



## **INFORME ECONÓMICO-FINANCIERO**

### **La situación macroeconómica durante 2004**

En el transcurso de 2004 la economía uruguaya consolidó el proceso de recuperación que se había iniciado a comienzos de 2003, tras la salida diseñada para la crisis del sistema financiero y la solución brindada a la concentración de vencimientos de deuda pública. En ese sentido, la producción global de bienes y servicios mostró un fuerte crecimiento en 2004, de 12,3%, recuperando de ese modo buena parte de la caída de la actividad registrada entre 1999 y 2002. El dinamismo productivo se sustentó en un entorno externo favorable y en un contexto interno de mejora en la situación financiera del gobierno y de política monetaria prudente.

En un marco de pronunciado aumento de los ingresos tributarios y de control del gasto público, el gobierno registró un aumento del superávit fiscal primario, que permitió alcanzar las metas fiscales acordadas con el FMI. En función del aumento del resultado primario, el gobierno decidió reducir la presión impositiva significativamente, principalmente a través de la eliminación de

alícuotas adicionales de impuestos introducidas durante la crisis de 2002.

Por otra parte, el Banco Central del Uruguay continuó aplicando un esquema de metas de base monetaria, en un régimen de flotación cambiaria, logrando mantener los precios bajo control. En ese contexto, la inflación minorista descendió nuevamente a niveles de un dígito. Adicionalmente, se consolidó el proceso de fortalecimiento del sistema financiero iniciado en 2003, constatándose una significativa mejora de los indicadores de solidez y liquidez de las instituciones de intermediación financiera.

### **Nivel de Actividad y Empleo**

El nivel de actividad económica exhibió un fuerte ritmo de crecimiento en el correr de 2004, consolidando el proceso de recuperación insinuado en 2003. En concreto, la producción global de bienes y servicios presentó un crecimiento de 12,3% en volúmenes físicos en 2004. De este modo, en el último trimestre de 2004 el nivel de actividad alcanzó valores similares a los observados a principios de 1999, aunque aún se ubicaba 4% por debajo del nivel máximo alcanzado en el tercer trimestre de 1998.



Del punto de vista de la demanda, el crecimiento económico se explicó tanto por el dinamismo del gasto interno como de la demanda externa. Dentro de los componentes de la demanda interna, corresponde destacar una importante recuperación de la inversión, en particular a la luz de un incremento de 32% de la inversión en capital fijo, elemento crucial para consolidar el retorno a una senda de crecimiento sostenido. Dentro de este último componente debe subrayarse la sensible recuperación de la inversión en maquinaria y equipos, que creció 73%. De todos modos, la inversión en capital fijo en términos del PIB se ubicó apenas en 11,4%, sustancialmente por debajo de los valores máximos alcanzados en 1998 (15,2%).

La demanda externa fue otro de los motores del crecimiento en 2004, ya que el volumen exportado de bienes y servicios creció 22,7%. La buena performance del sector exportador estuvo alentada por la suba de los precios de las principales commodities que produce nuestro país, el acceso más favorable a los mercados internacionales, la mayor demanda de servicios turísticos y el buen nivel de competitividad externa de los productos uruguayos.

En un contexto de crecimiento del ingreso, de reducción de impuestos y de mejores expectativas de los agentes, se verificó un

sensible aumento del consumo final. Ello se explicó principalmente por un mayor consumo privado (16,3%) ya que, por su parte, el consumo público mostró una moderada suba de 2,5% a raíz del control de gastos ejercido por el gobierno.

Del punto de vista de la oferta, corresponde subrayar que el crecimiento económico fue generalizado para los diferentes sectores productivos. En particular, deben destacarse los fuertes aumentos registrados en los sectores de comercio, restaurantes y hoteles (21%), y en la industria manufacturera (21,6%). Otros sectores que mostraron un sustantivo ritmo de expansión fueron transporte y comunicaciones (11,7%) y la actividad agropecuaria (13%), rubros que por otra parte ya habían mostrado un comportamiento relativamente favorable en los años previos.

El dinamismo de la actividad económica posibilitó un sensible aumento de los puestos de trabajo y una mejora de algunos indicadores del mercado laboral. Así, el empleo se expandió 6% cuando se compara el promedio de 2004 y 2003, lo que implicó la creación de 63 mil nuevos puestos de trabajo, según datos aportados por el Instituto Nacional de Estadística (INE). En consecuencia, la tasa de desocupación descendió a 13,1% de la población económicamente activa en el promedio de 2004 (desde un 16,9% en



el conjunto de 2003). Por su parte, en los últimos meses de 2004 se revirtió la tendencia descendente del ingreso medio de los hogares, que en definitiva exhibió un crecimiento de 2% real en el promedio de ese año.

### **Sector Externo**

En materia de balanza de pagos, la cuenta corriente registró un leve deterioro y presentó un déficit de US\$ 105 millones (0,8% del PIB) en 2004, frente a un desequilibrio de 0,5% del PIB en 2003. Ese déficit fue producto de un pago de renta neta de US\$ 531 millones (4% del PIB) que más que compensó el superávit de balanza comercial y las transferencias corrientes, de US\$ 426 millones (3,2% del PIB). No obstante ese desequilibrio corriente, la balanza de pagos presentó un superávit de US\$ 454 millones en el conjunto de 2004, en función de un significativo ingreso de capitales, reflejo de la consolidación de la confianza en el sistema financiero doméstico. Ello se tradujo en un superávit conjunto de la cuenta capitales y errores y omisiones de US\$ 559 millones. De ese modo, los activos de reserva del BCU ascendieron a US\$ 2.512 millones al cierre de 2004.

En materia de comercio de bienes, en 2004 las exportaciones exhibieron un marcado aumento, de 32,5% medidas en dólares según datos provistos por el Banco Central del Uruguay (BCU). El dinamismo exportador fue impulsado por un sensible incremento de los precios de las principales commodities que produce el país y por el favorable acceso a los mercados internacionales (en especial del sector cárnico). Al respecto, dentro de los grupos de actividad con mayor incidencia en el crecimiento de la venta de bienes al exterior se destacaron los frigoríficos (+58%), el sector agrícola (+22,5%) y los lácteos (29,3%). También se observó un fuerte incremento de las exportaciones de derivados del petróleo en virtud del cambio en el modo de producir de ANCAP, lo que derivó en mayores saldos exportables. En lo que refiere a destinos geográficos, cabe resaltar la creciente diversificación de nuestras exportaciones. Específicamente, en los últimos años los socios comerciales pertenecientes al MERCOSUR han perdido peso en nuestras ventas externas, pasando a representar apenas un 26% de nuestras exportaciones de bienes en 2004, cuando en 1998 exhibían un peso de 55%. Simultáneamente, otros destinos han ganado participación en nuestra pauta exportadora, dentro de los cuáles debe destacarse la creciente importancia del mercado del NAFTA (27% del total), esencialmente en razón del incremento de las ventas de carne a Estados Unidos.



Por su parte, las importaciones también registraron un notable aumento, de 42,2% en 2004, producto del dinamismo de la actividad y de la recuperación del gasto interno. En este sentido, corresponde destacar el acentuado dinamismo de las importaciones de bienes de capital, consistente con la recuperación de la inversión en maquinarias y equipos. La suba de las compras al exterior también se explicó por el sensible aumento del precio del petróleo y la necesidad de importación de energía eléctrica, factores que en su conjunto implicaron un aumento del orden de US\$ 200 millones.

### **Precios, salarios y tipo de cambio**

En un contexto de mejora de la situación financiera del sector público y de política monetaria restrictiva, la tasa de inflación se redujo a 7,6% en los doce meses terminados en diciembre de 2004 (10,2% en 2003). De esa manera, el Banco Central alcanzó la meta original de una inflación entre 7% y 9% para todo el año. A esos efectos, en un marco de flotación cambiaria, el Banco Central cumplió rigurosamente con las metas establecidas sobre la evolución de la base monetaria (meta intermedia de política monetaria).

Por su parte, en el transcurso de 2004 la cotización del dólar interbancario descendió 9,9%, para situarse en \$26,4 al cierre de diciembre (frente a \$29,4 a fin de 2003). Vale mencionar que la trayectoria descendente exhibida por el tipo de cambio en los últimos meses de 2004 fue un factor fundamental en la desaceleración de los precios minoristas, ya que amortiguó el impacto de la acentuada suba de los precios internacionales de petróleo, de la energía en general, y de varios productos básicos.

Por otra parte, cabe remarcar que las expectativas inflacionarias de los agentes se revisaron sistemáticamente a la baja en el transcurso del año pasado, marcando un proceso de convergencia hacia las metas oportunamente señaladas por la autoridad monetaria.

En materia de remuneraciones, en un contexto de sensible aumento de los puestos de trabajo, en 2004 el salario líquido medio interrumpió la tendencia descendente experimentada desde 2002 y, en cambio, registró una suba de 2,9% en términos reales (medición punta a punta). Esta evolución favorable estuvo asociada en parte a la eliminación de las alícuotas adicionales del Impuesto a las Retribuciones Personales (que se habían implementado en 2002).



## **Finanzas Públicas**

En 2004, se verificó una sensible mejora de las cuentas públicas, en virtud de una pronunciada suba de los ingresos tributarios en conjunto con una política de contención de las erogaciones. Concretamente, el déficit del sector público consolidado<sup>1</sup> descendió a \$7.165 millones en 2004, equivalentes a 1,9% del PIB, de un desequilibrio de 3,3% del PIB en 2003. Esa reducción obedeció esencialmente al incremento del superávit primario (resultado antes de intereses) a \$ 15.169 millones (aproximadamente 4,0% del PIB) en 2004, frente a un 3% del PIB en 2003. En consecuencia, el gobierno cumplió las metas fiscales pactadas originalmente con el Fondo Monetario Internacional.

En ese contexto de acentuado aumento de los ingresos, el gobierno decidió aplicar una reducción impositiva, principalmente mediante la eliminación de las alícuotas adicionales de los impuestos introducidos en forma transitoria durante la crisis vivida en 2002, en particular del Impuesto a las Retribuciones Personales (IRP), Impuesto a la Renta de Industria y Comercio (IRIC), el Cofis a las empresas públicas (creado en 2001) y parte del Impuesto a las Telecomunicaciones (ITEL).

---

<sup>1</sup> Comprende gobierno central consolidado, empresas públicas, Banco Central del Uruguay y gobiernos locales. Excluye “otros organismos” del Estado, principalmente Banco de Seguros del Estado. Estadísticas por fuente de financiamiento (abajo de la línea). Fuente: Banco Central del Uruguay.

En términos desagregados, la mejora en las cuentas del Estado se explicó exclusivamente por el mayor ahorro del gobierno central consolidado<sup>1</sup>, cuyo superávit primario trepó de 1,1% en 2003 a 2,5% del PIB en 2004<sup>2</sup>. Por su parte, las empresas públicas presentaron un resultado primario de 1,6% del PIB, inferior al registrado el año previo (2,1% del PIB). El deterioro fiscal de las empresas públicas obedeció esencialmente al peor resultado de UTE en un contexto de crisis energética.

Específicamente, el incremento del resultado primario del gobierno central consolidado fue producto de la combinación de mayores ingresos y de un crecimiento relativamente más lento de las erogaciones primarias. En este sentido, los ingresos reales del gobierno central consolidado crecieron 10,8%, destacándose la fuerte suba de la recaudación de la Dirección General Impositiva, de 14,6% real, consistente con el dinamismo de la actividad económica y en particular del consumo privado<sup>2</sup>. Por su parte, los gastos primarios del gobierno aumentaron sólo 3,5% en términos reales.

---

<sup>1</sup> Comprende cifras armonizadas del gobierno central y del Banco de Previsión Social.

<sup>2</sup> El resultado de 2004 incluye ingresos extraordinarios por concesión del Aeropuerto de Carrasco y Bandas Celulares por un total de 0,4% del PIB y gastos extraordinarios por un 0,6% del PIB provenientes de la reducción de la deuda flotante, el pago de partidas especiales de salarios y pasividades originadas en 2003 y los costos asociados al proceso electoral.



En un contexto de perspectivas financieras más auspiciosas para los mercados emergentes en general y de mayor ahorro fiscal en Uruguay en particular, se observó una significativa reducción de los spreads pagados por el gobierno uruguayo. En efecto, el riesgo país medido a través del Índice UBI (República AFAP) se ubicó cerca de 400 puntos a fin de año (superaba los 600 puntos al término de 2003), constatándose un proceso de progresiva convergencia a los spreads medios pagados por los mercados emergentes.

En ese contexto de mejores perspectivas financieras, el gobierno continuó accediendo a los mercados internacionales de capitales. Concretamente, en marzo el gobierno efectuó la reapertura de los Bonos Globales en UI 2006, ampliando la serie por un monto efectivo de \$ 2.930 millones (equivalente a unos US\$ 99 millones). Un aspecto a destacar es la menor tasa de rendimiento pagada en esa ocasión, de 8,5% anual en UI, frente a una tasa de 10,5% en la primera emisión realizada en octubre de 2003. Posteriormente, en agosto el gobierno concretó la colocación de un bono en moneda nacional con protección frente a la devaluación en los mercados internacionales, a una tasa de 17,75% anual en pesos<sup>1</sup>. En dicha oportunidad las autoridades obtuvieron financiamiento por \$ 7.359 millones, o el equivalente a US\$ 250 millones, lo que ayudó a

---

<sup>1</sup> En rigor, el título pagaba el mayor rendimiento de dos opciones: la tasa de interés en pesos de 17,75% anual o la devaluación del período.

disipar las dudas sobre el financiamiento de corto plazo que se generaban en un año de elecciones nacionales.

### **Sistema Financiero**

En 2004 se consolidó el proceso de recuperación de la confianza en el sistema financiero, el cual se había iniciado tras la salida diseñada para afrontar la crisis bancaria que se vivió en 2002 y a principios de 2003. La creciente solidez del sistema se reflejó en la mejora exhibida por los indicadores de morosidad, solvencia y liquidez, comportamiento que, sin dudas, se vio favorecido por la fuerte expansión productiva. En este contexto, los depósitos continuaron retornando al sistema bancario doméstico, reflejando la creciente confianza de los agentes en el sistema a pesar del año electoral. En efecto, los depósitos del sector no financiero en moneda extranjera se incrementaron casi US\$ 400 millones en el transcurso de 2004. También se verificó un sensible incremento de los depósitos en moneda nacional, aunque de todos modos la mayor parte de las colocaciones (89%) se mantenía en moneda extranjera.

Vale la pena mencionar otros elementos que incidieron favorablemente en el fortalecimiento del sistema financiero. En ese sentido, corresponde señalar los avances logrados por las



autoridades económicas en lo que refiere a la reestructura de la banca pública, en particular en materia de disminución de costos y recuperación de la rentabilidad. Adicionalmente, el Baco República (BROU) concretó el pasaje de la cartera de activos de difícil recuperación a un organismo especializado. A su vez, debido a la buena liquidez que tiene esta institución, las autoridades decidieron adelantar el cronograma de devolución del segundo y tercer tramo de los depósitos reprogramados (Ley de agosto de 2002). Vale señalar, en ese sentido, que los agentes han optado por mantener la mayor parte de esos depósitos en dicha institución, lo que constituye otro indicador de la recuperación de la confianza en el sistema.

Por otra parte, corresponde señalar que el gobierno completó la tercerización de la administración de las carteras de menor calidad provenientes de los bancos liquidados, las cuales previamente estaban manejadas por el sector público. Finalmente, otro elemento que merece destaque es el avance registrado en el marco regulatorio y en materia de supervisión bancaria por parte del Banco Central del Uruguay y en lo que refiere a la creciente disponibilidad de información al público.





### **La ejecución presupuestal**

El Estado de Resultados Consolidado correspondiente a la ejecución del ejercicio 2004 muestra un total de recursos de \$ 76.988,2 millones, mientras que las erogaciones totales alcanzaron los \$ 112.024,8 millones. De esta forma, el resultado del ejercicio fue deficitario en \$ 35.036,6 millones que se discrimina en: Presupuestario \$ 11.085,2 millones y extraordinarios \$ 23.951,4 millones.

- Comparativamente con el ejercicio anterior, medido a precios promedios del 2004, el resultado de operaciones normales del gobierno del ejercicio es mejor en \$ 7.445,9 millones, debido a que en este ejercicio se registró un incremento de los recursos en \$ 7.038,5 millones y una disminución de los egresos en \$ 407,4 millones. Esta disminución de los egresos fue consecuencia de un mayor gasto de funcionamiento en \$ 3.907,4 millones, una disminución operada en los gastos de inversión \$ 31,4 millones y en las Partidas a Regularizar y Déficit no financiados en \$ 4.283,4 millones.

Por otro lado las erogaciones correspondientes a resultados registrados por operaciones extraordinarias, fundamentalmente relacionadas con la Asistencia Financiera al Sistema Financiero,

con origen en el ejercicio 2002, registra un aumento de \$ 10.444,2 millones.

Este aumento está justificado por la registraci3n en el ejercicio 2004 de una provisi3n de cr3ditos incobrables respecto de los activos contra los bancos liquidados, por \$ 23.277,8 millones, del Fideicomiso relacionado con la cartera de deudores del BHU, por \$ 325.621,1 millones y de la p3rdida patrimonial resultado en un canje de t3tulos con el Banco de Cr3dito por \$ 348 millones.

Tambi3n medido a valores constantes del a3o 2004, el comportamiento de los rubros ajustados de funcionamiento muestra que las variaciones m3s significativas con respecto al ejercicio 2003, fueron las siguientes:

- a) El rubro Costo de Personal aument3 en \$ 497,2 millones;
- b) Las transferencias a la Seguridad Social disminuyeron en \$ 2.949,7 millones
- c) El rubro Subsidios y otras transferencias aument3 en \$5.327,8 millones como consecuencia de la mayor emisi3n de Certificados de Cr3dito de la D.G.I., en parte justificados por los Convenios de pago de adeudos con proveedores del Estado.
- d) Finalmente, el rubro Intereses y Comisiones se increment3 en \$ 1.230,6 millones debido al aumento del pago de los intereses de la Deuda P3blica.

Las Partidas a Regularizar y d3ficit no financiados disminuyen en \$ 4.283,4 millones y se explica, en su casi totalidad, porque



en el ejercicio 2003 se contabilizaron en este concepto las partidas correspondientes a Tickets de alimentación para los funcionarios públicos y pasivos por \$ 916,4 millones y la cancelación de la Deuda de PLUNA con el Banco Central del Uruguay, originada en la refinanciación de la Deuda del año 1991, por un monto de \$ 316,2 millones.

Finalmente, considerando el Resultado Global del Gobierno, incluyendo la totalidad de las operaciones presupuestarias y extraordinarias registra un peor resultado de \$ 2.998,3 millones a precios promedio de 2004.