITAL										
Maq. y otro eq. de capital exc.transp.	76,3	91,5	85,1	65,6	75,6	71,3	92,8	135,6	85,0	5,6
Equipo de transp. ind.	39,9	117,4	94,2	42,2	6.122,1	173,4	287,2	142,8	415,3	8,9
Total Capital	63,5	102,4	88,7	64,7	587,8	72,2	136,7	137,1	165,6	14,5
INTERMEDIO										
Alim.y beb.bás.para la ind.	169,6	24,7	186,6	-8,9	71,6	35,2	4,4	-11,7	152,7	1,2
Alim. y beb. elab p/la ind.	154,3	-29,1	57,5	127,7	148,5	89,3	-34,3	148,4	64,4	0,6
Sum. ind.básicos no especif.	65,9	14,7	37,3	81,4	70,9	80,3	2,7	131,1	82,5	1,2
Sum. ind. elab. no especif.	41,2	42,2	42,7	120,1	114,1	27,8	86,1	55,1	53,8	13,6
Combustibles y lubricantes básicos	64,0	n/c	64,0	n/c	57,7	-15,9	n/c	87,3	86,4	12,2
Combustibles y lubricantes elab.	101,2	24,1	66,6	-13,7	-27,7	-0,1	n/c	8.455,8	65,7	1,9
Piezas y acces. maquin. no transp.	53,4	54,5	54,1	48,1	50,0	41,9	34,6	6,5	42,0	0,7
Piezas y acc. de equip. de transp.	52,2	44,2	45,3	46,8	42,4	59,7	176,2	34,6	54,2	1,7
Total Intermedio	-9,7	-100,0	-13,3	183,9	43,6	44,5	326,7	n/c	13,0	0,0
Otros no incluidos en partidas anteriores	246,3	-8,8	104,2	40,6	29,1	94,0	122,4	75,4	94,9	0,0
TOTAL GENERAL	109,8	28,9	67,3	72,9	149,4	48,2	92,3	77,7	76,9	76,9

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU y Uruguay XXI.

CUADRO 52 INGRESO DE TURISTAS A URUGUAY POR PAÍS DE RESIDENCIA (1) (en miles de personas y %)

	Argentina	Brasil	Otros	Subtotal no urug.	Uruguayos residentes en el exterior	Total
2003	867	151	225	1.243	265	1.508
2004	1.109	188	277	1.574	301	1.875
2005	1.108	198	333	1.638	285	1.923
2006	980	228	341	1.550	281	1.831
2007	918	287	363	1.568	260	1.828
Variación (%)						
2006/2005	-11,5	15,5	2,5	-5,4	-1,4	-4,8
2007/2006	-6,3	25,6	6,5	1,2	-7,4	-0,1
Temporada diciembre/marzo						
2003-04	632	69	122	823	132	956
2004-05	666	79	149	894	132	1.025
2005-06	553	83	158	794	145	940
2006-07	493	102	161	756	104	861
2007-08	565	132	170	867	127	994
Variación temporada (%)						
06-07/05-06	-10,8	22,6	1,9	-4,8	-28,1	-8,4
07-08/06-07	14,7	29,2	5,3	14,6	21,2	15,4
Enero-Agosto						
2004	782	118	173	1.073	187	1.260
2005	785	127	209	1.121	166	1.286
2006	673	144	215	1.032	191	1.223
2007	614	174	231	1.018	151	1.169
2008	713	208	237	1.158	160	1.319
Variación (%)						
2007/2006	-8,8	20,7	7,4	-1,3	-21,1	-4,4
2008/2007	16,2	19,5	2,7	13,7	6,4	12,8

(1) Están incluidos todos los turistas, incluso los que permanecieron menos de 24 horas o estuvieron en tránsito hacia otro país. No se incluyen los visitantes llegados en Cruceros.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Ministerio de Turismo.

CUADRO 53 INGRESOS Y EGRESOS DE DIVISAS POR TURISMO (en millones de dólares y %)

	2003	2004	2005	2006	2007	Ene-Jun		Variación (%)	
						2007	2008	2007/2006	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07
Turismo receptivo por nacionalidad									
Uruguay	40,0	45,7	55,1	63,5	87,5	38,8	51,6	37,7	32,9
Argentina	157,9	248,1	258,4	261,8	342,0	217,8	278,0	30,6	27,7
Brasileña	38,7	62,3	59,2	72,4	113,6	63,3	78,7	57,0	24,2
Otros	81,4	98,5	167,6	186,3	252,1	137,3	139,3	35,3	1,5
Total	318,1	454,6	540,2	584,1	795,2	457,3	547,7	36,2	19,8
Turismo emisor por país de destino									
Argentina	42,2	53,9	64,2	77,8	80,6	38,5	66,2	3,6	71,8
Brasil	17,6	20,4	22,1	22,9	24,4	13,8	17,1	6,3	23,2
Centro y N. América	37,7	40,9	60,3	38,6	49,4	14,0	22,6	27,9	62,0
Europa	57,7	57,5	73,0	51,5	58,7	18,1	29,3	14,0	61,9
Otros	13,6	20,9	32,1	24,1	26,2	8,5	21,4	8,9	150,9
Total	168,8	193,6	251,7	213,2	239,3	92,9	156,5	12,2	68,4
Saldo	149,3	261,0	288,6	370,9	555,9	364,4	391,1	n/c	n/c

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Ministerio de Turismo.

CUADRO 54 INGRESOS DE DIVISAS POR TURISMO: POR ZONA DE DESTINO Y TIPO DE GASTO (en millones de dólares y %)

POR ZONA DE DESTINO	2003	2004	2005	2006	2007	Ene-Jun		Variación (%)	
						2007	2008	2007/2006	Ene-Jun 08/ Ene-Jun 07
Punta del Este	155,7	228,2	243,6	270,3	383,0	257,8	293,6	41,7	13,9
Colonia	9,5	16,3	19,2	18,6	26,6	11,8	16,0	42,9	36,0
Montevideo	103,8	137,7	202,3	214,0	288,1	123,6	136,2	34,7	10,2
Costa de Oro	8,6	13,2	11,1	12,8	18,7	12,0	18,7	45,9	56,7
Piriápolis	9,1	15,1	14,4	15,0	22,5	17,0	24,2	50,5	42,7
Costa de Rocha	7,0	13,8	13,8	16,0	22,3	17,4	38,9	39,3	123,2
Litoral Termal	15,6	19,5	22,7	24,7	21,7	12,0	15,1	-12,2	25,9
Otros	8,8	10,8	13,1	12,7	12,3	5,6	4,5	-3,0	-18,8
TOTAL	318,1	454,6	540,2	584,1	795,2	457,1	547,3	36,2	19,8
POR TIPO DE GASTO									
Alojamiento	50,6	104,1	120,0	199,3	250,2	160,1	190,7	25,6	19,1
Alimentación	106,4	116,2	132,8	125,3	173,1	96,4	131,9	38,1	36,8
Compras	55,0	86,1	127,2	116,7	158,9	84,4	70,9	36,2	-15,9
Transporte	n/d	46,7	50,6	46,6	50,6	29,1	33,0	8,7	13,3
Resto	106,1	101,6	74,7	96,2	162,3	87,2	121,1	68,7	38,9
TOTAL	318,1	454,6	540,2	584,1	795,2	457,3	547,7	36,2	19,8

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del Ministerio de Turismo.

CUADRO 55 BALANZA DE PAGOS (en millones de dólares)

	2003	2004	2005	2006	2007	Ene-Mar		Año móvil	
						2007	2008	Mar-07	Mar-08
1. Cuenta Corriente	-87,3	3,1	42,2	-398,9	-229,8	88,1	116,3	-274,8	-201,6
A. Cuenta Comercial	318,5	478,3	392,6	-90,4	-39,4	173,2	225,6	-13,6	13,0
Exportaciones	3.052,5	4.256,6	5.085,4	5.791,8	6.820,7	1.644,5	2.321,0	6.001,2	7.497,2
Bienes (FOB)	2.281,2	3.145,0	3.774,1	4.407,1	5.050,3	1.072,1	1.594,3	4.523,5	5.572,6
Servicios	771,3	1.111,6	1.311,3	1.384,7	1.770,3	572,4	726,7	1.477,7	1.924,6
Transportes	258,8	379,0	464,8	478,2	622,0	134,3	197,3	485,3	685,1
Viajes	344,7	493,9	594,4	597,8	808,8	358,6	443,5	681,1	893,7
Otros servicios	167,9	238,6	252,0	308,8	339,5	79,6	85,9	311,2	345,8
Importaciones	2.734,1	3.778,3	4.692,7	5.882,2	6.860,0	1.471,3	2.095,5	6.014,8	7.484,2
Bienes (FOB)	2.097,8	2.992,2	3.753,3	4.895,0	5.609,3	1.215,7	1.745,4	5.003,4	6.138,9
Servicios	636,3	786,1	939,5	987,2	1.250,8	255,6	350,1	1.011,4	1.345,2
Transportes	264,6	353,0	419,0	457,5	623,8	120,2	169,3	464,0	672,9
Viajes	168,8	193,6	251,7	213,2	239,3	42,1	75,8	219,5	273,0
Otros servicios	202,9	239,4	268,7	316,5	387,7	93,3	105,0	327,9	399,4
B. Renta	-488,4	-588,0	-494,2	-434,8	-324,7	-115,8	-142,0	-390,5	-350,9
Intereses	-380,0	-374,5	-278,9	-191,7	-8,8	-12,7	-6,1	-128,6	-2,2
Utilidades	-108,4	-213,5	-215,3	-243,1	-315,9	-103,1	-135,9	-261,9	-348,8
C. Transferencias corrientes (1)	82,7	112,8	143,8	126,3	134,2	30,6	32,8	129,3	136,4
2. Cuenta Capital y Financiera	430,6	72,1	752,1	533,5	1.511,7	433,9	389,6	1.035,4	1.467,4
A. Inversión directa	401,3	314,7	811,1	1.500,4	971,4	395,7	296,1	1.550,9	871,8
En el exterior	-15,1	-17,7	-36,3	1,0	-83,6	-1,2	-0,4	-1,4	-82,8
En el país (2)	416,4	332,4	847,4	1.499,4	1.055,0	396,9	296,5	1.552,3	954,6
B. Inversión de cartera	-311,0	-422,2	805,9	1.686,4	1.093,9	208,0	101,8	1.091,8	987,6
Sector público	226,8	-12,1	285,3	1.842,6	967,5	194,4	150,4	1.193,5	923,6
Sector privado	-537,9	-410,2	520,6	-156,2	126,3	13,7	-48,6	-101,8	64,0
C. Otra inversión	336,0	174,4	-868,8	-2.659,8	-557,3	-170,7	-8,4	-1.613,7	-395,0
Activos	-1.254,9	-259,7	-1.112,7	1.414,9	-1.647,7	-639,8	-435,9	266,6	-1.443,8
Sector público	-314,9	-96,8	-595,0	54,4	-1.559,0	-398,0	-22,3	-86,2	-1.183,3
Sector privado	-940,0	-162,9	-517,7	1.360,6	-88,6	-241,8	-413,6	352,7	-260,5
Pasivos	1.590,9	434,1	244,0	-4.074,8	1.090,4	469,1	427,5	-1.880,3	1.048,8
Sector público	598,6	61,6	-122,2	-2.904,5	478,8	191,9	151,4	-1.821,8	438,3
Sector privado	992,3	372,4	366,2	-1.170,2	611,6	277,2	276,1	-58,5	610,5
3. Errores y Omisiones	1.036,9	379,1	-174,0	-150,0	-276,4	-150,9	175,4	-434,5	49,8
4. Saldo de la Balanza de Pagos (3)	-1.380,2	-454,3	-620,3	15,4	-1.005,4	-371,1	-681,3	-326,1	-1.315,6

(1) A partir del año 2002 incluye estimación sobre remesas de familiares.

(2) A partir del año 2003 incluye estimación de inversión directa en tierras.

(3) El saldo de la Balanza de Pagos es equivalente a la variación de los Activos de Reserva del BCU más los ajustes de valuación del oro.

(-) Significa ganancia.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 56 ENDEUDAMIENTO EXTERNO DEL URUGUAY (en millones de dólares y %)

	Variación (%)							% del PIB			
	2003	2004	2005	2006	2007	Mar-08	2007/2006	Mar-08/2007	2006	2007	Mar-08
I. Deuda Externa Bruta del Sector Público	9.584	10.231	10.197	9.330	11.081	11.365	18,8	2,6	48,2	47,9	44,9
Sector Público Financiero	797	1.060	863	69	121	320	75,4	164,5	0,4	0,5	1,3
Sector Público no Financiero	8.787	9.171	9.334	9.261	10.960	11.045	18,3	0,8	47,8	47,3	43,6
Largo plazo	5.093	5.034	4.727	2.651	2.665	2.661	0,5	-0,2	13,7	11,5	10,5
Proveedores	153	162	224	304	658	671	116,4	2,0	1,6	2,8	2,6
Letras y Bonos del Tesoro	3.541	3.975	4.383	6.306	7.637	7.713	21,1	1,0	32,6	33,0	30,4
II. Activos de reserva	2.761	2.963	3.886	3.600	5.770	6.666	60,3	15,5	18,6	24,9	26,3
Sector Público no Financiero	417	117	200	218	482	448	121,1	-7,1	1,1	2,1	1,8
BCU	2.344	2.846	3.686	3.382	5.288	6.218	56,4	17,6	17,5	22,8	24,5
Corto plazo	2.088	2.514	3.071	3.091	4.121	4.993	33,3	21,2	16,0	17,8	19,7
Largo plazo	256	332	615	291	1.167	1.225	301,0	5,0	1,5	5,0	4,8
III. Deuda Externa Neta del Sector Público	6.823	7.268	6.311	5.730	5.311	4.699	-7,3	-11,5	29,6	22,9	18,5
IV. Deuda Externa Bruta del Sector Privado	1.428	1.363	1.220	1.229	1.137	1.265	-7,5	11,3	6,3	4,9	5,0
Proveedores	401	401	401	401	401	401	0,0	0,0	2,1	1,7	1,6
Bancos Comerciales	590	530	386	396	303	433	-23,5	42,9	2,0	1,3	1,7
Otros Pasivos	437	432	433	432	433	431	0,2	-0,5	2,2	1,9	1,7
V. Deuda Externa Neta Sector Privado	1.428	1.363	1.220	1.229	1.137	1.265	-7,5	11,3	6,3	4,9	5,0
VI. Deuda Externa Bruta Total	11.012	11.594	11.417	10.559	12.218	12.630	15,7	3,4	54,5	52,8	49,8
VII. Deuda Externa Neta Total	8.251	8.631	7.531	6.959	6.448	5.964	-7,3	-7,5	36,0	27,9	23,5

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 57 ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA POR TIPO DE ACREEDOR (1) (en millones de dólares y %)

	Acreedores oficiales		Proveedores	Acreedores privados			Otros (2)	Total
	Multilaterales	Bilaterales		Sector financiero				
				Bancos comerciales		Títulos públicos		
			Bonos Brady	Otros				
I - TOTAL								
En dólares corrientes								
2003	5.427	223	554	156	648	3.567	437	11.012
2004	5.721	179	563	143	579	3.976	432	11.593
2005	5.403	142	625	26	405	4.383	433	11.417
2006	2.526	176	705	3	428	6.306	432	10.576
2007	2.538	167	1.059	0	431	7.702	433	12.330
Mar-08	2.670	167	1.072	0	431	7.840	431	12.611
En porcentajes del total								
2003	49%	2%	5%	1%	6%	32%	4%	100%
2004	49%	2%	5%	1%	5%	34%	4%	100%
2005	47%	1%	5%	0%	4%	38%	4%	100%
2006	24%	2%	7%	0%	4%	60%	4%	100%
2007	21%	1%	9%	0%	3%	62%	4%	100%
Mar-08	21%	1%	9%	0%	3%	62%	3%	100%
Variación (%)								
2007/2006	0,5	-5,1	50,2	-100,0	0,7	22,1	0,2	16,6
Mar-08/2007	5,2	0,0	1,2	n/c	0,0	1,8	-0,5	2,3
II - SECTOR PÚBLICO								
En dólares corrientes								
2003	5.427	223	153	156	58	3.567	0	9.584
2004	5.722	179	162	143	49	3.976	0	10.231
2005	5.403	142	224	26	19	4.383	0	10.197
2006	2.526	176	304	3	15	6.306	0	9.330
2007	2.538	167	658	0	16	7.702	0	11.081
Mar-08	2.670	167	671	0	18	7.840	0	11.366
En porcentajes del total								
2003	57%	2%	2%	2%	1%	37%	0%	100%
2004	56%	2%	2%	1%	0%	39%	0%	100%
2005	53%	1%	2%	0%	0%	43%	0%	100%
2006	27%	2%	3%	0%	0%	68%	0%	100%
2007	23%	2%	6%	0%	0%	70%	0%	100%
Mar-08	23%	1%	6%	0%	0%	69%	0%	100%
Variación (%)								
2007/2006	0,5	-5,1	116,4	-100,0	6,7	22,1	n/c	18,8
Mar-08/2007	5,2	0,0	2,0	n/c	12,5	1,8	n/c	2,6
III - SECTOR PRIVADO								
En dólares corrientes								
2003	0	0	401	0	590	0	437	1.428
2004	0	0	401	0	530	0	432	1.363
2005	0	0	401	0	386	0	433	1.220
2006	0	0	401	0	396	0	432	1.229
2007	0	0	401	0	415	0	433	1.249
Mar-08	0	0	401	0	413	0	431	1.245
En porcentajes del total								
2003	0%	0%	28%	0%	41%	0%	31%	100%
2004	0%	0%	29%	0%	39%	0%	32%	100%
2005	0%	0%	33%	0%	32%	0%	35%	100%
2006	0%	0%	33%	0%	32%	0%	35%	100%
2007	0%	0%	32%	0%	33%	0%	35%	100%
Mar-08	0%	0%	32%	0%	33%	0%	35%	100%
Variación (%)								
2007/2006	n/c	n/c	0,0	n/c	4,8	n/c	0,2	1,6
Mar-08/2007	n/c	n/c	0,0	n/c	-0,5	n/c	-0,5	-0,3

(1) De acuerdo a la nueva metodología que aplica el Banco Central la deuda externa no incluye los depósitos de no residentes en la banca pública y privada.

(2) Corresponde a operaciones a liquidar y otras cuentas del sector privado con el exterior.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 58 TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO. TOTAL PAÍS (1) (en porcentajes)

	Tasa de actividad (2)	Tasa de empleo (3)	Tasa de desempleo (4)
2006	60,8	54,1	10,9
2007	62,4	56,7	9,1
2007 Ene-Mar	62,4	56,2	9,9
Abr-Jun	62,4	56,4	9,5
Jul-Set	62,2	56,6	9,0
Oct-Dic	62,8	57,7	8,1
2008 Ene-Mar	61,9	56,7	8,5
Abr-Jun	62,4	57,7	7,5
Jul.	61,8	57,2	7,6
Variación (puntos porcentuales)			
Ene-Mar 2008/Ene-Mar 2007	-0,5	0,5	-1,4
Abr-Jun 2008/Abr-Jun 2007	0,0	1,3	-2,0
2007/2006	1,7	2,6	-1,8

(1) A partir de Enero de 2006, la Encuesta Continua de Hogares Ampliada pasa de cubrir localidades de 5000 y más habitantes a tener representatividad nacional.

(2) Cociente entre la población económicamente activa y la población de 14 años y más.

(3) Cociente entre el número de ocupados y la población de 14 años y más.

(4) Cociente entre el número de desocupados y la población económicamente activa.

FUENTE: INE.

CUADRO 59 TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO. TOTAL PAÍS URBANO (1) (en porcentajes)

	Tasa de actividad (2)	Tasa de empleo (3)	Tasa de desempleo (4)
2003	58,1	48,9	18,1
2004	58,5	51,5	14,1
2005	59,8	52,1	13,1
2006	60,9	53,9	11,4
2007	62,7	56,7	9,6
2007 Ene-Mar	62,7	56,2	10,4
Abr-Jun	62,9	56,5	10,1
Jul-Set	62,5	56,6	9,4
Oct-Dic	62,8	57,3	8,6
2008 Ene-Mar	62,0	56,5	8,9
Abr-Jun	62,5	57,6	7,8
Jul.	61,8	56,8	8,1
Variación (puntos porcentuales)			
Ene-Mar 2008/Ene-Mar 2007	-0,7	0,3	-1,5
Abr-Jun 2008/Abr-Jun 2007	-0,4	1,1	-2,3
2007/2006	1,8	2,7	-1,8

(1) A partir de Enero de 2006, la Encuesta Continua de Hogares Ampliada pasa de cubrir solamente localidades de 5000 y más habitantes a tener representatividad nacional. Los datos fueron corregidos hacia atrás de forma que resultaran comparables.

(2) Cociente entre la población económicamente activa y la población de 14 años y más.

(3) Cociente entre el número de ocupados y la población de 14 años y más.

(4) Cociente entre el número de desocupados y la población económicamente activa.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 60 TASAS ESPECÍFICAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO POR SEXO (1)
(en porcentajes y puntos porcentuales)

		Tasa de actividad			Tasa de empleo			Tasa de desempleo		
		Total	Masculina	Femenina	Total	Masculina	Femenina	Total	Masculina	Femenina
Total País										
	2006	60,8	72,3	50,9	54,1	66,3	43,7	10,9	8,2	14,2
	2007	62,5	74,0	52,5	56,7	69,2	46,0	9,2	6,5	12,4
	2007 Ene-Mar	62,4	74,0	52,5	56,2	69,0	45,3	9,9	6,8	13,7
	Abr-Jun	62,4	74,0	52,7	56,4	68,9	46,0	9,5	6,8	12,8
	Jul-Set	62,2	73,8	52,1	56,6	68,8	46,0	9,0	6,8	11,7
	Oct-Dic	62,8	74,3	52,7	57,7	70,3	46,7	8,1	5,4	11,4
	2008 Ene-Mar	61,9	72,4	53,0	56,7	68,0	46,9	8,5	6,0	11,5
	Abr-Jun	62,4	73,1	53,4	57,7	69,4	47,9	7,5	5,1	10,3
	Jul	61,8	72,5	52,9	57,2	68,8	47,5	7,6	5,2	10,2
Montevideo										
	2006	61,7	71,2	54,0	55,1	65,1	47,1	10,6	8,6	12,8
	2007	64,0	74,0	56,0	58,4	69,1	49,9	8,7	6,6	10,8
	2007 Ene-Mar	64,1	74,8	55,4	58,4	70,1	48,9	8,9	6,4	11,7
	Abr-Jun	64,2	73,7	56,6	58,5	68,9	50,3	8,8	6,6	11,1
	Jul-Set	63,8	73,9	55,6	58,0	68,2	49,7	9,1	7,7	10,6
	Oct-Dic	63,9	73,6	56,2	58,9	69,2	50,6	7,9	6,0	9,8
	2008 Ene-Mar	62,9	72,4	55,4	57,7	67,9	49,7	8,2	6,1	10,4
	Abr-Jun	64,0	73,4	56,6	59,5	69,7	51,4	7,1	5,1	9,2
	Jul	63,1	72,7	55,5	58,1	68,8	49,5	8,0	5,4	10,9
Interior urbano										
	2006	60,2	72,2	49,8	52,8	65,7	41,8	12,1	9,0	16,0
	2007	61,6	73,3	51,5	52,8	65,7	41,8	10,6	7,4	14,4
	2007 Ene-Mar	61,4	72,6	51,8	54,1	66,6	43,4	11,9	8,3	16,2
	Abr-Jun	61,8	73,9	51,6	54,8	67,8	43,9	11,3	8,1	15,1
	Jul-Set	61,4	72,8	51,4	55,4	67,6	44,8	9,7	7,1	12,9
	Oct-Dic	61,7	73,8	51,1	56,0	69,3	44,2	9,3	6,2	13,3
	2008 Ene-Mar	60,6	71,0	51,3	54,8	65,9	44,9	9,5	7,2	12,4
	Abr-Jun	61,1	71,9	51,8	55,9	67,8	45,8	8,4	5,7	11,7
	Jul	60,4	70,5	51,8	55,6	66,3	46,4	8,1	6,0	10,5
Zonas pequeñas y rurales										
	2006	60,1	75,6	44,1	55,6	72,0	38,6	7,5	4,7	12,4
	2007	60,9	76,3	45,1	57,1	73,7	40,2	6,2	3,5	10,9
	2007 Ene-Mar	60,7	76,1	45,4	56,5	73,0	40,0	7,0	4,1	11,8
	Abr-Jun	59,6	74,9	44,0	55,9	72,0	39,6	6,2	3,9	10,1
	Jul-Set	60,2	76,8	43,4	56,3	73,9	38,4	6,6	3,8	11,6
	Oct-Dic	63,0	77,5	47,6	59,8	75,8	42,7	5,1	2,2	10,2
	2008 Ene-Mar	61,2	75,4	45,9	57,6	72,7	41,6	5,8	3,7	9,4
	Abr-Jun	61,7	76,3	46,8	58,3	73,9	42,4	5,5	3,2	9,4
	Jul	62,6	80,1	46,8	60,2	78,3	44,0	3,7	2,2	6,1

(1) A partir de Enero de 2006, la Encuesta Continua de Hogares Ampliada pasa de cubrir solamente localidades de 5000 y más habitantes a tener representatividad nacional. Los datos fueron corregidos hacia atrás de forma que resultaran comparables.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 61 TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO POR DEPARTAMENTO (en porcentajes)

	Tasa de Actividad (1)				Tasa de Empleo (2)				Tasa de Desempleo (3)			
	2007				2007				2007			
	Ene-Abr	May-Ago	Set-Dic	2008 Ene-Abr	Ene-Abr	May-Ago	Set-Dic	2008 Ene-Abr	Ene-Abr	May-Ago	Set-Dic	2008 Ene-Abr
Artigas	60,7	62,0	57,6	62,4	53,1	48,8	54,8	59,0	14,4	15,4	12,2	11,5
Canelones	62,3	61,9	62,4	62,7	55,0	56,5	57,5	57,9	11,2	9,4	8,2	8,8
Cerro Largo	59,8	59,4	59,5	60,5	53,9	51,2	55,6	54,6	9,2	14,0	8,0	8,1
Colonia	61,0	59,7	61,3	62,0	55,9	57,3	59,4	55,4	6,4	6,5	4,3	4,9
Durazno	57,1	55,2	59,3	56,9	47,6	51,4	51,0	52,6	13,8	13,4	10,3	9,7
Flores	64,5	63,3	65,7	64,6	58,0	60,5	61,6	55,7	8,4	7,8	4,7	9,1
Florida	59,8	60,2	61,1	58,2	54,1	55,2	54,6	54,9	10,2	9,7	6,1	5,8
Lavalleja	58,2	60,8	54,9	59,0	55,8	50,0	56,4	56,2	8,1	8,9	4,4	6,5
Maldonado	67,0	66,4	67,1	67,4	59,4	59,1	61,1	62,1	10,4	11,9	9,4	7,1
Paysandú	58,8	58,8	58,8	58,8	50,7	53,2	54,2	50,5	13,9	9,5	7,9	11,0
Río Negro	59,7	62,3	56,6	60,3	55,3	51,9	51,8	50,8	11,3	8,3	14,0	13,2
Rivera	60,0	59,6	61,3	59,2	52,6	55,9	53,3	53,1	11,6	8,8	10,0	11,1
Rocha	62,6	64,2	60,7	63,0	58,5	54,9	55,3	58,5	9,0	9,5	12,1	8,8
Salto	59,0	58,8	59,4	58,8	52,9	54,8	54,3	53,7	10,1	7,7	7,6	8,9
San José	63,7	62,5	64,1	64,5	56,7	58,8	59,7	55,9	9,3	8,3	7,5	7,8
Soriano	63,9	63,1	62,7	66,0	56,5	58,3	60,0	57,6	10,4	7,1	9,1	7,5
Tacuarembó	59,9	62,6	59,9	57,1	56,8	54,5	52,0	54,0	9,2	9,1	9,0	8,8
Treinta y Tres	58,2	59,4	58,1	57,1	52,3	52,5	52,2	48,6	12,0	9,5	8,6	7,3
Montevideo	64,0	64,0	63,9	64,0	58,3	58,2	58,8	58,5	8,9	9,0	8,1	7,9
Total País	62,6	62,5	62,3	62,6	56,3	56,5	57,4	57,1	9,8	9,3	8,3	8,3

(1) Cociente entre la población económicamente activa y la población de 14 años y más.

(2) Cociente entre el número de ocupados y la población de 14 años y más.

(3) Cociente entre el número de desocupados y la población económicamente activa.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 62 PERSONAS DESOCUPADAS POR CONDICIONES DE EMPLEO REQUERIDAS.
POR REGIÓN (en porcentajes)

	Total	Sin Condiciones	Acorde conocimiento o experiencia	Jornada de baja carga horaria	Horario Especial	Limitaciones salariales	Condic. lugar de trabajo	Duración del desempleo (semanas)
Total país								
2006	100	66,8	19,1	5,3	3,7	2,5	2,5	12,4
2007	100	64,0	17,9	6,4	4,6	3,4	3,6	10,2
2007 Ene-Mar	100	66,0	16,0	6,3	4,5	4,1	3,1	10,4
Abr-Jun	100	64,8	18,0	6,7	4,4	2,7	3,4	10,5
Jul-Set	100	63,2	19,2	6,4	5,1	3,0	3,1	10,1
Oct-Dic	100	64,5	18,2	5,4	4,6	2,7	4,6	10,6
2008 Ene-Mar	100	67,2	17,8	5,1	3,4	3,7	2,8	8,0
Abr-Jun	100	64,1	20,4	7,1	3,4	2,6	2,3	9,2
Jul.	100	59,6	22,4	5,6	5,2	3,8	3,3	9,9
Montevideo								
2006	100	57,1	26,1	7,3	4,1	3,1	2,3	12,2
2007	100	56,1	23,2	7,8	4,7	4,3	4,0	10,3
2007 Ene-Mar	100	53,3	23,5	9,3	4,7	6,0	3,2	10,2
Abr-Jun	100	56,2	23,9	7,5	5,0	4,1	3,3	10,6
Jul-Set	100	61,9	20,0	6,7	5,2	3,1	3,1	10,1
Oct-Dic	100	55,5	25,0	6,9	3,4	3,4	5,9	10,7
2008 Ene-Mar	100	57,0	23,3	6,9	4,6	5,2	3,0	8,0
Abr-Jun	100	57,1	25,1	9,8	3,5	3,2	1,3	9,3
Jul.	100	46,9	27,7	8,1	9,5	4,9	2,8	9,9
Total interior								
2006	100	73,7	14,2	3,9	3,5	2,1	2,7	12,4
2007	100	69,8	14,5	5,3	4,3	2,6	3,5	10,1
2007 Ene-Mar	100	73,6	11,5	4,6	4,3	3,0	3,0	10,6
Abr-Jun	100	70,1	14,3	6,2	4,1	1,8	3,5	10,5
Jul-Set	100	65,6	19,3	5,4	3,8	2,3	3,6	9,9
Oct-Dic	100	70,7	13,5	4,4	5,4	2,3	3,7	10,5
2008 Ene-Mar	100	74,6	13,8	3,9	2,4	2,7	2,6	8,0
Abr-Jun	100	69,0	17,3	5,2	3,3	2,2	3,0	9,2
Jul.	100	71,0	17,7	3,4	1,3	2,9	3,8	9,9

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 63 CONTRIBUCIÓN A LA TASA DE DESEMPLEO, POR COMPONENTES, SEXO, EDAD Y RELACIÓN CON LA JEFATURA DEL HOGAR POR REGIÓN (en porcentajes)

	TOTAL	COMPONENTES		SEXO		EDAD		RELACIÓN FAMILIAR		
		BT1°V (1)	DPD (2)	Hombre	Mujer	Menores 25 años	25 años y más	JEFE	OTRO	
Total país										
2006	10,9	2,4	8,6	4,5	6,4	4,8	6,1	2,2	8,8	
2007	9,2	1,7	7,4	3,5	5,6	4,0	5,1	1,9	7,3	
2007 Ene-Mar	9,9	1,9	8,1	3,7	6,2	4,4	5,5	2,0	7,9	
Abr-Jun	9,5	1,7	7,8	3,7	5,8	4,1	5,4	1,9	7,7	
Jul-Set	9,0	1,9	7,1	3,7	5,3	4,1	4,9	2,0	7,0	
Oct-Dic	8,1	1,5	6,6	3,0	5,1	3,5	4,6	1,7	6,4	
2008 Ene-Mar	8,5	1,5	7,1	3,2	5,3	3,9	4,7	1,7	6,8	
Abr-Jun	7,5	1,2	6,3	2,7	4,8	3,4	4,1	1,7	5,9	
Jul.	7,6	1,2	6,4	2,8	4,8	3,3	4,2	2,0	5,5	
Montevideo										
2006	10,6	2,3	8,3	4,4	6,2	4,7	5,9	2,1	8,5	
2007	8,7	1,7	7,0	3,4	5,2	3,9	4,8	1,8	6,8	
2007 Ene-Mar	8,9	1,6	7,3	3,3	5,6	4,0	4,9	1,8	7,1	
Abr-Jun	8,8	1,7	7,2	3,3	5,5	3,8	5,0	1,8	7,0	
Jul-Set	9,1	2,1	7,0	4,0	5,1	4,4	4,7	1,9	7,2	
Oct-Dic	7,9	1,3	6,6	3,0	4,8	3,3	4,5	1,8	6,1	
2008 Ene-Mar	8,2	1,5	6,7	3,1	5,1	3,8	4,4	1,6	6,6	
Abr-Jun	7,1	1,4	5,7	2,6	4,5	3,3	3,8	1,5	5,6	
Jul.	8,0	1,5	6,5	2,7	5,3	3,9	4,1	2,1	6,0	
Total interior										
2006	10,9	2,4	8,6	4,5	6,4	4,8	6,1	2,2	8,8	
2007	9,5	1,8	7,7	3,6	5,9	4,2	5,3	1,9	7,6	
2007 Ene-Mar	9,9	1,9	8,1	3,7	6,2	4,4	5,5	2,0	7,9	
Abr-Jun	10,1	1,7	8,3	4,0	6,1	4,4	5,7	1,9	8,2	
Jul-Set	9,0	1,7	7,2	5,4	3,9	2,1	6,9	2,1	6,9	
Oct-Dic	8,7	1,7	7,0	3,2	5,4	3,7	5,0	1,7	7,0	
2008 Ene-Mar	8,8	1,4	7,3	3,3	5,4	3,9	4,9	1,9	6,9	
Abr-Jun	7,8	1,1	6,7	2,9	5,0	3,4	4,4	1,8	6,0	
Jul.	7,2	0,9	6,2	2,8	4,3	2,9	4,3	2,0	5,2	

(1) Buscan trabajo por primera vez.

(2) Desocupados propiamente dichos, incluye trabajadores en seguro de paro.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 64 POBLACIÓN OCUPADA POR CARACTERÍSTICAS DE LA OCUPACIÓN POR REGIÓN
(en porcentajes y puntos porcentuales)

	TOTAL	SUBEMPLEO (1)	SUBEMPLEO Y NO REGISTRO SIMULTANEO	NO REGISTRO (2)	EMPLEO SIN RESTRICCIONES
Total país					
2006	100	3,8	9,0	26,0	61,2
2007	100	3,4	8,5	26,2	61,9
2007 Ene-Mar	100	3,3	8,4	26,7	61,7
Abr-Jun	100	3,4	9,1	25,7	61,8
Jul-Set	100	3,5	8,8	25,4	62,3
Oct-Dic	100	3,5	7,4	26,9	62,3
2008 Ene-Mar	100	6,4	10,0	24,0	59,6
Abr-Jun	100	7,1	9,9	23,5	59,5
Variación (pp)					
Abr-Jun 08/Abr-Jun 07		3,6	0,8	-2,2	-2,2
2007/2006		-0,4	-0,5	0,2	0,7
Montevideo					
2006	100	4,7	8,8	21,2	65,3
2007	100	4,4	8,8	20,8	66,0
2007 Ene-Mar	100	3,9	8,4	22,1	65,6
Abr-Jun	100	4,3	9,3	19,6	66,8
Jul-Set	100	4,5	9,1	19,7	66,7
Oct-Dic	100	3,5	7,4	26,9	62,3
2008 Ene-Mar	100	8,5	10,2	18,9	62,4
Abr-Jun	100	8,7	9,2	18,5	63,6
Variación (pp)					
Abr-Jun 08/Abr-Jun 07		4,4	-0,0	-1,2	-3,2
2007/2006		-0,3	0,0	-0,5	0,8
Total interior					
2006	100	3,1	9,2	29,6	58,1
2007	100	2,7	8,3	30,1	58,9
2007 Ene-Mar	100	2,9	8,3	30,1	58,7
Abr-Jun	100	2,8	9,0	30,1	58,1
Jul-Set	100	2,7	8,6	29,5	59,2
Oct-Dic	100	2,2	6,6	30,5	60,7
2008 Ene-Mar	100	4,8	9,9	27,9	57,4
Abr-Jun	100	5,8	10,5	27,4	56,3
Variación (pp)					
Abr-Jun 08/Abr-Jun 07		3,0	1,5	-2,7	-1,8
2007/2006		-0,5	-0,9	0,5	0,8

(1) El subempleado es el ocupado que trabajando menos de 40 horas semanales, manifiesta el deseo de trabajar más horas y está disponible para hacerlo.

(2) Trabajador no registrado es aquella persona ocupada que declara no tener derecho a jubilación en el trabajo.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 65 SALARIOS REALES (índice base Dic. 95=100 y %)

	PÚBLICO				PRIVADO	TOTAL
	Total	Gob. Central	Empr. Públicas	Gob. Departamentales		
2003	89,0	90,9	83,9	89,9	77,4	80,9
2004	91,4	93,0	87,2	91,0	76,3	80,8
2005	96,5	98,4	92,9	94,4	79,3	84,5
2006	99,6	102,9	93,6	97,5	83,3	88,2
2007	104,9	109,6	96,6	101,8	87,1	92,4
Variaciones del promedio (%)						
2007/2006 (1)	5,2	6,5	3,2	4,3	4,5	4,8
Últimos doce meses (2)	4,1	6,0	0,4	3,7	4,1	4,1
Acumulado en el año (3)	3,7	6,0	-0,7	3,6	3,5	3,6
Variaciones punta a punta (%)						
2007/2006 (4)	4,6	8,3	1,6	8,4	3,8	4,1
Últimos doce meses (5)	1,4	3,6	-2,5	0,7	0,4	0,7
Acumulado en el año (6)	2,9	5,4	-0,5	0,4	0,3	1,2

(1) Promedio de doce meses a diciembre de 2007/ promedio de doce meses a diciembre de 2006.

(2) Promedio de doce meses a julio de 2008/ promedio de doce meses a julio de 2007.

(3) Promedio del acumulado a julio de 2007/ promedio del acumulado a julio de 2006.

(4) Índice a diciembre de 2007 / índice a diciembre de 2006.

(5) Índice a julio de 2008/ índice a julio de 2007.

(6) Índice a julio de 2008/ índice a diciembre de 2007.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 66 INGRESO MEDIO DEL HOGAR SIN VALOR LOCATIVO (1) TOTAL PAÍS Y POR REGIÓN (2) (en pesos constantes de abril-junio de 2008 y %)

	Total País	Montevideo	Total Interior
Promedios anuales			
2006	19.715	24.508	16.197
2007	20.961	25.918	17.386
Promedios trimestrales			
2007 Ene-Mar	20.178	24.889	16.834
Abr-Jun	20.612	25.994	16.792
Jul-Set	20.623	25.322	17.288
Oct-Dic	22.430	27.468	18.631
2008 Ene-Mar	22.214	27.079	18.469
Abr-Jun	23.163	28.432	19.138
Variaciones (%)			
Abr-Jun 2008 / Abr-Jun 2007	12,4	9,4	14,0
Últimos doce meses (3)	9,1	7,1	10,5

(1) Incluye aguinaldo.

(2) A partir de Enero de 2006, la Encuesta Continua de Hogares Ampliada pasa de cubrir solamente localidades de 5000 y más habitantes a tener representatividad nacional

(3) Promedio de doce meses a junio de 2008/ promedio de doce meses a junio de 2007.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 67 MEDIDAS DESCRIPTIVAS DEL INGRESO TOTAL PAÍS
(en pesos constantes de abril-junio de 2008 y %)

	Ingreso sin valor locativo				Ingreso con valor locativo
	Promedio del hogar	Límite superior del 20% más pobre	Mediana	Límite inferior del 20% más rico	
Promedios anuales					
2006	19.715	7.496	14.437	27.381	22.568
2007	20.961	7.895	14.899	28.532	23.996
2007 Ene-Mar	20.178	7.630	14.623	27.443	23.042
Abr-Jun	20.612	7.722	14.468	28.281	23.582
Jul-Set	20.623	8.017	14.682	27.621	23.640
Oct-Dic	22.430	8.210	15.826	30.783	25.722
2008 Ene-Mar	22.214	8.456	16.298	30.457	25.555
Abr-Jun	23.163	8.565	16.824	31.928	26.589
Variaciones (%)					
Abr-Jun 2008 / Abr-Jun 2007	12,4	10,9	16,3	12,9	12,8
Últimos doce meses (1)	9,1	8,4	8,5	8,3	9,5

(1) Promedio de doce meses a junio de 2008/ promedio de doce meses a junio de 2007.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 68 INGRESOS POR FUENTE TOTAL PAÍS (en pesos constantes de abril-junio de 2008 y %)

	Ingresos salariales		Otros ingresos		
	Con Aguinaldo	Sin Aguinaldo	Cuenta Propia	Pasividades	Patrones
Promedios anuales					
2006	10.584	9.996	6.933	7.155	25.808
2007	11.629	10.994	7.112	7.379	27.424
2007 Ene-Mar	10.754	10.737	6.960	7.283	26.130
Abr-Jun	11.945	10.791	7.011	7.316	25.801
Jul-Set	11.040	11.013	7.347	7.407	29.264
Oct-Dic	12.777	11.434	7.132	7.510	28.502
2008 Ene-Mar	12.911	11.577	7.236	7.577	28.802
Abr-Jun	12.887	11.592	7.104	7.549	30.813
Variaciones (%)					
Abr-Jun 2008 / Abr-Jun 2007	7,9	7,4	1,3	3,2	19,4
Últimos doce meses (1)	12,9	9,7	3,0	3,8	11,8

(1) Promedio de doce meses a junio de 2008/ promedio de doce meses a junio de 2007.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 69 RESULTADO SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (1) (en millones de dólares y en %)

	Acumulado a julio						Últ. doce meses a julio				
	2005	2006	2007	2007	Variación		2007	2008	Variación		
					en US\$	Real			en US\$	Real	
INGRESOS SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	4.868	5.554	6.715	3.747	4.571	22,0	-4,7	6.203	7.539	21,5	-1,2
Gobierno Central	3.630	4.236	4.927	2.730	3.706	35,7	5,7	4.561	5.902	29,4	4,7
DGI (2)	2.764	3.286	3.874	2.119	3.071	45,0	12,8	3.520	4.826	37,1	10,6
IRP	134	183	147	122	5	-96,3	-97,1	203	29	-85,9	-87,3
Comercio Exterior	213	249	304	157	183	16,8	-9,2	275	330	20,0	-2,2
Otros	519	518	603	333	447	34,3	5,7	562	717	27,7	4,0
BPS	876	1.045	1.213	721	998	38,5	7,5	1.161	1.491	28,4	3,1
Resultado primario corriente de las empresas públicas	362	273	575	296	-133	-144,9	-131,2	481	146	-69,6	-67,7
EGRESOS SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	4.212	4.869	5.957	3.195	4.268	33,6	3,8	5.329	7.031	31,9	6,6
Egresos Primarios Corrientes Gobierno Central - BPS	3.815	4.362	5.263	2.812	3.896	38,5	7,3	4.700	6.347	35,0	8,9
Remuneraciones	795	905	1.081	599	832	39,1	7,5	986	1.315	33,4	7,3
Gastos no personales	693	829	980	514	625	21,5	-5,7	877	1.091	24,4	1,0
Pasividades	1.593	1.763	1.989	1.121	1.504	34,2	4,0	1.871	2.372	26,8	2,2
Transferencias	734	865	1.212	578	934	61,7	24,9	966	1.569	62,4	30,8
Inversiones	397	508	694	383	373	-2,6	-22,3	629	684	8,8	-10,5
Empresas Públicas	171	233	326	223	133	-40,4	-50,5	344	236	-31,4	-42,6
Gobierno Central	226	275	369	160	240	49,8	16,4	285	448	57,1	27,7
Resultado primario de las intendencias	29	71	42	52	70	36,0	12,0	27	61	124,4	80,1
Resultado Primario del BSE	15	-28	37	32	63	97,2	58,6	18	68	288,2	230,9
RESULTADO PRIMARIO SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO	700	728	837	636	436	-31,4	-42,5	919	638	-30,6	-40,2
Resultado Primario BCU	-29	-31	-31	-16	-26	63,6	24,7	-28	-41	44,3	14,6
RESULTADO PRIMARIO DEL SECTOR PÚBLICO	671	697	806	620	410	-33,8	-44,2	890	597	-33,0	-42,0
Intereses	759	805	825	467	527	12,8	-12,5	797	885	11,2	-9,9
Gobierno Central	732	826	885	509	541	6,2	-17,8	849	917	8,0	-12,4
Empresas Públicas	28	32	31	16	12	-28,5	-44,4	33	26	-20,7	-34,5
Intendencias	8	8	8	4	4	-0,8	-23,6	8	8	2,2	-17,8
BCU	18	-20	-60	-36	-4	-89,9	-92,6	-41	-28	-32,1	-40,2
BSE	-27	-42	-39	-27	-26	-2,8	-27,1	-52	-38	-27,5	-43,6
RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO	-88	-108	-19	153	-117	n/c	n/c	94	-289	n/c	n/c
Resultado primario (% PIB)	4,0	3,6	3,5	3,5	4,1	2,1	4,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Resultado global (% PIB)	-0,5	-0,6	-0,1	-0,1	0,4	-1,0	0,4	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0

(1) Considera ingresos y egresos de caja: "resultado arriba de la línea".

(2) A partir de agosto de 2007 incluye la recaudación por concepto de IRPF.

(3) Resultado primario por fuentes de financiamiento (Fuente BCU hasta mayo, estimaciones MEF para junio y julio).

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del MEF.

CUADRO 70 RESULTADO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (1)
(en millones de dólares y %)

	2006	2007	Ene - May.		Últ. doce meses a mayo	
			2007	2008	2007	2008
Resultado Global (2)	-96	-9	215	52	109	-186
Resultado del S.P.N.F.	-85	-38	200	71	92	-181
Gobierno Central	-175	-398	-7	197	-158	-208
Empresas Públicas (3)	2	225	110	-250	168	-133
Gobiernos departamentales (4)	63	34	61	88	32	61
Otros Organismos (5)	24	100	35	35	50	100
Resultado BCU	-11	29	15	-19	16	-6
Financiamiento (6)	96	9	-215	-52	-109	186
Pasivos Monetarios	49	86	-48	81	147	215
Endeudamiento	268	1.985	1.029	1.007	1100	1963
Títulos Públicos	2.460	1.464	1.006	822	2289	1280
Préstamos externos	-2.080	346	165	188	-1122	369
Sector financiero (7)	-112	175	-142	-3	-67	314
RIN	-702	-1.779	-1.165	-1.072	-1519	-1686
Otros (8)	481	-283	-31	-67	163	-305

(1) Medido por fuentes de financiamiento

(2) (+) Superávit, (-) Déficit

(3) Comprende: AFE, ANCAP, ANP, ANCO, ANTEL, INC, OSE y UTE

(5) Comprende BSE y resultado operativo del BPS

(6) (+) Fuente, (-) Uso

(7) Corresponde al financiamiento neto del BROU, BHU y Banca Privada, al Sector Público no Financiero y del BCU al sistema financiero.

(8) Incluye: depósitos y divisas de exportación a liquidar del sector privado no financiero, proveedores internos del SPNF, caja, depósitos en el exterior y tenencia de títulos privados por parte del SPNF. A partir de mayo de 2005, este rubro incluye los depósitos del Gobierno en cuentas especiales de BCU producto de las colocaciones de Títulos Públicos en el mercado internacional, los que son administrados por el BCU.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 71 RESULTADO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (1)
(en % del PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	Últ. doce meses a may-08 (8)
Resultado Global (2)	-3,2	-1,8	-0,4	-0,5	-0,0	-0,7
Resultado del S.P.N.F.	-2,8	-0,8	-0,2	-0,4	-0,2	-0,7
Gobierno Central	-4,5	-2,4	-1,6	-0,9	-1,7	-0,8
Empresas Públicas (3)	1,7	1,5	0,9	0,0	1,0	-0,5
Gobiernos departamentales (4)	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2
Otros Organismos (5)	0,1	0,1	0,3	0,1	0,4	0,4
Resultado BCU	-0,4	-1,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,0
Financiamiento (6)	3,2	1,8	0,4	0,5	0,0	0,7
Pasivos Monetarios	0,7	0,5	1,3	0,3	0,4	0,8
Endeudamiento	11,2	0,9	3,6	1,4	8,6	7,3
Títulos Públicos	8,3	-3,7	5,0	12,7	6,3	4,8
Prestamos externos	2,7	-1,2	-0,7	-10,7	1,5	1,4
Sector financiero (7)	0,2	5,8	-0,7	-0,6	0,8	1,2
RIN	-8,0	-1,0	-3,4	-3,6	-7,7	-6,3
Otros	-0,8	1,3	-1,2	2,5	-1,2	-1,1

(1) Medido por fuentes de financiamiento.

(2) (+) Superávit (-) Déficit

(3) Comprende: AFE, ANCAP, ANP, ANCO, ANTEL, INC, OSE y UTE.

(4) Comprende IMM e Intendencias del Interior.

(5) Comprende BSE y resultado operativo del BPS.

(6) (+) Fuente (-) Uso

(7) Corresponde al financiamiento neto del BROU, BHU y Banca Privada al Sector Público No Financiero del BCU al sistema financiero.

(8) PIB estimado US\$ 27.148 millones.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 72 GESTIÓN FINANCIERA DEL GOBIERNO CENTRAL (1) (en millones de dólares y en %)

	Acumulado a julio						Últ. doce meses a julio										
	2005			2006			2007		2008 (2)		2007		2008 (2)		Variac. en %		
	2005	2006	2007	2006	2007	2007	2007	2008 (2)	2008 (2)	2007	2008 (2)	2007	2008 (2)	en US\$	real (3)	en US\$	real (3)
I. INGRESOS	3.630	4.236	4.927	4.927	4.927	2.730	3.706	3.706	3.706	4.561	5.902	4.561	5.902	29,4	29,4	4,7	4,7
1. Ingresos tributarios	3.111	3.717	4.324	4.324	4.324	2.398	3.259	3.259	3.259	3.999	5.185	3.999	5.185	29,7	29,7	4,8	4,8
a) Internos	2.898	3.468	4.020	4.020	4.020	2.241	3.076	3.076	3.076	3.724	4.855	3.724	4.855	30,4	30,4	5,3	5,3
DGI	2.764	3.286	3.874	3.874	3.874	2.119	3.071	3.071	3.071	3.520	4.826	3.520	4.826	37,1	37,1	10,6	10,6
IRP (4)	134	183	147	147	147	122	5	-96,3	-97,1	203	29	203	29	-85,9	-87,3	-87,3	-87,3
b) Comercio exterior	213	249	304	304	304	157	183	16,8	-9,2	275	330	275	330	20,0	20,0	-2,2	-2,2
2. Ingresos no tributarios (5)	519	518	603	603	603	333	447	34,3	5,7	562	717	562	717	27,7	27,7	4,0	4,0
II. EGRESOS	3.902	4.428	5.334	5.334	5.334	2.758	3.665	32,9	2,9	4.676	6.241	4.676	6.241	33,5	33,5	8,0	8,0
1. Corrientes	3.676	4.153	4.965	4.965	4.965	2.597	3.425	31,9	2,1	4.391	5.793	4.391	5.793	31,9	31,9	6,7	6,7
a) Remuneraciones	752	859	1.028	1.028	1.028	568	789	38,8	7,3	937	1.248	937	1.248	33,2	33,2	7,1	7,1
b) Previsión Social	1.377	1.510	1.772	1.772	1.772	919	1.344	46,3	13,2	1.584	2.197	1.584	2.197	38,7	38,7	11,9	11,9
c) Gastos	657	798	933	933	933	489	586	19,8	-7,0	844	1.029	844	1.029	22,0	22,0	-0,9	-0,9
d) Transferencias	158	160	348	348	348	112	166	47,9	13,6	178	402	178	402	125,6	125,6	84,8	84,8
e) Intereses	732	826	885	885	885	509	541	6,2	-17,8	849	917	849	917	8,0	8,0	-12,4	-12,4
2. Inversiones	226	275	369	369	369	160	240	49,8	16,4	285	448	285	448	57,1	57,1	27,7	27,7
III. EGRESOS (EXCLUIDO INTERESES)	3.170	3.602	4.449	4.449	4.449	2.248	3.124	39,0	7,6	3.828	5.325	3.828	5.325	39,1	39,1	12,5	12,5
IV. RESULTADO PRIMARIO (6)	460	634	478	478	478	482	581	n/c	n/c	733	578	733	578	n/c	n/c	n/c	n/c
V. RESULTADO FINANCIERO	-272	-192	-407	-407	-407	-27	40	n/c	n/c	-116	-339	-116	-339	n/c	n/c	n/c	n/c

(1) Versión consolidada TGN-CGN. No incluye la gestión financiera de algunas unidades del Gobierno Central que tienen administración descentralizada.

(2) Datos preliminares.

(3) Deflactadas las cifras por IPC.

(4) La cifra de agosto 2007 refleja lo recaudado por el BPS y otras cajas en julio (correspondiente a las retribuciones de junio), que ingresó a la caja del Gobierno Central en agosto.

(5) Incluye, entre otros, los aportes de las empresas públicas y los recursos de libre disponibilidad.

(6) Sin considerar el pago de intereses.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 73 RECAUDACIÓN DE LA DIRECCIÓN GENERAL IMPOSITIVA (en millones de dólares y en porcentaje)

	Acumulado a julio						Últimos doce meses a julio									
	2005		2006		2007		2007		2008(1)		2008(1)		2007		2008(1)	
	Variación en %		Variación en %		Variación en %		Variación en %		Variación en %		Variación en %		Variación en %		Incid.	
	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)	en US\$	real (2)
IVA	1.597,6	1.912,2	2.404,3	1.284,7	1.799,4	40,1	8,8	5,3	2.141,3	2.919,0	36,3	10,3	6,3			
Interno	913,4	1.111,6	1.392,3	776,0	1.072,2	38,2	7,5	2,7	1.267,9	1.688,5	33,2	7,7	2,8			
Importación	684,2	800,6	1.012,1	508,7	727,2	42,9	10,8	2,6	873,3	1.230,5	40,9	14,1	3,5			
COFIS	118,7	135,3	76,5	75,1	0,0	-100,0	-100,0	-3,6	135,9	1,3	-99,0	-99,1	-3,8			
Interno	43,0	45,2	30,0	28,7	0,0	-100,0	-100,0	-1,4	48,2	1,3	-97,3	-97,6	-1,3			
Importación	75,7	90,1	46,5	46,4	0,0	-100,0	-100,0	-2,2	87,7	0,0	-99,9	-100,0	-2,5			
IMESI	419,3	465,7	510,0	296,7	314,9	6,1	-17,5	-2,5	488,4	528,2	8,2	-12,2	-1,7			
Combustibles	190,1	222,5	244,7	153,2	133,4	-12,9	-32,3	-2,3	241,0	225,0	-6,7	-24,1	-1,6			
Tabaco	109,8	121,1	131,3	81,2	87,4	7,7	-16,1	-0,6	130,7	137,6	5,2	-15,0	-0,6			
Automotores	39,7	42,0	56,2	30,2	42,2	39,7	8,5	0,1	48,4	68,2	41,0	14,2	0,2			
Resto	67,0	74,4	90,7	54,5	70,5	29,4	1,0	0,0	86,2	106,8	23,9	-0,2	-0,0			
Ant. en importación	12,6	5,6	-13,1	-22,4	-18,7	-16,5	-33,5	0,4	-18,0	-9,4	-48,0	-64,1	0,3			
IRPF	0,0	0,0	175,7	0,3	361,3	n/c	n/c	13,2	0,3	536,7	n/c	n/c	13,2			
IRPN	0,0	0,0	15,3	0,0	30,4	n/c	n/c	1,1	0,0	45,7	n/c	n/c	1,1			
IM.ES.SA	25,0	26,9	17,5	17,3	0,0	-100,0	-100,0	-0,8	28,8	0,2	-99,3	-99,4	-0,8			
IRIC	443,8	548,3	491,2	298,5	485,0	62,4	26,0	3,7	494,1	677,6	37,1	9,3	1,3			
PATRIMONIO	192,3	198,2	219,4	114,5	171,2	49,5	16,1	0,9	209,6	276,1	31,7	6,2	0,4			
ICOME	20,0	25,3	21,8	15,9	0,0	-100,0	-100,0	-0,7	26,8	5,9	-77,9	-79,9	-0,6			
IRA - IMEBA	49,7	54,1	62,1	37,5	38,6	3,0	-20,0	-0,4	62,3	63,3	1,5	-17,8	-0,3			
TRAS. PATRIMONIALES	36,4	41,1	59,6	42,9	34,1	-20,5	-37,9	-0,8	63,4	50,8	-19,8	-35,4	-0,6			
IMP. COMISIONES	15,6	18,8	13,3	13,1	0,0	-100,0	-100,0	-0,6	21,1	0,2	-98,8	-99,0	-0,6			
IMABA	57,7	54,6	33,7	32,5	0,0	-100,0	-100,0	-1,5	53,3	1,2	-97,7	-98,0	-1,5			
RESTO	94,2	107,2	137,9	83,7	85,6	2,2	-21,0	-0,8	128,8	139,7	8,5	-12,2	-0,4			
TOTAL BRUTO	3.070,4	3.587,7	4.238,3	2.312,8	3.320,4	43,6	11,5	12,5	3.853,9	5.246,0	36,1	9,8	10,8			
(-) DOCUMENTOS	306,8	291,9	343,8	195,7	239,7	22,5	-5,4	-0,5	332,3	387,7	16,7	-5,9	-0,6			
TOTAL NETO	2.763,6	3.295,8	3.894,5	2.117,0	3.080,7	45,5	13,0	13,0	3.521,5	4.858,2	38,0	11,3	11,3			
TOTAL RECAUD/PIB	18,2	18,5	18,3	17,9	18,7											

(1) Cifras preliminares

(2) Deflactado por IPC

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de la DGI.

CUADRO 74 INGRESOS Y EGRESOS DEL BANCO DE PREVISIÓN SOCIAL (1) (en millones de dólares y en %)

				Acumulado a julio				Últimos doce meses a julio			
	2005	2006	2007	2007	2008	Variación en %		2007	2008	Variación en %	
						en US\$	real (4)			en US\$	real (4)
Recaudación Neta	974	1.181	1.430	813	1.220	50,0	16,3	1.315	1.837	39,7	12,2
Recaudación Bruta	1.001	1.204	1.484	839	1.274	51,7	17,7	1.354	1.918	41,7	13,9
Cert. Dev. Impuest.	44	42	59	31	52	69,8	31,8	49	80	65,2	33,3
Otros ingresos (2)	17	19	5	5	-1	-128,4	-118,8	10	-1	n/c	n/c
Egresos totales	2.098	2.401	2.853	1.557	2.337	50,1	16,3	2.597	3.633	39,9	12,6
Pasividades	1.344	1.484	1.670	943	1.263	34,0	3,9	1.572	1.991	26,6	2,1
Remuneraciones	43	46	54	30	44	44,3	12,9	49	67	37,7	11,4
Gastos no personales	37	41	48	25	39	54,4	19,9	41	62	50,4	21,3
Seguro de Enfermedad	254	314	378	209	380	82,0	40,7	351	550	56,5	24,9
Asignaciones Familiares	115	132	167	84	137	63,4	26,6	145	220	52,1	21,9
Seguro de Desempleo	20	26	36	19	29	54,5	20,0	30	46	55,0	25,3
Transferencias	277	358	496	244	455	86,2	44,1	405	707	74,4	40,4
- I.R.P./IRPF desde ago. 07	98	136	216	93	222	139,7	84,9	154	346	124,4	80,3
- AFAP	161	198	249	134	208	55,5	20,7	222	323	45,8	17,6
- Otros	17	24	31	18	25	38,5	7,6	29	38	28,5	3,3
Otros Egresos (3)	8	1	4	3	-10	-430,1	-267,7	4	-9	n/c	n/c
Variación de caja y bancos	8	10	30	-3	-13	318,7	246,9	3	20	526,1	436,6
Asistencia	1.131	1.230	1.454	740	1.103	49,0	15,3	1.285	1.817	41,4	14,1

(1) Cifras preliminares.

(2) Incluye devoluciones de las AFAP por desafiliaciones.

(3) Incluye prestaciones pendientes de pago.

(4) Deflactado por IPC.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del MEF.

CUADRO 75 RESULTADO FINANCIERO DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS PÚBLICAS (en millones de dólares y en %)

	ANCEL						ANCAP						UTE											
	2005		2007		2008		2005		2007		2008		2005		2007		2008							
INGRESOS	574	673	704	412	472	412	14,7	-11,0	1.467	1.708	1.952	979	1.974	101,7	55,8	794	907	1.100	592	734	23,9	-3,7		
Venta de bienes y servicios	568	662	695	406	456	406	12,4	-12,8	1.274	1.574	1.826	938	1.970	110,0	62,5	767	865	1.071	575	708	23,1	-4,5		
Otros Ingresos	6	11	9	6	16	6	176,8	110,0	192	134	127	41	4	-90,9	-93,0	17	42	29	17	26	52,1	20,5		
Transferencias del Gobierno Central	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	10	0	0	0	0	0,0	0,0		
EGRESOS	535	611	623	359	421	359	17,2	-9,4	1.456	1.722	2.022	1.073	2.073	93,2	49,6	717	985	920	522	995	90,9	46,8		
Corrientes	366	447	445	260	294	260	13,3	-12,5	1.456	1.709	1.967	1.004	2.112	110,4	62,0	582	831	725	405	929	129,3	75,9		
Remuneraciones	50	55	63	36	47	36	30,9	1,4	27	29	35	20	23	15,9	-10,1	66	71	81	47	61	29,5	0,5		
Compras de bienes y servicios	119	163	187	108	133	108	23,2	-5,4	1.010	1.233	1.451	716	1.792	150,3	92,8	262	454	367	203	690	239,8	158,4		
Intereses	1	1	1	0	0	0	-39,0	-53,2	4	2	2	1	1	17,9	-13,0	17	24	24	13	8	-36,5	-50,4		
Impuestos DGI	167	195	162	94	96	94	1,3	-21,3	404	434	466	260	285	9,6	-15,4	203	243	220	118	149	26,4	-1,0		
Aportes BPS	29	33	32	21	18	21	-13,0	-32,9	10	11	13	8	12	54,6	19,0	35	38	34	24	21	-13,8	-33,6		
No corrientes	55	70	94	56	71	56	27,0	-2,2	-0	12	54	69	-39	n/c	n/c	93	110	121	75	61	-19,0	-37,4		
Inversiones	55	70	94	56	71	56	27,0	-2,2	-0	12	54	69	-39	n/c	n/c	93	110	121	75	61	-19,0	-37,4		
Dividendo en efectivo	114	94	84	44	56	44	28,2	0,4	0	0	0	0	0	0,0	0,0	41	45	74	42	6	-85,9	-88,2		
RESULTADO	38	63	81	52	51	51	11	-14	-69	-95	-100	77	-78	180	71	-262								
RESULTADO PRIMARIO	39	63	82	53	51	51	16	-12	-68	-94	-99	94	-54	204	84	-253								
	RESTO (1)																							
	OSE						ANCEL						ANCAP						UTE					
	2005		2007		2008		2005		2007		2008		2005		2007		2008		2005		2007		2008	
INGRESOS	172	191	219	126	167	126	32,8	3,1	61	72	82	44	67	52,6	18,0	3.067	3.551	4.058	2.153	3.415	58,6	22,8		
Venta de bienes y servicios	165	176	218	126	166	126	32,1	2,5	58	67	77	42	57	36,3	5,7	2.832	3.344	3.887	2.086	3.357	60,9	24,6		
Otros Ingresos	7	15	1	0	1	0	276,9	196,8	3	4	5	2	6	159,1	96,0	225	206	172	67	54	-19,3	-38,0		
Transferencias del Gobierno Central	0	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0	0	0	0	4	n/c	n/c	10	-	0	0	4	n/c	n/c		
EGRESOS	147	158	203	109	143	109	31,7	2,3	50	67	73	33	59	77,6	36,7	2.905	3.542	3.840	2.096	3.692	76,2	36,1		

Corrientes	125	128	158	91	116	27,9	-0,5	45	63	68	37	51	36,9	5,6	2.574	3.177	3.363	1.797	3.502	95,0	50,1
Remuneraciones	30	35	40	23	30	30,7	1,1	15	22	25	14	18	27,8	-1,5	189	212	245	140	179	27,9	-0,9
Compras de bienes y servicios	40	42	55	32	40	26,4	-1,8	16	21	25	14	17	23,3	-4,7	1.448	1.914	2.085	1.072	2.672	149,2	91,4
Intereses	5	5	5	3	3	2,3	-20,1	1	0	0	0	0	0,6	-22,3	28	32	31	16	12	-28,5	-44,4
Impuestos DGI	30	23	36	18	31	68,2	31,7	7	11	8	3	9	173,3	108,5	810	906	892	493	569	15,2	-10,6
Aportes BPS	20	23	22	16	13	-15,7	-34,5	6	9	9	6	7	18,2	-9,0	100	113	110	75	71	-4,5	-26,3
No corrientes	22	31	45	18	27	50,7	16,6	1	10	12	5	13	183,7	119,5	171	233	326	223	133	-40,4	-50,5
Inversiones	22	31	45	18	27	50,7	16,6	1	10	12	5	13	183,7	119,5	171	233	326	223	133	-40,4	-50,5
Dividendo en efectivo	0	0	0	0	0	0,0	0,0	4	-6	-7	-9	-5	-39,5	-52,4	160	132	151	77	57	-26,0	-41,7
RESULTADO	25	33	17	10	15			11	5	10	11	9			162	8	218	57	-277		
RESULTADO PRIMARIO	30	38	22	13	17			12	5	10	11	9			190	41	249	73	-265		

(1) Incluye ANP y AFE.

(2) Deflactadas las cifras por IPC.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del MEF.

CUADRO 76 INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO BRUTO DEL SECTOR PÚBLICO (en millones de dólares)

1. Deuda Bruta - por tipo de deudor							
	Sector Público no financiero				BCU	Total	% PIB
	Gobierno Central	Empresas Públicas	Resto SPNF (1)	Total			
2003	10.160	445	212	10.817	1.346	12.163	108,7
2004	10.739	399	219	11.357	1.965	13.322	100,8
2005	11.318	379	181	11.878	2.071	13.949	82,9
2006	11.299	518	124	11.941	1.776	13.717	70,9
I.2007	11.676	669	55	12.400	2.073	14.473	71,3
II.2007	12.598	662	73	13.332	2.276	15.608	73,4
III.2007	12.772	607	93	13.471	2.410	15.882	71,5
IV.2007	12.774	748	94	13.615	2.704	16.319	70,5
I.2008	12.957	784	-16	13.725	3.612	17.337	74,9
2. Deuda Bruta - por tipo de acreedor							
	Acreedores oficiales	Acreedores privados Sector		Otros	Total		
		financiero	no financ.				
2003	5.623	5.753	787	0	12.163		
2004	5.876	6.660	761	25	13.322		
2005	5.524	7.390	1.014	21	13.949		
2006	2.683	9.919	1.097	18	13.717		
I.2007	2.755	10.457	1.244	18	14.473		
II.2007	2.713	11.512	1.368	16	15.608		
III.2007	2.685	11.761	1.420	16	15.882		
IV.2007	2.689	11.913	1.703	14	16.319		
I.2008	2.822	12.575	1.925	14	17.337		
3. Deuda Bruta - por instrumento							
	Títulos públicos	Préstamos internac.	Proveedores	Depósitos Netos	Otros	Total	
2003	6.361	5.682	153	-96	63	12.163	
2004	7.066	5.925	162	144	25	13.322	
2005	8.256	5.542	224	-94	21	13.949	
2006	10.821	2.698	304	-123	18	13.717	
I.2007	11.388	2.770	415	-118	18	14.473	
II.2007	12.564	2.728	502	-201	16	15.608	
III.2007	12.908	2.701	489	-232	16	15.882	
IV.2007	13.181	2.705	658	-240	14	16.319	
I.2008	14.281	2.840	671	-469	14	17.337	

4. Deuda Bruta - por tipo de tasa de interés				
	Tasa fija	Tasa variable	Depósitos netos y otros pasivos	Total
2003	6.632	5.626	-94	12.164
2004	7.387	5.845	90	13.322
2005	8.593	5.484	-127	13.949
2006	11.246	2.600	-128	13.717
I.2007	11.929	2.663	-118	14.473
II.2007	13.176	2.633	-201	15.608
III.2007	13.506	2.607	-232	15.882
IV.2007	13.958	2.601	-240	16.319
I.2008	15.210	2.596	-469	17.337
5. Deuda Bruta - Calendario de vencimientos Sector Público Global				
	Amortiz.	Intereses	Total	
II.2008	-261	266	4	
III.2008	1.110	278	1.388	
IV.2008	405	241	647	
I.2009	490	258	748	
II.2009	293	246	539	
III.2009	217	268	485	
IV.2009	449	226	674	
I.2010	413	242	655	
2010	704	711	1.415	
2011	934	850	1.784	
2012	556	768	1.325	
2013	962	726	1.687	
Más del 2013	11.065	6.928	17.993	
Total	17.337	12.008	29.345	

(1) Incluye principalmente gobiernos departamentales

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 77 EVOLUCIÓN DE LAS TARIFAS PÚBLICAS (variaciones en %)

	IPC	Energía Eléctrica (1)			Teléfono	Combustibles	
		Residencial	No Residencial	Agua Potable		Nafta 95 Supra	Gasoiil
Variación últimos 12 meses							
2008 Ene.	7,4	-7,2	-9,5	6,9	-7,8	1,4	31,0
Feb.	7,8	0,6	-4,1	3,8	-7,8	3,4	33,8
Mar.	8,0	0,6	-4,1	3,8	-8,0	1,0	27,9
Abr.	7,1	0,6	-4,1	3,8	-8,0	2,0	28,8
May.	7,2	0,9	-3,8	3,8	-8,0	3,2	31,0
Jun.	8,4	9,8	4,2	7,5	-4,5	7,7	36,9
Jul.	8,0	10,9	5,1	3,0	-2,8	8,1	35,7
Ago.	7,3	10,7	4,8	3,0	-2,8	4,2	26,1
Variación acumulada en el año							
2008 Ene.	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
Feb.	1,7	8,6	6,2	3,0	0,1	0,0	0,0
Mar.	2,9	8,6	6,2	3,0	0,1	0,3	0,3
Abr.	3,2	8,6	6,2	3,0	0,1	2,0	2,4
May.	4,1	9,0	6,6	3,0	0,1	4,5	7,0
Jun.	5,4	16,2	13,1	3,0	0,1	9,1	12,2
Jul.	5,9	16,4	13,1	3,0	0,1	10,9	14,0
Ago.	7,0	16,2	12,8	3,0	0,1	10,9	14,0

(1) La evolución de las cifras correspondiente a las tarifas de energía eléctrica se realizaron en base a valores expresados dólares americanos, por lo que su evolución corresponde tanto a modificaciones en el tipo de cambio como a la evolución propia de las tarifas.
FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos de la Dirección Nacional de Energía (MIEM) y del INE.

CUADRO 78 ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (en %)

	Pronóstico de inflación anual para el año calendario corriente					Pronóstico de inflación anual para el año calendario siguiente				
	Promedio simple	Mediana	Desvío estándar	Mínimo	Máximo	Promedio simple	Mediana	Desvío estándar	Mínimo	Máximo
2008 Ene.	6,5	6,5	0,4	5,9	7,0	6,1	6,0	0,7	4,9	7,0
Feb.	6,4	6,5	0,4	6,0	7,5	5,8	5,5	0,7	5,0	7,0
Mar.	7,0	6,9	0,6	6,3	8,7	6,2	6,0	0,8	5,2	8,3
Abr.	7,4	7,2	0,6	6,5	8,7	6,4	6,3	0,8	5,3	9,0
May.	7,4	7,2	0,6	6,5	8,7	6,6	6,5	0,9	5,4	9,3
Jun.	7,8	7,5	0,6	7,0	9,0	6,8	6,7	0,9	5,5	9,3
Jul.	8,3	8,5	0,5	7,6	9,5	7,1	7,1	0,8	5,8	9,3
Ago.	8,1	8,1	0,4	7,3	9,0	7,1	7,2	0,7	6,3	9,3
Set.	8,1	8,0	0,4	7,4	9,1	7,1	6,9	0,6	6,5	9,3

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 79 PRECIOS AL CONSUMO
(variación acumulada en los últimos doce meses y en el año e incidencias, en %)

	Alimentos y bebidas	Vestimenta y calzado	Vivienda	Muebles y enseres	Cuidados médicos	Transporte y comunicac.	Esparcim.	Enseñanza	ÍNDICE GENERAL
Variación últimos doce meses (1)									
2003	13,0	10,4	13,8	5,7	6,6	11,0	6,0	4,4	10,2
2004	7,9	7,8	8,0	5,4	8,4	9,0	2,9	7,4	7,6
2005	3,0	3,5	6,9	17,0	3,2	3,8	-0,8	8,0	4,9
2006	9,1	1,4	7,9	7,5	8,4	0,3	5,5	8,0	6,4
2007	18,1	3,2	8,7	5,1	3,0	0,7	2,0	8,8	8,5
2008 Ene.	16,7	3,4	6,3	3,1	2,9	-0,3	1,4	9,4	7,4
Feb.	16,7	4,1	8,7	3,6	2,9	-0,3	-0,1	8,3	7,8
Mar.	17,5	4,4	8,2	4,2	3,1	-1,1	1,3	9,7	8,0
Abr.	14,7	3,9	8,6	4,0	3,1	-2,0	0,5	9,5	7,1
May.	14,4	3,4	9,2	3,7	3,5	-1,6	0,1	9,7	7,2
Jun.	15,9	3,4	12,8	4,1	3,5	-0,4	1,0	9,8	8,4
Jul.	15,1	2,6	13,3	4,2	1,5	1,3	1,9	10,2	8,0
Ago.	13,6	2,2	12,5	4,1	0,1	0,7	3,2	9,7	7,3
Variación acumulada en el año									
2008 Ene.	0,8	-1,2	0,7	0,1	2,5	-0,0	2,1	0,8	0,8
Feb.	2,1	-1,9	4,0	0,9	2,6	-0,1	0,6	3,2	1,7
Mar.	4,3	-0,9	4,4	1,8	2,9	0,5	1,2	6,0	2,9
Abr.	4,7	1,0	5,3	2,0	3,1	0,5	-0,5	6,0	3,2
May.	5,9	1,5	6,8	2,5	3,5	1,5	-0,6	6,2	4,1
Jun.	7,7	1,7	9,9	3,0	3,7	2,7	0,2	6,3	5,4
Jul.	7,7	-0,2	10,9	3,1	4,1	4,4	1,4	7,0	5,9
Ago.	10,0	-1,3	12,2	3,1	4,5	4,7	2,0	8,8	7,0
Incidencias									
Var. últ. 12m. a Ago-08	3,9	0,1	1,6	0,3	0,0	0,1	0,2	0,4	7,3
Var. ac. año a Ago-08	2,8	-0,1	1,6	0,2	0,6	0,7	0,1	0,4	7,0

(1) Los datos anuales corresponden a la variación acumulada al mes de diciembre de cada año.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE.

CUADRO 80 PRECIOS AL CONSUMO HOGARES DE MENORES INGRESOS
(variación acumulada en los últimos doce meses y en el año, en %)

	Alimentos y bebidas	Vestimenta y calzado	Vivienda	Muebles y enseres	Cuidados médicos	Transporte y comunicac.	Esparcim.	Enseñanza	Otros bs. y serv.	ÍNDICE GENERAL
Variación últimos doce meses (1)										
2003	12,0	11,9	14,0	5,2	11,2	21,0	1,9	10,5	11,4	12,5
2004	8,0	5,5	7,5	5,1	8,7	14,1	4,6	7,6	8,0	8,5
2005	3,1	2,2	5,4	1,7	5,3	5,9	-0,6	7,6	4,1	4,1
2006	2,6	2,6	4,4	1,4	5,4	7,3	-3,9	8,5	8,8	4,2
2007	16,9	-0,6	8,3	6,1	1,5	-3,1	1,7	11,0	11,0	8,4
2008 Ene.	16,4	-0,9	6,1	6,5	1,4	-3,0	-0,7	11,0	9,7	7,8
Feb.	17,9	-1,3	9,2	6,4	1,4	-2,9	-3,3	11,2	9,1	8,6
Mar.	19,1	-1,2	8,4	7,1	1,5	-3,7	-2,5	10,9	9,2	9,0
Abr.	14,9	-1,5	8,4	5,8	1,5	-4,8	-6,0	11,0	8,1	7,1
May.	15,8	-1,7	9,1	4,9	1,8	-4,9	-5,1	11,1	7,8	7,6
Jun.	16,2	-2,4	12,8	4,5	2,2	-4,1	-4,4	11,1	8,0	8,3
Jul.	15,4	-1,7	13,8	4,7	0,6	-3,8	-3,9	11,4	2,6	7,7
Ago.	14,7	-3,0	13,9	4,2	-2,0	-4,7	-4,2	12,0	3,0	6,9
Variación acumulada en el año										
2008 Ene.	1,2	-0,8	1,0	0,6	2,7	0,5	3,6	0,0	0,1	1,1
Feb.	2,1	-1,2	4,8	0,7	2,6	0,5	1,0	6,2	-1,7	2,0
Mar.	4,7	-1,3	5,1	1,9	2,6	0,6	-1,4	7,8	-1,5	3,1
Abr.	3,9	1,3	5,7	1,3	2,9	1,0	-4,9	7,8	-1,3	2,9
May.	6,4	1,9	7,3	1,7	3,2	1,6	-6,3	7,8	-0,8	4,3
Jun.	6,8	1,8	10,7	1,9	3,3	2,8	-6,1	7,8	-0,7	5,1
Jul.	7,0	1,5	11,5	2,4	3,5	3,1	-4,2	8,1	0,5	5,5
Ago.	9,9	-0,1	13,1	2,6	3,8	3,2	-7,4	11,2	1,2	6,9
Incidencias										
Var.últ. 12m. a Ago-08	5,0	-0,2	1,9	0,2	-0,3	-0,6	-0,1	0,4	0,2	6,9
Var. ac. año a Ago-08	3,4	-0,0	1,7	0,1	0,6	0,4	-0,2	0,4	0,1	6,9

(1) Los datos anuales corresponden a la variación acumulada al mes de diciembre de cada año.

(2) La población de referencia del Índice de Precios de Hogares de Menores Ingresos es el total de hogares del departamento de Montevideo comprendidos en los cinco primeros deciles de la distribución de los mismos según el ingreso per cápita.

FUENTE: Instituto de Estadística, FCEyA.

CUADRO 81 PRECIOS SELECCIONADOS
(variación acumulada en los últimos doce meses y en el año, en %) (1)

	ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR DE PRODUCTOS NACIONALES					
	Nivel General	Prods. Manufact.	Productos Agropecuarios			TIPO DE CAMBIO (2)
			General	Agrícolas	Pecuarios	
2003	20,5	17,3	27,7	12,2	34,7	7,3
2004	5,1	11,3	-7,4	-12,8	-5,8	-9,1
2005	-2,2	3,3	-15,9	-12,2	-17,7	-11,0
2006	8,2	5,3	16,6	20,0	15,6	3,4
2007	16,1	13,0	24,4	40,6	19,2	-11,2
Variación últimos doce meses						
2008 Ene.	15,3	13,0	21,0	39,9	13,9	-13,0
Feb.	18,3	14,7	27,7	46,5	20,5	-13,7
Mar.	17,3	13,1	28,0	48,8	20,2	-14,9
Abr.	17,9	14,3	27,3	52,8	17,4	-17,1
May.	20,6	17,4	29,5	62,2	17,3	-17,0
Jun.	23,1	19,7	32,5	70,8	18,8	-18,3
Jul.	23,2	19,7	32,2	65,8	20,2	-19,0
Ago.	21,8	16,6	34,8	63,7	24,0	-18,6
Variación acumulada en el año						
2008 Ene.	1,1	0,4	3,0	13,5	-1,4	-2,0
Feb.	3,9	1,4	10,2	24,1	4,5	-3,2
Mar.	5,7	2,5	13,5	28,5	7,6	-4,7
Abr.	7,0	4,3	14,2	32,4	6,7	-7,9
May.	10,7	9,0	15,2	34,5	7,0	-8,2
Jun.	13,4	11,7	18,2	38,0	9,9	-10,0
Jul.	15,9	13,3	22,9	39,9	15,9	-11,1
Ago.	19,7	14,5	33,3	52,5	25,6	-11,3

(1) Los datos anuales corresponden a la variación acumulada al mes de diciembre de cada año; los mensuales a la variación respecto al mismo mes del año anterior.

(2) Interbancario comprador, promedio mensual.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del INE y BCU.

CUADRO 82 BALANCE MONETARIO DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY (variaciones en millones de pesos)

	2004	2005	2006	2007	2008
					Ene-Ago.
Activos de Reserva	11.354	12.630	-196	22.795	42.771
Crédito Interno Neto	-9.835	-3.867	2.718	-18.359	-38.116
Credito Neto al Sector Público no Financiero	-3.481	-10.584	9.557	-21.421	6.994
Credito Neto al Sistema Financiero	10.160	2.486	-2.232	-193	-13.920
Credito Neto al Sector Privado no Financiero	-4.547	-3.515	-1.917	-2.354	-1.227
Uso del Crédito del FMI	-9.575	2.243	42.733	0	0
Obligaciones de Largo Plazo (Refinanciamiento externo año 1991)	360	2.987	562	83	0
Letras de Regulación Monetaria	-7.300	-6.962	-11.983	-21.410	-23.049
Otras Cuentas Netas (1)	5.931	9.478	-33.947	26.936	-6.914
Pasivos Monetarios (2)	3.858	8.763	2.522	4.436	4.655

(1) Incluye intereses devengados sobre activos y pasivos excepto activos de reserva.

(2) Pasivos Monetarios = Emisión fuera del BCU + depósitos en moneda nacional, vista, de encaje remunerado y overnight de banca pública, privada y otras instituciones (Sector público excepto Administración Central, Adm. de Fondos de Pensiones, Adm. de Fondos de Inversión, Casas de Cambio).

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 83 **ACTIVOS DE RESERVA DEL BCU: FACTORES DE VARIACIÓN Y STOCK (millones de dólares)**

	2007	2008				
		Ene-Mar.	Abr-Jun.	Jul.	Ago.	Ene-Ago.
FACTORES EXPANSIVOS (1)	1.813	570	1.246	23	136	1.975
1.Compra Neta de Divisas	1.167	335	266	13	165	779
BROU	0	0	0	0	0	0
Resto del Sistema Financiero (2)	597	349	41	5	6	400
Gobierno Central	558	-17	221	8	159	371
Otros	12	3	5	0	1	9
2.Depósitos del Sistema Bancario en el Banco Central	0	-77	962	91	8	984
Banca Pública	82	-30	276	93	25	364
Banca Privada	-82	-47	686	-2	-17	622
3. Otros depósitos en el Banco Central	34	-30	-8	7	15	-16
4.Certificados de Depósito	0	0	0	0	0	0
5.Divisas de exportación a liquidar	78	87	20	-15	-12	80
6.Obligaciones netas en m/e con Gobierno Central	394	218	-30	-83	-50	55
Colocación Neta de Bonos y Letras	35	-251	-207	-114	-26	-599
Otras obligaciones netas en m/e (3)	358	469	177	31	-24	654
7.Financiamiento Externo Neto	1	0	0	0	0	0
8.Intereses netos	139	36	36	10	10	92
FACTORES CONTRACTIVOS (1)	-783	302	-137	19	-49	134
1.Obligaciones no transferibles BROU	-5	0	0	0	0	0
2.Otros	-777	302	-137	19	-49	133
Préstamos y Financiamientos UTE	82	4	4	0	0	8
Cuentas con Organismos Internacionales	-10	0	-143	-26	0	-168
Fondos Administrados	-26	3	-14	0	-2	-13
Diferencias de arbitraje	-7	127	3	-35	-101	-6
Diferencias de cotización e intereses devengados	31	47	-85	22	34	19
Contrapartida de deuda con FMI asumida por el Gobierno Central	0	0	0	0	0	0
Solicitudes de Giros al exterior	0	2	-3	1	0	2
Certificados de depósito a pzo.fijo del NBC en cartera	3	2	0	0	0	2
Activos externos afectados a operaciones de terceros	-889	118	99	55	22	294
Otros	39	-3	1	1	-1	-2
VARIACIÓN TOTAL	1.030	871	1.108	42	87	2.109
ACTIVOS DE RESERVA (a fin de cada período)	4.121	4.992	6.101	6.143	6.231	6.231

(1) El carácter contractivo o expansivo de los distintos rubros queda definido por el signo de su variación en el año 2007.

(2) Incluye bancos privados, casas financieras, cooperativas de intermediación financiera, BHU, BSE y casas de cambio.

(3) Incluye ingresos netos por compraventa de divisas.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 84 POSICIÓN GENERAL EN MONEDA EXTRANJERA DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY
(variaciones en millones de dólares)

	Activos de Reserva (1)	Act. y Pas.con no Res.	Act. y Pas.con Res.	Otras Cuentas (2)	Posición Total Neta
2003	1.315	-699	-696	319	239
2004	425	-424	27	115	144
2005	560	787	-470	-231	645
2006	-5	2.010	397	-1.594	809
2007	1.021	886	-615	25	1.318
Ene-Ago. 2008	2.109	-111	-1.118	6	886

(1) Valor aproximado de mercado, incluye intereses devengados

(2) Incluye intereses devengados netos del total de la posición excepto activos de reserva

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 85 PASIVOS MONETARIOS (1): FACTORES DE VARIACIÓN (millones de pesos)

	2008				
	Ene-Mar.	Abr-Jun.	Jul.	Ago.	Ene-Ago.
1. Compras netas de moneda extranjera	7.023	5.279	252	3.140	15.694
Al sistema financiero (2)	7.608	990	104	2.976	11.678
Al Gobierno Central (3)	-585	4.289	148	164	4.016
2. Crédito neto al sistema financiero	0	0	0	-7	-7
3. Crédito al Gobierno Central	0	0	0	0	0
4. Utilización de las disponib. del Gob. Central - BPS en m/n	7.103	140	1.776	-1.375	7.644
Amortización neta de bonos y letras de tesorería (4)	-887	-1.153	-468	-381	-2.890
Intereses sobre bonos y letras en m/n	259	684	123	-2	1.065
Compras netas de moneda extranjera	768	-3.986	0	0	-3.218
Otros	6.963	4.595	2.121	-993	12.686
5. Déficit del BCU en m/n	723	1.236	133	429	2.520
6. Letras y notas en UI	-4.514	-6.998	-3.103	-1.489	-16.104
7. Instrumentos de política monetaria	-9.590	4.510	1.708	-1.825	-5.197
Letras de Regulación Monetaria y Notas del BCU.	-9.590	4.510	-1.092	975	-5.197
REPOS	-0	0	2.800	-2.800	-0
Facilidad de crédito	-0	0	0	0	-0
8. Otros	-156	237	18	7	105
VARIACIÓN TOTAL DE LOS PASIVOS MONETARIOS	588	4.404	785	-1.121	4.656

(1) Los Pasivos Monetarios (PM) = Emisión+ depósitos vista y plazo en moneda nacional de la Banca privada, BROU, BHU y otras instituciones en el BCU. A partir del 09/07/2007 el BCU comenzó a licitar depósitos a plazos inferiores a los treinta días titularizados y no, que se incluyen en el cómputo de los PM.

(2) Incluye compras netas al sistema financiero y otras operaciones del BCU.

(3) Incluye compras por utilización de préstamos internacionales.

(4) Corresponde a la totalidad de Letras de Tesorería colocadas en pesos y en UI. El signo menos significa una colocación neta.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 86 PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (1) (variación nominal en %, últimos doce meses)

	Emisión	Circul. en poder del público	Depósitos vista m/n	Caja de ahorro m/n	M1 (2)	Depósitos plazo m/n	Depósitos ahorro previo BHU	M2 (3)
2003	22,4	23,1	45,8	36,5	34,4	15,1	-4,8	27,5
2004	15,7	14,4	11,8	20,4	14,2	11,3	7,3	13,3
2005	22,0	23,2	43,0	36,8	34,0	3,9	10,4	26,5
2006	27,7	21,2	19,1	43,2	24,0	13,5	9,7	21,7
2007	11,6	17,1	43,9	32,6	32,0	26,8	14,7	30,6
2008 Ene.	9,3	21,6	24,4	34,4	25,5	31,4	14,8	26,3
Feb.	20,0	20,8	21,0	36,5	24,0	30,3	13,9	24,9
Mar.	10,8	2,3	40,5	11,6	20,8	28,7	14,5	22,1
Abr.	19,0	23,1	28,5	45,7	30,3	36,9	14,9	31,1
May.	21,8	23,5	22,6	47,1	27,8	43,0	13,7	30,1
Jun.	18,4	17,5	29,5	41,1	28,0	45,7	13,5	30,7
Jul.	19,6	21,4	30,0	43,9	30,3	50,1	13,2	33,4

(1) Comprende pasivos monetarios del Banco Central, Banco de la República, Banco Hipotecario, bancos privados, casas financieras, cooperativas de intermediación financiera e instituciones financieras externas, con el sector privado no financiero, AFAP, fondos de inversión, compañías de seguros, auxiliares financieros, empresas públicas y gobiernos departamentales.

(2) M1 = circulante en poder del público + depósitos vista m/n + depósitos en caja de ahorros m/n.

(3) M2 = M1 + depósitos plazo m/n + depósitos de ahorro previo en BHU.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 87 DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA BANCARIO (1) (millones de dólares y %)

	Moneda nacional	Moneda extranjera			Total sistema bancario (2)	Dep. mon. ext./ Dep. Totales (%)
		Residentes	No residentes	Total		
Millones de dólares						
2003	693	5.599	1.382	6.981	7.674	91,0
2004	862	5.803	1.527	7.330	8.192	89,5
2005	1.178	5.902	1.553	7.455	8.634	86,3
2006	1.421	6.385	1.607	7.992	9.413	84,9
2007	2.125	6.750	1.739	8.489	10.614	80,0
2008 Ene.	2.140	6.992	1.758	8.750	10.891	80,3
Feb.	2.210	7.055	1.819	8.874	11.084	80,1
Mar.	2.354	7.203	1.885	9.088	11.442	79,4
Abr.	2.487	7.288	1.909	9.197	11.685	78,7
May.	2.466	7.423	1.963	9.386	11.851	79,2
Jun.	2.623	7.611	1.968	9.579	12.202	78,5
Jul. (3)	2.756	7.642	2.012	9.654	12.410	77,8
Variación últimos 12 meses (%)						
2003	14,7	15,3	3,4	12,7	12,9	
2004	24,4	3,6	10,5	5,0	6,8	
2005	36,7	1,7	1,7	1,7	5,4	
2006	20,6	8,2	3,5	7,2	9,0	
2007	49,5	5,7	8,2	6,2	12,8	
2008 Ene.	46,6	7,2	8,0	7,4	13,3	
Feb.	48,5	8,6	12,2	9,3	15,4	
Mar.	47,2	11,0	16,4	12,1	17,9	
Abr.	64,2	11,6	16,9	12,7	20,7	
May.	65,4	12,9	20,4	14,4	22,3	
Jun.	66,9	14,5	18,6	15,4	23,6	
Jul.(3)	73,9	16,2	24,6	17,7	26,9	

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

(2) Corresponde al grupo N° 22.010 (Depósitos) del Plan de Cuentas para EIF, deducidas la cuenta N° 144.001 (Acreedores por documentos para compensar) y las subcuentas N° 176.002 y 176.003 (Depósitos afectados en garantía - Obligaciones con la institución - residentes y no residentes, respectivamente)

(3) Incluye información del BHU a junio de 2008.

FUENTE: Instituto de Economía, a partir de datos del BCU.

CUADRO 88 CRÉDITOS VIGENTES Y VENCIDOS DEL SISTEMA BANCARIO.
SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO (1) (millones de dólares y %)

	SECTOR PRIVADO (2)			SECTOR PÚBLICO (3)			Total sistema bancario	Créd. venc. / Créd. totales(%)	Créd. venc. / Créd. vig. (%)
	Créditos vigentes	Créditos vencidos	Sub.total	Créditos vigentes	Créditos vencidos	Sub.total			
Millones de dólares									
2003	2.810	1.120	3.930	350	105	455	4.385	27,9	38,8
2004	2.919	678	3.597	325	99	424	4.021	19,3	24,0
2005	3.026	691	3.717	299	97	396	4.113	19,2	23,7
2006	3.403	762	4.165	233	96	329	4.494	19,1	23,6
2007	4.632	828	5.460	369	113	482	5.942	15,8	18,8
2008 Ene.	4.899	730	5.629	155	110	265	5.894	14,3	16,6
Feb.	4.885	732	5.617	201	111	313	5.930	14,2	16,6
Mar.	5.068	785	5.853	255	120	375	6.228	14,5	17,0
Abr.	5.188	809	5.996	161	123	284	6.280	14,8	17,4
May.	5.322	810	6.132	196	123	319	6.451	14,5	16,9
Jun.	5.449	810	6.259	228	123	351	6.610	14,1	16,4
Jul.(4)	5.417	808	6.225	222	123	345	6.570	14,2	16,5
Variación últimos 12 meses (%)									
2003	-1,6	-67,1	-20,3	-46,5	16,7	-31,9	-21,5		
2004	3,9	-39,3	-4,3	-7,1	-4,8	-6,6	-4,5		
2005	3,7	1,8	3,3	-8,0	-3,0	-6,8	2,3		
2006	14,8	-3,6	11,8	-16,4	8,2	-9,1	10,2		
2007	36,1	8,7	31,1	58,2	17,7	46,4	32,2		
2008 Ene.	5,8	-11,9	3,1	-58,1	-2,4	-45,0	-0,8		
Feb.	-0,3	0,4	-0,2	30,3	0,9	18,1	0,6		
Mar.	3,8	7,2	4,2	26,5	7,8	19,8	5,0		
Abr.	2,4	3,0	2,4	-36,9	2,6	-24,2	0,8		
May.	2,6	0,2	2,3	21,7	0,0	12,3	2,7		
Jun.	2,4	0,0	2,1	16,5	-0,0	10,1	2,5		
Jul.(4)	-0,6	-0,2	-0,5	-2,6	0,0	-1,7	-0,6		

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

(2) Corresponde a los grupos N° 14010 (préstamos), 14020 (arrendamientos financieros), 14060 (ingresos percibidos no devengados), 14070 (grupos de ahorro previo), 14080 (deudores por productos financieros devengados), 16010 (créditos vencidos - sector no público) y 16080 (deudores por productos financieros) del Plan de Cuentas para EIF, excepto las cuentas de deudores por créditos documentarios diferidos y domésticos diferidos (185000 y 189001 respectivamente), las cuentas de operaciones a liquidar (369080), sector público (245000 y 393000), sector financiero (407000), y a partir de marzo de 2005 los préstamos garantizados con prenda de depósitos (509000).

(3) Incluye a las cuentas de los grupos N° 14050 y 16040 (Créditos Vigentes y Vencidos - Sector Público Nacional y No Nacional), 14080 y 16080 (créditos vigentes y vencidos - deudores por productos financieros devengados) que corresponden al sector público nacional, excepto las cuentas de operaciones a liquidar (227000, 229000 y 381000) y deudores por créditos domésticos diferidos (221000). Incluye Estado, organismos de seguridad social, gobiernos departamentales y otros integrantes del sector público.

(4) Incluye información del BHU a junio de 2008,

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 89 STOCK DE CRÉDITOS DEL SISTEMA BANCARIO POR SECTOR Y MONEDA (1)
(millones de dólares y %)

	SECTOR PRIVADO (2)			SECTOR PÚBLICO (3)			Total sistema bancario	Créd. mon. ext. / Créd. totales (%)
	Moneda nacional	Moneda extranjera	Sub-total	Moneda nacional	Moneda extranjera	Sub-total		
Millones de dólares								
2003	991	2.939	3.930	180	275	455	4.385	73,3
2004	1.050	2.547	3.597	198	226	424	4.021	69,0
2005	1.260	2.457	3.717	175	221	396	4.113	65,1
2006	1.619	2.546	4.165	154	175	329	4.494	60,5
2007	2.196	3.264	5.460	349	133	482	5.942	57,2
2008 Ene.	2.292	3.337	5.629	137	128	265	5.894	58,8
Feb.	2.296	3.321	5.617	192	120	313	5.930	58,0
Mar.	2.421	3.432	5.853	226	148	375	6.228	57,5
Abr.	2.483	3.514	5.996	137	147	284	6.280	58,3
May.	2.527	3.605	6.132	138	181	319	6.451	58,7
Jun.	2.580	3.681	6.261	173	178	351	6.612	58,4
Jul.(4)	2.618	3.610	6.228	148	197	345	6.573	57,9
Variación últimos 12 meses (%)								
2003	-19,5	-41,5	-37,2	26,8	-54,2	-38,8	-37,4	
2004	6,0	-13,3	-8,5	10,0	-17,8	-6,8	-8,3	
2005	20,0	-3,5	3,3	-11,6	-2,2	-6,6	2,3	
2006	28,5	3,6	12,1	-12,0	-20,8	-16,9	9,3	
2007	35,6	28,2	31,1	126,5	-24,1	46,4	32,2	
2008 Ene.	40,0	32,5	35,5	22,4	-22,1	-4,0	33,0	
Feb.	40,2	32,5	35,5	32,7	-25,3	2,2	33,3	
Mar.	41,5	36,2	38,4	-5,3	-11,2	-7,7	34,3	
Abr.	43,5	38,4	40,5	-20,5	-11,4	-16,0	36,4	
May.	45,9	41,1	43,0	-38,1	6,3	-18,9	37,9	
Jun.	46,5	34,5	39,2	-22,8	10,6	-8,8	35,5	
Jul.(4)	46,7	33,3	38,6	1,4	36,8	19,0	37,4	

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

(2) Corresponde a los grupos N° 14010 (préstamos), 14020 (arrendamientos financieros), 14060 (ingresos percibidos no devengados), 14070 (grupos de ahorro previo), 14080 (deudores por productos financieros devengados), 16010 (créditos vencidos - sector no público) y 16080 (deudores por productos financieros) del Plan de Cuentas para EIF, excepto las cuentas de deudores por créditos documentarios diferidos y domésticos diferidos (185000 y 189001 respectivamente), las cuentas de operaciones a liquidar (369080), sector público (245000 y 393000), sector financiero (407000), y a partir de marzo de 2005 los préstamos garantizados con prenda de depósitos (509000).

(3) Incluye a las cuentas de los grupos N° 14050 y 16040 (Créditos Vigentes y Vencidos - Sector Público Nacional y No Nacional), 14080 y 16080 (créditos vigentes y vencidos - deudores por productos financieros devengados) que corresponden al sector público nacional, excepto las cuentas de operaciones a liquidar (227000, 229000 y 381000) y deudores por créditos domésticos diferidos (221000). Incluye Estado, organismos de seguridad social, gobiernos departamentales y otros integrantes del sector público.

(4) Incluye información del BHU a junio de 2008,

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 90 MOROSIDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO (1) (en porcentaje)

	Banco de la República	Banca Privada (2)	Casas Financieras	Cooperativas	Sistema Financiero sin BHU	Banco Hipotecario	Total Sistema Financiero
2003	24,0	15,0	13,7	26,4	19,8	61,1	26,8
2004	7,1	7,9	4,8	25,3	8,5	66,2	18,5
2005	8,0	3,6	1,4	30,8	6,5	68,4	18,1
2006	3,1	3,8	0,6	12,1	3,6	82,6	18,4
2007	2,5	2,4	0,4	15,0	2,4	68,7	15,0
2008 Ene.	1,3	1,0	0,4	15,6	1,2	68,9	13,8
Feb.	1,1	1,1	0,4	11,0	1,1	69,0	13,8
Mar.	1,2	0,9	0,4	10,9	1,0	69,2	14,0
Abr.	1,9	0,9	0,4	10,2	1,2	69,3	14,3
May.	1,8	0,9	0,4	10,5	1,2	n/d	n/d

(1) El indicador de morosidad se define como el cociente entre los créditos vencidos y los créditos totales (suma de créditos vigentes y créditos vencidos). En ambos casos se trata de los créditos brutos al Sector No Financiero.

(2) A partir de agosto de 2006, el conjunto de Bancos Privados incluye al banco BANDES.

FUENTE: Instituto de Economía, a partir de datos del BCU.

CUADRO 91 TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO (promedios, en %)

	Tasas activas		Tasas pasivas	
	moneda nacional	moneda extranjera	moneda nacional	moneda extranjera
2003	37,47	8,25	7,32	1,20
2004	29,45	6,93	4,41	1,08
2005	27,64	7,16	2,13	1,56
2006	26,89	7,63	2,26	2,09
2007	22,28	6,60	4,43	2,27
2008 Ene.	16,96	5,85	4,64	1,91
Feb.	18,22	6,03	4,34	1,48
Mar.	17,22	5,60	4,38	1,35
Abr.	17,27	5,54	4,21	1,27
May.	17,58	5,79	4,21	1,16
Jun.	15,91	5,83	3,83	1,13
Jul.	17,64	5,84	4,16	1,15

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

CUADRO 92 RÉGIMEN DE JUBILACIÓN POR AHORRO INDIVIDUAL OBLIGATORIO

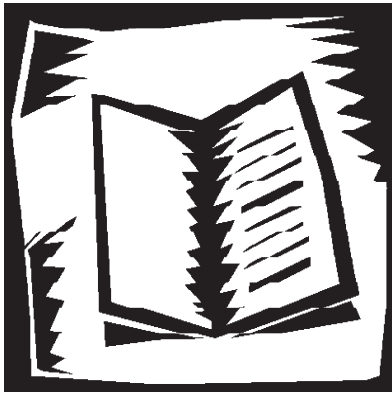
A fin de	Afiliados al Sistema (1)		Fondo de Ahorro Previsional		Rentabilidad (3)	
	Cantidad	Variac. (%) (2)	Millones US\$	Variac. (%) (2)	en UR (%)	en US\$ (%)
2003	635.888	3,1	1.232,1	37,9	31,8	30,5
2004	659.774	3,8	1.678,3	36,2	3,6	27,6
2005	687.100	4,1	2.153,1	28,3	0,1	19,8
2006	723.271	5,3	2.585,9	20,1	6,1	14,6
2007	763.351	6,6	3.261,0	29,7	-1,4	23,4
2008 Ene.	776.907	7,0	3.466,6	31,2	-5,0	24,5
Feb.	781.957	7,1	3.508,4	30,1	-6,9	23,5
Mar.	787.136	7,2	3.607,8	31,3	-6,8	29,7
Abr.	792.696	7,6	3.785,2	28,5	-7,3	21,4
May.	798.057	7,6	3.837,5	33,0	-7,3	24,7
Jun.	803.928	7,8	3.962,1	36,0	-7,4	27,0
Jul.	809.955	8,0	4.043,1	39,0	-7,0	27,5

(1) Las cifras representan los afiliados vigentes al final de cada mes, por lo que incluyen ajustes por bajas y asignaciones de oficio que se registran retroactivamente.

(2) Corresponde a la variación de los últimos 12 meses.

(3) Rentabilidad bruta promedio del régimen. Tasas anuales móviles (últimos 12 meses).

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.



Índices

Índice general

Presentación	7
I. Síntesis y perspectivas	9
1. Desempeño de la economía en 2008	9
2. Perspectivas para 2009	13
Anexo I.	21
1. La evolución de la economía internacional, regional y nacional en 2007	21
1.1. El marco internacional	21
1.2. El marco regional	24
1.3. Evolución de la economía uruguaya	26
1.3.1. Nivel de actividad y sectores productivos	26
1.3.2. Sector externo	28
1.3.3. Empleo e ingresos	29
1.3.4. Política macroeconómica: principales lineamientos y resultados	33
1.3.4.1. Finanzas públicas	35
1.3.4.2. Evolución de las variables monetarias y de los precios	37
1.3.5. Sistema financiero	39
II. Economía internacional	43
1. La situación financiera internacional	43
1.1. Cronología de la crisis	44
1.2. Mercados bursátiles	46
1.3. Tasas de interés	47
1.4. Paridades cambiarias	49
2. Nivel de actividad en las principales economías del mundo	50
2.1. La economía estadounidense	50
2.2. Las economías europeas	52
2.3. Las economías emergentes	52
3. Los precios internacionales	54

III. Economía regional	59
1. La economía argentina	60
1.1. Perspectivas para lo que resta de 2008	63
2. La economía brasileña	64
2.1. Perspectivas para lo que resta de 2008	67
IV. Nivel de actividad y sectores productivos	69
1. El contexto externo se tornó menos favorable que en 2007, sin embargo la actividad económica interna se aceleró.	69
2. Casi todos los sectores productivos crecieron en el primer semestre.	72
3. La expansión habría continuado en el tercer trimestre y las perspectivas para el «cierre» del año son extremadamente favorables	75
V. Sector externo	77
1. Condiciones generales: en el contexto internacional aumentó la incertidumbre	77
2. La competitividad externa continuó deteriorándose en 2008	78
3. Balanza de bienes: se agudiza el fuerte desequilibrio	79
3.1. Exportaciones: gran dinamismo en 2008	79
3.2. Importaciones: se expandieron notablemente en los meses transcurridos de 2008.	81
4. Turismo: creció el número de turistas, revirtiendo la tendencia a la baja de varios años.	83
5. Balanza de pagos y endeudamiento externo en 2008: disminuyeron el déficit en cuenta corriente y el endeudamiento neto	84
6. Perspectivas para lo que resta de 2008	84
VI. Empleo e ingresos	87
1. Principales variables del mercado de trabajo en 2008	87
1.1. Empleo, actividad y desempleo	87
1.2. Características de la ocupación.	89
1.3. Principales cambios de política.	90
2. Salarios, negociación salarial y pasividades	91
2.1. Salarios	91
2.2. Pasividades.	93
3. Los ingresos reales de los hogares continuaron recuperándose	96
4. Perspectivas para lo que resta de 2008	96
VII. Política macroeconómica y sus resultados	99
1. Metas y proyecciones macroeconómicas del gobierno.	100
1.1. Objetivos, desafíos y tensiones de la política macroeconómica	100
1.2. Utilización de los instrumentos de política y evaluación de los resultados	101
2. Resultados macroeconómicos	103
2.1. Las finanzas públicas en los primeros siete meses de 2008	103
2.1.1. Gobierno central.	105
2.1.2. Empresas públicas	106
2.1.3. La deuda pública	107
2.2. Precios y variables monetarias	109
3. Perspectivas para lo que resta de 2008	113

VIII. Sector financiero	115
1. Evolución del sistema bancario	115
2. Evolución de los fondos de pensión y los mercados financieros	118
3. Perspectivas para lo que resta de 2008	119

Anexo estadístico	121
--------------------------------	------------

Índice de gráficos

GRÁFICO II.1	PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES (fin de período; ene-07=100)	46
GRÁFICO II.2	ÍNDICE DOW JONES (datos diarios en puntos básicos)	47
GRÁFICO II.3	TASA DE INTERÉS DE LOS <i>FEDERAL FUNDS</i> Y PARIDAD DEL DÓLAR CON EL EURO	48
GRÁFICO II.4	TASAS DE INTERÉS (en %)	49
GRÁFICO II.5	PARIDAD DEL DÓLAR CON EL YEN Y EL EURO (prom. mensual ; ene-06=100)	50
GRÁFICO II.6	CRECIMIENTOS COMPARADOS DEL PIB (var. interanuales, en %)	50
GRÁFICO II.7	PRECIOS INTERNACIONALES (ene-07=100)	54
GRÁFICO II.8	PRECIO DEL PETRÓLEO WEST TEXAS (valores diarios, US\$/barril)	56
GRÁFICO II.9	PRECIOS INTERNACIONALES RELEVANTES PARA URUGUAY (índice ene-07=100)	57
GRÁFICO III.1	ARGENTINA: ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE LÍDER.	61
GRÁFICO III.2	ARGENTINA: EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (var. 12 meses, en %)	62
GRÁFICO III.3	ARGENTINA: COTIZACIÓN DEL DÓLAR Y RESERVAS INTERNACIONALES EN EL BANCO CENTRAL	63
GRÁFICO III.4	BRASIL: PIB, CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN EN CAPITAL FIJO. (var. interanual, en %)	64
GRÁFICO III.5	BRASIL: INFLACIÓN Y META DE LA TASA DE INTERÉS SELIC (en %)	65
GRÁFICO III.6	BRASIL: EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL DE BIENES (últ. 12 meses, en mill. de U\$S y var. en %)	65
GRÁFICO III.7	BRASIL: TIPO DE CAMBIO Y BOVESPA	66
GRÁFICO III.8	BRASIL: RESERVAS INTERNACIONALES (en mill.de dólares)	66
GRÁFICO IV.1	PIB: COMPONENTE DE TENDENCIA - CICLO Y TENDENCIA DE LARGO PLAZO (IVF, 1983 = 100)	71
GRÁFICO IV.2	EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL POR DIVISIÓN DE ACTIVIDAD (Ene-Jul 08 / Ene-Jul 07)	73
GRÁFICO V.1	EVOLUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD GLOBAL (Índice 2005 = 100)	78
GRÁFICO V.2	EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (en mill. de dólares, últ. doce meses)	79
GRÁFICO V.3	EXPORTACIONES POR DESTINO GEOGRÁFICO (en millones de dólares)	80
GRÁFICO V.4	IMPORTACIONES POR ORIGEN GEOGRÁFICO (en millones de dólares)	82
GRÁFICO V.5	TURISTAS Y DIVISAS POR TURISMO (últ. 12 meses, en miles de personas y millones de dólares)	83
GRÁFICO VI.1	TASA DE ACTIVIDAD Y TASA DE EMPLEO PAÍS URBANO	88
GRÁFICO VI.2	EVOLUCIÓN DEL IVF Y DEL IHT DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (prom. 12 meses, ene 2002 = 100)	89
GRÁFICO VI.3	INGRESO MEDIO REAL DEL HOGAR. TOTAL PAÍS URBANO (a precios de abr-jun 2008)	96
GRÁFICO VII.1	SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD APARENTE DE LA MANO DE OBRA (índice; mar-04=100)	103

GRÁFICO VII.2	RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO Y DEL GC-BPS (últ. doce meses móviles, % del PIB)	104
GRÁFICO VII.3	RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO (últ. 12 meses móviles, % PIB)	104
GRÁFICO VII.4	GENERACIÓN TÉRMICA E HIDRÁULICA (Ghw)	107
GRÁFICO VII.5	RESULTADO DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS (en mill. de dólares)	107
GRÁFICO VII.6	DEUDA PÚBLICA BRUTA (en millones de dólares y % del PIB)	108
GRÁFICO VII.7	IPC E INFLACIÓN SUBYACENTE (var. últ. doce meses, en %)	111
GRÁFICO VII.8	TASA CALL INTERBANCARIA, TASA LIBOR Y COTIZACIÓN MENSUAL DEL DÓLAR	111
GRÁFICO VII.9	INFLACIÓN EN DÓLARES (var. doce meses, en %)	112
GRÁFICO VIII.1	DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO TOTALES Y POR MONEDA (mill. de dólares)	116
GRÁFICO VIII.2	CRÉDITOS DEL SISTEMA BANCARIO AL SECTOR PRIVADO, TOTALES Y POR MONEDA (mill. de dólares)	117
GRÁFICO VIII.3	TASAS ACTIVA Y PASIVA EN DÓLARES (tasas promedio, en %)	118
GRÁFICO VIII.4	TASAS ACTIVA Y PASIVA EN MONEDA NACIONAL (tasas promedio, en %)	118
GRÁFICO VIII.5	RIESGO PAÍS (puntos básicos)	119

Índice de cuadros

CUADRO SÍNTESIS 1	INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2007-2009)	17
CUADRO SÍNTESIS 2	PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL Y REGIONAL (2004-2008)	18
CUADRO SÍNTESIS 3	PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE URUGUAY (2004-2008)	19
Cuadro IV.1	EVOLUCIÓN DE LA OFERTA Y DEMANDA FINALES	70
Cuadro IV.2	EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (variaciones sobre valores a precios constantes, en %)	71
Cuadro IV.3	EVOLUCIÓN DESESTACIONALIZADA DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB) (variaciones sobre valores a precios constantes, en %)	72
CUADRO V.1	EXPORTACIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD (en millones de dólares y %)	79
CUADRO V.2	SOLICITUDES DE EXPORTACIÓN (en millones de dólares y %)	81
CUADRO V.3	IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO (en millones de dólares corrientes y %)	82
CUADRO VI.1	VARIACIÓN DEL EMPLEO POR SECTOR DE ACTIVIDAD TOTAL PAÍS. (variaciones en miles y %)	88
CUADRO VII.1	CONTRIBUCIÓN AL RESULTADO FISCAL POR ORGANISMO (doce meses móviles a julio, en % del PIB)	104
CUADRO VII.2	DEUDA BRUTA Y NETA DEL SECTOR PÚBLICO (en millones de dólares)	109
CUADRO VII.3	PRECIOS SELECCIONADOS (var. acum. en los últ. doce meses y en el año, en %)	110

Índice de cuadros del anexo estadístico

CUADRO 1	EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL	122
CUADRO 2	PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS	123
CUADRO 3	PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DE LA EUROZONA	124

CUADRO 4	PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DEL REINO UNIDO	125
CUADRO 5	PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA DE JAPÓN	126
CUADRO 6	PRINCIPALES INDICADORES DE LA ECONOMÍA LATINOAMERICANA	126
CUADRO 7	TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES (en %)	127
CUADRO 8	PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES Y REGIONALES	128
CUADRO 9	PARIDADES CAMBIARIAS Y COTIZACIÓN DEL ORO	129
CUADRO 10	PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS BÁSICOS - BASE DÓLAR	130
CUADRO 11	PRECIOS INTERNACIONALES DE PRODUCTOS RELEVANTES PARA NUESTRO PAÍS	131
CUADRO 12	ARGENTINA: OFERTA Y DEMANDA FINALES (variación real, en %)	132
CUADRO 13	ARGENTINA: ESTIMADORES MENSUALES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA, INDUSTRIAL Y DE LA CONSTRUCCIÓN (variaciones reales, en %)	133
CUADRO 14	ARGENTINA: INFLACIÓN - DEVALUACIÓN (en porcentajes)	134
CUADRO 15	ARGENTINA : MERCADO DE TRABAJO	135
CUADRO 16	ARGENTINA: SECTOR EXTERNO	136
CUADRO 17	ARGENTINA: FINANZAS PÚBLICAS	137
CUADRO 18	ARGENTINA: INDICADORES DEL SISTEMA FINANCIERO	138
CUADRO 19	BRASIL: OFERTA Y DEMANDA FINALES (variación real, en %)	139
CUADRO 20	BRASIL : INFLACIÓN - DEVALUACIÓN (en %)	140
CUADRO 21	BRASIL : MERCADO DE TRABAJO	141
CUADRO 22	BRASIL: SECTOR EXTERNO	142
CUADRO 23	BRASIL : FINANZAS PÚBLICAS	143
CUADRO 24	BRASIL: INDICADORES MONETARIOS, DEL SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE CAPITALES	144
CUADRO 25	INGRESO NACIONAL Y AHORRO (variaciones anuales sobre valores a precios constantes, en %)	145
CUADRO 26	INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSIÓN (en % del PIB, a precios constantes)	145
CUADRO 27	FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN BRUTA INTERNA (IBI) (en millones de dólares y %)	146
CUADRO 28	ESTRUCTURA DE LA OFERTA Y DEMANDA FINALES (en % del PIB, sobre valores a precios corrientes)	146
CUADRO 29	ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (años seleccionados, en % del PIB, a precios corrientes)	147
CUADRO 30	ESTRUCTURA DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (en % de la inversión bruta fija total, a precios corrientes)	147
CUADRO 31	EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN BRUTA FIJA (variaciones sobre valores a precios constantes, en %)	148
CUADRO 32	EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB) (variaciones sobre valores a precios constantes en %, y cifras en dólares)	148
CUADRO 33	ESTRUCTURA DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (sobre valores a precios corrientes, en %)	149
CUADRO 34	EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (variaciones de índices de volumen físico, en %)	150
CUADRO 35	CULTIVOS CEREALEROS E INDUSTRIALES	151
CUADRO 36	EVOLUCIÓN DE LA FAENA NACIONAL DE BOVINOS POR CATEGORÍA (en cabezas y %)	152
CUADRO 37	EVOLUCIÓN DEL STOCK GANADERO POR CATEGORÍAS (al 30 de junio de cada año)	153

CUADRO 38	MEDICIONES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (Índice promedio 2005=100)	154
CUADRO 39	INDICADORES DE TIPO DE CAMBIO REAL (índices base 2000 = 100 y %).....	155
CUADRO 40	INTERCAMBIO COMERCIAL (en millones de dólares y %)	156
CUADRO 41	BALANZA COMERCIAL POR PAÍSES SELECCIONADOS (en millones de dólares y %)	157
CUADRO 42	EXPORTACIONES POR SECTOR DE ACTIVIDAD (en millones de dólares y %)	159
CUADRO 43	EXPORTACIONES CUMPLIDAS (en millones de dólares y %).....	160
CUADRO 44	EXPORTACIONES PAIS/PRODUCTO (enero-junio, en millones de dólares).....	161
CUADRO 45	EXPORTACIONES PAIS/PRODUCTO (Enero-junio 2008 respecto a enero-junio de 2007, en %).....	163
CUADRO 46	EXPORTACIONES EN VOLUMEN FÍSICO DE ALGUNOS PRODUCTOS (en toneladas y %)	165
CUADRO 47	VALORES UNITARIOS DE ALGUNOS PRODUCTOS DE EXPORTACIÓN (en miles de dólares/tonelada y %)	165
CUADRO 48	IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO (en millones de dólares corrientes y %)	166
CUADRO 49	IMPORTACIONES CUMPLIDAS (en millones de dólares y %).....	167
CUADRO 50	IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO SEGÚN ORIGEN GEOGRÁFICO (período enero-julio, en millones de dólares)	168
CUADRO 51	IMPORTACIONES POR DESTINO ECONÓMICO SEGÚN ORIGEN GEOGRÁFICO (variaciones en %).....	169
CUADRO 52	INGRESO DE TURISTAS A URUGUAY POR PAÍS DE RESIDENCIA (en miles de personas y %).....	170
CUADRO 53	INGRESOS Y EGRESOS DE DIVISAS POR TURISMO (en millones de dólares y %)	171
CUADRO 54	INGRESOS DE DIVISAS POR TURISMO: POR ZONA DE DESTINO Y TIPO DE GASTO (en millones de dólares y %)	171
CUADRO 55	BALANZA DE PAGOS (en millones de dólares).....	172
CUADRO 56	ENDEUDAMIENTO EXTERNO DEL URUGUAY (en millones de dólares y %)	173
CUADRO 57	ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA POR TIPO DE ACREEDOR (en millones de dólares y %)	174
CUADRO 58	TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO. TOTAL PAÍS (en porcentajes)	175
CUADRO 59	TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO. TOTAL PAÍS URBANO (en porcentajes).....	175
CUADRO 60	TASAS ESPECÍFICAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO POR SEXO (en porcentajes y puntos porcentuales).....	176
CUADRO 61	TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO POR DEPARTAMENTO (en porcentajes)	177
CUADRO 62	PERSONAS DESOCUPADAS POR CONDICIONES DE EMPLEO REQUERIDAS. POR REGIÓN (en porcentajes).....	178
CUADRO 63	CONTRIBUCIÓN A LA TASA DE DESEMPLEO, POR COMPONENTES, SEXO, EDAD Y RELACIÓN CON LA JEFATURA DEL HOGAR POR REGIÓN (en porcentajes)	179
CUADRO 64	POBLACIÓN OCUPADA POR CARACTERÍSTICAS DE LA OCUPACIÓN POR REGIÓN (en porcentajes y puntos porcentuales).....	180
CUADRO 65	SALARIOS REALES (índice base Dic. 95=100 y %)	181
CUADRO 66	INGRESO MEDIO DEL HOGAR SIN VALOR LOCATIVO TOTAL PAÍS Y POR REGIÓN (en pesos constantes de abril-junio de 2008 y %)	181
CUADRO 67	MEDIDAS DESCRIPTIVAS DEL INGRESO TOTAL PAÍS (en pesos constantes de abril-junio de 2008 y %)	182
CUADRO 68	INGRESOS POR FUENTE TOTAL PAÍS (en pesos constantes de abril-junio de 2008 y %)	182
CUADRO 69	RESULTADO SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (en millones de dólares y en %).....	183

CUADRO 70	RESULTADO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (en millones de dólares y %)	184
CUADRO 71	RESULTADO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (en % del PIB).....	185
CUADRO 72	GESTIÓN FINANCIERA DEL GOBIERNO CENTRAL (en millones de dólares y en %)	186
CUADRO 73	RECAUDACIÓN DE LA DIRECCION GENERAL IMPOSITIVA (en millones de dólares y en porcentaje)	187
CUADRO 74	INGRESOS Y EGRESOS DEL BANCO DE PREVISIÓN SOCIAL (en millones de dólares y en %)	188
CUADRO 75	RESULTADO FINANCIERO DE LAS PRINCIPALES EMPRESAS PÚBLICAS (en millones de dólares y en %)	189
CUADRO 76	INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO BRUTO DEL SECTOR PÚBLICO (en millones de dólares).....	191
CUADRO 77	EVOLUCIÓN DE LAS TARIFAS PÚBLICAS (variaciones en %).....	193
CUADRO 78	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (en %)	193
CUADRO 79	PRECIOS AL CONSUMO (variación acumulada en los últimos doce meses y en el año e incidencias, en %).....	194
CUADRO 80	PRECIOS AL CONSUMO HOGARES DE MENORES INGRESOS (variación acumulada en los últimos doce meses y en el año, en %).....	195
CUADRO 81	PRECIOS SELECCIONADOS (variación acumulada en los últimos doce meses y en el año, en %)	196
CUADRO 82	BALANCE MONETARIO DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY (variaciones en millones de pesos).....	197
CUADRO 83	ACTIVOS DE RESERVA DEL BCU: FACTORES DE VARIACIÓN Y STOCK (millones de dólares).....	198
CUADRO 84	POSICIÓN GENERAL EN MONEDA EXTRANJERA DEL BANCO CENTRAL DEL URUGUAY (variaciones en millones de dólares).....	199
CUADRO 85	PASIVOS MONETARIOS: FACTORES DE VARIACIÓN (millones de pesos).....	199
CUADRO 86	PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (variación nominal en %, últimos doce meses)	200
CUADRO 87	DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO EN EL SISTEMA BANCARIO (Millones de dólares y %)	201
CUADRO 88	CRÉDITOS VIGENTES Y VENCIDOS DEL SISTEMA BANCARIO. SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO (Millones de dólares y %).....	202
CUADRO 89	STOCK DE CRÉDITOS DEL SISTEMA BANCARIO POR SECTOR Y MONEDA (Millones de dólares y %)	203
CUADRO 90	MOROSIDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO (en porcentaje).....	204
CUADRO 91	TASAS DE INTERÉS DEL SISTEMA BANCARIO (promedios, en %).....	204
CUADRO 92	RÉGIMEN DE JUBILACIÓN POR AHORRO INDIVIDUAL OBLIGATORIO	205

Impreso en Montevideo, Uruguay
por Manuel Carballa en el mes
de octubre de 2008