



**BCU**

# Informe de Política Monetaria

**Primer Trimestre 2016**

**BANCO CENTRAL DEL URUGUAY**





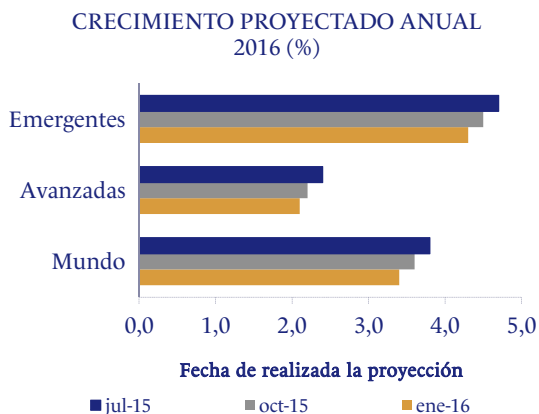
# BCU

## I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

### I.1. La situación internacional y regional

#### Actividad global

La actividad global habría crecido en 2015 levemente por debajo de 2014, de acuerdo con las últimas proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) (3.1% vs. 3.4%).<sup>1</sup> Dicha desaceleración se explica por el magro desempeño de las economías emergentes, al influjo de la contracción en Brasil y Rusia y la desaceleración de China. Las economías avanzadas mostraron cierta aceleración respecto a 2014, especialmente en la primera mitad del año. En este marco, el crecimiento de la economía mundial se aceleraría levemente en 2016 y en 2017 (3.2% y 3.5% respectivamente).



Fuente: FMI

En Estados Unidos la actividad continuó desacelerándose en el cuarto trimestre (creció 1.7%, desestacionalizado y anualizado), hecho observado en casi todos los componentes de la demanda: menor consumo privado; y reducción de inversión privada, exportaciones y gasto de gobiernos locales. Ello fue parcialmente compensado por una menor reducción de existencias, la disminución de las importaciones y el mayor gasto del gobierno federal. Por su parte, el mercado

laboral permanece dinámico, registrándose una fuerte creación de empleo, la que continuó en el primer trimestre de 2016. La tasa de desempleo se mantiene en torno a 5%, en un contexto de aumento de la tasa de empleo y de la tasa de actividad. El FMI prevé un crecimiento del nivel de actividad de 2.4% en 2016 (similar al registrado en 2015) y 2.5% en 2017.

En la Zona Euro la actividad continuó creciendo levemente en el cuarto trimestre (0.3% desestacionalizado), guiados por el crecimiento modesto de los países de mayor tamaño (Alemania y Francia). Asimismo, la tasa de desempleo muestra un descenso muy lento en los últimos meses, al tiempo que se mantiene en niveles muy elevados en algunos países, como es el caso de España. El FMI proyecta un crecimiento del Producto Bruto Interno (PIB) de 1.5% en la Zona Euro en 2016 (similar al observado en 2015) y 1.6% 2017.

La economía europea enfrenta riesgos significativos, derivados de las persistentes presiones deflacionarias y del bajo crecimiento potencial, con elevado desempleo. Asimismo, existen riesgos adicionales que surgen desde el plano político, donde entre otros, se destaca el plebiscito en Reino Unido, respecto a la posible separación del país del bloque, a celebrarse en junio de 2016.

En China el PIB creció 1.6% en el cuarto trimestre (desestacionalizado), marcando también aquí una desaceleración respecto al trimestre anterior. En un marco más general, China enfrenta una tensión entre dos objetivos: estabilidad financiera en el corto plazo y sostenibilidad económica en el largo plazo. Por el momento prevalece la estrategia de impulsar el crecimiento en el corto plazo a través de estímulos crediticios. Esta estrategia implica menores riesgos de desaceleración en el corto plazo y mayores riesgos para el mediano plazo, debido a la menor calidad del crecimiento. De acuerdo con las proyecciones del FMI, la economía china crecerá 6.5% en 2016 (por debajo del 6.9% registrado en 2015 y en línea con la meta del gobierno, de entre 6.5% y 7%), y 6.2% en 2017.

<sup>1</sup> World Economic Outlook. FMI, abril de 2016.



# BCU

## Mercados financieros

A principios del año se registró un incremento significativo de la volatilidad en los mercados financieros como consecuencia de la intensificación de la salida de capitales de China, que repercutió en el resto de los mercados globales. Asimismo, el incremento de la aversión al riesgo impactó, transitoriamente, en los costos de financiamiento de las economías emergentes.

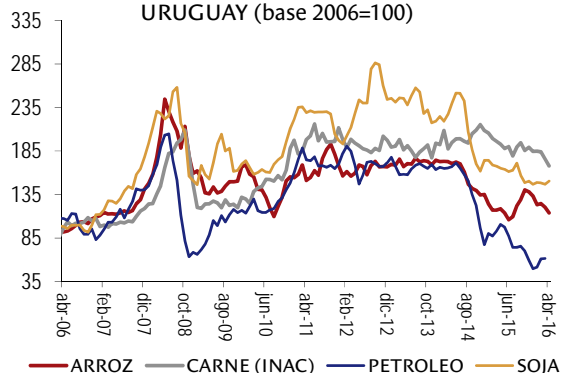
Asimismo, se observó una apreciación del dólar respecto a las demás divisas, lo que supone un riesgo para la dinamización de la economía estadounidense, debido a la pérdida de competitividad. Ante esta situación, los miembros del Directorio de la Reserva Federal (Fed) moderaron el discurso en relación a la velocidad con que se normalizará su política monetaria.

Así, el consenso de los analistas esperaba a fines de 2015 que la Fed implementara cuatro subas de 25 puntos básicos en su tasa de referencia, a lo largo de 2016, mientras que actualmente espera solo dos subas. Este cambio de expectativas determinó el fin de la apreciación del dólar a nivel global y una menor tensión en los mercados financieros, con la consecuente disminución de los costos financieros para las economías emergentes. Por su parte, la mayor flexibilización monetaria implementada por parte del Banco Central Europeo llevó a que el euro se depreciara frente al dólar.

## Commodities

El freno a la apreciación del dólar en las últimas semanas contrarrestó las presiones a la baja en los precios de commodities, observándose una relativa estabilización con un leve sesgo al alza en el margen. En particular, el precio del petróleo volvió a situarse por encima de los 40 dólares el barril, lo que implica un incremento de 40% respecto a los niveles de mediados de enero. Las excepciones a esta tendencia general son la carne y el arroz, cuyos precios se redujeron 9% y 14% en los tres primeros meses del año respectivamente.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS COMMODITIES RELEVANTES PARA URUGUAY (base 2006=100)

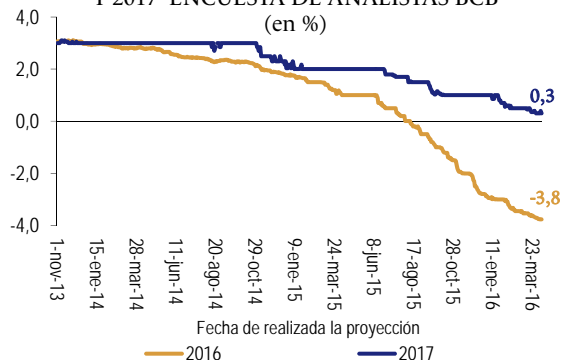


Fuente: Bloomberg.

## La región

La economía brasileña se contrajo 1.5% en el cuarto trimestre (desestacionalizado) y cerró 2015 con una caída de 3.9%. El sector industrial continúa mostrando debilidad, peses a las ganancias de competitividad que estaría favoreciendo al sector transable. Por el lado del gasto, la trayectoria del consumo continúa a la baja, como consecuencia del aumento del desempleo y la caída de los ingresos reales. Del mismo modo, la inversión se ve afectada por la elevada incertidumbre que afecta las expectativas empresariales, las que continúan deteriorándose. De acuerdo con la consultora Tendencias, la actividad se reducirá 4% en 2016 y se expandirá 1.2% en 2017, mientras que la mediana de la encuesta relevada por el Banco Central de Brasil (BCB) es similar para 2016 y más moderada para 2017.

BRASIL: CRECIMIENTO ESPERADO 2016 Y 2017 ENCUESTA DE ANALISTAS BCB (en %)



Fuente: BCB.

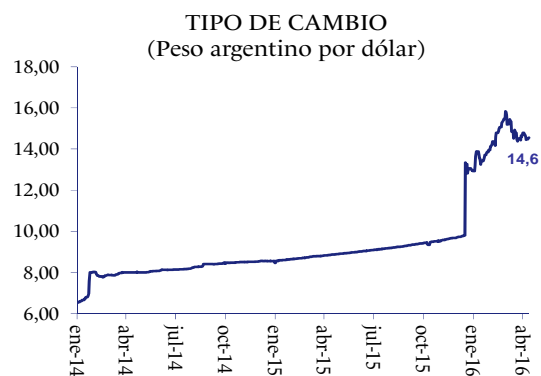


# BCU

En este marco, el déficit fiscal global alcanzó 10.8% del PIB en los 12 meses a febrero, con un aumento importante del déficit primario, que alcanzó -2.1% del PIB. Esta evolución se explica por la disminución de la recaudación impositiva en un ciclo a la baja, junto a una caída en los gastos discrecionales menor que el aumento en los gastos estructurales obligatorios. Por otra parte, la actual crisis política dificulta la definición de medidas necesarias de consolidación fiscal. En este marco, las agencias calificadoras volvieron a reducir la nota de la deuda brasileña (que ya había perdido el grado inversor para una de ellas a fines de 2015).

La inflación se moderó en los últimos dos meses y se ubicó en 9.4% en marzo, luego de alcanzar un pico de 10.7% en enero. La desaceleración de los precios obedece al menor crecimiento de los precios mayoristas y de algunos precios administrados, como la energía eléctrica. Asimismo, se espera que la caída de actividad y la reciente apreciación del real refuercen esta trayectoria a la baja en los próximos meses.

En Argentina, el mercado de cambios se muestra más estable luego de las intervenciones del Banco Central de la República Argentina (BCRA) de principios de marzo y un escenario financiero internacional más calmo, que revirtieron la tendencia a la depreciación de la moneda. El avance de las negociaciones con los holdouts, sumado al ingreso de dólares provenientes de la cosecha agrícola, contribuiría a mantener la estabilidad del tipo de cambio en los próximos meses.



Fuente: Bloomberg.

La inflación se aceleró desde principios de año y se ubicó en marzo en 33% (de acuerdo con la medición para la ciudad de Buenos Aires), impulsado por el ajuste de precios relativos vía tipo de cambio y tarifas públicas. El gobierno decidió recortar subsidios en los servicios públicos de transporte, gas y agua, con el objetivo de contener el déficit fiscal. Sin embargo, en el corto plazo dicho ajuste de tarifas representa una presión inflacionaria. Por su parte, la inflación subyacente (que excluye los artículos más volátiles) muestra cierta desaceleración en el margen. Esta tendencia se podría consolidar en la medida que no se registren nuevas correcciones de precios relativos en lo que resta del año.

El nivel de actividad creció 1.5% en 2015, de acuerdo a estimaciones privadas (Ecolatina), luego de la caída de 2014. No obstante, dicha recuperación habría sido parcial, habida cuenta de que el PIB se mantuvo levemente por debajo del nivel alcanzado en 2013. Para 2016 Ecolatina espera un descenso de 0.7% y un crecimiento de 3.1% en 2017.

## Escenario Base

La evolución reciente y las perspectivas de la economía global determinan un escenario internacional, entendido como el más probable en el horizonte de política monetaria ("escenario base").



# BCU

La demanda externa relevante para la economía uruguaya continuaría mostrando escaso dinamismo. En particular, la región se encontraría en una fase de contracción en 2016. Por su parte, Estados Unidos continuaría creciendo a un ritmo moderado, mientras que China continuaría su proceso de desaceleración. Europa seguiría mostrando una expansión modesta, con varias fuentes de riesgos a la baja.

Crecimiento del PIB (términos reales, %)

	2015	2016f	2017f
Economía global	3.1%	3.2%	3.5%
Economías avanzadas	1.9%	1.9%	2.0%
Estados Unidos	2.4%	2.4%	2.5%
Zona Euro	1.6%	1.5%	1.6%
Japón	0.5%	0.5%	-0.1%
Economías emergentes	4.0%	4.1%	4.6%
China	6.9%	6.5%	6.2%
Brasil	-3.9%	-4.0%	1.2%
Argentina	1.5%	-0.7%	3.1%

Fuentes: FMI, Tendencias y Ecolatina.

Respecto a los precios externos relevantes, de acuerdo a proyecciones del FMI, se registraría cierto deterioro en los términos de intercambio para nuestro país en el promedio de 2016 y 2017.

Asimismo, el fortalecimiento del dólar respecto a las demás monedas sería menor al esperado algunos meses atrás. Si bien en 2015 en promedio los socios comerciales de Uruguay experimentaron deflación en dólares, se espera que en 2016 y 2017 tengan una leve inflación en dólares. Esta evolución se explica principalmente por la apreciación del real en Brasil y la elevada inflación doméstica en Argentina. Asimismo, se espera que los socios fuera de la región tengan cierta deflación en dólares.

En materia financiera, la trayectoria más lenta de aumentos de tasa de interés anunciada por la Fed determinará una menor apreciación del dólar a nivel global y una estabilización en los costos financieros de las economías emergentes.

Este escenario se presenta como desafiante para la economía uruguaya. En materia de actividad, el crecimiento esperado de los principales socios comerciales y la evolución de los términos de intercambio impulsarían a la economía uruguaya en forma moderada. La evolución de los precios en dólares de los socios comerciales constituiría cierta presión sobre la inflación doméstica. Este proceso podría verse amortiguado por la menor apreciación esperada del dólar.

Las condiciones financieras internacionales tenderían a ser más favorables, lo que se está reflejando en la evolución a la baja de los spread de la deuda soberana de los países emergentes. Esta situación es resultado del mayor gradualismo esperado en la suba de tasas por parte de la Fed.

Finalmente, se continúan identificando algunos riesgos en la economía global y regional. Entre ellos se destacan: restricciones financieras mayores a las esperadas por incrementos en la volatilidad financiera; mayores dificultades de la economía china, ya sea por una reducción significativa del crecimiento o por un aumento de la volatilidad financiera originada por una agudización de los problemas bursátiles o por la depreciación del yuan; mayores tensiones financieras en Europa ante el resultado incierto del plebiscito en Reino Unido, la crisis de los refugiados y la posible insuficiencia de las medidas tomadas por el BCE; y una agudización de los desequilibrios macroeconómicos en las economías de la región. Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría un impacto negativo sobre el equilibrio macroeconómico esperado en este escenario base, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

## I.2 La economía uruguaya

### I.2.1 Nivel de actividad y empleo

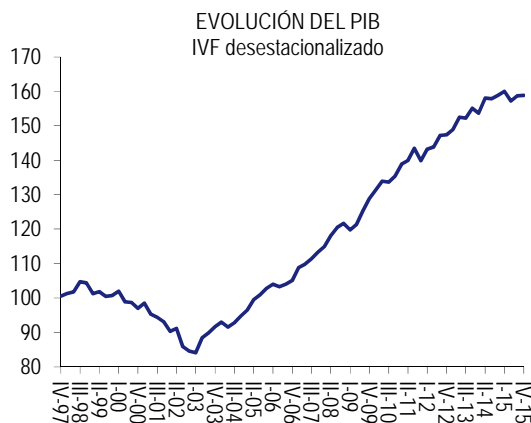
#### El cuarto trimestre de 2015

En el último trimestre del año el nivel de actividad permaneció estable respecto a un año atrás (variación interanual de -0.1%). Del



# BCU

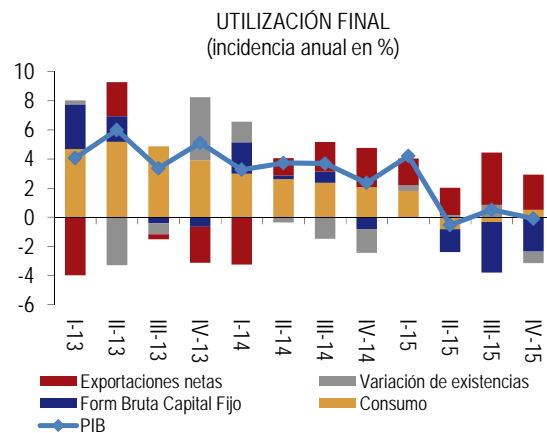
mismo modo, el PIB se mantuvo en niveles similares respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados (0.1%). Ello fue el resultado principalmente de una mayor producción de transporte, almacenamiento y comunicaciones, que fue compensada por una caída en las actividades primarias.



La oferta final de la economía se volvió a contraer respecto a un año atrás (-2.4%), guiados por una caída en las importaciones (-9.1%). Esta reducción obedeció tanto a menores compras de bienes (consumo, capital e intermedios, a excepción de energéticos) como de servicios (turismo emisor y otros).

Desde la perspectiva del gasto, la demanda interna también se redujo (2.4%), siendo compensada por una reducción del déficit de transacciones con el exterior. Este menor déficit se debió a una mayor caída en volumen de las importaciones en relación a las exportaciones (-3.0%).

La disminución de la demanda interna se explicó fundamentalmente por la reducción en la formación bruta de capital, tanto en inversión fija como en menor acumulación de existencias. En relación a la primera, se registraron caídas tanto en la inversión pública como privada; tanto en compras de maquinaria y equipo importados como en la construcción. Mientras tanto, el gasto en consumo final creció levemente (0.5%).



Finalmente, la reducción en las exportaciones de bienes y servicios fue impulsada por menores ventas de servicios, ya que las de bienes registraron un incremento asociado a mayores ventas de pulpa de celulosa, soja y productos lácteos. En tanto, las ventas de servicios al exterior se redujeron como consecuencia de una caída en el turismo receptivo y menores exportaciones de otros servicios (fletes marítimos, debido al cierre de una empresa importante en el rubro).

## El año 2015

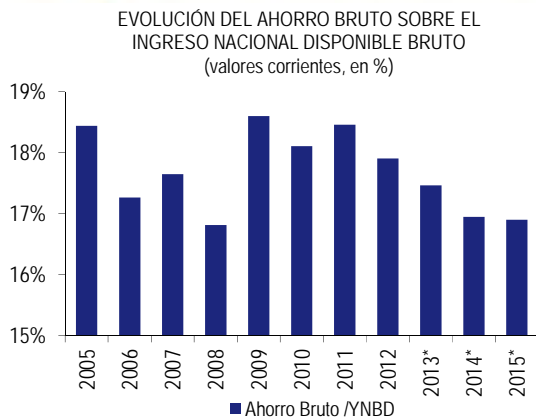
En 2015 la economía uruguaya se expandió 1.0% respecto a un año atrás, completando 13 años de crecimiento ininterrumpido. Por su parte, el ingreso nacional disponible bruto real se expandió a un ritmo ligeramente inferior (0.6%) como consecuencia de una mayor remuneración neta de factores al exterior.

El ahorro bruto mantuvo su participación en el ingreso nacional disponible bruto respecto al año anterior en términos corrientes, representando 16.4% del total, por lo que el gasto de consumo final como proporción del ingreso también permaneció estable, ubicándose en 83.6%.



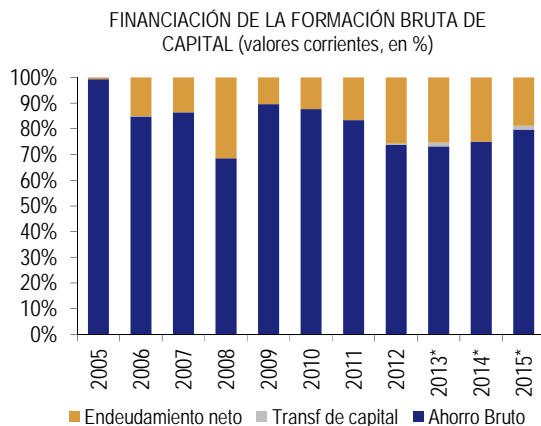


# BCU



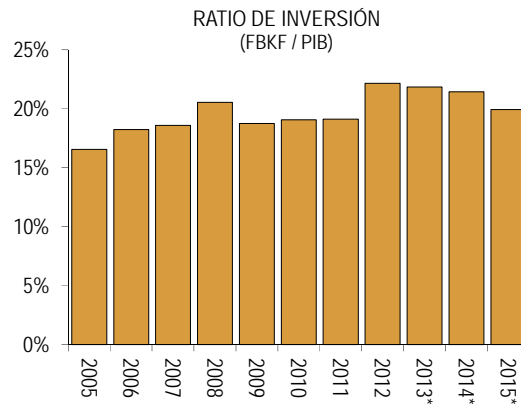
\* Datos preliminares

Por su parte, la participación del ahorro bruto en la financiación de la formación bruta de capital se incrementó respecto a 2014, representando 79.6% del total, mientras que se registraron transferencias de capital por cobrar del resto del mundo (1.6%). Esto se produjo en detrimento del endeudamiento externo neto como fuente de financiamiento de la inversión, que redujo su participación a 18.8% del total.



\* Datos preliminares

Finalmente, el ratio de inversión respecto al PIB se redujo levemente por tercer año consecutivo desde los niveles máximos de 2012, ubicándose en 20% en el promedio de 2015, debido a la caída en la formación bruta de capital fijo tanto del sector público como privado.



\* Datos preliminares

## Indicadores de actividad del primer trimestre de 2016

De acuerdo con la evolución de algunos indicadores parciales de actividad, la economía habría mostrado un escaso dinamismo en el primer trimestre de 2016.

Por un lado, las importaciones de bienes de consumo sin automóviles mostraron estabilidad en tendencia-ciclo en enero (aunque siguieron cayendo en términos interanuales), mientras que, con datos a febrero, las ventas de automóviles 0 km acumularon 12 meses consecutivos de caídas. Esta evolución resulta consistente con el deterioro de algunos fundamentos del consumo privado, como el mercado laboral y las expectativas de los consumidores. En sentido contrario, en enero se mantuvo el dinamismo del crédito a familias en moneda nacional, factor que habría contribuido a sostener los niveles de consumo.

En cuanto a la demanda externa, en el promedio de enero y febrero las exportaciones de bienes medidas en volumen cayeron 1.6% en términos interanuales (fuente Aduana, sin incluir zonas francas). El componente de tendencia-ciclo mostró una trayectoria estable en los últimos meses, al tiempo que los precios de exportación evolucionaron a la baja.

Desde el punto de vista de la oferta, los datos de enero de la industria manufacturera indican que el componente tendencia-ciclo del Índice de Volumen Físico (IVF) global se mantuvo relativamente estable en los últimos

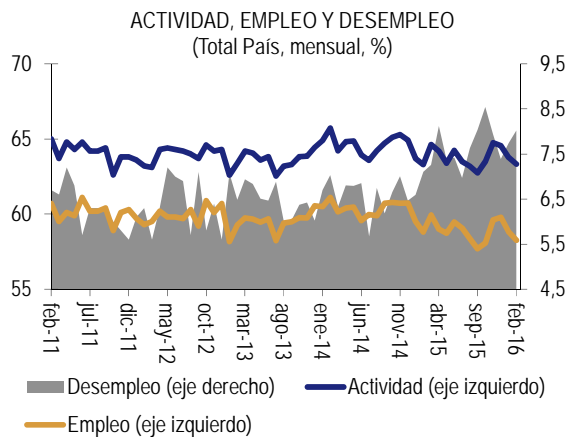


# BCU

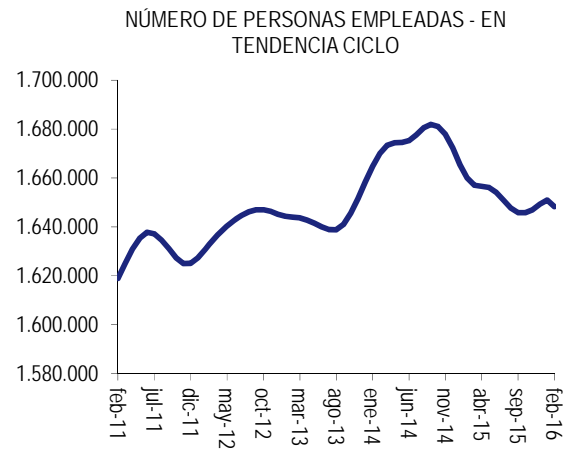
meses impulsado por la mayor producción de celulosa y la elaboración de jarabes y concentrados. Por su parte, el indicador de exclusión (que no considera la producción de la refinera, celulosa, y jarabes y concentrados) acumula 19 meses de caída en el margen.

## Empleo e ingresos

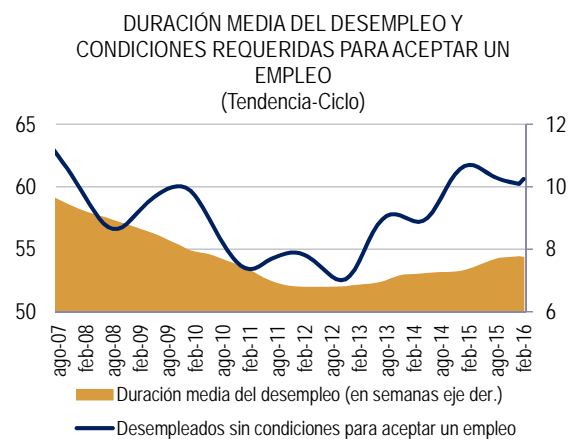
En el promedio de 2015 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 7.5%, aumentando casi un punto respecto al año anterior, en la medida que el menor nivel de empleo, en un marco de caídas en la oferta y la demanda de empleo. Así, la tasa de empleo fue 59% en 2015 frente a 60.4% en 2014; la misma no fue totalmente compensada por la caída en la oferta de trabajo (la tasa de actividad fue 63.8% en 2015 y 64.7% en 2014). El número de ocupados es menor al nivel de inicios de 2015 y en especial respecto al pico de fin de 2014.



Esta tendencia continuó verificándose en el inicio de 2016; los datos a febrero dan cuenta de tasa de desempleo de 8%, un punto por encima de la registrada en febrero de 2015.



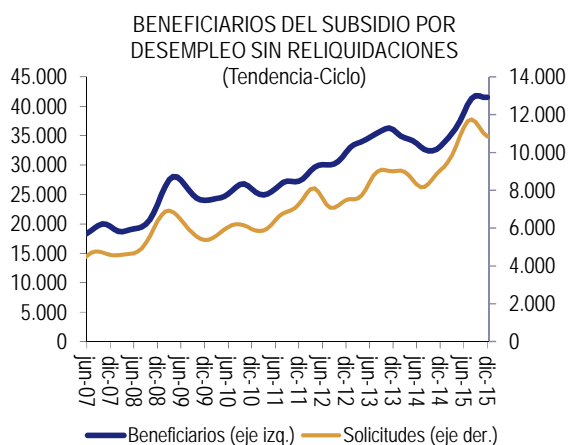
A su vez, en un marco de un menor dinamismo del mercado laboral, se observó un leve deterioro en la calidad del empleo. En concreto, se verificó un incremento de algo más de un punto respecto a febrero de 2015 en el subempleo, que abarcó al 7.8% de la población ocupada. De todas maneras, se encuentra en niveles reducidos en una perspectiva de más largo plazo. Por su parte, el no registro se incrementó un punto y medio en la misma comparación, afectando al 25.8% de los ocupados.



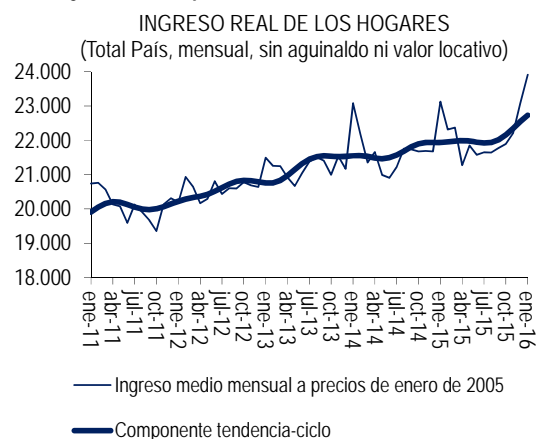
Pese al relativo deterioro del mercado laboral, se observa una tendencia creciente en el número de personas que imponen exigencias para aceptar un empleo. Por otro lado, la duración media del desempleo se mantiene relativamente estable en casi 8 semanas (en tendencia-ciclo) desde agosto del año pasado, y un punto por encima de los mínimos de fines de 2012.



Por otra parte, la información del Banco de Previsión Social (BPS) a diciembre 2015 muestra un freno en el aumento de los beneficiarios del subsidio por desempleo a partir de setiembre, mientras que las solicitudes muestran una tendencia decreciente desde agosto, lo que indicaría una reducción de los beneficiarios del seguro de desempleo en los próximos meses.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país creció en el año cerrado a enero 2016 (2.1% en promedio). Por fuentes de ingreso, el aumento se explicó en mayor medida por las pasividades (que se incrementaron 2.3% en el año móvil a enero de 2016), en tanto que los ingresos salariales y de los empleados por cuenta propia crecieron 1.6% y 1.8% respectivamente.



En suma, la situación del mercado laboral durante 2015 comenzó a mostrar signos de enlentecimiento, en consonancia con la

desaceleración de la actividad económica. En una perspectiva de más largo plazo, la economía mantiene bajos niveles de desempleo, altos niveles de empleo, junto a una tendencia creciente del salario real y el ingreso real de los hogares. Los indicadores más recientes señalan una leve mejora en el margen, si bien es necesario contar con más datos para confirmar esta tendencia.

## I.2.2. Sector externo

### Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se depreció en el primer trimestre de 2016 con respecto a diciembre (1.5%). Esto surge como resultante de una depreciación tanto respecto a la región (0.9%), como respecto al resto del mundo (2.4%).<sup>2</sup>

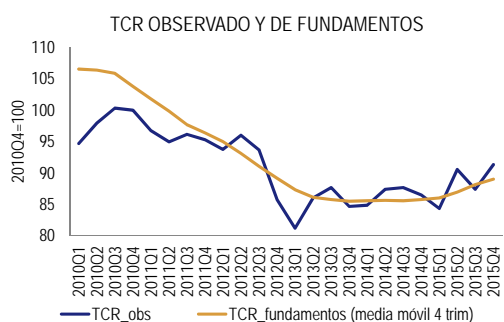
En lo que refiere a la relación de precios relativos con la región, se observó cierto encarecimiento relativo respecto a Argentina, al impulso de la liberalización de su mercado cambiario y la consecuente depreciación de la cotización oficial del peso argentino. Por otra parte, en el marco de una elevada volatilidad en Brasil, derivada de la crisis política y económica que experimenta, el real sufrió en marzo una fuerte apreciación, que resultó en una mejora del TCRE bilateral con dicho país. No obstante ello, en una perspectiva más larga esta relación se ubica en niveles bajos (se apreció alrededor de 30% entre marzo de 2016 y el promedio del año 2010, año base).

En tanto, el TCRE con los socios de la extra región en los tres primeros meses del año se depreció debido a la mayor depreciación del peso respecto al dólar. En una perspectiva más larga, el nivel del TCR bilateral se ubica cercano al del año base.

Por otra parte, en 2015 el TCR de fundamentos tendió a depreciarse, al influjo de un ajuste del gasto respecto al PIB, fundamentalmente por un ajuste de los gastos en inversión y, en menor medida en

<sup>2</sup> Para este cálculo se ha tomado en consideración que la unificación cambiaria en Argentina afecta sólo a una parte del comercio de bienes y servicios con este país.

bienes de consumo privados. Ello fue compensado, en parte, por cierta mejora de los términos de intercambio y de la productividad relativa de la mano de obra, que tendieron a apreciarlo. Asimismo, en el cuarto trimestre de 2015 el TCR observado<sup>3</sup> se ubicó algo por encima de su nivel de fundamentos.

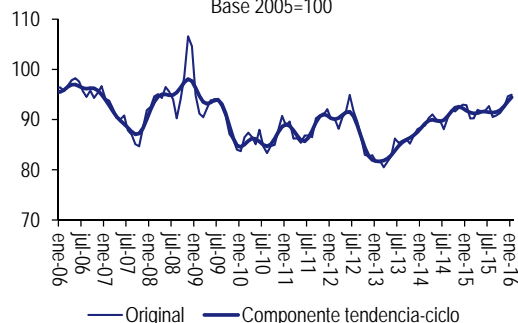


Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora<sup>4</sup> mostró una trayectoria al alza en tendencia-ciclo desde setiembre 2015, ubicándose en niveles similares a los de comienzos de 2009. Esta evolución obedeció a una reducción de los costos unitarios de producción medidos en dólares, mayor a la que experimentaron los precios de exportación.

<sup>3</sup> El mismo se construye como insumo para los modelos macroeconómicos manejados por los servicios, y no necesariamente coincide con el TCRE comentado en el párrafo anterior.

<sup>4</sup> Mide la relación entre el índice agregado de precios de exportación y el índice agregado de costos unitarios de todas las ramas industriales cuyas exportaciones superaban el 10% de su producción en el año base 2005. La metodología puede consultarse en: [http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios\\_Relativos/metodologia.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf)

INDICADOR DE EXCEDENTE BRUTO UNITARIO DE LA INDUSTRIA EXPORTADORA  
Base 2005=100

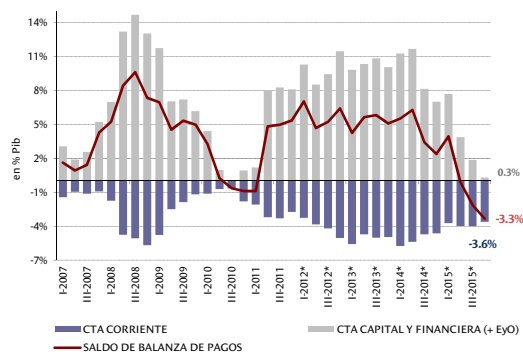


En síntesis, el nivel del TCR se encuentra actualmente por encima de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador mantiene una tendencia creciente y continúa en niveles razonables respecto al promedio de los últimos 10 años. En el margen se destaca la depreciación del tipo de cambio real efectivo en el primer trimestre de 2016, al influjo de la importante apreciación nominal del real ocurrida en marzo.

## Balanza de Pagos

En el año 2015 la economía uruguaya habría registrado un déficit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 1.947 millones de dólares (3.6% del PIB), reduciéndose un punto porcentual respecto al año anterior.

PRINCIPALES COMPONENTES BALANZA DE PAGOS  
En % PIB - Año Móvil

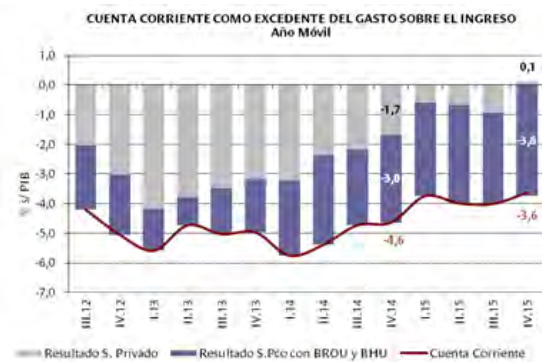


Este déficit de cuenta corriente fue financiado principalmente por la caída de activos de reserva (unos 1.750 millones de dólares), completándose con un ingreso de capitales muy inferior al de 2014.

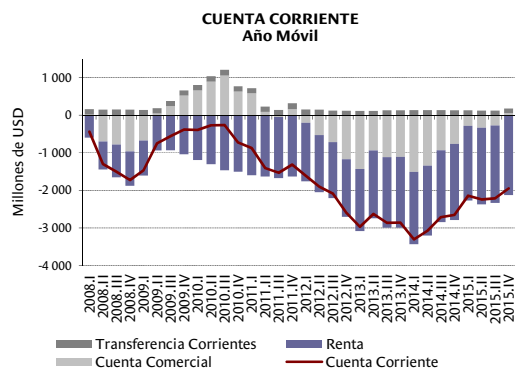


# BCU

A nivel institucional, la caída del déficit en cuenta corriente en el último año estuvo impulsada por la reducción de la brecha del sector privado, que culmina el año con un leve superávit, al influjo de un menor dinamismo tanto de consumo como de inversión. Mientras tanto, el sector público aumentó su desequilibrio, cerrando el año con un saldo negativo de 3.8% del PIB. De esta forma, durante 2015 el sector privado ha realizado un ajuste de 1.8% del PIB, al tiempo que el sector público incrementó su déficit en 0.8% del PIB.



El déficit de cuenta corriente se redujo respecto al de un año atrás en unos 700 millones de dólares, liderado por la reducción del déficit de la cuenta comercial en 800 millones de dólares, la que culmina con un superávit de 54 millones de dólares. Mientras tanto, las rentas remitidas al exterior aumentaron unos 100 millones de dólares, a raíz de mayores pagos de intereses por títulos públicos y mejores resultados de las empresas de inversión extranjera directa (IED).



Asimismo, en el año 2015 se registró una leve entrada neta de capitales a través de la

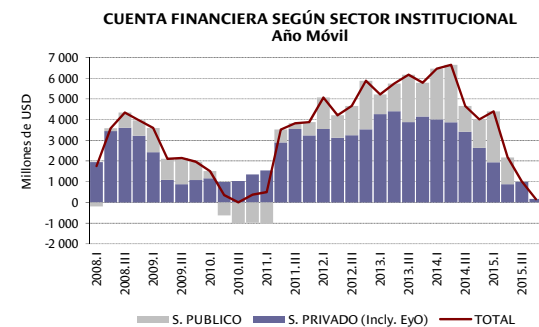
cuenta capital y financiera (160 millones de dólares), la que implica un marcado descenso respecto al ingreso cercano a 4.000 millones de dólares de 2014, tanto hacia el sector público como hacia el sector privado (reducción de unos 1.300 y 2.100 millones de dólares, respectivamente).

La menor entrada neta de capitales, así como la caída de las reservas internacionales no es consecuencia de que el país haya tenido problemas de acceso al financiamiento externo, sino a la estrategia seguida por el Banco Central del Uruguay de venta de divisas conjuntamente con la reducción en su endeudamiento en instrumentos de regulación monetaria.

La salida neta de divisas del sector público se debió principalmente al comportamiento del sector financiero, quien constituyó activos en el exterior y canceló pasivos, mientras que el sector público no financiero (SPNF) captó menos fondos de no residentes que en 2014 a través de la inversión en cartera.

A nivel del sector privado, el menor ingreso neto de capitales de 2015 se debió a la moderación de la IED (tanto en inmobiliaria como en tierras y en participación en empresas), mientras que los movimientos del sistema financiero y los mayores depósitos de residentes en el exterior implicaron una salida de capitales.

El sistema bancario privado profundizó su posicionamiento en colocaciones en el sistema financiero externo en el marco del programa de reducción gradual de la obligación de constituir encajes marginales, implicando una salida neta de capitales de unos 1.040 millones de dólares.





## I.2.3. Finanzas Públicas

En el año móvil culminado en febrero 2016 el déficit del sector público global (SPG<sup>5</sup>) fue 3.7% del PIB, 0.5 puntos superior al de un año atrás. Esta dinámica se explica por un mayor déficit de Gobierno Central-Banco de Previsión Social (GC-BPS) y mayores pagos de intereses del BCU. Como atenuante, el déficit de Empresas Públicas (EPPP) disminuye 0.4% del PIB.



El resultado primario de GC-BPS se redujo 0.5% del PIB respecto al año anterior, mostrando un déficit de 0.6% del PIB. El aumento en términos reales de los egresos (2.3% del PIB) superó al de los ingresos (0.6%), en un contexto en el que la menor contribución del ciclo económico continúa afectando la recaudación tributaria (DGI y BPS).

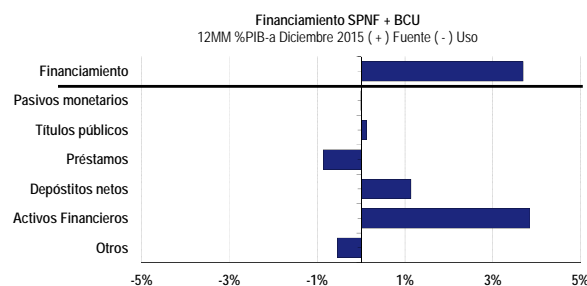
El déficit del BCU se incrementó 0.6% del PIB en el último año, ubicándose actualmente en 1.3% del PIB. Esta evolución se explica por el aumento de los intereses pagados por los instrumentos de esterilización en el marco de una política monetaria que mantiene su sesgo contractivo. Sin embargo, la gestión de deuda del tercer trimestre de 2015 (operaciones de canje y venta de divisas) implicó un cambio en esta tendencia creciente. Por lo tanto, se revisó a la baja la proyección de los intereses en base caja en 0.6% del PIB para 2016 y 0.8% del PIB para 2017.

<sup>5</sup> El sector público global (SPG) incluye al GC, al BPS, a las EPPP, al BCU, a los gobiernos departamentales y al BSE.

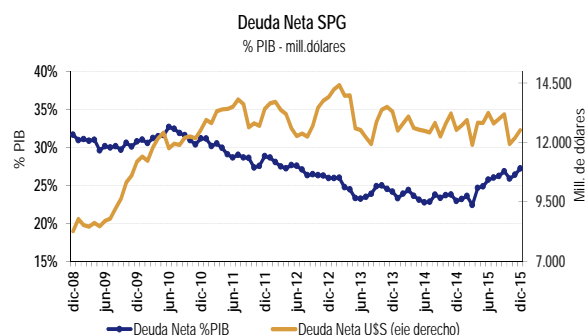
**PAGOS NETOS DE INTERESES DEL BCU**  
(sin intereses de capitalización)  
% del PIB - año móvil



Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a diciembre 2015 el déficit del SPG fue 3.7% del PIB. Este déficit y la amortización de préstamos se financiaron principalmente con venta de activos de reserva e incremento de los depósitos en dólares en el BCU.



Los últimos datos oficiales muestran que la deuda bruta del SPG a setiembre 2015 asciende a 31.390 millones de dólares (64% del PIB), en tanto que los activos se ubican en 18.877 millones de dólares (39% del PIB). Por ende, la deuda neta se ubica en 12.513 millones de dólares (26% del PIB).



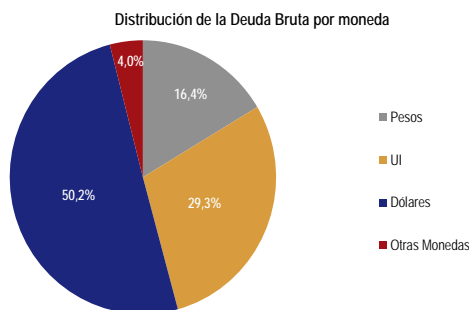
La deuda neta expresada en dólares se redujo levemente (17 millones de dólares), impulsada por la depreciación del peso



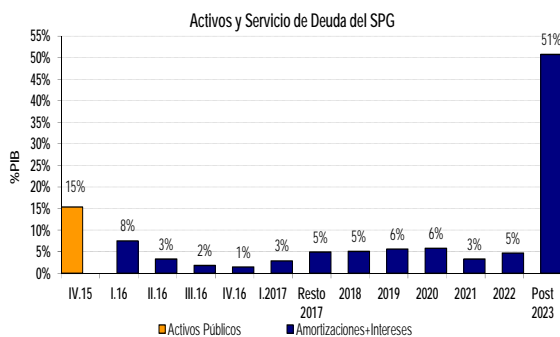
# BCU

respecto al dólar, que provocó un efecto patrimonial de menor deuda por los pasivos emitidos en moneda nacional (46% del total), al momento de expresarlos en dólares.

Por otra parte, si bien las operaciones financieras de los últimos meses determinaron un leve aumento de la deuda en moneda extranjera (emisiones internacionales en dólares, opción de desintegración en dólares de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en moneda nacional), el riesgo cambiario y de descalce de monedas se mantiene acotado, pues este cambio es marginal.



Finalmente, el nivel de activos de reserva del sector público (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a diciembre 2015 permitía cubrir el servicio de deuda pública del SPG de todo el 2016 y hasta enero de 2017. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.167 millones de dólares (4.4% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2023.



En síntesis, el sector público siguió impulsando la demanda agregada al influjo de una reducción del resultado primario del GC. Este aumento de las necesidades financieras derivó en un mayor endeudamiento neto en un contexto en que la gestión de la deuda permitió mantener la sólida estructura financiera del sector público, tanto en lo que refiere al nivel de deuda respecto al PIB, como a su composición por monedas y vencimientos, manteniendo en términos de liquidez su política de pre-financiamiento. Por lo tanto, si bien algunos de estos indicadores se deterioran levemente en el margen, continúan reflejando una situación financiera confortable y manejable en el escenario actual.

## II. La Política Monetaria en el primer trimestre de 2016

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

En la reunión trimestral del 30 de diciembre de 2015, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió mantener la referencia para el crecimiento interanual del agregado M1 ampliado (M1') en el rango de 7% a 9% para el primer trimestre de 2016.

Cabe señalar que a partir de enero entró en vigencia la modificación de requerimientos de encaje, de acuerdo con la cual se eliminaban los encajes marginales, incrementándose el encaje medio sobre las obligaciones en moneda nacional.

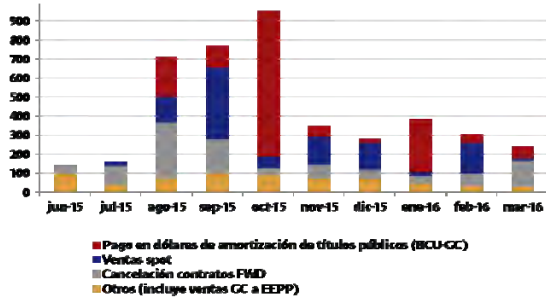
La política monetaria fue implementada de manera de alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM, en un contexto de una menor demanda de dinero. Este menor dinamismo estaría asociado a la moderación del ritmo de crecimiento de la actividad económica y a una mayor preferencia de los agentes por moneda extranjera, en un marco de importante incertidumbre regional e internacional.



# BCU

En este contexto, los excedentes de liquidez en el mercado de dinero fueron gestionados en base a la combinación de colocaciones de letras de regulación monetaria (LRM) y de ventas de divisas, principalmente bajo las modalidades de pago en dólares de títulos locales al vencimiento, ventas en el mercado *spot* y cancelación de contratos *forward*.

**EVOLUCIÓN VENTAS DÓLARES DEL BCU - GC**

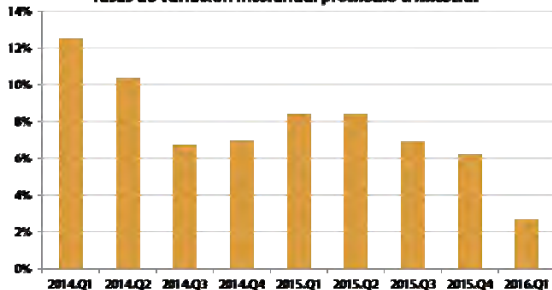


Oct/15: El rubro "pago en dólares de amortizaciones" incluye la cancelación de títulos asociada a la operación de recompra de LRM.

No obstante, si bien la base monetaria estuvo en línea con lo programado, se registraron niveles históricamente altos de reservas bancarias excedentes, procesándose un ajuste a la baja del multiplicador.

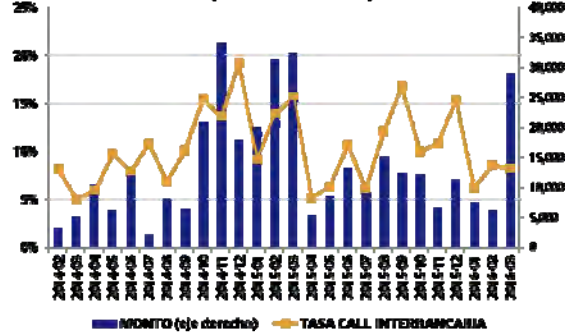
De este modo, el agregado monetario M1' registró un crecimiento interanual promedio de 2.6% en el primer trimestre de 2016. Este menor dinamismo se observó tanto a nivel del circulante de monedas y billetes como de los depósitos líquidos.

**COMPORTAMIENTO DE M1'**  
Tasas de variación Interanual promedio trimestral



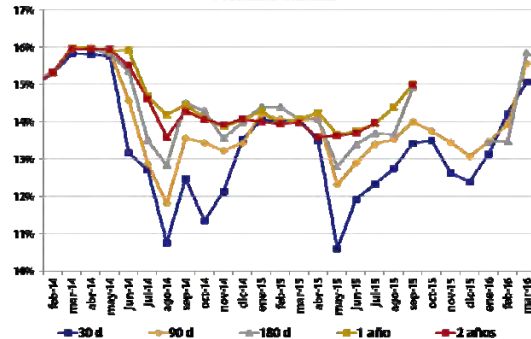
En el mercado de dinero, la tasa interbancaria a un día registró un ajuste a la baja durante el trimestre, a pesar de que en marzo la operativa fue importante.

**TASA DEL MERCADO INTERBANCARIO A UN DÍA**  
(Promedio mensual)



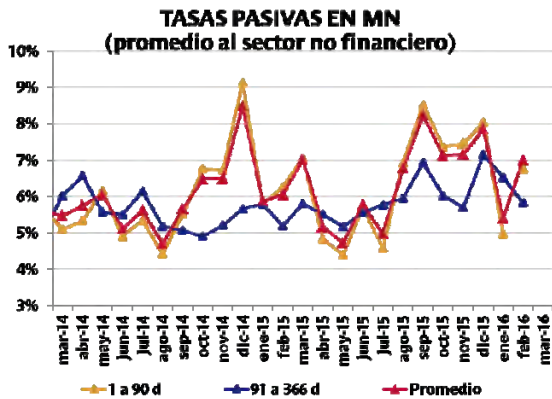
A diferencia de ello, las tasas adjudicadas en el mercado primario de LRM presentaron un ajuste al alza respecto del cierre de 2015, alcanzando un promedio de 15.4% en marzo. En este sentido, las mismas presentaron un incremento gradual durante el trimestre, que implicó un aumento de 280 Pbs. en comparación con diciembre. A su vez, se retomaron las colocaciones a 180 días que habían sido discontinuadas en octubre.

**TASAS ADJUDICADAS EN EL MERCADO PRIMARIO DE LRM**  
Promedio mensual

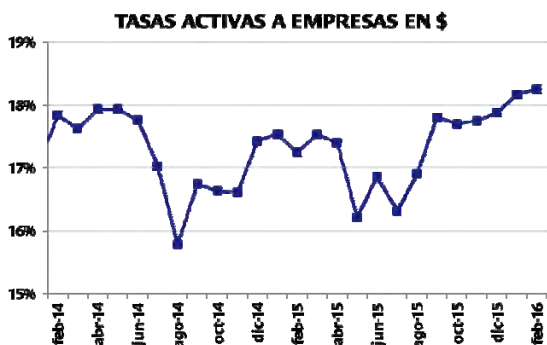


La tasa pasiva promedio en moneda nacional otorgada por el sistema financiero evolucionó de forma similar a la dinámica registrada en el mercado de dinero, procesando un ajuste a la baja durante el primer bimestre del año.

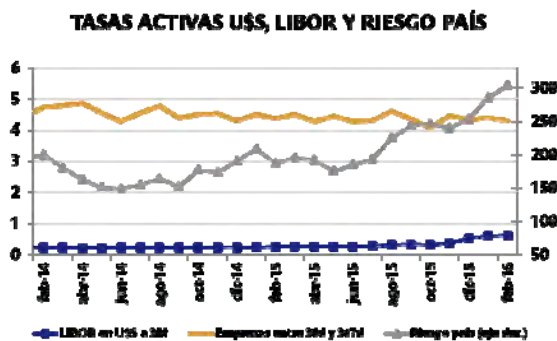




Por su parte, las tasas activas a empresas en moneda nacional otorgadas por el sistema bancario ajustaron al alza en el primer bimestre de 2016, promediando 18.2%.



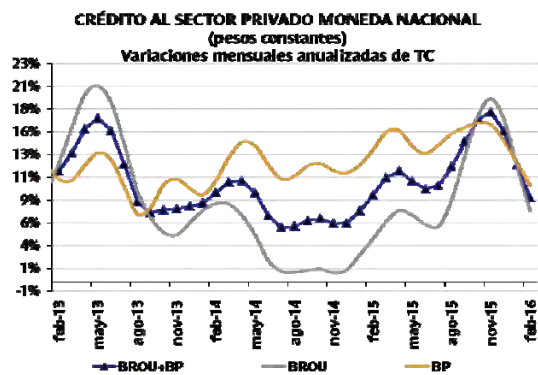
A diferencia de ello, las tasas activas en dólares transadas con empresas, para plazos entre 30 y 367 días, se mantuvieron estables, promediando 4.4% en lo que va del año (datos a febrero).



## II.2. Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

El crédito en moneda nacional en términos constantes continuó observando un significativo dinamismo, a pesar de la desaceleración que registró en los últimos datos. La misma se verificó fundamentalmente a nivel del BROU, luego del importante crecimiento observado en noviembre.

El aumento del límite de endeudamiento en proporción al salario y las expectativas de depreciación de la moneda nacional, podrían haber incidido en una mayor demanda de crédito en moneda nacional, en detrimento del crédito en dólares<sup>6</sup>.

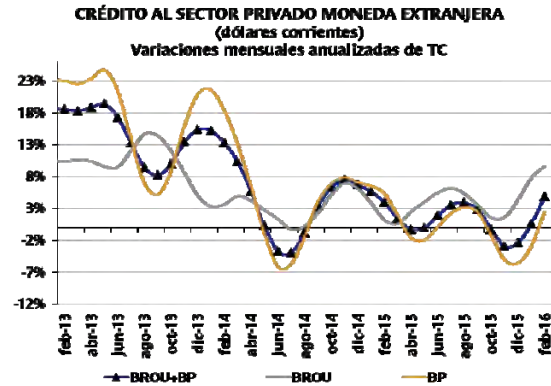
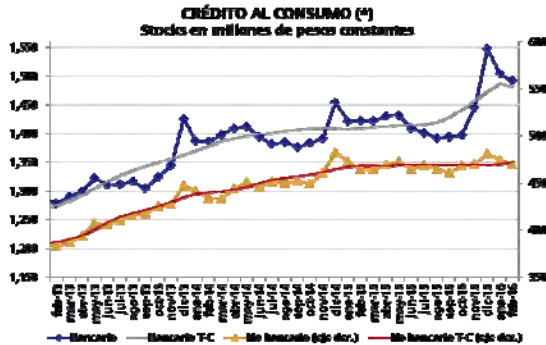


De este modo, el crédito al consumo continuó observando una tendencia creciente, debido al dinamismo registrado por el crédito otorgado por instituciones bancarias, ya que el crédito no bancario al consumo se mantuvo relativamente estable.

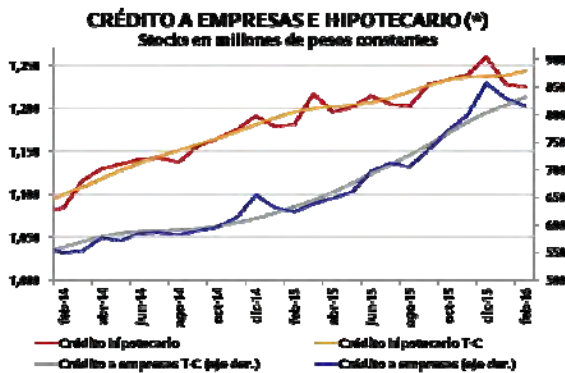
<sup>6</sup> El relajamiento de restricciones de endeudamiento se encuentra vigente desde enero de 2015, a raíz del Artículo 34 de la Ley de Inclusión Financiera. Dicho límite pasó de 30% a 40% de los ingresos a partir de enero de 2016.



# BCU



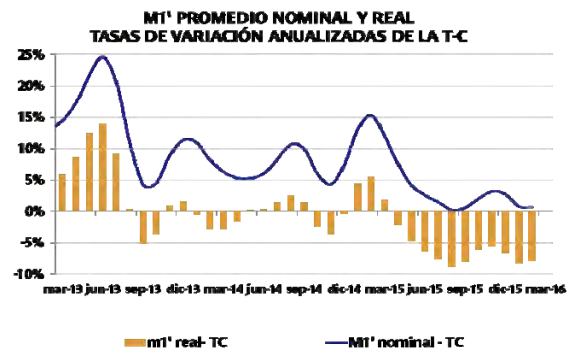
Asimismo, el crédito a empresas observó un vigoroso dinamismo, registrando una aceleración en febrero. Por su parte, el crédito hipotecario en términos reales se mantuvo relativamente estable, creciendo levemente en el último dato disponible.



El crédito en moneda extranjera creció en febrero impulsado por el BROU, luego de la caída observada a nivel de la Banca Privada a fines de 2015. El menor dinamismo del crédito en moneda extranjera estaría asociado a una conducta más cautelosa de los agentes en un contexto de depreciación y volatilidad cambiaria.

Acorde al escaso dinamismo registrado por el agregado monetario M1' durante el trimestre, su medición en tendencia-ciclo verificó un crecimiento nominal levemente positivo y una caída significativa en su medición en pesos constantes.

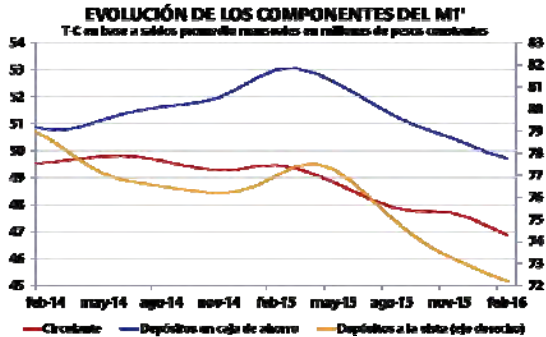
Dicho comportamiento se explicó fundamentalmente, desde el punto de vista de la demanda monetaria, por la moderación del ritmo de crecimiento del nivel de actividad y el cambio de portafolios de los agentes residentes.



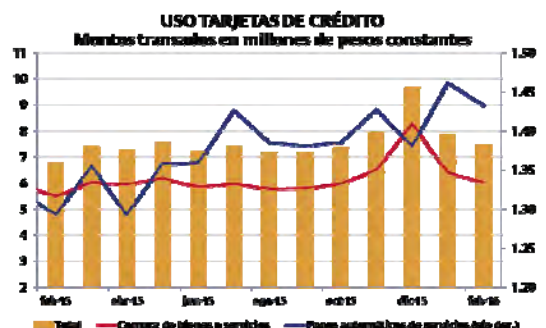
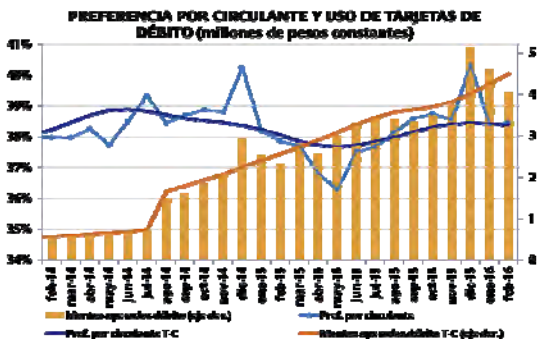
Asimismo, la contracción del agregado M1' en términos reales fue un fenómeno que se evidenció de forma generalizada en sus componentes. De esta forma, tanto los depósitos líquidos como el circulante se redujeron en su medición a pesos constantes.



# BCU



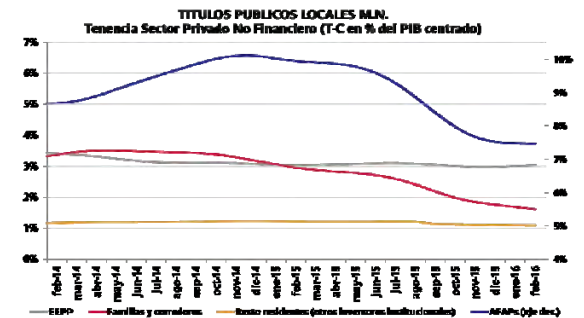
Por otro lado, la Ley de Inclusión Financiera continuó incidiendo en los hábitos de pago de los agentes, registrándose una firme tendencia creciente de los montos operados mediante tarjeta de débito en detrimento del circulante. No obstante, la preferencia por circulante se mostró relativamente estable debido a otros fenómenos que estarían observándose y que determinaron un escaso dinamismo a nivel de los depósitos líquidos en términos nominales.



Por otro lado, los depósitos a plazo continuaron registrando un significativo dinamismo, el cual está asociado en parte a la operativa de certificados de depósitos emitidos por los bancos con contraparte fundamentalmente de agentes institucionales.



Por su parte, la tenencia de títulos públicos locales en moneda nacional por parte de agentes residentes como porcentaje del PIB, continuó observando una senda decreciente. La misma se explica por el comportamiento de AFAPs y familias y corredores, que observaron un ajuste a la baja, mientras que la participación de EEPP y el resto de agentes residentes se mantuvo relativamente estable.<sup>7</sup>



En línea con los elementos presentados anteriormente, el grado de monetización siguió mostrando una tendencia decreciente, en las distintas mediciones, al tiempo que la dolarización a nivel de los depósitos

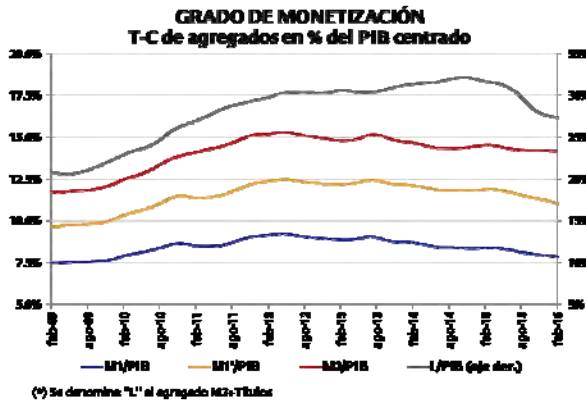
<sup>7</sup> En octubre de 2015 el BCU compró títulos, lo cual redujo significativamente el nivel de las tenencias, en particular las correspondientes a las AFAPs.



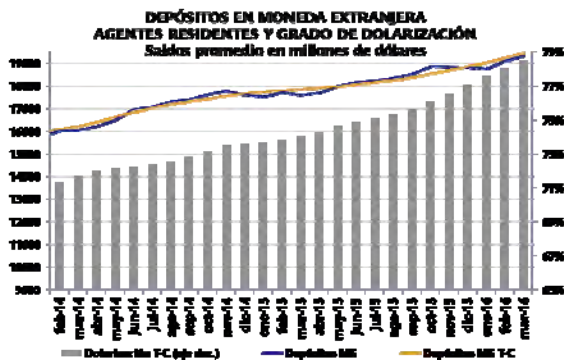


# BCU

bancarios muestra una firme tendencia creciente en el margen.



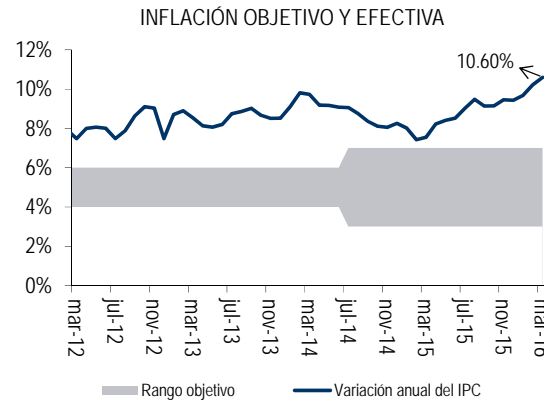
Por otro lado, los depósitos en moneda extranjera de agentes residentes mostraron una dinámica creciente, al tiempo que el grado de dolarización de éstos alcanzó el 78%.



### III. Evolución de los precios

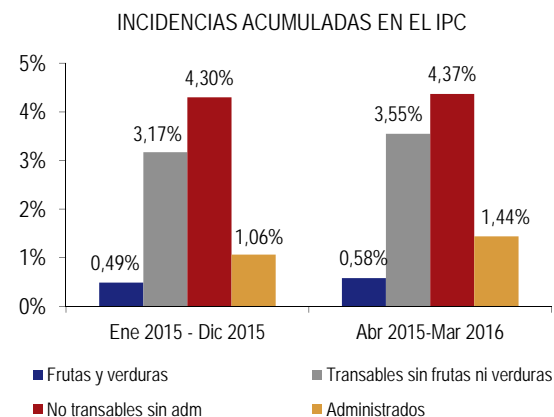
#### III.1 Análisis de la inflación

En el año móvil cerrado a marzo 2016 la inflación *headline* se ubicó en 10.60%, por encima del registro de diciembre (9.44%) y alejándose del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%).



Si bien todas las categorías del IPC crecieron más que en 2015, esta aceleración se explica por una mayor incidencia de los aumentos de precios de administrados y los transables de exclusión (TX)<sup>8</sup>.

En el primer caso, su dinámica estuvo pautada por mayores ajustes en algunas tarifas públicas (electricidad y telefonía fija), mientras que no se rebajó el precio de los combustibles como en enero de 2015. La aceleración en el crecimiento de precios de los TX estuvo impulsada por una mayor depreciación del peso frente al dólar que la observada en el primer trimestre de 2015 (27.4% versus 11%).



Los precios de los bienes y servicios no transables de exclusión (NTX) continuaron creciendo a tasas cercanas a 11%, en un

<sup>8</sup> TX corresponde al IPC de Bienes Transables sin Frutas, verduras ni cigarrillos; NTX corresponde al IPC de Bienes No Transables sin Administrados.

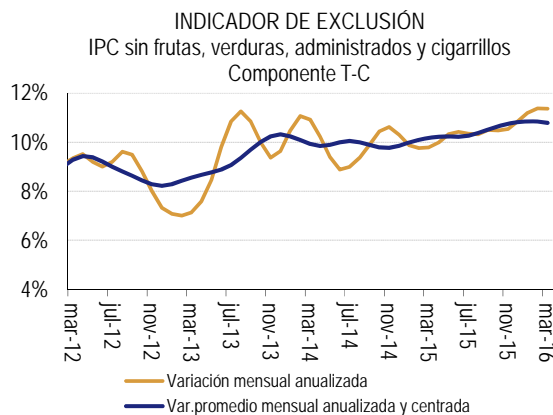


# BCU

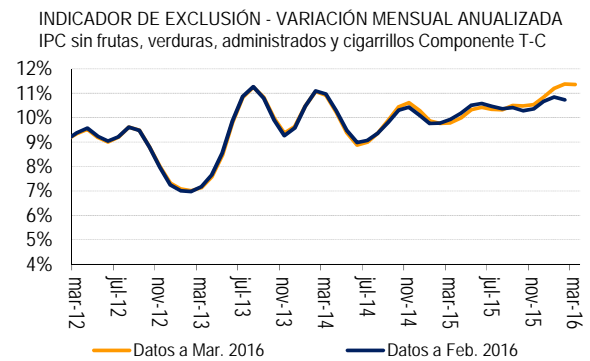
marco en el que las presiones que afectan al núcleo más duro de la inflación, como la evolución de la demanda interna, se mantienen pero en forma más atenuada.

En tanto, la mayor incidencia de las frutas y verduras en la inflación acumulada a marzo se explica por problemas de oferta en algunos rubros, como la manzana y la naranja.

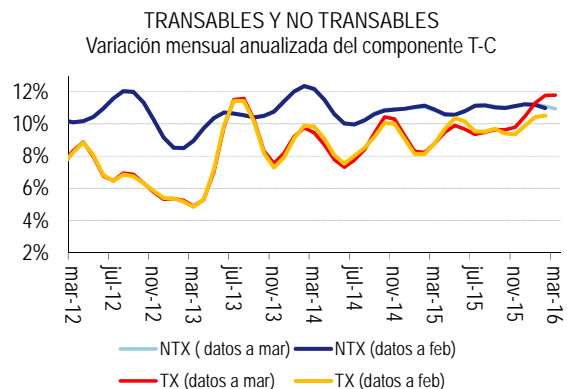
Un análisis en el margen muestra que el indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) muestra estabilidad, tanto si se considera la variación promedio mensual anualizada y centrada del componente tendencia-ciclo, como la variación mensual anualizada.<sup>9</sup> Ambas mediciones ubican al IPCX en niveles elevados y muy por encima del rango meta (en torno a 11%).



Cabe señalar que en el caso de la variación mensual anualizada el dato de marzo corrigió al alza la senda de los últimos meses, dando cuenta de una mayor aceleración en los meses previos respecto al diagnóstico anterior.



Esta estabilidad en el margen del IPCX se vio reflejada en la evolución de sus dos componentes (NTX y TX), aunque con comportamientos diferentes. Los TX profundizan su aceleración en el margen, en el contexto de la ya referida mayor depreciación del peso frente al dólar, alcanzando en marzo una variación mensual anualizada cercana a 12%; mientras tanto, la variación mensual anualizada de los NTX se mantuvo en niveles cercanos a 11%.

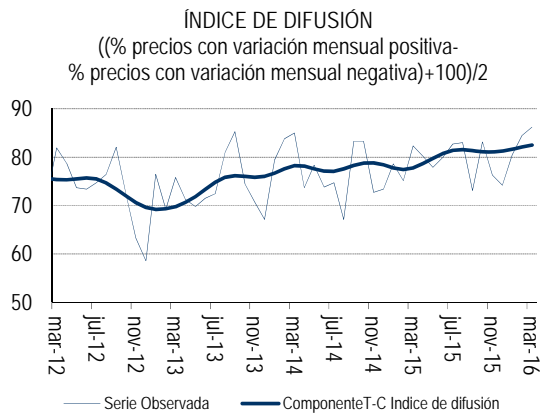


El incremento de precios continúa siendo bastante generalizado. En marzo, el índice de difusión se situó en 82.5% (componente T-C), casi cinco puntos por encima del registro del mismo mes de 2015 y manteniéndose en niveles máximos desde que se elabora el índice. De esta forma, en los primeros meses de 2016 retoma la tendencia al alza, tras haberse mantenido relativamente estable entre julio y diciembre 2015.

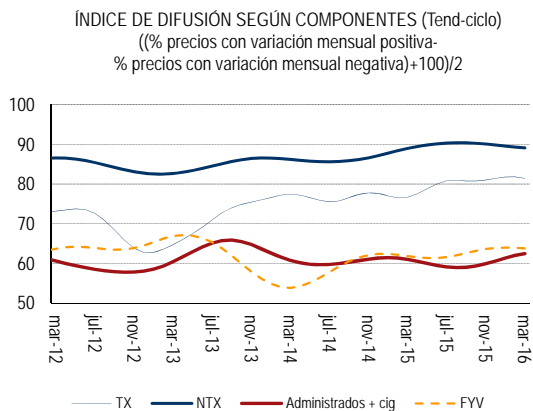
<sup>9</sup> El indicador basado en la variación mensual anualizada es más rugoso y más sensible a la incorporación de datos. Permite captar oportunamente los cambios de tendencia, pero puede transmitir una señal equivocada cuando los cambios son transitorios.



# BCU



Al desagregar el índice de difusión por componentes, se observa que el que explica el aumento en el margen son los bienes administrados y cigarrillos. El índice para resto de los componentes se mantuvo relativamente estable en niveles muy elevados: cercanos a 90% en los NTX y por encima de 80% en los TX.

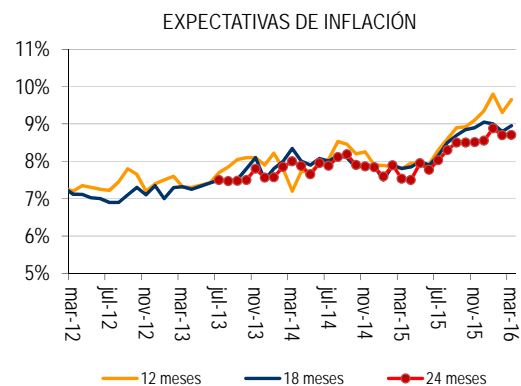


### III.2 Expectativas de inflación

En marzo 2016 la mediana de expectativas de inflación de los analistas compilada por el BCU se ajustó al alza en el horizonte de 12 meses, se redujo levemente en el de los próximos 18 meses y subió levemente en el horizonte de política. En concreto, la mediana pasó de 9.35% en diciembre a 9.65% en marzo en el horizonte a 12 meses, y de 9.05% a 8.95% en el horizonte a 18 meses. En tanto, para los próximos 24 meses los analistas esperan que la inflación se ubique en 8.7%. Cabe mencionar que al momento de recabar las

expectativas no se conocía el dato de inflación efectiva de marzo.

Asimismo, el mínimo valor esperado se ubica por encima de 7%, techo del rango-meta, en todos los plazos, pautando que los agentes esperan que la inflación se mantenga por fuera del rango en los próximos dos años. Esto dificulta la convergencia de la inflación, dada la existencia de mecanismos de indexación de precios y salarios.



## IV Balance de riesgos y decisión de política monetaria

### IV.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias

En el primer trimestre de 2015 la tasa de inflación interanual se incrementó respecto al trimestre anterior, alcanzando 10.6%, alejándose, por tanto, del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión (IPCX) también experimentó un crecimiento, ubicándose en 10.76%. Considerado en términos de tendencia ciclo exhibe cierta estabilidad.

El incremento de precios continuó siendo bastante generalizado; en marzo el índice de difusión se ubicó en el 82.6% (T-C).

Por su parte, las expectativas de inflación en el horizonte relevante para la política monetaria continuaron levemente al alza y se



ubicaron en 8.7%, por encima del rango-meta.

#### IV.2 Escenario internacional y su impacto interno

A nivel global la actividad habría crecido en 2015 3.1%, levemente por debajo de 2014. Esto es consecuencia de una desaceleración generalizada, especialmente en los países emergentes, con una desaceleración en China y contracciones en Rusia y Brasil, mientras que las economías avanzadas mostraron cierta aceleración respecto a 2015. No obstante ello, en el último trimestre del año se produjo la desaceleración de Estados Unidos, hecho que se observó en casi todos los componentes de la demanda. Se espera – a nivel global – un crecimiento de 3.2% para 2016 y 3.5% para 2017.

Los mercados financieros experimentaron, sobre fin de año un incremento significativo de su volatilidad – como consecuencia de la intensificación de la salida de capitales de China, que repercutió en el resto de los mercados. El aumento de la aversión al riesgo aumentó los costos financieros de las economías emergentes.

En este contexto la economía estadounidense moderó el discurso en relación a la velocidad con que se normalizará su política monetaria. El consenso de los analistas espera dos subas de tasa de 25 puntos básicos en el año, frente a las cuatro que se esperaba anteriormente. Esto repercutió en un freno a la apreciación del dólar, que, asimismo contrarrestó las presiones a la baja en los precios de los commodities.

En la región el hecho más notable es la contracción que continúa experimentando la economía de Brasil que cayó 3.9% en 2015 en un marco de una situación macroeconómica y política delicada. El déficit fiscal global se ubicó en 10.8% del PIB en los doce meses cerrados a febrero, de los cuales 2.1 corresponden al déficit primario. La incertidumbre derivada de la actual crisis política dificulta la definición de medidas de consolidación fiscal, y por otra parte toda esta situación ha tenido como consecuencia

nuevas reducciones de nota de la deuda brasileña por parte de las agencias calificadoras. El real experimentó en los últimos meses una cierta apreciación. Se prevé para 2016 una nueva reducción del PIB de magnitudes similares a las de 2015. En Argentina, en tanto, se verifica una mayor estabilidad cambiaria y financiera, que revirtieron la tendencia a la depreciación de las monedas. En este contexto ha sido clave el avance en las negociaciones con los holdouts. En 2015 la economía habría crecido 1.5, esperándose un leve descenso para 2016 y una recuperación para 2017.

#### IV.3 Escenario interno

La economía uruguaya se mantuvo prácticamente sin crecimiento en último trimestre del año, habiendo finalizado 2015 con un crecimiento promedio de todo el año de 1%. El gasto parece haber entrado en un período de enfriamiento, estimándose asimismo que la brecha de producto se estaría cerrando, lo que resulta consistente con un mercado de trabajo en el cual los indicadores del mercado laboral experimentan un cierto deterioro, si bien la tasa de desempleo se mantiene ubicada en niveles moderados.

En este contexto el gasto en consumo creció 0.5% en el trimestre, habiéndose verificado caídas tanto en la inversión pública como privada. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de 2015 se ha ubicado un punto porcentual del PIB por debajo del de 2014, como consecuencia, fundamentalmente de la reducción de la brecha entre ingreso y gasto del sector privado, mientras que el sector público aumentó su desequilibrio. Pese al contexto internacional, el país no enfrentó dificultades para financiar este exceso de gasto – que se financió en buena medida a través de inversión extranjera directa (aunque esta experimentó una disminución respecto a años anteriores). La caída de los activos de reserva se debió a la adquisición de activos en poder de no residentes por parte de residentes y a la disminución de pasivos del país con no residentes en un contexto de intervención del BCU en el mercado de cambios.





A su vez, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos de PIB, como su composición por monedas y por vencimientos residuales reflejan una situación confortable en esta materia.

El tipo de cambio real efectivo global se depreció en el primer trimestre de 2016 en 1.5 % con respecto a diciembre. Esto surge como resultante de una depreciación de 0.9% respecto a la región y de 2.4% respecto al resto del mundo.<sup>10</sup> El nivel del TCR ha tendido a ubicarse muy cerca de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador viene experimentando desde setiembre una tendencia alcista.

En los últimos meses, la volatilidad de los mercados financieros internacionales ha sido la característica principal del contexto macroeconómico global. En dicho escenario, el BCU utilizó diversos instrumentos con el fin de limitar la excesiva volatilidad en el mercado cambiario, a la vez que se tomaron medidas tendientes a mejorar el resultado parafiscal. Cabe destacar que el BCU optó por seguir interviniendo en el mercado cambiario, utilizando diversas modalidades.

Estas operaciones, así como la colocación de Letras de Regulación Monetaria fueron los principales instrumentos utilizados por el BCU para lograr alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM. Si bien la base monetaria estuvo en línea con lo programado el sistema bancario mantuvo niveles de liquidez excedente históricamente altos, lo que redundó en una caída del multiplicador monetario y una expansión de los agregados monetarios de 2.6%, sustancialmente por debajo del rango de referencia indicativo de 7%- 9%, oportunamente fijado por el Directorio de la Institución.

---

<sup>10</sup> Para este cálculo se ha tomado en consideración que la unificación cambiaria en Argentina afecta sólo a una parte del comercio de bienes y servicios con este país.

#### IV.4 Escenario macroeconómico proyectado

En el escenario que se entiende más probable para el horizonte de política monetaria, la demanda externa relevante para la economía uruguaya continuaría mostrando escaso dinamismo, debido principalmente al desempeño de la región. Por su parte, China seguiría creciendo a buen ritmo, aunque a tasas menores que las registradas en el pasado, al tiempo que la economía de Estados Unidos se mostraría más dinámica.

Los términos de intercambio presentarían un descenso en el promedio de 2016 y 2017.

Por otra parte, se espera un menor fortalecimiento del dólar respecto a las demás monedas, que el que se esperaba en el trimestre anterior y una cierta inflación en dólares de los socios comerciales de la región.

En materia financiera, las condiciones en los próximos dos años serían un poco menos benevolentes que las imperantes en el pasado. De todas formas se prevé que el ajuste de tasas de interés en Estados Unidos, comenzado a fines de este año, tenga un ritmo menor al previsto originalmente.

En ese contexto, se espera que la economía uruguaya continúe creciendo, aunque de forma muy moderada.

Finalmente, se mantienen algunos riesgos provenientes de la economía global y regional que, de materializarse, afectarían negativamente al escenario base. Entre ellos se destacan: una brusca desaceleración de la actividad económica en China, una desaceleración en la región superior a la ya prevista – con un riesgo especial en el caso de Brasil - una normalización más rápida de la política monetaria en Estados Unidos y mayores tensiones financieras en Europa. La probabilidad asociada con la ocurrencia de estos eventos es baja, pero dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía si se produjeran serán motivo de un monitoreo permanente.



#### IV.5 Decisiones de política monetaria

En base al diagnóstico precedente y considerando el consiguiente contexto macroeconómico proyectado que fueron analizados en el ámbito del COPOM, el Directorio del BCU decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre enero-marzo de 2016 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 4%-6% interanual. Esta referencia se enmarca en una trayectoria convergente con los compromisos establecidos en materia inflacionaria y con el crecimiento del producto potencial en el mediano plazo.

En este contexto, en el mes de marzo se decidió una suba de encajes con vigencia a partir del mes de abril.

#### IV. 6 Gestión de la política monetaria

La implementación de la política monetaria a nivel operativo se realizará en base a esa referencia establecida por el BCU, y consiste en adecuar la trayectoria de la oferta de dinero primario con la mencionada referencia de M1', mediante la utilización de instrumentos de regulación monetaria.

Para asegurar esta consistencia es que el BCU seguirá recurriendo a la emisión de Letras de Regulación Monetaria y Notas a distintos plazos, así como a la utilización de instrumentos de inyección de liquidez siempre que las condiciones a nivel global así lo requieran.

De persistir la situación de volatilidad en los mercados financieros internacionales con las consiguientes repercusiones en el mercado de cambios doméstico, se recurrirá a la combinación de instrumentos disponibles a fin de suavizar los movimientos excesivos del tipo de cambio. El uso de estos instrumentos en un marco de flotación cambiaria busca mitigar el impacto de los shocks externos en el mercado doméstico, de la misma forma que en el pasado reciente se usaron instrumentos similares en sentido inverso cuando el

escenario externo promovía una apreciación excesiva del peso.