

# Banco Central del Uruguay

Expediente N° 2019-50-1-0358

Montevideo, 27 de febrero de 2019.

Señor Ministro de Economía y Finanzas  
Contador Danilo Astori  
Presente

De nuestra consideración:

Tenemos el agrado de dirigirnos a usted con relación a lo dispuesto en el artículo 48 de la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay (Ley N° 16.696 de 30 de marzo de 1995 en la redacción dada por el artículo 4 de la Ley N° 18.401 de 24 de octubre de 2008), por el que se debe presentar al Poder Legislativo, el 1 de marzo de cada año, un informe escrito de las actividades realizadas por la Institución en el ejercicio anterior, una evaluación de los resultados obtenidos en relación con las finalidades perseguidas y los planes para el año en curso.

Al respecto y de acuerdo con dicha disposición, se hace llegar a ese Ministerio, copia del referido informe de actuación, la citada evaluación así como los planes para el año en curso de la Institución, a efectos de que ese Ministerio se sirva presentarlo a la Asamblea General.

Sin otro particular, saludamos a usted atentamente,



Adjuntos  
Sn/ds

Elizabeth Oria  
Secretaria General

Alberto Graña  
Presidente



**BCU**

**Informe al  
Poder Legislativo  
Año 2018**

**Febrero 2019**

**BANCO CENTRAL DEL URUGUAY**



# BCU

## I. Resumen de objetivos y actividades desarrolladas en 2018

### I.1. Desarrollo institucional

Durante 2018 se llevaron adelante diferentes iniciativas para el fortalecimiento de los procesos de gestión de la institución.

### I.2. Metas Alcanzadas

En 2018 se dio cumplimiento al Plan Integral, lográndose un cumplimiento promedio de un 97% de las metas correspondientes al Sistema de Cumplimiento de Metas (SRCM) establecido en el art. 26 del decreto presupuestal N° 39/2018 de 26 de febrero de 2018 (Presupuesto de Recursos, Operativo, de operaciones Financieras y de Inversiones del BCU) y un 98% de las iniciativas estratégicas propuestas para el año 2018.

A continuación se detallan las principales metas alcanzadas en 2018 por las distintas líneas de reporte del BCU.

#### I.2.1. Política Económica y Mercados

Al cierre de 2018 la inflación interanual se ubicó en 7,96%, quedando por encima del rango-meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) integrado por el MEF y el BCU (3% - 7%).

Durante 2018 la política monetaria se continuó instrumentando mediante una gestión de liquidez tendiente al logro de una referencia indicativa de crecimiento de los medios de pago. En el primer cuatrimestre del año la tasa de inflación se mantuvo ubicada dentro del rango-meta de 3% - 7% establecido por el Comité de Coordinación Macroeconómica integrado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y el BCU. Posteriormente, en un contexto global y en particular regional más desfavorable, la inflación se aceleró y abandonó el rango objetivo hasta alcanzar un máximo de 8,41% en julio. A partir de entonces, ha comenzado a reducirse en forma paulatina, ubicándose en 7,96% en diciembre.

La coyuntura financiera global hizo propicia una combinación de la gestión monetaria/cambiaria con la de activos y pasivos, observándose en el año dos semestres con comportamientos bien diferenciados.

Durante el primer semestre el BCU intervino directamente en el mercado de cambios spot comprando un monto aproximado de USD 1:712 millones. A partir del segundo semestre, en función del incremento de la volatilidad en los mercados regionales, esta tendencia se revirtió compensando así el aumento en los activos de reserva de la primera mitad del año.

En particular, durante el tercer trimestre la autoridad monetaria vendió moneda extranjera al sector privado por aproximadamente USD 500 millones. Esto se agrega a la ejecución, durante todo el ejercicio, de los contratos de cobertura cambiaria realizados con empresas públicas con la finalidad de reducir el descalce de monedas a nivel del sector público y bajar el costo de mantenimiento de los referidos activos de reserva. Adicionalmente, en setiembre tuvo lugar una operación de recompra de Letras de Regulación Monetaria (LRM) por un total de USD 486 millones.

En relación con el funcionamiento del sistema de pagos minoristas, se ha culminado el proceso de autorización de dos instituciones emisoras de dinero electrónico -totalizando así doce instituciones- y se procedió al registro de cuatro instituciones que prestan servicios de proveedores de pago y cobranzas, cinco administradoras de red de terminales de procesamiento de pagos y una proveedora de servicios de conmutación de transacciones.

Durante 2018 Política Económica y Mercados representó al BCU en reuniones del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), Centro de Estudios Monetarios de Latinoamérica (CEMLA), Bank for International Settlements (BIS), FMI, Centro Económico para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI), entre otros.

#### I.2.2. Asesoría Económica

En materia de estadísticas económicas, se continuó avanzando en la implementación del Plan de Adecuación a Estándares Internacionales para las Cuentas Nacionales y en la armonización con la nueva versión de Balanza de Pagos actualizada el año anterior.

Asimismo, se realizaron las Jornadas de Economía con sesiones de presentación de trabajos de investigación originales y la presencia de panelistas nacionales y extranjeros. Se realizó también la





# BCU

quinta edición de los Talleres de Estabilidad Financiera y Macroeconomía Internacional, que anualmente el BCU y el MEF coorganizan junto con la fundación RIDGE (*Research Institute for Development, Growth and Economics*), en el que se abordaron temas relacionados con la regulación y supervisión de las nuevas tecnologías aplicadas a los negocios financieros. Durante 2018 también se organizó un workshop sobre Expectativas de Inflación coorganizado con RIDGE y en simultáneo con las Jornadas de Economía.

Este tópico fue de particular importancia en las actividades de investigación y análisis desarrolladas durante el año en el BCU ya que se profundizó, no solo en su conceptualización, sino en la visión del impacto que esto tiene sobre la estabilidad financiera y sobre la actividad banco centralista con el objetivo de tomar las medidas necesarias para el manejo de los riesgos que las nuevas tecnologías provocan en la actividad financiera. Esta actividad transversal que ha implicado a los distintos servicios del BCU e incluso a otros agentes del sistema financiero se proyecta como uno de los desafíos que en la actualidad enfrentan todos los bancos centrales a nivel global.

Por su parte, la Asesoría Económica ha representado al BCU ante organismos internacionales en eventos tales como las reuniones de primavera del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, la reunión de economistas jefe de Ministerios de Economía y Bancos Centrales del Banco Interamericano de Desarrollo y las reuniones del Grupo de Monitoreo Macroeconómico del MERCOSUR. Adicionalmente, la Asesoría Económica participó en representación del Banco Central del Uruguay en las negociaciones comerciales del MERCOSUR con la Unión Europea, EFTA y Canadá.

### 1.2.3. Estabilidad, regulación y supervisión del sistema financiero

En materia de supervisión y regulación, en el presente año se ha continuado con varios proyectos de mediano plazo con el objetivo de acercar la supervisión y regulación a estándares internacionales, tales como Basilea III, Normas Internacionales de Información Financiera y el estándar XBRL y las Recomendaciones del GAFI. En relación al mercado de valores, se continuó trabajando en la definición de las actividades que pueden realizar los intermediarios de valores, los asesores de inversión y los gestores de portafolios, los requerimientos que deben cumplir a tales efectos

y los procedimientos a aplicar para su autorización para funcionar y para la supervisión in situ de los intermediarios de valores. También se emitió la normativa que reglamenta la actividad de las empresas que administran plataformas para préstamos entre personas (EASPP), de conformidad con los lineamientos comunicados en 2017.

Asimismo, se ha llevado a cabo la revisión del marco estratégico y operativo de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) a efectos de asignar adecuadamente las responsabilidades en el cumplimiento de sus cometidos.

Por otra parte, la UIAF trabajó durante 2018 en las tareas preparatorias a la evaluación de la que será objeto en 2019 por parte de GAFILAT, para lo que contó con la colaboración de SENACLAFT.

Durante el 2018 la SSF ha participado en reuniones y asambleas anuales de diferentes organizaciones de las que es miembro: ASBA, GAFILAT, Grupo Egmont, ASSAL, IARC-COSRA, IAIS y IOSCO. A su vez se participó de las reuniones de Estabilidad financiera organizadas por FSB Regional, CEMLA y BCBS-ICBS-Comité de Basilea.

### 1.2.4. Gestión de la calidad y desarrollos tecnológicos

En términos de la gestión de la calidad, en noviembre de 2018 el BCU obtuvo la certificación de calidad del Sistema de Gestión Institucional de acuerdo a los requisitos previstos en la Norma UNIT ISO 9001:2015. Para el logro de la certificación institucional se realizó una auditoría interna de calidad a todos los subprocesos del banco y una auditoría externa de certificación.

La auditoría interna de calidad fue llevada a cabo entre los meses de abril y junio por el equipo auditor de LATU, en el marco de la consultoría de apoyo a la certificación institucional de calidad. La auditoría externa de certificación se realizó en el mes de octubre y estuvo a cargo de LSQA S.A. y Quality Austria.

Como resultado de lo anterior el equipo de auditoría externa recomendó al órgano de decisión de LSQA S.A. y Quality Austria la emisión de certificado de conformidad con la norma UNIT ISO 9001:2015 al BCU, constituyéndose en el primer organismo público con certificación de todos sus procesos bajo un mismo sistema de gestión. Esto demuestra el compromiso en la aplicación de las mejores prácticas



# BCU

y mejora continua en sus procesos a nivel institucional.

En 2018 se continuó liderando el proyecto Billete Digital (e-Peso) y se realizó una prueba piloto de una emisión de monto limitado de moneda de curso legal, su manejo y transferencia en Uruguay. Este piloto tuvo lugar entre noviembre de 2017 y abril de 2018. Los resultados fueron evaluados desde la perspectiva y la lógica del sistema de pagos y desde el punto de vista de la política monetaria.

Durante este año se han incorporado mejoras tecnológicas y de gestión entre las que se encuentra la facturación electrónica, un nuevo régimen de documentación de operaciones mediante Comprobantes Fiscales Electrónicos (CFE). Esto permitió dejar de emitir dichos comprobantes en papel, para las facturas de venta de monedas y las facturas de venta de exportación, tanto de monedas como de piezas de la trituradora de billetes, así como sus respectivas notas de crédito, y las retenciones (resguardos) a facturas de compras a proveedores de plaza. Además del sistema, se reciben los CFE emitidos por los proveedores del banco, eliminándose la entrega por otro medio. Este sistema se desarrolló a través de un proyecto transversal que involucró a distintas áreas de Servicios Institucionales y a Secretaría General.

En la misma línea, se introdujeron mejoras tecnológicas y de eficiencia en la gestión en los procesos de controles contables y presupuestales, tanto en la calidad y oportunidad de los mismos como en la eficiencia de sus aplicativos informáticos.

Otros aspectos a destacar (alineados con la Agenda Digital Uruguay 2020) han sido la adecuación tecnológica y de procesos para que los trámites que aún no están en línea puedan contar con una opción en línea para su inicio.

Asimismo, quedó operativo el sistema desarrollado para la gestión de los concursos externos, mediante el cual se gestionaron todos los llamados externos convocados por el banco durante el año, al tiempo que se puso en producción una nueva versión del sistema para la liquidación de haberes.

## 1.2.5 Programa de Educación Económica y Financiera

En su séptimo año de actividad, el Programa "BCUEduca" continuó ampliando la cobertura y cantidad de impactos en todos los segmentos

sociales a los que se dirige. Se desarrollaron seis jornadas de la Feria Interactiva de Economía y Finanzas alcanzando 7.000 estudiantes participantes en Montevideo, Tacuarembó, Rocha y Durazno. En total las 39 ediciones de la Feria acumulan 68.000 estudiantes participantes.

Durante 2018 se culminó con la segunda fase del Programa de Capacitación Docente (PROCAD). La metodología del PROCAD es crear un sistema para que sean los propios docentes quienes a partir de obtener una certificación, dicten cursos y talleres a sus colegas.

Este programa suma más de 800 docentes que han culminado cursos. Estos docentes pertenecen a todos los subsistemas educativos (Primaria, Secundaria y UTU). Se realizó la segunda edición del Curso Economía para Dirigentes sindicales a cargo de la UdelaR.



# BCU

## II. La Superintendencia de Servicios Financieros

La Ley 18.401 creó la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) y le asignó el mandato de realizar las actividades de supervisión y regulación del sistema financiero con una visión integral, para lo cual se busca identificar sinergias en sus funciones y establecer estrategias de actuación que permitan un cabal cumplimiento con los objetivos institucionales que se definen.

La SSF promueve una cultura de transparencia y rendición de cuentas en la información de gestión que se ve reflejada en la publicación anual de su Memoria y Plan de Actividades, si bien es además un requisito establecido en el mandato legal. En la página web institucional se encuentra disponible la Memoria 2017 y el Plan de Actividades 2018.

### II.1. La situación del sistema financiero uruguayo

En el año 2018 la Superintendencia continuó la publicación de un informe que compendia el sistema financiero en su conjunto, referido al año 2017 (Reporte del Sistema Financiero - Año 2017). Además se realizaron actualizaciones trimestrales, con la evolución de las principales variables del sistema financiero. Se prevé publicar en marzo de 2019 el informe referido al año 2018.

La última información disponible muestra que en promedio los bancos presentan un nivel patrimonial que se sitúa 88% por encima del requisito mínimo regulatorio y no se prevén cambios que puedan afectar dicha situación en el futuro cercano.

### II.2. El Comité de Estabilidad Financiera

Durante 2018 la Superintendencia y el Banco Central participaron en el Comité de Estabilidad Financiera creado por el Decreto 224/011 de junio de 2011, el cual se reúne semestralmente y está integrado por los jefes de los organismos que cumplen el papel de red de seguridad del mercado financiero, el Ministerio de Economía y Finanzas, el BCU y la Superintendencia de Servicios Financieros y la Corporación de Protección del Ahorro Bancario. Dicho Comité, en sus reuniones de mayo y noviembre de 2018, aprobó los informes presentados por su Comisión Técnica. Los mismos incluyeron los escenarios de riesgos relevantes en cada ocasión y su valoración mediante la metodología establecida

en 2013, que toma en cuenta probabilidad de ocurrencia e impacto posible.

En ambas reuniones se llegó a la conclusión de que los riesgos a la estabilidad financiera son de escasa materialidad.

### II.3. Cumplimiento de los compromisos asumidos para 2018 y principales iniciativas para 2019

En el año 2018 se continuó con varios proyectos iniciados en años anteriores, los que se destacan a continuación.

Se continuó avanzando en la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y el estándar XBRL. Se realizaron ajustes al marco regulatorio de acuerdo con las NIIF, se continuó con el desarrollo del Sistema de Información, implementando reportes, fórmulas para control y desarrollo de indicadores y se realizó el mantenimiento de cálculos y fórmulas en la taxonomía XBRL. En relación a las empresas de seguros, se cuenta con una propuesta para la implementación de nueva normativa en materia de reservas técnicas y capital regulatorio, en la cual se continuará trabajando en 2019.

En el marco del Plan Director del Mercado de Valores, se emitió la Circular 2.320, donde se regulan los distintos agentes que participan de dicho mercado, creando la figura del gestor de portafolio y definiendo las actividades permitidas y los requisitos para cada uno de los tipos de licencias permitidas.

Con fecha 23 de noviembre de 2018 se emitió la Circular 2.307 que reglamenta la actividad de las empresas que administran plataformas para préstamos entre personas, estableciendo las condiciones y requerimiento para la prestación de este servicio.

En el ejercicio 2018 se revisó el marco estratégico y operativo de la Superintendencia a los efectos de adecuarlo al perímetro regulatorio definido, a los riesgos existentes y a la disponibilidad de recursos de la Superintendencia de Servicios Financieros.

En relación al proyecto de preparación para la evaluación del cumplimiento de las 40 Recomendaciones del GAFI que en el 2019 llevará a cabo GAFILAT, se emitieron las Circulares 2.311 a 2.314 donde se actualiza la normativa, se emitieron guías para los sujetos obligados en relación a la

4



defraudación tributaria y a la prestación de servicios societarios, se emitió la Comunicación 2018/295 que busca estandarizar las respuestas de las entidades a los pedidos de información de la UIAF y se estableció un nuevo requerimiento de información por el cual las entidades deben comunicar las altas, bajas y modificaciones de clientes y sus productos asociados. En materia de supervisión, se finalizó la sistematización del análisis de riesgos de LA/FT tanto a nivel intersectorial como intrasectorial.

Algunos proyectos desarrollados en el presente ejercicio deberán seguir avanzando en 2019 y además se llevarán a cabo nuevos proyectos de mejora.

En tal sentido, se continuará trabajando en la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para las distintas empresas supervisadas, en la reingeniería de los sistemas de información de la SSF y se seguirá avanzando en el Proyecto de Desarrollo del Mercado de Valores.

Asimismo, en 2019 se revisarán todos los procedimientos de la Superintendencia a efectos de asegurar que los mismos son consistentes con los nuevos marcos estratégico y operativo.

En el año 2019 la Superintendencia y la UIAF estarán abocadas a seguir el proceso de evaluación llevado adelante por GAFILAT, que será coordinado por la Secretaría Nacional para la lucha contra el Lavado de Activos y el Financiamiento del Terrorismo (SENACLAFT).





# BCU

### III. Objetivos estratégicos

El BCU continúa trabajando para seguir consolidando y mejorando su sistema de gestión, en particular cumplió con el objetivo de alcanzar la certificación en calidad en el año 2018.

Las Iniciativas definidas en el Plan Estratégico 2015–2020 conforman una agenda del rumbo estratégico que apunta a mejorar el grado de cumplimiento de los objetivos estratégicos del BCU.

Durante 2018 se formuló el Plan Integral Anual 2019, alineado a la estrategia definida en el plan estratégico 2015-2020.

Las Iniciativas que contribuyen a mejorar el cumplimiento de las finalidades del BCU apuntan a profundizar sobre los siguientes temas:

- 1) Mejorar la potencia de la política monetaria enfocada en la misión de contribuir a la estabilidad de precios y profundizar la rendición de cuentas.
- 2) Desarrollo del herramental macroeconómico para generar análisis oportunos que permitan la detección de vulnerabilidades e inconsistencias en la simulación de políticas y disminuir riesgos o minimizar impactos negativos.
- 3) Profundizar la función de estabilidad financiera con el objetivo de lograr una mejor capacidad de respuesta para mitigar riesgo sistémico y reducir la probabilidad e impacto de crisis financiera.
- 4) Lograr un mayor alineamiento a prácticas internacionales reconocidas.
- 5) Desarrollar una estrategia activa en relación al mercado de valores.
- 6) Promover el desarrollo de mercados financieros e instrumentos de cobertura que contribuyan a la gestión de riesgos de los agentes económicos.
- 7) Evaluar el impacto del billete digital, las FINTECH, así como también las nuevas tecnologías (en particular Blockchain) que inciden en el mercado financiero y áreas de interés para el BCU.

Las iniciativas que contribuyen a profundizar el relacionamiento y compromiso con la sociedad se encuentran enmarcadas por el Programa BCU Educa y los lineamientos de Responsabilidad Social establecidos en la Norma ISO 26.000.

Las Iniciativas que apoyan la mejora interna a nivel de todos los procesos que hacen al BCU son:

- 1) Brindar continuidad a los procesos de negocio mediante procedimientos aprobados y testeados.
- 2) Continuar con la consolidación del sistema de gestión de calidad, la implementación de la mejora de procesos y la gestión integral de riesgos.
- 3) Consolidar la gestión de la innovación, la gestión del conocimiento y la gestión de proyectos.

Por último, las Iniciativas que apuntan a mejorar el desarrollo de las capacidades internas del BCU son:

- 1) Optimizar la gestión, explotación y divulgación de información de manera de poder asignar los recursos de forma más eficiente y mantener actualizadas las aplicaciones utilizadas en los distintos procesos.
- 2) Mantener actualizadas y en línea con las mejores prácticas internacionales, las aplicaciones que dan soporte a los procesos de negocio como así también la infraestructura tecnológica sustituyendo aplicaciones y tecnologías obsoletas.





# BCU

## IV. El contexto macroeconómico de la política monetaria

### Resumen ejecutivo

La economía uruguaya continuó expandiéndose en 2018. En efecto, en enero-setiembre el nivel de actividad económica acumuló un crecimiento promedio de 2.3% en relación a igual periodo del año previo. Este incremento estuvo impulsado por la demanda interna, destacándose el consumo privado, al tiempo que el saldo de transacciones con el exterior se redujo en el marco de una cosecha de soja excepcionalmente baja debido a la sequía de inicios de año. Por su parte, la inflación se mantuvo dentro del rango meta establecido por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3% - 7%) hasta abril de 2018, alcanzando un máximo en el mes de julio para luego desacelerar y finalizar el año en 7.96%.

A nivel de la actividad global, de acuerdo al FMI el crecimiento de 2018 habría sido de 3.7%, registro apenas inferior al observado en 2017 (que había representado un máximo desde 2011). Pese a este buen desempeño, a partir de la segunda mitad del año la mayoría de las economías avanzadas y de las principales emergentes pasaron a crecer a tasas más bajas.

En el plano financiero, los precios de las acciones en los principales mercados mostraron un descenso en 2018 respecto al año previo. En ese marco, se observó también un fuerte incremento de la volatilidad. Esta situación se agravó a partir de la crisis de los países emergentes en agosto y con la intensificación de la disputa comercial entre EE.UU. y China.

En Estados Unidos la Reserva Federal (FED) continuó avanzando en el proceso de normalización de su política monetaria con cuatro subas de la tasa de referencia en 2018. Este hecho, sumado al deterioro de las condiciones financieras globales, se reflejó en una marcada apreciación del dólar en el mundo. Sin embargo, sobre el final del año el deterioro de las condiciones financieras globales y los riesgos que enfrenta la economía estadounidense llevaron a reducir la cantidad de subas de la tasa de interés esperadas para 2019.

Los precios de los productos básicos (*commodities*) mostraron en su mayoría una tendencia decreciente en 2018, apuntalados por la fortaleza del dólar, el menor crecimiento esperado de la demanda global y

en algunos casos por factores de oferta y demanda específicos a cada sector. Respecto a los bienes que Uruguay exporta, se observó un repunte de los precios de la carne y de la soja hacia fines de 2018, al tiempo que el precio de la celulosa se estabilizó en niveles altos. Por su parte, el precio del petróleo, principal producto de importación para Uruguay, se redujo como consecuencia de niveles récord de oferta y de las perspectivas de crecimiento global.

Las economías de la región mostraron un pobre desempeño en 2018. En efecto, si bien Brasil continuó con la lenta recuperación iniciada en 2017, sin alcanzar el nivel de producto previo al comienzo de la recesión. Por su parte, Argentina volvió a entrar en recesión el año pasado en el marco de fuertes salidas de capitales privados y marcado aumento del riesgo soberano. En ese contexto, se observó una fuerte apreciación de nuestra economía frente a la argentina en 2018.

El Comité de Coordinación Macroeconómica mantuvo como objetivo para la inflación en el horizonte de política el rango de 3 a 7 % que rigió durante 2018.

La política monetaria continuó instrumentándose mediante el anuncio de la referencia de crecimiento de los medios de pago, buscando evitar volatilidades innecesarias en los mercados de dinero y cambios. El Comité de Política Monetaria (COPOM) ratificó en cada una de las reuniones trimestrales de 2018 una instancia contractiva de la política monetaria. En el caso de la reunión celebrada en diciembre, el COPOM fijó para el primer trimestre de 2019 un rango de referencia indicativo de crecimiento de los medios de pago entre 6% y 8% interanual.

Estas decisiones de política monetaria repercutieron en una leve tendencia creciente de la tasa pagada por las Letras de Regulación Monetaria (LRM). De este modo, el BCU procuró no debilitar la señal contractiva de la política monetaria al tiempo que mitigó los efectos negativos de un incremento mayor de las tasas.

La coyuntura financiera global determinó la existencia de episodios puntuales de fuerte volatilidad del tipo de cambio nominal, que se entendió conveniente mitigar. Así, durante el transcurso del año el BCU realizó compras netas de divisas por 1.431 millones de dólares, buscando evitar desalineamientos transitorios del tipo de cambio real respecto a sus fundamentos que



# BCU

terminaran afectando en forma negativa al nivel de actividad y al empleo.

## IV.1. La situación internacional y regional

### Actividad global

La tasa de crecimiento global para 2018 habría sido 3.7% según el FMI<sup>1</sup>, tan solo 0.1% menor a la observada en 2017. Sin perjuicio de lo anterior, la evolución al interior del año muestra desaceleración, lo que redujo el crecimiento esperado por el organismo para 2019 y 2020, respecto a lo que esperaba en su informe de octubre.

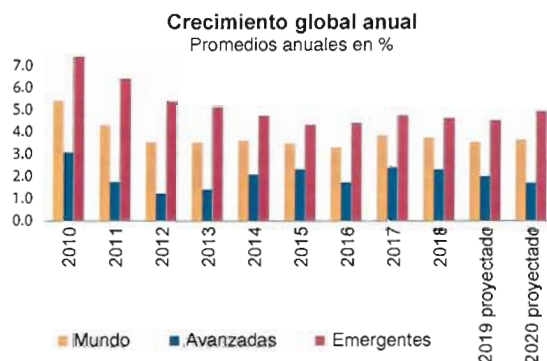
La desaceleración del segundo semestre del año, se verificó tanto en las economías avanzadas – con excepción de EE.UU., como en las principales emergentes. De este modo, tomadas en conjunto, tanto las economías avanzadas como las emergentes crecieron una décima de punto menos en 2018 que en 2017. Específicamente, las avanzadas crecieron 2.3%, mientras que las emergentes se expandieron 4.5%.

El crecimiento en EE.UU., fue 2.9% (2.2% en 2017), resultó la economía avanzada que mostró mayor dinamismo. Las restantes economías avanzadas crecieron menos que en 2017.

Entre las principales economías emergentes, se destaca que China (6.6%) y América Latina (1.1%) crecieron menos que en 2017, al tiempo que Rusia (1.7%) e India (7.3%) crecieron en 2018 a mayores tasas que en 2017. Dentro de América Latina, México tuvo una expansión similar, Brasil se aceleró ligeramente y Argentina se contrajo, siempre en comparación con el año precedente.

En Estados Unidos, la actividad mantuvo un buen ritmo de crecimiento a lo largo del año, especialmente en el segundo y tercer trimestre (4.2% y 3.4%<sup>2</sup>). Si bien al cierre de este informe aún no se había publicado el dato de crecimiento del cuarto trimestre, según el FMI la economía estadounidense habría crecido 2.9% en 2018. Del lado del gasto, se destaca el dinamismo de los componentes domésticos: si bien el mayor aporte proviene del consumo, tanto la inversión como el gasto público crecieron muy por encima del registro de los años anteriores. En ese sentido, la contribución del gasto

público fue consecuencia de los estímulos fiscales implementados por el gobierno. En contraste, las exportaciones netas tuvieron un aporte negativo. En ese contexto, la tasa de desempleo descendió hasta mediados de 2018 y se mantuvo en niveles reducidos desde entonces (3.9% en diciembre). Al mismo tiempo, se crearon 220 mil empleos mensuales en promedio durante 2018, cifra muy superior al umbral de absorción de la oferta.



Fuente: FMI.

El FMI mantuvo sus proyecciones de crecimiento para EE.UU. para 2019 y 2020 en 2.5% y 1.8%, respectivamente. La razón de la desaceleración esperada es la reversión de los estímulos fiscales y una política monetaria un poco más contractiva. Este último punto contrasta con otros análisis, según los cuales la FED no modificará su tasa de interés durante 2019 por lo que la política monetaria no se volvería más contractiva.

En la Zona Euro, la actividad se desaceleró desde el inicio de 2018 y continuó reduciendo su ritmo de crecimiento a lo largo del año. La tasa de crecimiento pasó de 0.4% en el primer trimestre a 0.2% en el tercero, cuando el crecimiento promedio durante 2017 había sido 0.7% (siempre en términos desestacionalizados respecto al trimestre previo y sin anualizar). De ese modo, el Bloque creció 1.8% en 2018, 0.6 puntos menos que el año anterior. El FMI proyecta un crecimiento de 1.6% en 2019, lo que implica un recorte en su previsión de crecimiento para el bloque de 0.3 puntos respecto a su previsión de octubre y una desaceleración adicional en relación a 2018. Para 2020 el organismo prevé un crecimiento de 1.7%. La proyección de crecimiento fue revisada a la baja para los principales países miembros, entre ellos: Alemania, por la debilidad del consumo privado, el impacto negativo en la producción industrial de la introducción de nuevas

<sup>1</sup> World Economic Outlook update, enero 2019.

<sup>2</sup> Tasas de variación contra el trimestre inmediato anterior, desestacionalizadas y anualizadas.



# BCU

normas para la emisión de los automóviles y el menor crecimiento global esperado; Italia, por la menor demanda doméstica y los elevados costos de financiamiento que enfrenta; y Francia, por el efecto negativo de las protestas callejeras.

En China, la actividad creció 1.5% durante el cuarto trimestre en relación al trimestre anterior, lo que marcó una nueva desaceleración de la actividad. Con ese registro, el año cerró con una tasa de crecimiento de 6.6% (0.3 puntos por debajo de la tasa observada en 2017). De todos modos, cumple con el objetivo de crecimiento del gobierno, y continúa su proceso estructural de desaceleración iniciado algunos años atrás. Durante 2018 la actividad en China se vio negativamente afectada por la suba de aranceles implementada por EE.UU.

Más allá de la implementación de una política fiscal expansiva por parte del gobierno chino para compensar sus efectos, la tensión comercial continuará afectando el crecimiento en 2019 y 2020, por lo que el FMI espera un crecimiento de 6.2% en ambos años.

## Mercados financieros

Los precios de las acciones de los principales mercados bursátiles del mundo mostraron una significativa corrección durante los últimos meses de 2018, y un fuerte incremento en la volatilidad. Específicamente, desde la crisis de algunos países emergentes de fines de agosto y principios de setiembre (en particular, Argentina y Turquía), y en diciembre, con la intensificación de las fricciones comerciales entre EE.UU y China.

Estos eventos de los meses finales de 2018, deterioraron las perspectivas de crecimiento global y condujeron a un aumento en la aversión al riesgo por parte de los inversores. Los datos de actividad fuera de EE.UU. también contribuyeron al deterioro de las expectativas. De este modo, las condiciones financieras internacionales se volvieron más restrictivas en ese período, especialmente para los emergentes.

A esto se suman las cuatro subas en la tasa de interés por parte de la FED a lo largo del año, la última en diciembre. En este contexto, se verificó un fuerte descenso de las tasas de los bonos soberanos considerados seguros, lo que reflejó el aumento de la demanda por los mismos.



Fuente: FED.

Asimismo, la aversión al riesgo de los últimos meses de 2018 habría incrementado la demanda global de dólares y por ende, su cotización. Además, el desempeño más robusto de la actividad en EE.UU. que en las restantes economías y la fase más contractiva de su política monetaria respecto a sus pares, iban en el mismo sentido de apreciar el dólar. El mencionado cambio de postura de la FED impactó también en la evolución del dólar respecto a otras divisas, que desde el inicio de 2019 comenzó a depreciarse.



Fuente: FED.

## Commodities

Los precios de los *commodities* mostraron una tendencia decreciente en los últimos meses de 2018, debido a la fortaleza del dólar y al menor crecimiento esperado de la demanda global. De todos modos, los distintos precios están influenciados por factores de oferta y demanda específicos. En términos generales, los energéticos y



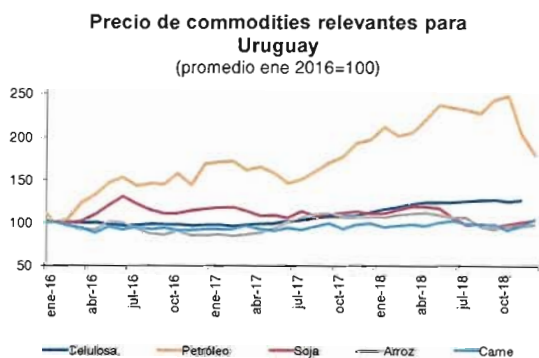


# BCU

los metálicos mostrando mayores descensos que los agrícolas.

Respecto a los bienes que Uruguay exporta, tanto la soja como la carne exhibieron un repunte hacia el final del año. En el caso de la soja, la suba de diciembre obedeció al incremento de las compras por parte de China, en el marco de la tregua en el conflicto comercial que mantiene con EE.UU. Por el lado de la carne, la suba es consecuencia de cierta restricción de oferta. En cuanto a la celulosa, se observa estabilización en niveles altos, luego de la fuerte suba registrada desde fines de 2016.

Por otra parte, el petróleo, principal producto de importación para Uruguay, presenta una caída de precios que se explica por las perspectivas de crecimiento global y por los mencionados niveles récord de oferta. Tan es así, que el acuerdo firmado por la OPEP y aliados para recortar la oferta, no fue suficiente para contrarrestar las presiones a la baja en el precio. Esta disminución en el precio del crudo se da luego alcanzar un valor máximo en 4 años en octubre de 2018.



Fuente: Bloomberg, INALE e INAC.

## La región

Las economías de la región mostraron un desempeño dispar: por un lado Brasil, en el marco de la incertidumbre electoral continuó con la lenta recuperación iniciada en 2017, luego de la severa contracción sufrida en el bienio 2015-2016; por el lado de Argentina, el país volvió a entrar en recesión, en el contexto de fuerte deterioro de las expectativas que redundó en una serie de eventos de salidas de capitales a lo largo del año.

En Brasil, el PIB creció 0.8% en julio-setiembre (último dato disponible), mostrando una sensible

aceleración respecto los trimestres previos. Estos datos complementados con otros de mayor frecuencia, permiten proyectar un crecimiento de 1.2% en 2018, apenas por encima de la tasa observada en 2017 (1%). Se trata de un crecimiento muy bajo, considerando la profunda recesión de la que salió este país hace menos de 2 años. Lo más alentador es que los componentes del gasto que mostraron mayor dinamismo en el tercer trimestre fueron la inversión y las exportaciones netas, lo que puede ayudar a darle mayor ritmo de crecimiento a la actividad en los próximos trimestres. Entre los sectores, los servicios y el agro fueron los que incentivaron la expansión, mientras que la industria contribuyó de forma negativa. Otro elemento positivo fue la creación de empleos durante el año.

La inflación se mantiene baja en Brasil (3.7% en el año, por debajo del centro del rango objetivo del Banco Central), y las expectativas inflacionarias permanecen bien ancladas. Esto permite al Banco Central de Brasil (BCB) mantener su tasa de referencia en mínimos históricos y, de ese modo, impulsar la actividad sin generar presiones inflacionarias.

Más allá de las mejoras como consecuencia del repunte cíclico de la actividad y de las medidas tomadas por el gobierno anterior, la situación fiscal continúa siendo el aspecto más vulnerable desde el punto de vista macro. En particular, la recaudación se recuperó, se observó cierta contención de los gastos discrecionales del gobierno central y se registró un descenso en los intereses de deuda, como consecuencia de los recortes en la Selic, la menor inflación y de mejores resultados de las operaciones cambiarias del BCB. Sin embargo, la relación deuda/PIB continuó subiendo, como consecuencia del déficit global de sector público que permanece elevado.

Argentina, por su parte, atravesó durante 2018 una serie de shocks adversos que condujeron a una fuerte contracción de la actividad, una significativa depreciación de la moneda y a una aceleración inflacionaria.

La actividad habría caído más de 2% en el año, luego de un crecimiento de 2.8% de 2017. El PIB mostró una caída menos profunda en el tercer trimestre (-0.4% trimestral desestacionalizado), respecto a la que mostró en el segundo (-4.1%, también trimestral y desestacionalizado). La pronunciada caída del segundo trimestre obedeció al impacto de la sequía y la crisis cambiaria por el cierre del acceso al



financiamiento externo. Durante el tercer trimestre, el tibio rebote que experimentaba la actividad, se vio interrumpido por una nueva salida de capitales. Esta situación llevó al gobierno a firmar un acuerdo con el FMI en el segundo trimestre y a renegociarlo en el tercero, para lograr hacer frente a sus obligaciones.

Los componentes del gasto cayeron de forma significativa luego del primer trimestre. La excepción fueron las exportaciones netas en el tercer trimestre, en parte beneficiado por un tipo de cambio real más depreciado y en parte por la caída de las importaciones provocada por la recesión. El consumo privado, el gasto del gobierno y especialmente la inversión, cayeron de forma significativa.

El acuerdo con el FMI incluyó cambios en la política fiscal y monetaria. Respecto a la política fiscal, se aceleró el ritmo de ajuste de las cuentas públicas, con el fin de alcanzar el equilibrio en el resultado primario en 2019. En cuanto a la política monetaria-cambiaria, se asumió un compromiso de crecimiento cero para la Base Monetaria, y se estableció una amplia zona de no intervención cambiaria (ZNI) por parte del Banco Central (BCRA). La condición para un crecimiento mayor a cero de la Base Monetaria, es justamente, que el dólar perfore el piso de la ZNI, lo que habilita al BCRA comprar dólares sin esterilizar, como sucedió en las primeras semanas de 2019.

Las sucesivas salidas de capitales y la consecuente depreciación de la moneda condujeron a una fuerte aceleración de la inflación en el año. En particular, en los meses de setiembre y octubre la variación de precios al consumo alcanzó 6.5% y 5.4% mensual, respectivamente. En los meses siguientes, la inflación comenzó a desacelerarse, producto de la recesión y de la implementación de una política monetaria muy contractiva. De todos modos, la inflación se ubicó en 47.6% en 2018, 23 puntos por encima de 2017.

Más allá de la estabilidad cambiaria de los meses finales del año, la desaceleración de la inflación, las mejores perspectivas del sector exportador como consecuencia del tipo de cambio real más alto y del aumento de la recaudación fiscal (que se vincula con la mejora del sector exportador por el cobro de las detracciones), el panorama permanece complejo para Argentina. En 2019, además de ser año electoral, finalizará el grueso de la asistencia del FMI, por lo que existe incertidumbre sobre la capacidad de pago para los años siguientes. Esto se

reflejó en el fuerte incremento del *spread* que pagan los títulos argentinos con vencimiento posterior a 2020.

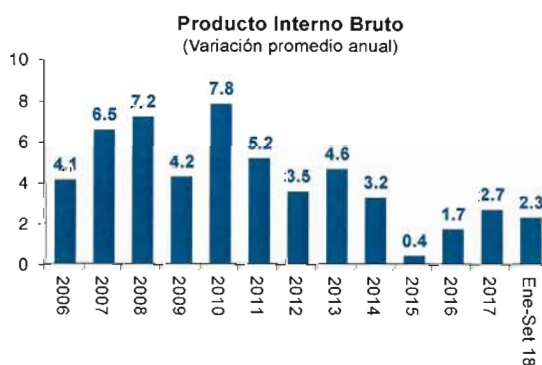
## IV.2. La economía uruguaya

### IV.2.1. Nivel de actividad y mercado de trabajo

#### Nivel de actividad

Durante los primeros nueve meses de 2018 la economía uruguaya continuó expandiéndose y acumuló un crecimiento promedio de 2.3% en relación a igual periodo de 2017. El mayor nivel de actividad estuvo impulsado por un incremento de la demanda interna que, a diferencia del 2017, fue parcialmente compensado por una incidencia negativa del déficit de transacciones con el exterior, en el marco de una cosecha extraordinariamente baja de soja como consecuencia de la sequía.

La oferta final de bienes y servicios de la economía aumentó entre enero y setiembre respecto a un año atrás como resultado de un incremento de las importaciones (3.9%), que acompañó el efecto del mencionado crecimiento del PIB. La mayor compra de bienes y servicios al exterior respondió a un aumento tanto en las compras de bienes (consumo, capital e intermedios) como en las adquisiciones de servicios (turismo emisor y otros servicios).



Fuente: BCU.

A nivel de sectores de actividad, el sector *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* explicó la mayor parte del crecimiento del PIB, debido a un fuerte dinamismo de las telecomunicaciones. Las



# BCU

actividades de *Industrias Manufactureras y Comercio, restaurantes y hoteles, los Impuestos menos subvenciones sobre los productos* y los *Servicios de Intermediación Financiera* también contribuyeron positivamente en dicho incremento. El resto de las actividades (*Construcción, Actividades Primarias, Suministro de Electricidad Gas y Agua*) se mantuvieron relativamente estables frente a los mismos meses de 2017, y tuvieron una incidencia prácticamente nula en el crecimiento del PIB.



Fuente: BCU.

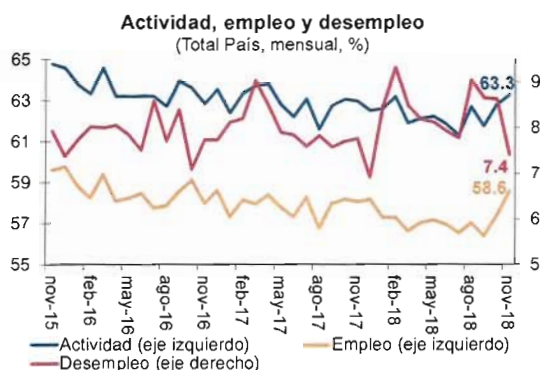
Desde el punto de vista del gasto, el aumento que presentó la demanda interna obedeció al efecto tanto de un incremento en el *Gasto de Consumo Final* como de un aumento en la *Formación Bruta de Capital*. En relación al primero, ello fue el resultado principalmente de un mayor gasto de consumo privado, mientras que el consumo público aumentó pero a un menor ritmo. Por su parte, el aumento en la formación de capital se debió a una menor desacumulación de stocks de productos agrícolas terminados, mientras que la inversión en activos fijos no incidió de manera significativa.

Finalmente, las *Exportaciones de bienes y servicios* medidas en volumen se contrajeron como consecuencia de una baja en las ventas al exterior tanto de bienes como de servicios. El comportamiento registrado en los bienes obedeció principalmente a una fuerte caída en las ventas de soja, en el marco de una mala cosecha afectada por la sequía, y en menor medida a una caída en las exportaciones de arroz. Lo anterior se vio parcialmente compensado por un incremento en las colocaciones de ganado en pie, mayores ventas de los frigoríficos y un aumento de las exportaciones de madera. Por su parte, la retracción en las exportaciones de servicios se debió a una menor venta de servicios turísticos, mientras que las

exportaciones de otros servicios aumentaron en relación a los primeros nueve meses de 2017.

## Empleo e ingresos

En los primeros once meses de 2018, la tasa promedio de desempleo para el total del país se ubicó en 8.4%, casi cuatro décimas por encima de la observada en el promedio de los mismos meses de 2017. El incremento en la tasa de desocupación respondió a una caída de la tasa de empleo que no pudo ser compensada por la retracción de la oferta de trabajo. En efecto, la tasa de actividad se redujo a 62.3% en el promedio de enero-noviembre, desde 62.9% en el mismo periodo de 2017. En tanto, la tasa de empleo se redujo siete décimas en la misma comparación y se ubicó en 57.1%.



Fuente: INE.

En tanto, la cantidad de personas ocupadas mantuvo una tendencia levemente creciente a partir de mayo en términos de tendencia ciclo, pero igualmente se ubicó en niveles similares a los observados a fines de 2017. Cabe señalar que este tipo de filtro es muy sensible a los datos del final de la muestra, y que el registro de noviembre fue excepcionalmente elevado, por lo que para confirmar la tendencia al alza habría que esperar nuevos datos.

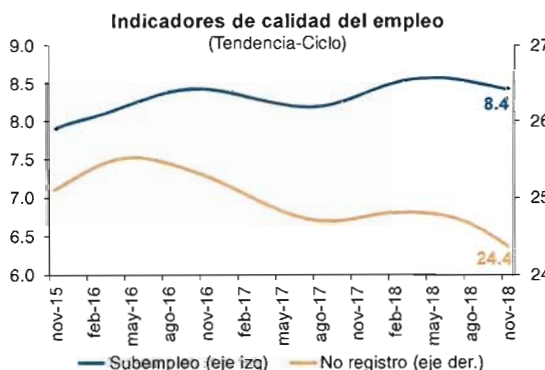




# BCU



En materia de calidad del empleo continuó observándose una mejora. Por un lado, siguió verificándose una tendencia a la baja en el no registro, mientras que el subempleo<sup>3</sup> oscila en niveles cercanos al 8.5% de la población ocupada desde mediados de 2016. Si se consideran los datos observados, en el promedio de enero-noviembre de 2018, el subempleo afectó al 8.5% de los ocupados, mientras que el no registro abarcaba al 24.6%.



Por otro lado, en el promedio de enero a noviembre de 2018, el 61.9% de los desocupados no imponía condiciones para aceptar un empleo, porcentaje superior al registrado en los mismos meses de 2017 (60.8%). Esta caída en las exigencias para conseguir un empleo se relacionó principalmente con menos demandas respecto a la adecuación del puesto laboral al conocimiento o experiencia del postulante, así como a menores exigencias de horario flexible. Pese a la mayor flexibilidad de los desocupados, en un contexto de caída de la tasa de empleo la duración

3. El trabajador no registrado es aquella persona ocupada que declara no tener derecho a jubilación en el trabajo que desarrolla. Por su parte, el subempleo es el ocupado que trabajando menos de 40 horas semanales, manifiesta el deseo de trabajar más horas y está disponible para hacerlo.

media del desempleo fue de 8.3 semanas, algo más prolongada que la observada en los mismos meses de 2016 (8.1 semanas).

Según información del BPS a noviembre, los beneficiarios del seguro de paro se mantuvieron relativamente estables desde finales setiembre de 2017. Por su parte, las solicitudes se estabilizaron entorno a las 10.900 a partir de junio de 2018, unas 900 solicitudes más por mes respecto a lo que se observó en 2017.

El poder adquisitivo de los hogares para el total del país cayó 1.1% en noviembre frente a diciembre de 2017 en términos de tendencia ciclo, explicado por un leve deterioro en los ingresos salariales, mientras que las pasividades y los ingresos por cuenta propia aumentaron en términos reales.



En síntesis, el mercado de trabajo muestra algunas señales de debilitamiento: si bien el desempleo se mantiene en niveles reducidos desde una perspectiva histórica, viene mostrando una tendencia al alza acompañado por reducciones en la tasa de actividad y menores tasas de empleo. A su vez, se observó un leve deterioro del ingreso real de los hogares en relación a diciembre de 2017, menores demandas de los desocupados a la hora de aceptar un empleo y una mayor duración del desempleo.

## IV.2.2. Sector externo

### Balanza de pagos

En el año culminado a setiembre de 2018, la economía uruguaya presentó, de acuerdo a estimaciones preliminares, un déficit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 408 millones de dólares, equivalentes a 0,7% del PIB.



# BCU

Esto implicó un descenso de -1,7 puntos porcentuales respecto a igual período del año anterior.

La reversión del resultado de la Cuenta Corriente y de Capital con respecto al año cerrado a setiembre de 2017 (por USD 975 millones), obedeció al mayor déficit del Ingreso Primario<sup>4</sup> (USD 1.329 millones). El mismo fue parcialmente contrarrestado por el incremento del superávit de la Cuenta de Bienes y Servicios (USD 303 millones) y, en menor medida, del Ingreso Secundario (USD 17 millones).

El ajuste de la Cuenta Corriente respecto a un año atrás, se explicó en su totalidad por la reducción del excedente del gasto sobre el ingreso del Sector Privado (1,7 puntos porcentuales). El Sector Público (incluidos los Bancos Oficiales), por su parte, continuó registrando un déficit de 3%, al igual que en el año finalizado a setiembre de 2017.

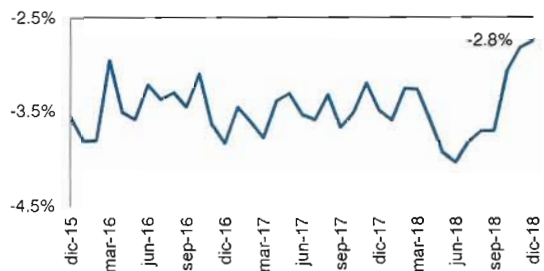
Como contrapartida del saldo deficitario de la Cuenta Corriente y de Capital, en el año móvil a setiembre de 2018, se registró una entrada neta de fondos por 372 millones de dólares (incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones<sup>5</sup>). La misma fue producto del endeudamiento neto del Sector Público (USD 452 millones), compensado en parte por una salida neta de capitales del Sector Privado (USD 79 millones). Ello contrasta con lo sucedido un año atrás, en que se verificó una salida de capitales, originada por el Sector Público, que fue contrarrestada en parte por una entrada neta de fondos del Sector Privado.

### IV.2.3. Finanzas Públicas

#### El resultado del sector público global

En 2018, el déficit del sector público global<sup>6</sup> (SPG) llegó a 2.8% del PIB, nivel 0.7 puntos porcentuales inferior al de un año atrás.

Resultado global sector público  
% del PIB - año móvil



A nivel institucional, el déficit consolidado de gobierno central-Banco de Previsión Social (GC-BPS) tuvo una caída de 0.9% del PIB, y el superávit del BSE creció 0.1% del PIB. Por su parte, luego de mostrar finanzas equilibradas en 2017, las empresas públicas fueron deficitarias en 2018 (0.2% del PIB) y el déficit del BCU aumentó 0.1% del PIB.

La evolución del resultado de GC-BPS se explica, en buena medida, por la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) de los fondos acumulados por los llamados "cincuentones" que optaron por desafiliarse de las AFAP, la que, siguiendo criterios metodológicos, significó un ingreso de 1.3% del PIB<sup>7</sup>. También se destaca el ingreso a rentas generales del excedente del Fondo de Estabilización Energética (0.3% del PIB).

En definitiva, el resultado primario de GC-BPS aumentó 1% del PIB y llegó a un superávit de 0.7% del PIB, de la mano de un aumento en términos reales de los ingresos de 5.7%, si se incluyen las transferencias al FSS y la proveniente del Fondo de Estabilización Energética, superior al aumento de los egresos de 2.3%.

<sup>4</sup> El Ingreso Primario según la 6ª Edición del Manual de Balanza de Pagos (FMI, 2008) comprende Remuneración de Empleados, Renta de la Inversión y Otro Ingreso Primario y es equivalente al rubro Renta de la versión anterior (Manual de Balanza de Pagos 5ª Edición, FMI, 1993)

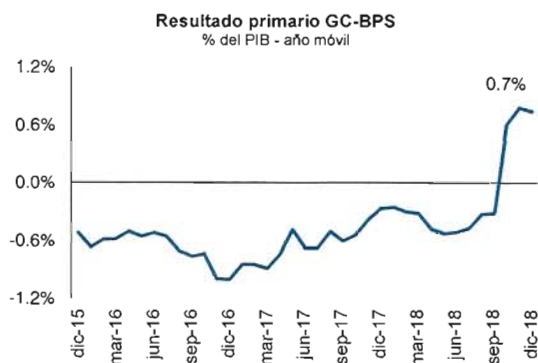
<sup>5</sup> Si bien en este informe se considera que los movimientos no registrados corresponden fundamentalmente a movimientos financieros, también pueden computar transacciones no adecuadamente captadas correspondientes a la Cuenta Corriente.

<sup>6</sup> El sector público global incluye: Gobierno Central, Banco de Previsión Social, Empresas Públicas, Banco Central del Uruguay, Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado.

<sup>7</sup> Ley N° 19.590. Por más detalles respecto al tratamiento de esta operación, ver comunicado conjunto BCU-MEF en: <https://www.mef.gub.uy/innovaportal/file/25887/1/comunicado-registro-del-fss-mefybcu-version-final.pdf>.



# BCU



Perdió fuerza el crecimiento de los ingresos de DGI, en un escenario de menor expansión de la actividad económica. La recaudación impositiva (neta de la devolución de impuestos) aumentó 0.8% en términos reales respecto a un año atrás.

Al analizar el crecimiento de 0.8% de la recaudación bruta, se destaca la incidencia de 0.9% de los impuestos a la renta de las personas físicas (IRPF, IASS e IRNR), resultado de un aumento de 4.6% en términos reales. Este incremento de recaudación se dio a pesar de la caída de la masa salarial, como resultado del impacto de las medidas impositivas implementadas a comienzos de 2017.

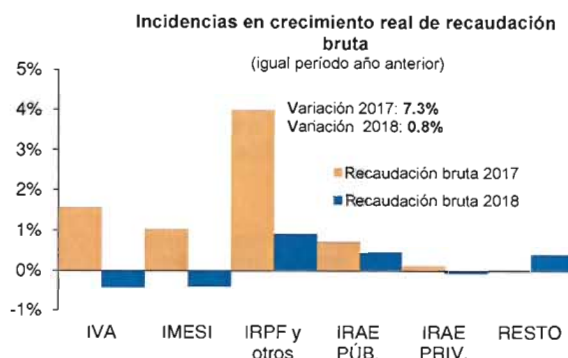
Se hizo notar la menor recaudación correspondiente a impuestos al consumo (IVA, IMESI), lo que contrasta con la evolución de 2017. Los pagos de IRAE del sector privado también cayeron, mientras que los de las EEPF continuaron creciendo, aunque a menor ritmo que el año anterior.

Un cambio en la recaudación del impuesto de Primaria<sup>8</sup> terminó teniendo una incidencia importante en la evolución de los ingresos de la DGI.

Finalmente, los ingresos del BPS tuvieron un aumento real de 14.9% con respecto al año anterior, pero, si no se tiene en cuenta el traspaso de fondos al FSS, cayeron 1.4%, en un año de leve incremento del salario real (0.1%) y de caída de la cantidad de cotizantes (0.3%).

El crecimiento en términos reales de los egresos primarios de GC-BPS tuvo una fuerza similar a la de 2017 (2.3%). Los egresos discrecionales (remuneraciones, gastos no personales e inversiones) fueron los de mayor expansión (3.9%).

<sup>8</sup> La DGI centralizó la recaudación de este impuesto



Los pagos por pasividades aumentaron 0.2% del PIB, con un incremento en términos reales de 1.3% de su valor medio, y una suba de 0.6% de la cantidad de beneficiarios

En lo que tiene que ver con las transferencias del BPS, tuvieron un crecimiento de 0.1% del PIB, en un contexto en que no se incorporaron más colectivos al Sistema Nacional de Salud.

Por otra parte, las EEPF fueron deficitarias en 0.2% del PIB, luego del resultado prácticamente nulo de 2017. La caída del superávit primario corriente a 0.7% del PIB explica esta evolución, con un incremento de las compras superior al de las ventas, y con una caída de stocks de ANCAP que compensó el incremento del resto de las inversiones. Las transferencias al GC cayeron levemente (de 0.78% del PIB a 0.72% del PIB).



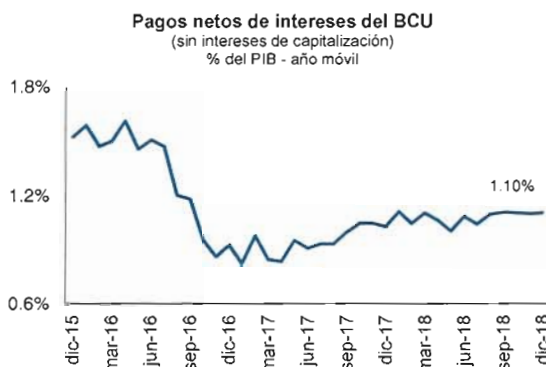
El déficit del BCU (incluyendo los intereses de capitalización) aumentó 0.11% del PIB respecto a un año atrás, ubicándose en 0.89% del PIB. Esta evolución se dio en un contexto en el cual el





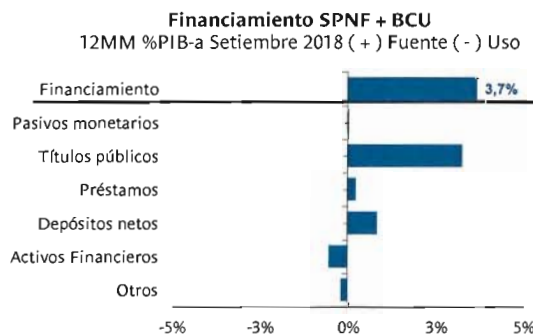
# BCU

aumento de los ingresos en moneda extranjera fue similar al registrado por los intereses en moneda nacional sobre los instrumentos de esterilización, dado el carácter contractivo de la política monetaria. Asimismo, se registró un aumento en la remuneración de los depósitos de encaje en moneda extranjera.



## Financiamiento y deuda pública

El resultado del SPC<sup>9</sup> en 12 meses a setiembre 2018 fue deficitario en 3.7% del PIB. La principal fuente de financiamiento fueron los títulos públicos, destacándose la emisión internacional en dólares de abril 2018. Lo anterior, junto a un flujo positivo de los depósitos netos y de los préstamos, permitió financiar el déficit y constituir Activos de Reserva.



<sup>9</sup> Para el cálculo el resultado del sector público global se considera al gobierno central, al BPS, a las intendencias, a las empresas públicas, al BSE y al BCU.

La estrategia de financiamiento anteriormente descrita determinó que con datos a setiembre 2018, el stock de deuda neta del Sector Público se ubicara en 34% del PIB, formado por 38.320 millones de dólares de pasivos (70% del PIB de Deuda Bruta) y 19.674 millones de dólares de activos (36% del PIB).

Al analizar el conjunto de activos y pasivos del Sector Público, considerando aquellos que no forman parte de la definición de deuda, como los pasivos monetarios y los depósitos de encaje, se puede explicar la variación de los stocks por los flujos de financiamiento (66.818 millones de pesos) y los llamados Otros Flujos Económicos (OFE) que implican variaciones de precio y volumen a los valores de los stocks (53.158 millones de pesos).

Mill.de pesos (+ pasivos, (-) activos)	Stock sep-17	Financiamiento	Otros flujos Económicos	Stock sep-18
<b>Deuda Fiscal Neta</b>	<b>731.949</b>	<b>66.818</b>	<b>53.158</b>	<b>851.926</b>
Pasivos Monetarios	88.222	312	0	88.534
Títulos públicos	918.463	59.563	82.328	1.060.353
Préstamos	120.896	4.400	16.650	141.946
Activos de Reserva	-444.755	-9.528	-74.068	-528.352
Otros Activos y Pasivos (Act.netos)	49.124	12.072	28.249	89.444
<b>Excluidos de Deuda Pública 1/</b>	<b>209.768</b>	<b>9.679</b>	<b>11.225</b>	<b>230.672</b>
Cuentas Devengadas	1.742	-26	257	1.973
<b>Deuda Pública Neta</b>	<b>520.439</b>	<b>57.165</b>	<b>41.677</b>	<b>619.281</b>

Tipo de cambio - Fin de mes 28,95 33,21  
1/: Se excluye de la Estadística de Deuda Neta los Depósitos de Encajes en moneda extranjera, los Pasivos Monetarios y las Acciones en empresas

## Títulos públicos Moneda nacional / total



En este nuevo contexto, la participación de los no residentes en el total de títulos tuvo un leve aumento en el último año. Mientras que la participación de títulos en moneda nacional cayó 3%, en moneda extranjera aumentó 5%.

Finalmente, cabe destacar que se han mantenido incambiadas las calificaciones de la deuda uruguaya en 2018 e inicios de 2019 respecto a lo observado en 2017.

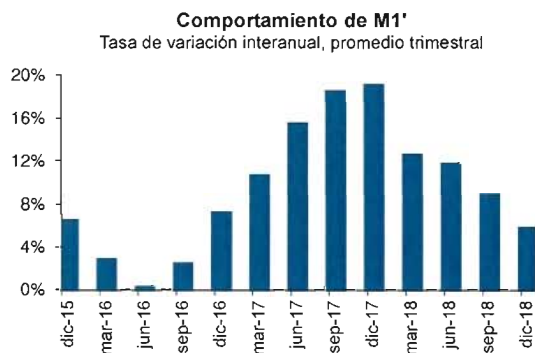


# BCU

## V. La política monetaria

### V.1. Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

Durante el año 2018 el agregado monetario M1 ampliado (M1') desaceleró su crecimiento, en un contexto de menor dinamismo de la actividad económica, en el cual comenzaron a observarse indicios de un aumento de la preferencia de los agentes por la moneda extranjera. A su vez, en el transcurso del año la inflación se apartó del rango meta establecido por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) entre 3% y 7%, cerrando diciembre con una tasa interanual de 7.96%.

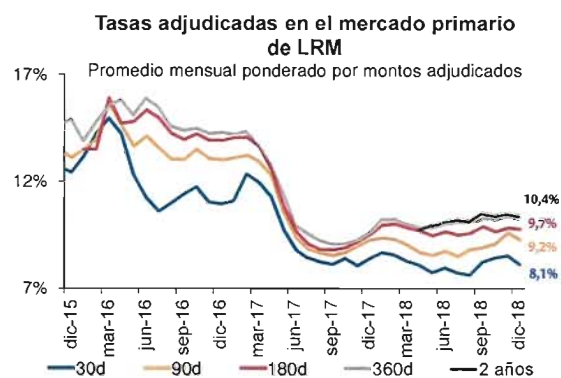


En este marco el Comité de Política Monetaria (COPOM) estimó necesario mantener la instancia contractiva de la política monetaria, de manera consistente con la fase del ciclo económico que atravesaba la economía. Este compromiso, ratificado en cada reunión del COPOM, buscó operar sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria, procurando alcanzar el objetivo de inflación establecido por el CCM en veinticuatro meses.

Para ello el Directorio del BCU, en el marco del COPOM, realizó anuncios de frecuencia trimestral acerca de la variación interanual del agregado M1' con el fin de brindar a la sociedad una referencia indicativa para la evolución del indicador en el trimestre inmediato. Cada anuncio incorporó los pronósticos macroeconómicos vigentes, tuvo en cuenta los riesgos a los cuales se exponía la economía y fue consistente con el objetivo de inflación definido para el horizonte de dos años.

Dichas decisiones de política monetaria repercutieron en el comportamiento de las tasas

pagadas por las Letras de Regulación Monetaria (LRM), las cuales presentaron una leve tendencia creciente en el transcurso del año. De esta manera el BCU procuró no debilitar la señal contractiva de la política monetaria, al tiempo que mitigó los efectos negativos de un incremento mayor de las tasas sobre la economía real y el déficit parafiscal.



Si bien las decisiones de política monetaria no se transmiten de manera instantánea a la inflación, sino que sus efectos comienzan a observarse con rezagos, en diciembre se constató un ajuste a la baja de las expectativas de inflación, ubicándose su mediana en 7.5%<sup>10</sup>. Las expectativas de inflación son relevantes porque actúan directamente sobre los mecanismos de fijación de precios. En la medida de que el conjunto de decisiones de política pública son consistentes con la meta de inflación, es posible alinear las expectativas de la sociedad acerca de la evolución futura de los precios con menores costos para el Estado.

Los anuncios que realizó la autoridad monetaria acerca de la variación del agregado M1' fueron implementados mediante una gestión de liquidez acorde con los mismos. Para ello el BCU apuntó a alcanzar niveles de base monetaria consistentes con dichos anuncios, realizando una evaluación permanente de los factores de oferta y demanda de dinero, ofreciendo al mercado instrumentos de regulación monetaria que permitieron canalizar los excedentes de liquidez.

En el año 2018 el principal factor expansivo de la oferta monetaria fueron los vencimientos de títulos públicos denominados en MN, los cuales fueron

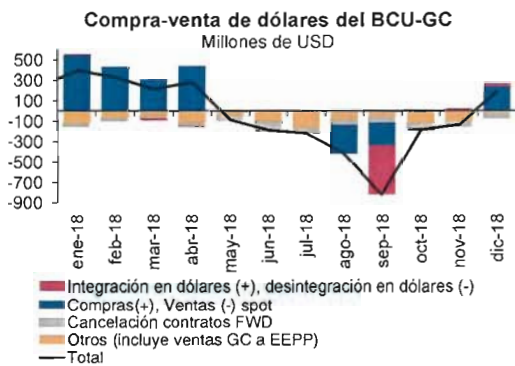
<sup>10</sup> De acuerdo con la mediana de pronósticos de inflación para los próximos veinticuatro meses, Encuesta de Expectativas de Inflación, BCU.



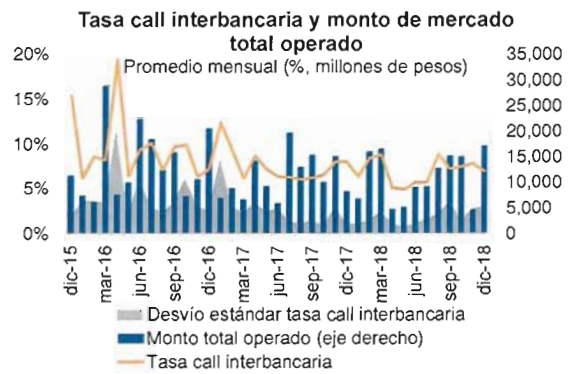
# BCU

renovados en consideración de las estimaciones de liquidez y de las condiciones del mercado vigentes. A su vez el BCU realizó una operación de recompra de títulos públicos en setiembre y el MEF un canje en noviembre de 2018, los cuales contribuyeron a reducir los vencimientos proyectados y a extender la madurez de la deuda.

En el mercado de cambios el BCU realizó compras netas por USD 1.431 millones, procurando mitigar volatilidades exacerbadas del tipo de cambio en ocasiones puntuales. A su vez, el BCU canceló contratos forward con EEPP por USD 632 millones y amortizó en dólares títulos públicos emitidos en MN por USD 422 millones (principalmente en setiembre como resultado de la operación de recompra señalada previamente).



La gestión de liquidez realizada por el BCU contribuyó a mitigar volatilidades excesivas en el mercado de dinero, lo cual se reflejó en una tasa call interbancaria que promedió 7% en el año. La misma, si bien presentó un ajuste al alza en el transcurso del año, se mantuvo relativamente estable en una perspectiva histórica, presentando una volatilidad intramensual reducida.



La tasa pasiva promedio en moneda nacional se ubicó en 5.5% en 2018 y presentó una dinámica similar a la registrada por la tasa call. La misma se mantuvo relativamente estable en el transcurso del año.

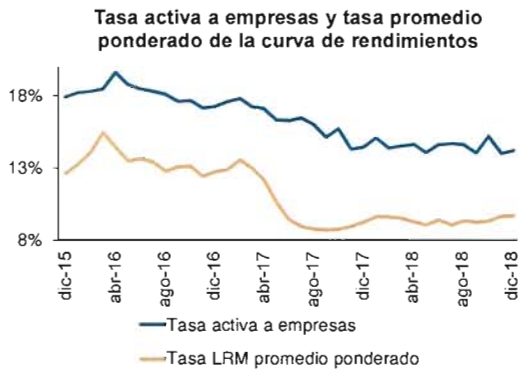


A su vez, las tasas activas en moneda nacional otorgadas por el sistema bancario a empresas promediaron 14.5% en el año y se mantuvieron relativamente estables en el transcurso de 2018. Su comportamiento fue similar al registrado por las tasas pagadas por las LRM, no obstante las mismas no habrían evidenciado una tendencia al alza, con información a diciembre.





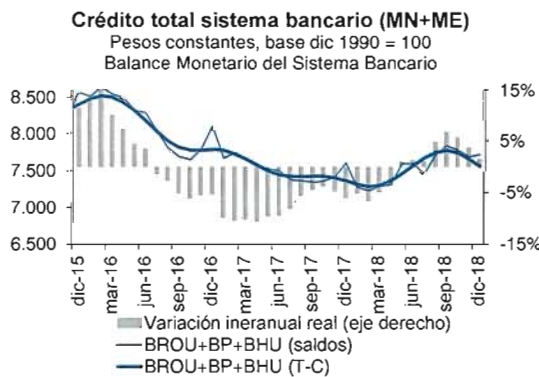
# BCU



Por otro lado, la tasa activa en dólares (ME) otorgada a empresas, promedió 5% en 2018, incrementándose durante el año.<sup>11</sup> Una dinámica similar mostró la tasa pasiva promedio en ME otorgada a empresas, la cual promedió 0.8%. En ambos casos el ajuste al alza fue de 40 Pbs. respecto del promedio de 2017, evolución que se constató en un contexto de aumento de la tasas externas de referencia.

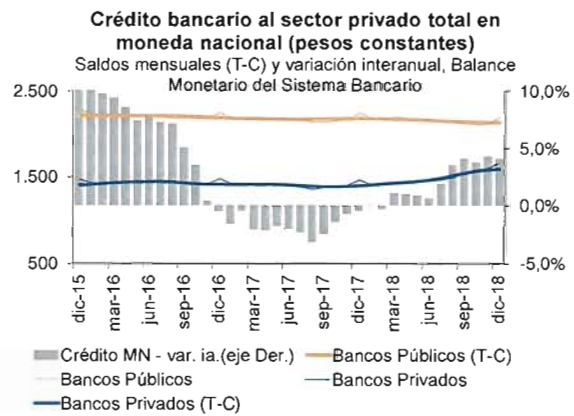
## V.2. Crédito y principales agregados monetarios

El crédito concedido por el sistema bancario habría presentado una incipiente recuperación en el transcurso del año. La misma se observa tanto en el crédito concedido en moneda nacional como en el otorgado en dólares y se encuentra impulsada principalmente por la banca privada.

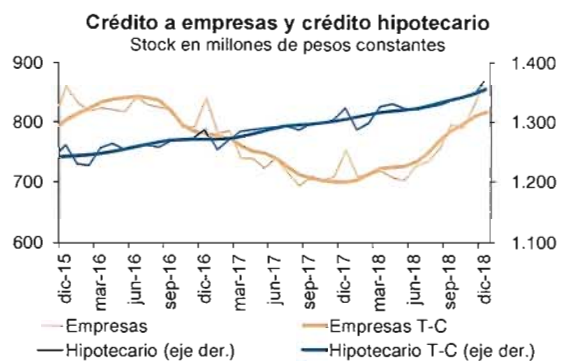


En este sentido, durante 2018 el crédito total medido en pesos constantes habría presentado una tendencia creciente, mostrando una variación interanual de 4% en el promedio del segundo semestre, con datos a diciembre.

El crédito concedido en moneda nacional (MN) presentó una dinámica similar al crédito total, la cual estaría siendo impulsada por la banca privada, mientras que en la banca oficial el crédito habría ajustado a la baja en términos reales.



La tendencia creciente que se identifica en el segmento de MN se reflejó principalmente en el comportamiento del crédito empresarial e hipotecario durante todo el año.

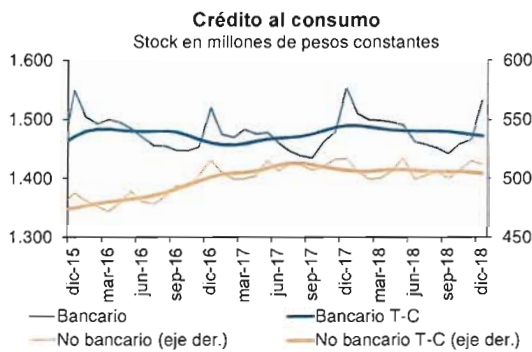


A su vez, el crédito al consumo otorgado por los bancos se mostró más dinámico principalmente en el cuarto trimestre, mientras que el concedido por las empresas administradoras de crédito se habría mantenido relativamente estable medido en T-C.

<sup>11</sup> Los picos registrados en la evolución de la tasa activa y en los flujos de crédito corresponden a la renegociación de contratos pactados a tasa variable.

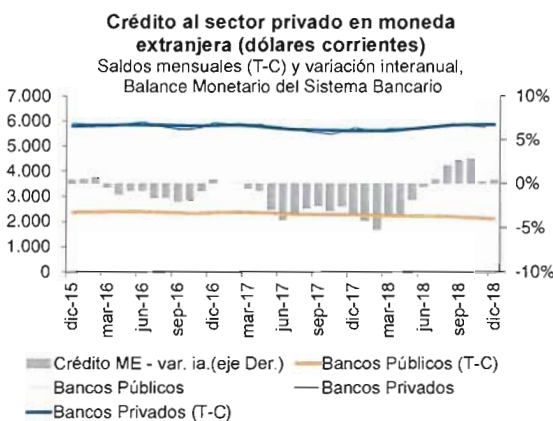


# BCU



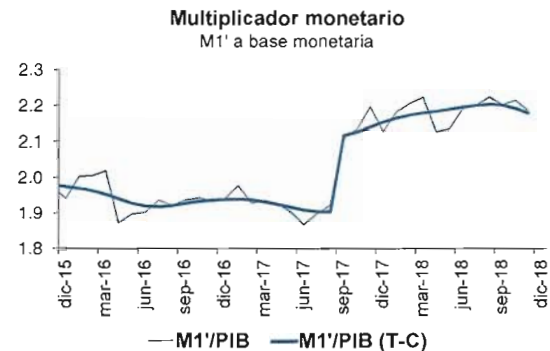
Por otra parte, el crédito en moneda extranjera medido en dólares corrientes comenzó a presentar variaciones interanuales positivas a partir del tercer trimestre del año (promedio de 1.9% en el segundo semestre del 2018), también impulsado por la banca privada, mientras que en la banca oficial el mismo se mostró estable.

Cabe señalar que la participación del crédito bancario en MN es de 48% en el total del crédito concedido por los bancos, por lo cual la moneda utilizada para medir el crédito y para agregar los segmentos de MN y ME es relevante, en particular cuando se observan variaciones en el arbitraje de las monedas.

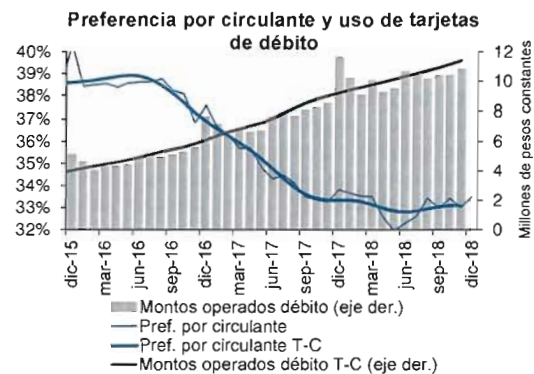


El comportamiento del crédito y del agregado monetario M1' se muestra consistente con la dinámica del multiplicador monetario. El mismo presentó una tendencia creciente a lo largo del año, la cual si bien corrigió a la baja en el cuarto

trimestre, se mantuvo sensiblemente por encima del promedio de los años anteriores.<sup>12</sup>



A su vez, la preferencia por circulante se mantuvo relativamente estable durante todo el año, por efecto de la generalización del uso de medios electrónicos de pago, lo cual también contribuyó a incrementar el multiplicador monetario respecto de años anteriores.

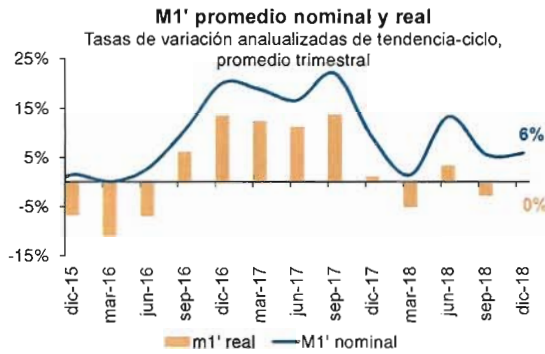


La variación interanual promedio del agregado M1' fue de 9.5% en 2018, la misma incorpora un importante ajuste a la baja en el primer trimestre, el cual revierte en el segundo y se estabiliza en el tercero, presentando un ritmo de crecimiento de 6% medido en tendencia ciclo (T-C), a partir de entonces.

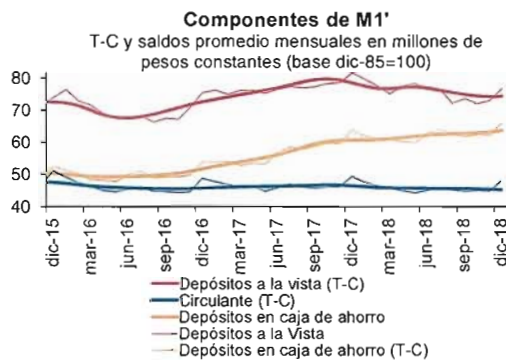
<sup>12</sup> A partir de setiembre de 2017 se dispuso una reducción de las alícuotas de encaje en moneda nacional (Circular N° 2284). Como consecuencia del cambio normativo las reservas obligatorias del sistema bancario en MN pasaron de 25% a 19% de las obligaciones sujetas a encaje en MN.



# BCU



Durante el primer trimestre del año se observó un cambio en las decisiones de portafolio de los agentes residentes, los que aumentaron su preferencia por instrumentos rentados en moneda nacional, implicando un pasaje de depósitos líquidos hacia títulos públicos en moneda nacional, impactando a la baja sobre el agregado M1'.



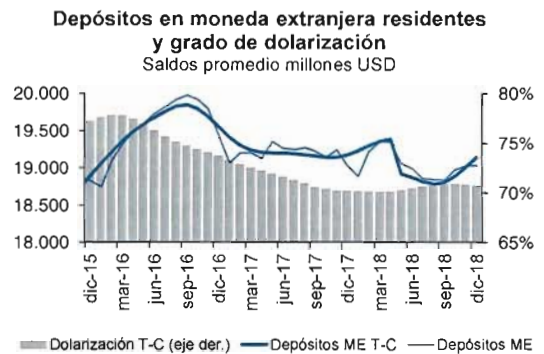
A su vez, el referido cambio de portafolio determinó un aumento de la demanda por LRM, tanto por inversores institucionales como por el sector privado no financiero, quien canalizó de esta forma el ahorro generado en su superávit de cuenta corriente. En este marco, para evitar que este cambio de portafolio resultara en presiones excesivas sobre el tipo de cambio, el BCU intervino en el mercado *spot*, acumulando USD 1.715 millones de dólares entre enero y abril.

Durante el segundo trimestre del año no se observaron cambios en las estrategias de portafolio según moneda de los agentes a nivel agregado que fueran en detrimento del M1', por lo cual el agregado volvió a acelerarse en el período, lo cual se reflejó en el comportamiento de los depósitos vista y caja de ahorro.

No obstante, a partir de tercer trimestre se sucedieron eventos en el entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la política monetaria, como el fortalecimiento global del dólar y un contexto regional más complejo, que provocaron un aumento de la demanda de activos denominados en dólares y consecuentemente presiones al alza en el mercado de cambios. En este marco, y a fin de moderar dichas presiones, el BCU realizó ventas de divisas por un total de U\$S 500 millones en el bimestre agosto y setiembre.

En este contexto, comenzaron a observarse indicios de una mayor preferencia por la ME inicialmente a nivel de los agentes institucionales (Fondo de Ahorro Previsional -FAP- y bancos), las cuales se fueron fortaleciendo en el transcurso del segundo semestre.

A su vez, se observó una tendencia creciente de los depósitos en ME del sector privado no financiero residente, lo cual estaría dando cuenta de un aumento de la preferencia por activos denominados en ME sobre el cuarto trimestre. Como consecuencia, se registró un leve aumento del grado de dolarización de los depósitos (el cual se ubicó en 71% en diciembre de 2018).



No obstante, a diferencia de lo observado en los depósitos líquidos en MN, los depósitos a plazo en MN mostraron una tendencia al alza durante el año, presentando un crecimiento real promedio de 13.2% medido en T-C. Este comportamiento se explica principalmente por la dinámica de los depósitos con plazos superiores a los 30 días (principalmente certificados de depósito en UI y plazo fijo), el cual es consistente con el dinamismo del crédito en MN antes señalado.

Por su parte, la tenencia de títulos públicos locales en moneda nacional como proporción del PIB se

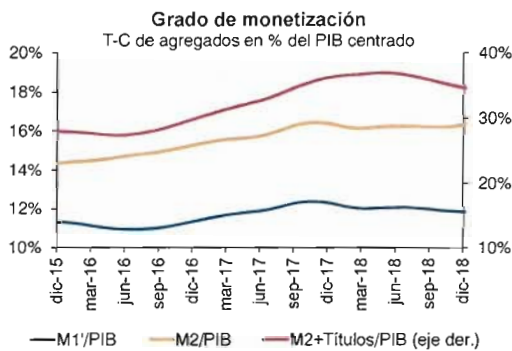




# BCU

redujo durante 2018 en un contexto de aumento de la preferencia del sector privado residente por activos denominados en ME.

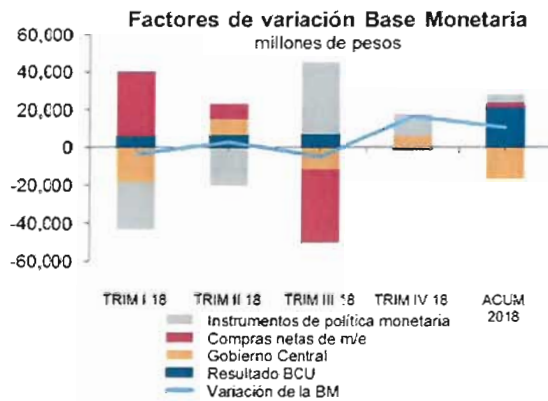
En línea con lo explicitado anteriormente, dicho comportamiento de los agregados implicó que el grado de monetización presentara un leve ajuste a la baja partir del tercer trimestre, tanto en su medición más restringida (M1'/PIB) como en el agregado más amplio (que incluye M2 y Títulos locales en cartera de residentes).



### V.3. El balance monetario del BCU

En el balance del BCU del año 2018 se observa un aumento de los activos externos netos, conjuntamente con una caída del crédito interno neto y una expansión de base monetaria (BM), la que muestra un crecimiento de 10.4% respecto al cierre de 2017. A esto se agrega el aumento registrado por el patrimonio del BCU.

El principal factor que explica la expansión registrada por la base monetaria en el acumulado del año 2018 es el resultado del BCU en moneda nacional, reflejando las mayores erogaciones por intereses pagados por instrumentos de esterilización en el contexto de una política monetaria contractiva. En el mismo sentido, pero con menor significación, operaron las compras-ventas de divisas realizadas por el BCU y la amortización neta de LRM. A diferencia de estos factores, el manejo de disponibilidades en moneda nacional del Gobierno Central en el acumulado del año operó en forma contractiva.



Los activos de reserva totales experimentaron una reducción en el transcurso del año, pasando de U\$S 15.963 millones en diciembre de 2017 a U\$S 15.552 millones al cierre del 2018. Como puede observarse en la gráfica, tanto los activos de reserva propios como los totales, evidenciaron un crecimiento en el primer trimestre del año 2018. Posteriormente, en agosto y setiembre, registran ambas variables caídas debido a la venta de divisas en el mercado spot y a la operación de recompra de LRM que fue pagada en dólares casi en su totalidad.



Esa reducción de los activos de reserva responde principalmente a la caída experimentada por las obligaciones netas del BCU con el gobierno central. Este factor fue parcialmente compensado por las compras de divisas realizadas por la autoridad monetaria.



**Factores de variación de las reservas**  
millones de dólares



**Activos externos propios y cobertura de deuda con plazo residual a un año**



Por último, debe notarse que si bien se observa un aumento del patrimonio del BCU en el transcurso del 2018, este resultado incluye una pérdida de 16.196 millones de pesos por resultado parafiscal.



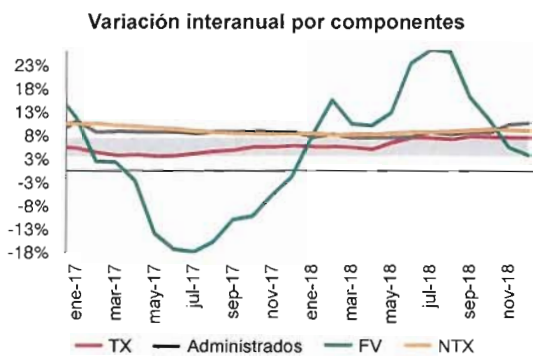
## VI. Evolución de los precios

### VI.1. Análisis de inflación

En diciembre de 2018 la tasa de inflación anual se ubicó en 7.96%. Al igual que en años anteriores, en diciembre se observó una deflación (-0.38% respecto a noviembre) debido a la evolución de los precios administrados. En particular, se verificó una reducción en los precios de la energía eléctrica, de la mano del plan "UTE Premia".

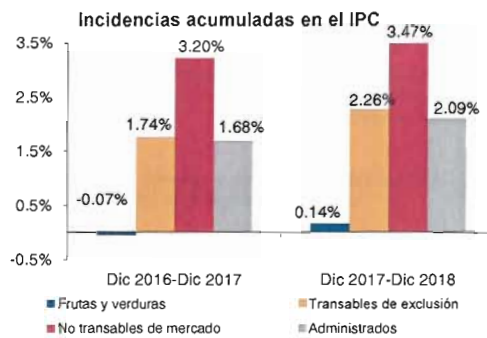


La mayor inflación observada en 2018 (medida en su tasa de variación a 12 meses) respecto a 2017 se explica por una variación mayor de todos sus componentes.



En particular, la mayor incidencia de los transables de exclusión (TX) se da en un contexto regional más incierto. A esto se suma que el rubro Frutas y Verduras experimentó fuertes presiones al alza debido al *shock* climático que afectó a los cultivos a mediados de 2018. En cuanto a los precios de los

bienes no transables de mercado (NTX)<sup>13</sup> experimentaron los efectos de segunda vuelta de *shocks* específicos sobre alimentos que se trasladaron, sólo en parte, al público en un marco de moderación del gasto y de los salarios. Finalmente, los precios Administrados aumentaron su incidencia, principalmente, debido a Tarifas.



En cuanto a TX, su comportamiento se explica fundamentalmente por la evolución del dólar. En particular, la incertidumbre regional ejerció presiones sobre el mercado cambiario doméstico impulsando la cotización del dólar al alza. Asimismo, existieron *shocks* en los precios de carne vacuna y de ave. Sin embargo, cabe destacar, que a pesar de las presiones sobre estos precios, el agregado se mantuvo con variaciones interanuales menores al techo del rango meta, prácticamente todo el año (excepto en septiembre que alcanzó un 7.1% de crecimiento interanual).

Por su parte, NTX, que constituye el componente más duro de la inflación, si bien tuvo un repunte en los primeros meses del año, llegando a un máximo en octubre, se desaceleró posteriormente cerrando el año en 8.1%.

### VI.2. Expectativas de mercado

La mediana de las expectativas de inflación para el horizonte relevante de la política monetaria (24 meses) mostró una tendencia creciente a lo largo del año finalizando con un leve descenso en el margen ubicándose en 7.5% variación interanual.

13. El agrupamiento de NTX corresponde al IPC de Bienes No Transables sin Administrados, mientras que el de TX corresponde al IPC de Bienes Transables sin Frutas, verduras ni cigarrillos.





Esta evolución también se puede observar para las expectativas a 18 y 12 meses, situándose a diciembre en 7.6% y 7.8% respectivamente.

Cabe destacar que, el descenso observado en las expectativas en el margen, podría ser una señal de credibilidad luego de las turbulencias en el mercado cambiario, en que la inflación retornará al rango meta. Por otra parte este descenso podría contribuir activamente en este proceso ya que las expectativas de inflación influyen en el proceso de formación de precios.



**Tema:** Nota NE/7/2019/49  
**Creado por:** sgeneral@bcu.gub.uy  
**Fecha programada:**  
**Fecha de creación:** 28/02/2019 18:22  
**De:** Secretaria General

<b>Destinatario</b>	<b>Acción</b>	<b>Fecha y hora</b>	<b>Comentario</b>
A: secretaria.direccion@mef.gub.uy (secretaria.direccion@mef.gub.uy)	Transferido	28/02/2019 18:22	