

## URUGUAY

### 1. Rasgos generales de la evolución reciente

Como doceavo año consecutivo de crecimiento económico, 2014 marca un hito en la historia económica del país, tradicionalmente caracterizada por un bajo crecimiento de largo plazo y fuertes oscilaciones del nivel de actividad.

En 2014 el PIB del Uruguay creció un 3,5%. Si bien es una tasa favorable en comparación con el promedio regional, constituye una marcada desaceleración respecto del 5,1% de crecimiento de 2013 y se trata de la segunda menor tasa de crecimiento desde 2004.

Para 2015, se espera que la tendencia a la desaceleración de la actividad económica se mantenga, aunque se proyecta un desempeño más favorable que el regional. En concreto, se estima que el PIB crecerá en 2015 entre un 2% y un 3%, aunque algunos analistas manejan cifras algo inferiores. Parte de este crecimiento provendrá de la industria manufacturera, gracias a la puesta en funcionamiento de una planta de celulosa a mediados de 2014, y del continuado impulso de la demanda interna, dado que la demanda internacional estará deprimida.

Como resultado de las elecciones efectuadas en octubre de 2014, el partido de gobierno continúa en el poder, habiendo obtenido nuevamente las mayorías parlamentarias. El nuevo gobierno encuentra una situación social favorable, con niveles de pobreza y desempleo históricamente reducidos, bajo endeudamiento y alto acceso al crédito internacional. En materia económica, sus principales desafíos a corto plazo son mantener el control de la inflación —que sistemáticamente se ubica por encima del rango establecido como meta—, reducir el déficit fiscal y mantener un nivel de actividad aceptable en un contexto internacional de mayor incertidumbre. En cuanto al primer punto, será clave su accionar en las rondas de los consejos de salarios, que entre junio de 2015 y enero de 2016 marcarán las pautas de aumento salarial para los próximos años. El objetivo del gobierno es que las pautas le permitan desindexar la economía y atender a la vez las necesidades de sectores, fundamentalmente transables, que puedan tener dificultades de competitividad. En este sentido, se espera una política fiscal más contractiva y, probablemente, una política monetaria menos contractiva. A mediano plazo, el gobierno debe encontrar el espacio fiscal para desarrollar un sistema nacional de cuidados y realizar una reforma educativa, compromisos asumidos en las últimas elecciones.

### 2. La política económica

#### a) La política fiscal

En 2014 el resultado del sector público fue negativo, de un -3,4% del PIB, lo que implica un aumento del déficit de 1 punto porcentual con respecto al año anterior. El déficit fiscal ha venido en aumento en los últimos años, impulsado por una mayor inversión pública, medidas de control de la inflación y un incremento de los intereses de la deuda pública.

El país continuó con su política fiscal expansiva, impulsando la demanda agregada mediante el incremento de inversiones en empresas públicas y rebajas de las tasas impositivas bajo ciertas condiciones, como se detallará más adelante. En este escenario, es esperable que a lo largo de 2015 el nuevo gobierno realice ajustes de tarifas y reduzca las inversiones en empresas públicas como una forma de reducir el déficit fiscal. Sin embargo, pese al incremento del déficit fiscal del sector público, aún existe cierto margen para expandir el gasto sin que ello comprometa la sostenibilidad de la deuda, en la medida en que la deuda neta se siga manteniendo en niveles relativamente bajos. Al cierre de diciembre de 2014, la deuda bruta del sector público equivalía al 58% del PIB, mientras que la deuda neta que se obtiene descontando los activos de reserva se ubicó en un 21% del PIB, lo que implica una reducción de 2 puntos porcentuales del PIB con respecto a igual período del año anterior. A mediados de este año se aprobará el nuevo presupuesto quinquenal, que fijará la pauta del gasto público de los siguientes cinco años. En este sentido, se espera un presupuesto austero para los primeros dos años del quinquenio, con la posibilidad de expandir el gasto a partir de 2017 si las circunstancias económicas lo permiten.

Desde agosto de 2014 está vigente una rebaja del 2% del IVA sobre las transacciones que se realicen por medios electrónicos (tarjetas de débito y crédito, instrumentos de dinero electrónico, débitos automáticos, teléfonos celulares o Internet), en el marco de una estrategia de fortalecimiento de la inclusión financiera, que se refleja en la Ley núm. 19210. El objetivo de esta ley es ampliar la eficiencia de los medios de pago, fomentar la utilización del sistema financiero, reducir la informalidad y combatir las prácticas fraudulentas. Además, está vigente de forma transitoria una rebaja adicional del 2% si se utilizan algunos medios, como tarjetas de débito o débitos bancarios. La reglamentación de la ley prevé que a partir de mayo de 2017 todos los salarios, pasividades y prestaciones sociales se empiecen a pagar mediante acreditaciones bancarias. Para los primeros años de la reforma, la renuncia fiscal estimada es del 0,1% del PIB.

El gobierno tiene como práctica ajustar las tarifas públicas (electricidad, combustible y telefonía) en enero de cada año. En 2015 los precios de referencia indicaban que se debía realizar una importante baja de las tarifas, pero se realizó un ajuste menor. Varios analistas interpretaron este acto como un ajuste fiscal encubierto y dedujeron que existía preocupación en el nuevo gobierno por la recaudación fiscal, la que, de hecho, en los primeros meses de 2015 fue inferior a la esperada.

## **b) La política monetaria**

El Banco Central del Uruguay (BCU) continúa con su política monetaria contractiva utilizando como indicador el agregado monetario M1 ampliado (emisión de dinero, depósitos a la vista y cajas de ahorro). Específicamente, la autoridad monetaria se propone realizar descensos graduales de los crecimientos interanuales del M1 ampliado. En efecto, tanto en el último trimestre de 2014 como en el primer trimestre de 2015, los aumentos interanuales de este indicador fueron congruentes con la referencia indicada por el BCU. A modo de ejemplo, el rango de variación interanual del M1 ampliado propuesto para el cuarto trimestre de 2014 fue de un 8% a un 10%, y la variación interanual observada se ubicó en un 7%, por debajo incluso del rango establecido como meta por la autoridad monetaria. Dicho rango de referencia se relaciona con el objetivo de convergencia de la inflación al rango propuesto como meta en julio de 2014 (del 3% al 7%). Al analizar la composición del M1 ampliado, se observa una contracción en términos reales del circulante.

Si bien la política monetaria continuó siendo contractiva, las tasas de los instrumentos de regulación financiera (la tasa adjudicada de las Letras de Regulación Monetaria) fueron más bajas desde finales de 2014 y principios de 2015, situándose entre un 10% y un 14%, lo que implica que se redujo el empleo de este instrumento, utilizado para mantener un bajo nivel de circulante. Finalmente, en un contexto de menor crecimiento económico de los países de la región y de un menor flujo de

capitales hacia las economías emergentes, la autoridad monetaria consideró pertinente la eliminación gradual de los encajes marginales en moneda extranjera, medida contractiva vigente en los últimos cuatro años.

### **c) La política cambiaria**

Desde la última crisis económica ocurrida a principios de la década de 2000, el Uruguay mantiene un tipo de cambio flexible. Desde mediados de 2014, el peso uruguayo no acompañó la evolución del real brasileño y el euro, por lo que se deterioró la competitividad de los productos del país en el Brasil y Europa, el segundo y tercer mercado en importancia, respectivamente. Por otra parte, en varios meses de 2014 hubo amplias diferencias cambiarias con la Argentina, que afectaron negativamente la cuenta comercial de la balanza de pagos, tanto en los bienes, por las importaciones de bienes de consumo, como en los servicios, por el auge del turismo emisor. El año 2014 finalizó con una cotización del dólar de 24,3 pesos uruguayos (un 14% más que en diciembre de 2013); en los primeros meses de 2015 se observó una suba sostenida de la cotización de esta divisa, que al cierre de mayo alcanzó los 26,8 pesos uruguayos y se espera que se ubique en alrededor de 27,5 pesos uruguayos hacia fin de año. En los 12 meses transcurridos hasta mayo de 2015, la cotización del dólar acumuló una suba del 17%. De todas formas, no parece probable que se alcancen los niveles de tipo de cambio real bilateral observados a mediados de 2014 con estas economías.

### **d) Otras políticas**

Desde mediados de 2014, el Uruguay se ha integrado a las negociaciones del acuerdo sobre el comercio de servicios (TISA) de la Organización Mundial del Comercio (OMC). La medida ha generado controversia porque los socios tradicionales del país no forman parte de la negociación. El TISA se orienta a profundizar la liberalización del comercio más allá del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios (AGCS) en los sectores de licencias, servicios financieros, comercio electrónico, telecomunicaciones, transporte marítimo y movimientos temporales de personas.

En el país existe consenso acerca de que el incremento de la producción de los últimos años ha saturado la infraestructura existente; por lo tanto, uno de los puntos prioritarios para el gobierno refiere a mejorar la infraestructura, fundamentalmente la vial. Para esto, pretende darle un impulso a la Ley núm. 18786 sobre contratos de participación público-privada para la realización de obras de infraestructura y prestación de servicios conexos, que hasta ahora ha tenido escasa aplicación. Los sectores en los cuales se pueden efectuar contratos de participación público-privada son las obras viales, ferroviarias y portuarias; la energía energética; la eliminación y el tratamiento de residuos; las obras de interés social (cárceles, centros de salud, centros de educación, viviendas, complejos deportivos y obras de desarrollo urbano), y las obras de colonización de tierras.

Con el objetivo de armonizar y racionalizar los instrumentos de política, el nuevo gobierno pretende aprobar la creación de un sistema nacional de competitividad en el marco de la Oficina de Planeamiento y Presupuesto. Este sistema sustituirá al Gabinete Productivo, al Gabinete Ministerial de la Innovación y a la Comisión Interministerial para Asuntos de Comercio Exterior, creados por las anteriores administraciones. El propósito de esta política es dar respuesta a la creciente preocupación acerca de que el actual modelo de desarrollo basado en recursos naturales, que ha sido fuente de crecimiento en los últimos años, está dando muestras de agotamiento. La iniciativa parte del diagnóstico de que los gabinetes anteriores duplicaban esfuerzos y se requiere una visión más sistémica y articulada para atender el problema de la competitividad, un aspecto del desarrollo productivo que en el estado actual de la acumulación de factores productivos es de vital importancia.

### **3. La evolución de las principales variables**

#### **a) La evolución del sector externo**

En 2014 la cuenta corriente registró un déficit de 2.623 millones de dólares, equivalente al 4,6% del PIB. Sin embargo, los resultados de la cuenta de capital y financiera han permitido financiar el déficit y aumentar los activos de reserva en 1.360 millones de dólares, monto equivalente al 2,4% del PIB. Respecto del año anterior, el país redujo levemente el déficit de la cuenta corriente, pero al mismo tiempo disminuyó más el saldo neto de la cuenta de capital y financiera. El resultado de la cuenta corriente obedece a desempeños diferenciados en los dos semestres del año, fundamentalmente de la cuenta de servicios y de las importaciones de insumos, como se verá más adelante.

Las exportaciones de bienes se incrementaron un 1,2% en 2014, lo que deriva de un 3,6% de aumento del volumen y un 2,4% de caída de los precios. Los productos primarios fueron los que experimentaron una mayor caída, especialmente la soja y el trigo. Los últimos datos disponibles publicados por el banco central indican una leve tendencia hacia la disminución de las exportaciones, lo que se explica principalmente por la caída de los precios internacionales de los productos básicos, particularmente de la soja. La coyuntura menos favorable de las economías de la región ha contribuido al menor dinamismo de las exportaciones, sobre todo en el comercio con el Brasil, tendencia que continúa en el presente año. Asimismo, la demanda de China se redujo en los últimos meses. En lo que respecta al ingreso por turismo receptivo, este se redujo un 8,4% en 2014, principalmente por el menor gasto diario de los turistas y la menor duración de las estadías en el país. Sin embargo, en 2015 la tendencia se revirtió y aumentó tanto el número de turistas como el gasto promedio, por lo que los ingresos por turismo aumentaron un 7%.

Las importaciones se contrajeron un 2,4% en 2014, como consecuencia de la caída abrupta del precio del petróleo hacia mediados de año, que ha contribuido a disminuir el valor de las importaciones de dicho producto (-16,2%), lo que a su vez generará efectos favorables sobre la balanza comercial en 2015. Si se consideran las importaciones sin el petróleo, los productos destilados y la energía eléctrica, se observa un incremento del 1,8% al cierre de 2014. Este aumento se atribuye fundamentalmente a los bienes duraderos, excluidos los automóviles, que experimentaron una contracción respecto del cierre de diciembre de 2013. Las importaciones de bienes de capital también registraron un incremento significativo el año anterior (9,4%), principalmente las vinculadas al rubro de maquinaria y equipos. Desde finales de 2013 se registró un fuerte incremento del turismo emisor, que alcanzó sus niveles máximos en el segundo trimestre de 2014, momento en el cual el diferencial de precios con la Argentina se redujo, impactando en un menor turismo emisor sobre el final de 2014 y comienzos de 2015. Como resultado, en 2014 dejó de observarse el histórico superávit de los servicios, aunque los datos de ingresos y egresos del turismo del primer trimestre indican que en 2015 volvería a registrarse.

#### **b) El crecimiento económico**

La economía uruguaya creció un 3,5% en 2014, observándose tasas anuales de crecimiento del PIB positivas en la mayoría de los sectores de actividad. Los sectores que lideraron el crecimiento fueron el de gas, electricidad y agua (específicamente la generación y distribución de energía eléctrica y principalmente la hidráulica, lo que obedece a las abundantes lluvias producidas); la industria manufacturera (sobre todo por la puesta en funcionamiento de una nueva pasta de celulosa, ya que el resto del sector evidencia signos de estancamiento), y el sector de transporte y telecomunicaciones (en concreto, por las telecomunicaciones, área en continua expansión). En contraposición, se contrajo la actividad de la construcción y del sector de comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles. En el caso de la construcción, esto respondió a la finalización de grandes inversiones y sobre todo a una merma

de la inversión inmobiliaria, mientras que en el segundo sector se refleja el resultado negativo de la temporada turística.

En lo que se refiere al gasto, en el último trimestre de 2014 la demanda interna aumentó levemente respecto de igual período del año anterior, a causa fundamentalmente del incremento del gasto en el consumo final privado (4,0%). Mientras tanto, la formación bruta de capital se redujo y el saldo comercial respecto del año anterior fue menos negativo. Según la encuesta de expectativas económicas publicada por el BCU, los analistas privados prevén que la economía crecerá en 2015 entre un 2% y un 3%, si bien existe un efecto estadístico favorable por la medición de las nuevas exportaciones de pasta de celulosa realizadas en el primer semestre del año, de alrededor de 1 punto porcentual del PIB.

La inversión extranjera directa neta se redujo un 9% en 2014, alcanzando un 4,6% del PIB. Este resultado se debe a la finalización de la inversión en la planta de celulosa en el primer semestre y a un enfriamiento de la inversión inmobiliaria en el balneario Punta del Este, que había experimentado varios años de gran actividad. Este nivel de IED es el más bajo de los últimos ocho años.

### **c) La inflación, las remuneraciones y el empleo**

La inflación interanual al cierre de diciembre de 2014 se ubicó en un 8,26% y en abril de 2015 en un 8,23%. La inflación ha estado persistentemente por encima del rango establecido como meta (entre el 3% y el 7%), lo que propició la adopción de una serie de medidas de contención de precios a lo largo de 2014 para contribuir a la convergencia a ese rango. Las medidas más efectivas tienen que ver con las tarifas públicas, que durante el año tuvieron aumentos inferiores al nivel medio de los precios al consumo, aunque al efectuar el ajuste tarifario de enero de 2015 (cuando no se siguieron los precios de referencia), se priorizó el combate al déficit fiscal en lugar del control de la inflación. Los agentes económicos esperan que la inflación se mantenga en torno al 8% o al 9%, por debajo de los dos dígitos, pero por encima del rango establecido como meta, como ocurrió en los últimos años.

Finalmente, el mercado de trabajo mostró un comportamiento relativamente estable durante 2014. En los primeros meses de 2015, se observan leves reducciones de las tasas de actividad y de ocupación, y un incremento de la tasa de desempleo, aunque aún continúa en niveles históricamente bajos. En concreto, a febrero de 2015 la tasa de actividad fue del 63,3%, la tasa de empleo del 58,8% y el desempleo alcanzó el 7,1%, mientras que un año antes las cifras eran del 65,7%, el 61,1% y el 7,0%, respectivamente. Por otra parte, el salario real sigue incrementándose. A modo de ejemplo, al cierre del año anterior la variación interanual del salario real fue de un 3,5% y en los primeros meses del año continúa en valores similares. Los incrementos salariales de los últimos años han sido relativamente más importantes en los sectores de menores ingresos del mercado de trabajo, lo que contribuyó a reducir la desigualdad de los ingresos laborales.

Cuadro 1  
URUGUAY: PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 a/
	<b>Tasas de variación anual b/</b>								
Producto interno bruto total	4.1	6.5	7.2	4.2	7.8	5.2	3.3	5.1	3.5
Producto interno bruto por habitante	3.9	6.3	6.8	3.9	7.5	4.8	3.0	4.7	3.1
Producto interno bruto sectorial									
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	5.3	-10.2	2.1	3.3	-1.5	13.2	-0.5	4.9	2.1
Explotación de minas y canteras	19.0	6.3	1.7	31.1	35.5	-21.1	-2.3	19.7	-9.9
Industrias manufactureras	4.8	8.3	8.1	5.2	2.6	2.0	-5.1	2.1	5.5
Electricidad, gas y agua	-25.7	50.2	-51.1	11.6	89.3	-24.2	-22.7	56.0	19.4
Construcción	7.0	9.3	2.6	2.7	2.4	2.4	15.6	2.0	-1.8
Comercio al por mayor y al por menor, restaurantes y hoteles	4.6	8.7	11.9	0.9	11.6	7.0	6.1	2.6	0.6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	11.1	16.1	30.7	14.9	15.0	10.7	9.7	9.5	6.6
Establecimientos financieros, seguros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	1.3	2.4	1.3	1.1	1.9	2.2	1.7	2.2	1.4
Servicios comunales, sociales y personales	0.4	3.8	8.0	4.4	3.9	6.9	5.2	6.1	4.8
Producto interno bruto por tipo de gasto									
Gasto de consumo final	5.9	6.8	9.1	2.6	8.6	6.7	5.1	5.2	4.0
Consumo del gobierno	2.1	4.7	9.3	5.2	3.1	3.7	5.9	5.0	2.5
Consumo privado	6.5	7.1	9.1	2.3	9.4	7.2	5.0	5.2	4.2
Formación bruta de capital	12.1	7.4	25.0	-11.2	15.2	9.9	13.9	8.6	-1.2
Exportaciones de bienes y servicios	5.6	4.8	8.5	4.5	7.2	5.8	3.1	0.2	1.9
Importaciones de bienes y servicios	15.7	5.9	24.4	-8.7	13.7	12.5	13.5	3.5	0.5
Inversión y ahorro c/	<b>Porcentajes de PIB</b>								
Formación bruta de capital	19.5	19.5	23.2	19.6	19.4	20.9	22.8	22.7	21.4
Ahorro nacional	17.5	18.6	17.5	18.4	17.6	18.0	17.6	17.6	16.8
Ahorro externo	2.0	0.9	5.7	1.2	1.8	2.9	5.2	5.1	4.6
Balanza de pagos	<b>Millones de dólares</b>								
Balanza de cuenta corriente	-392	-220	-1,730	-384	-733	-1,374	-2,691	-2,924	-2,623
Balanza de bienes	-499	-545	-1,714	-504	-527	-1,431	-2,361	-1,352	-918
Exportaciones FOB	4,400	5,100	7,095	6,392	8,031	9,274	9,916	10,256	10,380
Importaciones FOB	4,898	5,645	8,810	6,896	8,558	10,704	12,277	11,608	11,298
Balanza de servicios	409	703	753	1,025	1,157	1,519	1,074	141	1
Balanza de renta	-428	-516	-918	-1,043	-1,503	-1,618	-1,519	-1,842	-1,836
Balanza de transferencias corrientes	126	137	148	138	140	156	115	129	129
Balanzas de capital y financiera d/	2,791	1,231	3,963	1,972	372	3,938	5,978	5,869	3,983
Inversión extranjera directa neta	1,495	1,240	2,117	1,512	2,349	2,511	2,539	3,027	2,741
Otros movimientos de capital	1,296	-9	1,846	460	-1,977	1,427	3,439	2,842	1,242
Balanza global	2,399	1,010	2,233	1,588	-361	2,564	3,287	2,945	1,360
Variación en activos de reserva e/	15	-1,005	-2,232	-1,588	361	-2,564	-3,287	-2,945	-1,360
Otro financiamiento	-2,414	-5	0	0	0	0	0	0	0
Otros indicadores del sector externo									
Tipo de cambio real efectivo (índice 2005=100) f/	99.1	99.3	93.2	91.3	79.9	77.9	76.3	70.8	74.9
Relación de precios del intercambio de bienes (índice 2010=100)	88.6	88.7	94.1	96.9	100.0	101.8	105.7	107.5	111.5
Transferencia neta de recursos (millones de dólares)	-52	710	3,045	929	-1,131	2,320	4,459	4,027	2,147
Deuda externa bruta total (millones de dólares)	12,977	14,864	15,425	17,969	18,425	18,345	21,122	22,862	24,192
Empleo	<b>Tasas anuales medias</b>								
Tasa de participación g/	60.8	62.5	62.7	63.4	62.9	64.8	64.0	63.6	64.7
Tasa de desempleo abierto h/	11.3	9.8	8.3	8.2	7.5	6.6	6.7	6.7	6.9
Tasa de subempleo visible h/	13.6	12.9	10.8	9.2	8.9	7.6	7.4	6.9	6.9

Cuadro 1 (conclusión)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 a/
<b>Precios</b>	<b>Porcentajes anuales</b>								
Variación de los precios al consumidor (diciembre a diciembre)	6.4	8.5	9.2	5.9	6.9	8.6	7.5	8.5	8.3
Variación de los precios al productor (diciembre a diciembre)	8.2	16.1	6.4	10.5	8.4	11.1	5.9	6.3	10.6
Variación del tipo de cambio nominal (promedio anual)	-1.8	-2.4	-10.8	7.8	-11.2	-3.7	5.1	0.9	13.6
Variación de la remuneración media real	4.3	4.7	3.5	7.4	3.3	4.0	4.2	3.0	3.4
Tasa de interés pasiva nominal i/	1.7	2.3	3.2	4.0	3.7	4.4	4.2	4.3	4.4
Tasa de interés activa nominal j/	10.7	10.0	13.1	16.6	12.0	11.0	12.0	13.3	17.2
<b>Gobierno central</b>	<b>Porcentajes de PIB</b>								
Ingresos totales	21.6	21.0	20.6	20.3	20.7	20.6	19.9	20.7	19.9
Ingresos tributarios	19.0	18.4	18.2	17.9	18.1	18.3	17.9	18.2	17.7
Gastos totales	22.6	22.6	21.7	21.7	21.9	21.1	21.8	22.2	22.2
Gastos corrientes	21.2	21.1	19.8	20.2	20.2	19.7	20.4	20.8	20.8
Intereses	4.2	3.8	2.9	2.7	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3
Gastos de capital	1.4	1.5	1.8	1.6	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
Resultado primario	3.2	2.1	1.8	1.3	1.2	1.8	0.4	0.9	-0.1
Resultado global	-1.0	-1.6	-1.1	-1.5	-1.1	-0.6	-1.9	-1.5	-2.3
<b>Deuda del sector público no financiero</b>	60.6	57.2	44.5	53.3	39.9	38.4	40.2	36.9	37.4
Interna	16.9	14.9	13.2	18.6	13.6	14.9	15.1	12.2	11.3
Externa	43.7	42.3	31.4	34.7	26.3	23.6	25.1	24.8	26.1
<b>Moneda y crédito</b>	<b>Porcentajes del PIB, saldos a fin de año</b>								
Crédito interno	...	...	...	15.1	18.4	18.3	17.4	18.6	19.2
Al sector público	...	...	...	-2.3	-2.8	-3.9	-4.9	-4.8	-3.8
Al sector privado	...	...	...	19.2	20.4	20.2	20.4	20.4	20.3
Otros	...	...	...	-6.0	-5.9	-5.2	-4.6	-5.4	-5.8
<b>Base monetaria</b>	4.6	5.7	5.6	5.4	5.4	5.7	6.0	6.4	6.2
Dinero (M1)	7.6	8.6	8.7	8.7	9.8	10.2	9.9	9.9	8.8
M2	11.8	13.2	13.4	13.7	15.8	16.8	16.5	16.6	15.6
Depósitos en moneda extranjera	33.8	27.4	31.8	25.4	26.5	26.7	25.7	28.3	31.5

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras en moneda nacional a precios constantes de 2005.

c/ Sobre la base de los valores calculados en moneda nacional expresados en dólares corrientes.

d/ Incluye errores y omisiones.

e/ El signo menos (-) indica aumento de los activos de reserva.

f/ Promedio anual, ponderado por el valor de las exportaciones e importaciones de bienes.

g/ Total nacional. Hasta 2005, total urbano.

h/ Total urbano.

i/ Depósitos a plazo, 30-61 días, en moneda nacional.

j/ Crédito a empresas a 30-367 días.

**Cuadro 2**  
**URUGUAY: PRINCIPALES INDICADORES TRIMESTRALES**

	2013				2014				2015	
	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2	Trim.3	Trim.4	Trim.1	Trim.2 a/
Producto interno bruto total (variación respecto del mismo trimestre del año anterior) b/	4.7	6.5	3.7	5.5	3.0	3.7	3.5	3.1	4.0	...
Reservas internacionales brutas (millones de dólares)	13,137	14,701	15,715	16,173	16,376	17,637	18,028	17,570	18,136	18,647 c/
Tipo de cambio real efectivo (índice 2005=100) d/	68.3	68.8	73.5	72.4	71.8	75.5	76.7	75.4	72.8	77.1 c/
Tasa de desempleo abierto e/	7.0	6.9	6.6	6.5	7.0	7.1	6.6	6.9	7.3	...
Tasa de ocupación f/	59.0	59.4	59.0	60.3	60.6	60.4	60.2	60.5	59.2	...
Precios al consumidor (variación porcentual en 12 meses)	8.7	8.1	8.9	8.6	9.6	9.1	8.7	8.1	7.7	8.3 c/
Precios al por mayor (variación porcentual en 12 meses)	5.2	1.7	3.0	5.8	9.5	11.1	10.7	10.3	5.8	6.0 c/
Tipo de cambio nominal promedio (pesos por dólar)	19.1	19.6	21.6	21.4	22.2	22.9	23.6	24.1	24.8	26.5
Tasas de interés nominales (medias de porcentajes anualizados)										
Tasa de interés pasiva g/	4.1	4.1	4.3	4.8	4.3	4.4	4.0	4.8	4.6	4.7 h/
Tasa de interés activa i/	12.2	12.1	12.9	16.0	17.5	18.2	16.3	16.7	17.3	16.6 c/
Tasa de interés interbancaria	9.3	9.2	...	...	...	...	...	...	...	...
Tasa de política monetaria	9.3	9.3	...	...	...	...	...	...	...	...
Diferencial de bonos soberanos, Embi Global (puntos básicos, a fin de período) j/	173	235	200	194	192	169	196	208	214	213
Emisión de bonos internacionales (millones de dólares)	-	-	2,000	-	-	2,000	-	-	1,200	200
Crédito interno (variación respecto del mismo trimestre del año anterior)	25.3	14.0	8.8	19.1	19.8	22.1	14.4	18.1	4.3	-0.1 h/
Crédito vencido respecto del crédito total (porcentajes)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

a/ Cifras preliminares.

b/ Sobre la base de cifras en moneda nacional a precios constantes de 2005.

c/ Datos al mes de mayo.

d/ Promedio trimestral, ponderado por el valor de las exportaciones e importaciones de bienes.

e/ Total urbano.

f/ Total nacional.

g/ Depósitos a plazo, 30-61 días, en moneda nacional.

h/ Datos al mes de abril.

i/ Crédito a empresas a 30-367 días.

j/ Calculado por J.P.Morgan.