



Aniversario
BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

Informe de Política Monetaria

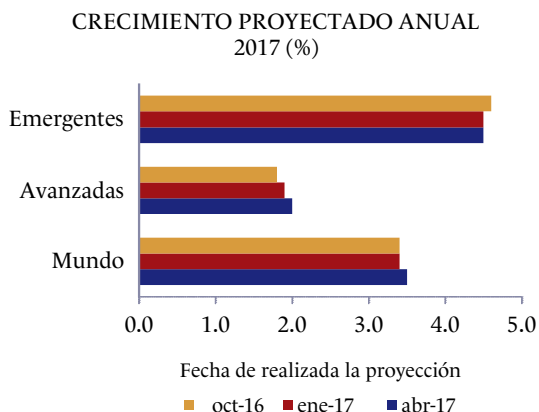
Primer trimestre 2017

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

Actividad global

La actividad global cobró mayor ímpetu en el segundo semestre de 2016, especialmente en las economías avanzadas, donde se observó una aceleración en Estados Unidos, Reino Unido, Japón y algunas economías de la zona euro. Por su parte, el comportamiento de las economías emergentes siguió siendo heterogéneo: mientras que en China el crecimiento se mantuvo a buen ritmo, Brasil prolongó su recesión.



Fuente: FMI

De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹ la economía global se mostraría algo más dinámica, impulsada por las economías avanzadas; el crecimiento global sería 3.5% en 2017 y 3.6% en 2018, luego de haberse expandido 3.1% en 2016. Estas proyecciones se revisaron ligeramente al alza respecto a las de octubre. Las economías avanzadas crecerían 2% en 2017 y en 2018 (0.2 puntos porcentuales más que en 2016), mientras que las emergentes se expandirán 4.5% en 2017 y 4.8% en 2018, frente al 4.1% estimado para 2016.

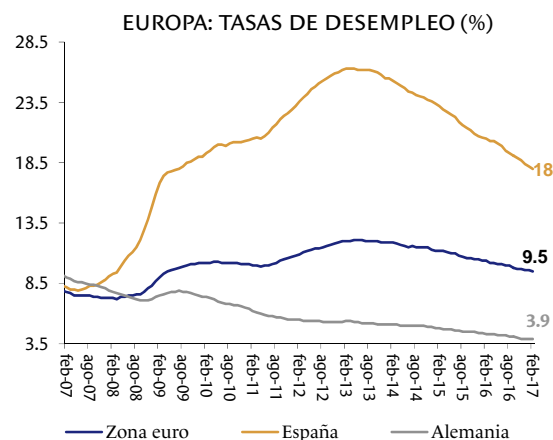
El nivel de actividad en Estados Unidos se desaceleró en el cuarto trimestre (2.1% en términos desestacionalizados y anualizados) luego del avance observado en el trimestre anterior. De este modo, el PIB se expandió 1.6% en el promedio anual en 2016 (2.6% en 2015). La desaceleración del cuarto trimestre fue el reflejo de la reducción de las exportaciones netas y los gastos del

gobierno, junto a una desaceleración de la inversión fija no residencial. Ello resultó compensado en parte por un mayor gasto de consumo privado y en inversión residencial.

La dinámica reciente del mercado laboral parece reforzar la visión de que la economía se encuentra próxima al pleno empleo. Así, la tasa de desempleo se ubicó en 4.5% en marzo, registro que no se observaba desde mediados de 2007, al tiempo que la creación de empleo, si bien se desaceleró respecto a los meses previos, continúa firme. Asimismo, los salarios han mostrado una tendencia al alza (2.7% anual).

Esta mejora en el mercado de trabajo, que apuntalaría al consumo, junto al programa previsto de estímulos fiscales, determinaron una corrección al alza del crecimiento esperado de Estados Unidos, el que sería 2.3% en 2017 y 2.5% en 2018 según el FMI.

En la zona euro la actividad creció 0.4% desestacionalizado en el cuarto trimestre, ritmo similar al registrado en el trimestre previo, impulsada por el gasto del sector privado en consumo e inversión, al tiempo que las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa. Este crecimiento fue bastante generalizado: crecieron todas las economías, salvo Grecia. A nivel anual, en 2016 la zona euro se expandió 1.7% promedio anual, versus el 2% de 2015. La tasa de desempleo promedio continuó reduciéndose gradualmente y se ubicó en 9.5% en febrero, siendo el menor registro desde mayo de 2009. A nivel de países se mantiene una gran dispersión; mientras Alemania registra un 3.9%, España tiene un 18% y Grecia un 23%. De acuerdo al FMI, la economía del bloque crecerá 1.7% en 2017 y 1.6% en 2018.



Fuente: Eurostat.

¹ World Economic Outlook. FMI, abril de 2017.



La economía China tuvo un comportamiento mejor al esperado y el PIB creció 6.9% interanual en el primer trimestre de 2017, marcando una leve aceleración respecto al trimestre anterior. Este crecimiento fue impulsado principalmente por los estímulos del gobierno, tanto fiscales como monetarios y crediticios, lo que determinó un aumento de 27% de los gastos en infraestructura y de 17% de los gastos del gobierno. Por otro lado, la mejora de la demanda externa permitió una fuerte expansión de las exportaciones. Según el FMI, China crecería 6.6% en 2017 y 6.2% en 2018, en la medida que se espera que se mantengan las políticas de estímulo crediticio y la inversión pública.

Mercados financieros e inflación

Los mercados accionarios evolucionaron al alza durante el primer trimestre, en particular en Estados Unidos, debido a la mejora de las expectativas respecto al estímulo tributario y la mayor inversión en infraestructura. Luego de las elecciones en Estados Unidos, ante el fortalecimiento esperado de la demanda y la suba esperada de tasas de la Reserva Federal (Fed), presionaron las tasas a más largo plazo. En particular, la tasa de los *Treasuries* a 10 años trepó 80 p.b. desde inicios de noviembre 2016 y mediados de marzo 2017, alcanzando un máximo relativo de 2.6%. Esta evolución impulsó al alza al resto de las tasas de bonos soberanos, tanto de economías avanzadas como emergentes. Posteriormente, dada la mayor incertidumbre acerca del rumbo de las políticas del gobierno de Trump, esta tasa mostró una tendencia descendente, ubicándose al cierre de este informe en torno a 2.3%.



Fuente: Fed.

La inflación en Estados Unidos fue de 2.4% anual en marzo, por debajo del mes anterior y de las expectativas de mercado. Por su parte, la inflación subyacente también se redujo y se ubicó en 2%, alineado al objetivo de la Fed, siendo el menor valor desde noviembre 2015. Tal como se esperaba, la Fed elevó su tasa de referencia en 25 p.b. en su reunión de marzo.

Las novedades de las últimas semanas determinaron un debilitamiento del dólar a nivel global y una entrada de capitales en las economías emergentes. Por lo tanto, se advierten condiciones financieras más favorables para las economías emergentes que las esperadas en el trimestre anterior.

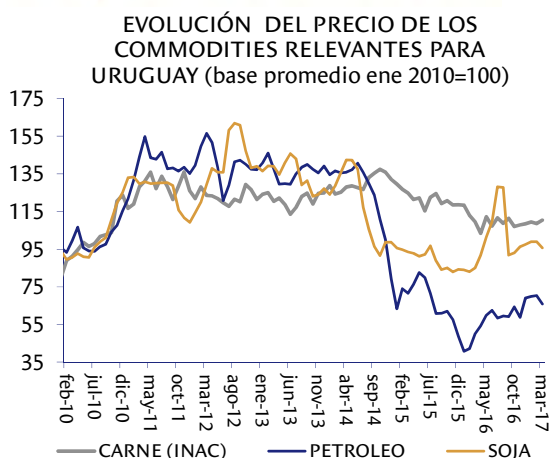
La inflación en la zona euro a marzo fue de 1.5% anual, alejándose de la deflación. Sin embargo, ante la incertidumbre por la salida del Reino Unido y la difícil situación de los bancos italianos, el Banco Central Europeo (BCE) extendió su programa de compra de activos hasta fin de 2017.

Commodities

Los precios de las materias primas se recuperaron, conforme mejoró el nivel de actividad global: el índice de precios de productos primarios del FMI subió 15% entre agosto 2016 y febrero 2017. El incremento más marcado fue en los energéticos, guiados por el precio del petróleo, consecuencia del recorte de la producción de los miembros de la OPEP y otros países relevantes, junto a las expectativas de dinamización de la demanda global.

Por su parte, los precios de los metales aumentaron 24% entre agosto 2016 y febrero 2017, debido a la expansión de la inversión en China y al plan de desarrollo de infraestructura que se espera en Estados Unidos. Por otra parte, los precios de los alimentos se incrementaron en menor proporción, como consecuencia de la reducción de la sobreoferta existente en los meses previos.

En el caso de los precios relevantes del comercio exterior de Uruguay, en el último trimestre se destaca cierta reducción del precio de la soja, una mejora del precio de la carne y una disminución del precio del petróleo.



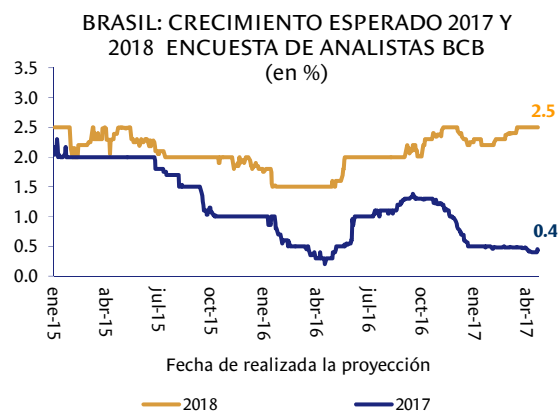
Fuente: Bloomberg e INAC.

La región

La economía brasileña se contrajo en el cuarto trimestre 0.9% desestacionalizado, lo que supuso la octava reducción consecutiva del nivel de actividad. Esta caída fue generalizada a nivel sectorial, a excepción del sector agropecuario. Desde el punto de vista del gasto, tanto la demanda interna como externa contribuyeron negativamente a la evolución del PIB. A nivel anual, en 2016 el PIB se redujo 3.6% en promedio.

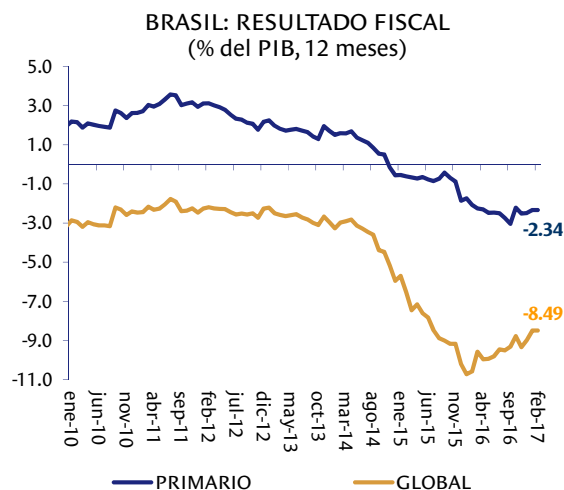
Asimismo, de acuerdo a los datos de mayor frecuencia, la actividad habría comenzado a mejorar en el margen en el primer trimestre. La producción industrial creció levemente en febrero (0.1% desestacionalizado). Por su parte, el IBC-Br (índice mensual de actividad del BCB) aumentó en febrero 1.3% respecto al mes anterior, la mayor tasa de crecimiento desde principios de 2010, al tiempo que se revisó al alza el dato de enero (creció 0.6%). Finalmente, el desempleo continuó subiendo, alcanzando 13.2% en el trimestre cerrado en febrero.

Ante este panorama, los analistas relevados por la encuesta semanal que realiza el BCB, corrigieron a la baja sus pronósticos de crecimiento, tanto para 2017 como para 2018, ubicándose en 0.4% y 2.5% respectivamente. Por su parte, según la consultora Tendencias, la economía brasileña crecería 0.3% en 2017 y 2.8% en 2018.



Fuente: BCB.

En el frente fiscal, la recaudación mejoró en los primeros meses del año, en forma consistente con la actividad económica. El déficit primario se ubicó en 2.3% del PIB en el año móvil finalizado en febrero de 2017 (en agosto era de 3% del PIB), mientras que el déficit total fue 8.5%. Si se consolida la mejora de la recaudación y se aprueban las reformas en curso, se estima que se alcance la meta de déficit primario para el año (2.2% del PIB).



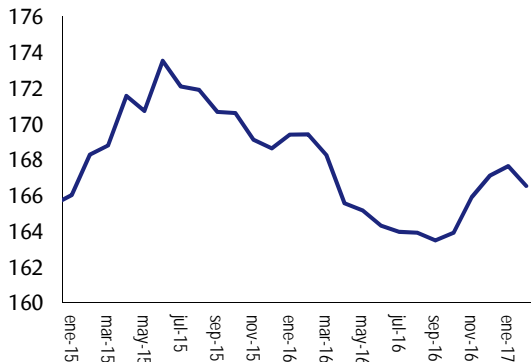
Fuente: BCB.

Finalmente, la inflación continuó descendiendo, ubicándose en 4.6% interanual en marzo, impulsada por una brecha de producto negativa y una política monetaria contractiva. Dado que las expectativas inflacionarias están alineadas con el rango meta y se espera que la política fiscal comience a contribuir, el BCB profundizó en la reunión de abril el proceso de recorte de la tasa *Selic*, reduciéndola 1 pp (a 11.25%). Los analistas esperan que a fin de año esta tasa se ubique en 8.5%.

En Argentina, la actividad comenzó a mejorar en el último tramo del año. El PIB creció 0.5% en términos desestacionalizados en el cuarto trimestre, luego de crecer 0.1% en el tercer trimestre, guiada por las exportaciones. Al cabo del año, la economía se contrajo 2.3% promedio anual.

Los datos de mayor frecuencia ponen en duda el vigor de la reactivación. En efecto, los indicadores sectoriales muestran una reducción en los primeros meses del año, en particular los correspondientes a la industria automotriz. Asimismo, las señales del consumo son mixtas: el consumo agregado no repunta, pero se observa un aumento importante del consumo de bienes y servicios importados (autos, turismo, compras en el exterior), como consecuencia de la apreciación real de la moneda.

ARGENTINA:
ÍNDICE GENERAL DE ACTIVIDAD - OJF
1993 = 100 (Tend - ciclo)



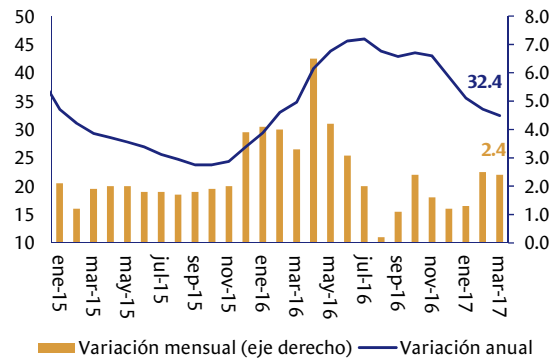
Fuente: OJF.

En base a las proyecciones de la consultora *Ecolatina*, se estima que la actividad en Argentina crecería 2.7% en 2017. El principal factor sería el consumo, en la medida que se verifique cierta recuperación del salario real en el marco de las actuales negociaciones salariales.

El déficit primario del sector público se incrementó en los primeros meses del año, ubicándose en 4.3% del PIB en el año móvil a febrero. La evolución de la situación fiscal en 2017 estará determinada por dos fuerzas contrapuestas: por un lado, la necesidad del gobierno de impulsar la actividad en un año electoral; por otro, el complejo punto de partida y un acceso al financiamiento externo menos abundante de lo que se estimaba inicialmente, lo que reforzará la necesidad de corrección de las cuentas públicas.

Finalmente, la inflación mensual repuntó en el primer trimestre del año producto de la suba de tarifas dispuesta por el gobierno para tratar de reducir el desequilibrio fiscal. Si bien a nivel interanual continuó descendiendo, el BCRA aumentó en forma importante las tasas de interés. Se espera que la inflación continúe su senda descendente en 2017, aunque los altos niveles de indexación, la negociación salarial en curso y el marco de un año electoral dificultarán alcanzar la meta del BCRA de entre 12 y 17%.

INFLACIÓN ANUAL EN ARGENTINA
(% de variación interanual)



Fuente: Graciela Bevaqua e INDEC.

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”).

La demanda externa relevante para la economía uruguaya mostraría un dinamismo similar al que se esperaba un trimestre atrás. La región continúa mostrando dificultades para retomar un crecimiento sostenido y se espera que crezca a una tasa moderada en 2017. Por su parte, Estados Unidos crecería apenas por encima del 2%, mientras que China continuaría su proceso de desaceleración estructural, manteniendo un crecimiento superior al 6%. Europa seguiría mostrando una expansión modesta, con varios riesgos a la baja.



Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2016	2017f	2018f
Economía global	3.1%	3.5%	3.6%
Economías avanzadas	1.7%	2.0%	2.0%
Estados Unidos	1.6%	2.3%	2.5%
Zona Euro	1.7%	1.7%	1.6%
Japón	1.0%	1.2%	0.6%
Economías emergentes	4.1%	4.5%	4.8%
China	6.7%	6.6%	6.2%
Brasil	-3.6%	0.3%	2.8%
Argentina	-2.3%	2.8%	2.4%

Fuentes: En base a FMI (World Economic Outlook, Abril 2017), Tendencias y Ecolatina.

Uruguay experimentó una mejora importante en los términos de intercambio en 2016 debido a una reducción significativa de los precios de importación. Para 2017 se espera que se mantengan estables en el promedio anual, mientras que en 2018 experimentarían cierta reducción.

El escenario financiero luce más favorable que en los meses previos aunque existe una mayor incertidumbre derivada del contexto político, acerca del rumbo de la política económica tanto a nivel global como regional.

Por otra parte, el menor fortalecimiento del dólar determinaría un aumento de la inflación en dólares de los socios comerciales, en particular, de la región.

Este escenario se presenta más complejo e incierto para la economía uruguaya de lo que se preveía el trimestre pasado, debido sobre todo a una mayor incertidumbre del contexto político internacional.

Riesgos sobre el Escenario Base

Este escenario base presenta riesgos a la baja, provenientes tanto de la economía global como de la región. Entre ellos se destaca el riesgo que el nuevo gobierno de Estados Unidos implemente una combinación de políticas económicas que afecten el crecimiento y las condiciones financieras globales. Este escenario supondría una serie de efectos derrame negativos sobre el resto del mundo: podría afectarse el crecimiento mundial ante mayores restricciones comerciales, y se observarían condiciones financieras internacionales más restrictivas ante las subas

más pronunciadas de las tasas de interés de la Fed y de los bonos largos de Estados Unidos. Esto generaría mayores costos de financiamiento para emergentes, mayor riesgo, mayor fortalecimiento del dólar y salidas de capitales.

En lo que refiere a la zona euro, si bien persiste el riesgo de mayores tensiones financieras como resultado de las negociaciones por el *Brexit*, se redujo el riesgo de que las medidas tomadas por el BCE para reactivar la actividad e impedir la deflación sean insuficientes.

Asimismo, pueden señalarse otros riesgos que ya venían siendo considerados en informes anteriores: mayores dificultades de la economía china, ya sea por una reducción significativa del crecimiento o por un aumento de la volatilidad financiera originada en diversos ámbitos (problemas bursátiles, deuda de los gobiernos regionales, banca en las sombras o depreciación del yuan). Finalmente, podría darse un aumento de las tensiones geopolíticas que repercutan en los precios de las materias primas y/o en la volatilidad de los mercados financieros.

Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos continúa siendo 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.

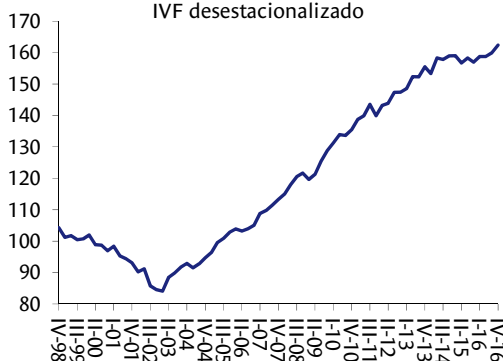
1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad y empleo

El cuarto trimestre de 2016

En el cuarto trimestre el nivel de actividad se expandió 3.4% respecto a un año atrás, lo que en términos desestacionalizados representó un crecimiento de 1.5% respecto al trimestre anterior. A excepción de la Construcción y del suministro de electricidad, gas y agua, todos los sectores contribuyeron positivamente, destacándose transporte, almacenamiento y comunicaciones y comercio, reparaciones y hoteles.

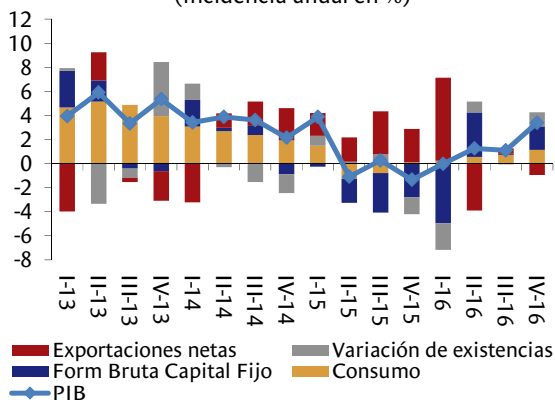
EVOLUCIÓN DEL PIB
IVF desestacionalizado



La oferta final de la economía también se expandió en comparación con un año atrás (4%), como resultado tanto del mayor nivel de actividad, como de un incremento en las importaciones (5.8%), tanto de bienes de consumo como de capital. Por el contrario, se registró una caída en las compras de servicios al exterior a causa de una reducción en el turismo emisor.

Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció a impulso de la demanda interna, tanto el gasto de consumo final como la formación bruta de capital, mientras que las exportaciones netas restaron dinamismo.

UTILIZACIÓN FINAL
(incidencia anual en %)



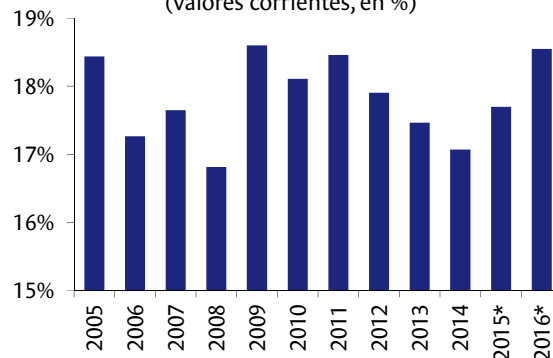
Por su parte, las Exportaciones de bienes y servicios aumentaron debido a las mayores ventas de servicios (en especial, turismo) y, en menor medida, a las ventas de bienes al exterior (principalmente de carne).

El año 2016

En 2016 la economía uruguaya se expandió 1.5% respecto a un año atrás, completando 14 años de crecimiento ininterrumpido. Por su parte, el ingreso nacional disponible bruto real se expandió

a un ritmo superior (3.6%), como consecuencia de la ganancia por términos de intercambio de la economía con el resto del mundo. El ahorro bruto aumentó su participación en el ingreso nacional disponible bruto respecto al año anterior en términos corrientes, representando 18% del total, por lo que el gasto de consumo final como proporción del ingreso se redujo levemente, ubicándose en 82%. Este aumento del ahorro correspondió al sector privado, contracara del ajuste del saldo de la cuenta corriente, como se analiza más adelante.

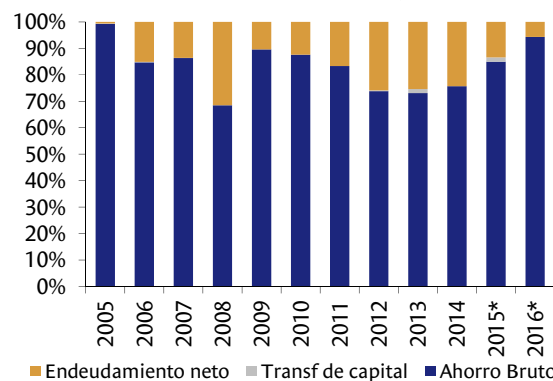
EVOLUCIÓN DEL AHORRO BRUTO SOBRE EL INGRESO NACIONAL DISPONIBLE BRUTO
(valores corrientes, en %)



* Datos preliminares

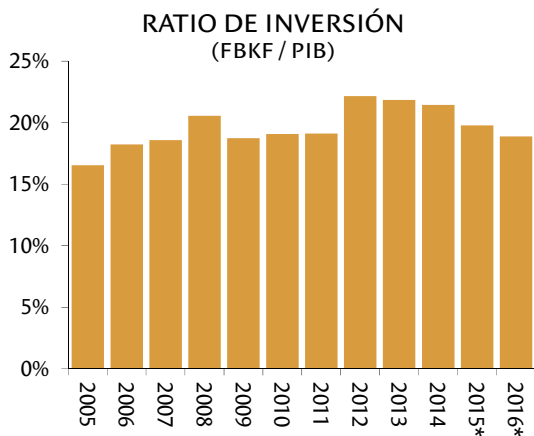
Por su parte, la participación del ahorro bruto en la financiación de la formación bruta de capital se incrementó respecto a 2015.

FINANCIACIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL
(valores corrientes, en %)



* Datos preliminares

Finalmente, el ratio de inversión respecto al PIB se redujo levemente por cuarto año consecutivo desde los niveles máximos de 2012, ubicándose en 19% en el promedio de 2016, debido a la caída en la formación bruta de capital fijo del sector privado, mientras que el sector público mantuvo su nivel de inversión.



* Datos preliminares

Indicadores de actividad, primer trimestre de 2017

La evolución reciente de los indicadores parciales de actividad muestra que la economía seguiría creciendo en el primer trimestre del año.

Las importaciones en volumen de bienes de consumo sin automóviles continuaron creciendo en el margen en tendencia-ciclo en enero, mientras que se mantuvieron estables en dólares corrientes. Las ventas de autos 0 km exhibieron una leve tendencia a la baja en febrero y marzo, aunque creciendo todavía en términos interanuales a tasas superiores al 20%.

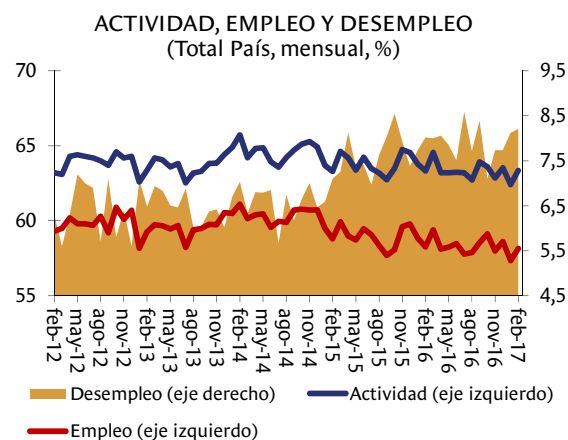
Asimismo, las expectativas de los consumidores mostraron un leve deterioro en el primer trimestre. El Indicador de Confianza del Consumidor (ICC), que había alcanzado el nivel de *neutralidad* en noviembre 2016, muestra actualmente una tendencia a la baja, ubicándose nuevamente en la zona de moderado pesimismo. Por otra parte, se observó cierta desaceleración del crédito al consumo.

En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de bienes (fuente Aduana, sin incluir ventas desde Zonas Francas) se mantuvieron relativamente estables en febrero y marzo, tras haber mostrado un crecimiento previo importante.

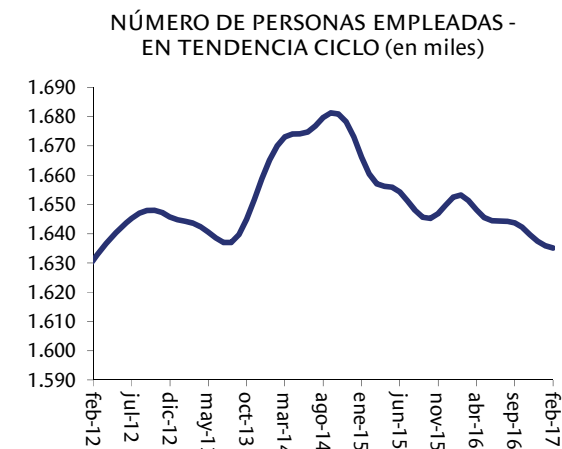
Desde el punto de vista de la oferta, los datos de la industria manufacturera a febrero indican que el componente tendencia-ciclo se mantuvo estable en los primeros meses del año. Esta señal se observa tanto si se analiza el indicador global como el índice de exclusión (que no considera refinería, celulosa ni jarabes y concentrados).

Empleo e ingresos

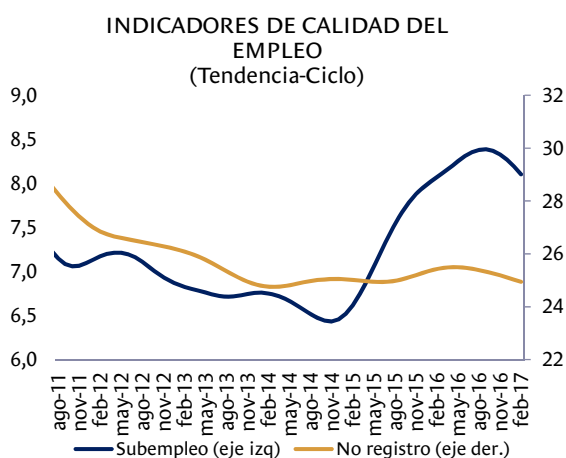
En el promedio de 2016 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 7.8%, aumentando tres décimas respecto al año anterior. Ello fue consecuencia de una reducción tanto de la oferta como de la demanda de trabajo. La tasa de empleo fue 58.4% en 2016 (frente a 59% en 2015), mientras que la tasa de actividad fue 63.4% (63.8% en 2015). De este modo, se estima que en el promedio de 2016 se perdieron 4.703 puestos de trabajo y el número de desempleados aumentó en 6.357 personas respecto a 2015.



Considerando datos a febrero, la tasa de desempleo se ubica en 8.2%, dos décimas por encima de la registrada en el mismo mes de 2016, mientras que el número de personas empleadas continuó reduciéndose en tendencia-ciclo, acumulando 13 meses de caídas.

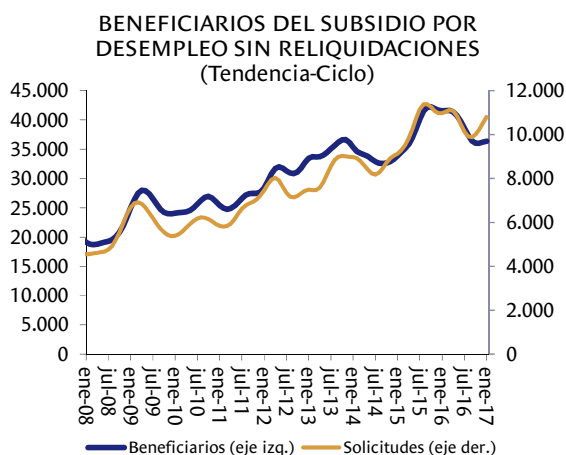


Pese al menor dinamismo del mercado laboral, se observó un freno a la generación de empleos de menor calidad: tanto el no registro como el subempleo se redujeron.

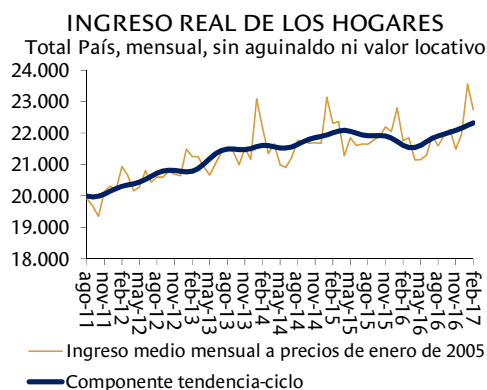


Adicionalmente, se observa una tendencia decreciente en el número de personas que no imponen exigencias para aceptar un empleo. Sin embargo, la duración media del desempleo mantuvo una tendencia al alza y se ubica en más de ocho semanas (en tendencia-ciclo), un punto por encima de los mínimos de fines de 2012.

Por otra parte, la información del BPS a enero 2017 muestra una relativa estabilidad desde octubre 2016 de los beneficiarios del subsidio por desempleo.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país creció a febrero, medido en tendencia-ciclo. Por fuentes de ingreso, este comportamiento se explicó por tendencias contrapuestas en los distintos grupos. Por un lado, los ingresos por cuenta propia se redujeron, mientras que los ingresos salariales se mostraron estables y las pasividades aumentaron levemente.



En suma, en el año 2016 y en los primeros meses de 2017 el mercado laboral mostró un ligero deterioro. Ello se reflejó en una reducción del empleo y cierto incremento en el desempleo. Asimismo, 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.

1.2.2. Sector externo

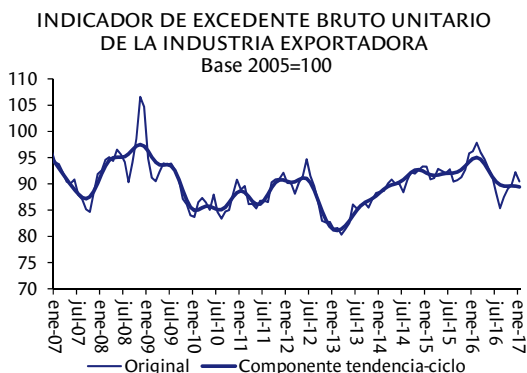
Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se depreció levemente en el primer trimestre de 2017 con respecto a diciembre (0.4%), como resultante de una depreciación respecto a la región (3.1%) que no fue compensada por la apreciación frente al resto del mundo (4.5%). Este comportamiento regional se observó tanto respecto a Argentina (+3.2%) como respecto a Brasil (+2.9%).

Por otra parte, en 2016 el TCR de fundamentos tendió a depreciarse, al influjo de un ajuste del gasto respecto al PIB y de una reducción de la productividad relativa de la mano de obra, compensado en parte por la mejora de los términos de intercambio.

Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la industria exportadora² se mantuvo relativamente estable en tendencia-ciclo desde setiembre 2016, ubicándose en niveles similares a los de comienzos de 2014. Esta evolución obedeció a un comportamiento similar de los costos unitarios de exportación medidos en dólares y los precios de exportación.

² 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



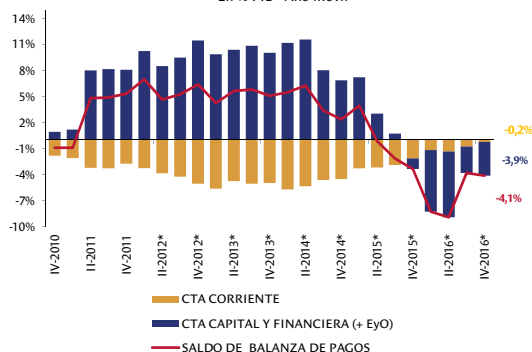
En síntesis, el nivel del TCR se encontraba a fines de 2016 algo por debajo de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador se mantiene estable en niveles razonables respecto al promedio de los últimos diez años. En el margen, se destaca la depreciación del TCRE, al influjo del abaratamiento relativo respecto a las economías regionales.

Balanza de Pagos

En el año 2016 la economía uruguaya presentó un déficit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 117 millones de dólares (0.2% del PIB), lo que implicó un ajuste de casi dos puntos porcentuales respecto al año anterior. Mientras tanto, la Cuenta Capital y Financiera incluyendo los movimientos del rubro Errores y Omisiones³, mostró una salida neta de capitales cercana a los 2.000 millones de dólares (3.9% del PIB).

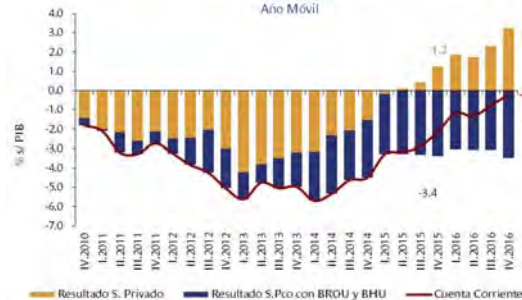
³ Se considera que los movimientos no registrados, incorporados en el rubro Errores y Omisiones, corresponden en su mayoría a movimientos de capital. Es posible que algunas de esas transacciones correspondan a movimientos en la cuenta corriente.

PRINCIPALES COMPONENTES BALANZA DE PAGOS
En % PIB - Año Móvil

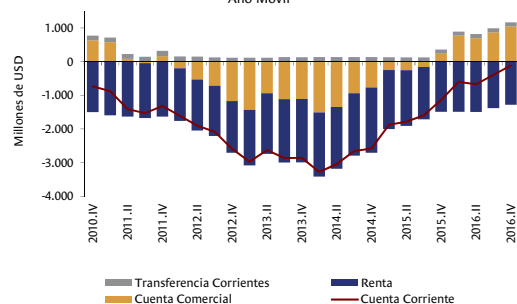


El ajuste en el déficit en Cuenta Corriente continúa siendo guiado por el sector privado, que muestra en 2016 un ahorro superior a la inversión de 3.4% del PIB, al tiempo que el déficit del sector público exhibe un leve aumento respecto al año anterior, ubicándose en 3.6% del PIB.

CUENTA CORRIENTE COMO EXCEDENTE DEL GASTO SOBRE EL INGRESO
Año Móvil



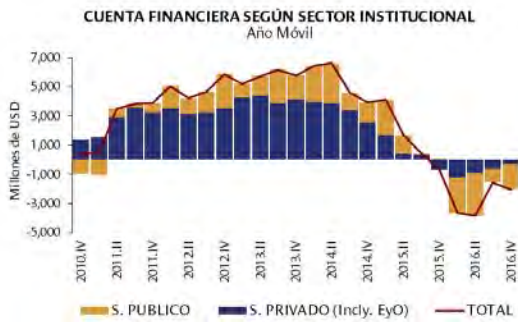
CUENTA CORRIENTE
Año Móvil



A nivel de componentes, este menor déficit se explica mayormente por el aumento del superávit en el saldo en Cuenta Comercial y, en menor medida, por la reducción del déficit de Rentas de la Inversión.

En cuanto a los movimientos de capitales, la mayor parte de la mejora en la posición del sector público con el exterior se fundamentó en una disminución de sus pasivos externos, mientras que también se observó un aumento de las tenencias de activos con el exterior.

El sector privado por su parte registró una salida neta de unos 300 millones de dólares, al influjo del Sistema Financiero (menor salida neta de 629 millones de dólares), al tiempo que los flujos de IED cayeron 375 millones de dólares con respecto al año anterior.



La posición neta de la banca privada con el sector no residente en 2016 fue inferior en 524 millones de dólares respecto al año anterior, puesto que la caída de activos, en su mayoría con el sector financiero no residente, fue mayor que la disminución de pasivos externos. Como contrapartida, se incrementó la posición neta con residentes, particularmente con el sector privado no financiero, mientras que disminuyó su posición con el BCU debido a la caída de depósitos en dicha institución.

1.2.3. Finanzas Públicas

El déficit del sector público global (SPG⁴) en el año culminado en febrero de 2017 fue 3.8% del PIB, nivel similar al de un año atrás.



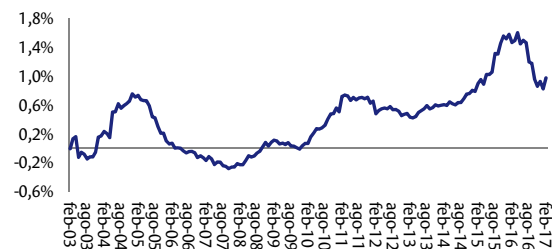
⁴ El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

A nivel institucional se observa que el déficit primario de GC-BPS aumentó 0.3% del PIB, ubicándose actualmente en 0.9% del PIB, a consecuencia de un aumento en términos reales de los egresos (3.1%) que superó al de los ingresos (2.1%). Se destaca el impacto positivo de las medidas de consolidación fiscal sobre los ingresos impositivos, en un marco de brecha de actividad cercana a cero, donde el ciclo económico juega en forma neutra en recaudación de DGI y BPS.

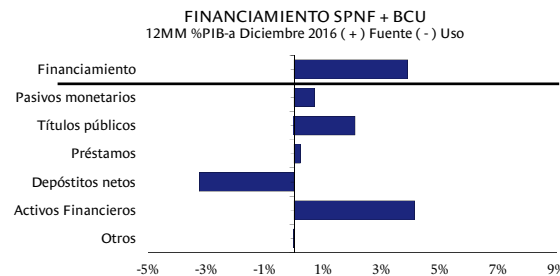
Por otra parte, el resultado de las Empresas Públicas (EEPP) se incrementó en 0.7% del PIB y llegó a un superávit de 0.5% del PIB. En esta evolución se destacó el aumento del superávit primario corriente (0.3% del PIB) y la caída de stocks en Ancap (0.3% del PIB).

Finalmente, el déficit del BCU se redujo 0.5% del PIB, ubicándose en 0.8% del PIB, dinámica determinada por la caída de los intereses pagados por los instrumentos de esterilización.

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 2016, el déficit del SPG fue 3.9% del PIB. La principal fuente de financiamiento continuó siendo los Activos de Reserva. Esta fuente, junto con el aumento de pasivos (emisión neta de títulos públicos, pasivos monetarios y préstamos) permitieron financiar el déficit y constituir depósitos.

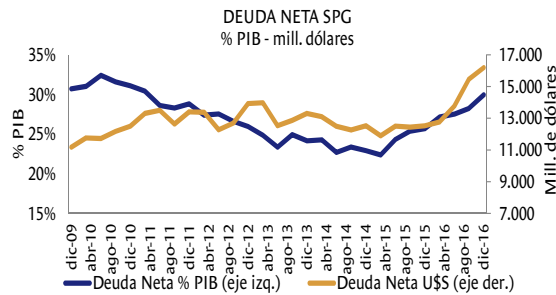


Por otra parte, la deuda bruta del SPG a diciembre 2016 asciende a 33.324 millones de dólares (62% del PIB), en tanto que los Activos se ubican en 17.136 millones de dólares (32% del PIB). Por



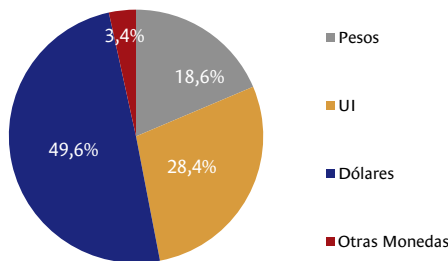
ende, la deuda neta se ubica en 16.187 millones de dólares (30% del PIB), 4% del PIB por encima del valor que presentaba un año atrás.

Este aumento del ratio deuda-PIB se explica por el financiamiento del déficit y la cancelación de pasivos excluidos de la deuda pública, tales como encajes en moneda extranjera, lo que fue parcialmente contrarrestado por el crecimiento del PIB.



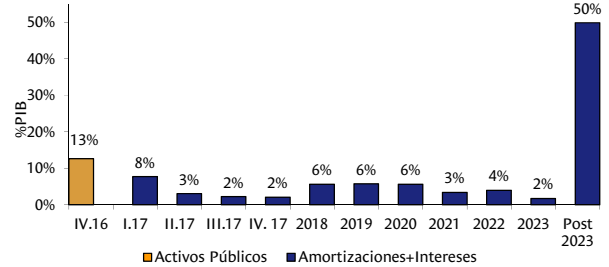
Por otra parte, se observa una leve caída en la participación de la deuda en moneda extranjera respecto a diciembre del año anterior (de 54% a 53%), determinada tanto por la disminución de la deuda en dólares como por el aumento de la deuda en pesos del BCU.

DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BRUTA POR MONEDA



Finalmente, el nivel de Activos de Reserva (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a diciembre 2016 permitía cubrir el servicio de deuda del SPG hasta agosto de 2017. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.417 millones de dólares (4.5% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2023.

ACTIVOS Y SERVICIO DE DEUDA DEL SPG



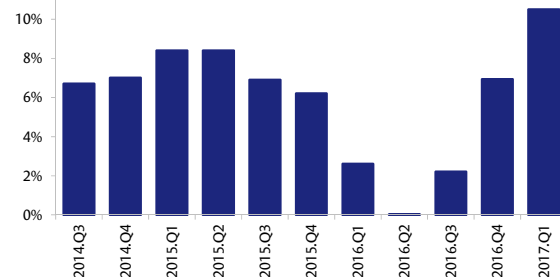
II. La política monetaria en el primer trimestre de 2017

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

En la reunión trimestral del 29 de diciembre de 2016, el Directorio del BCU –en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM)– anunció un rango de crecimiento interanual de 3% a 5% como referencia indicativa del agregado M1 ampliado (M1') para el primer trimestre de 2017. No obstante, el agregado superó esta referencia, registrando un crecimiento interanual de 10.5%, el cual estría reflejando un fortalecimiento de la demanda de dinero.

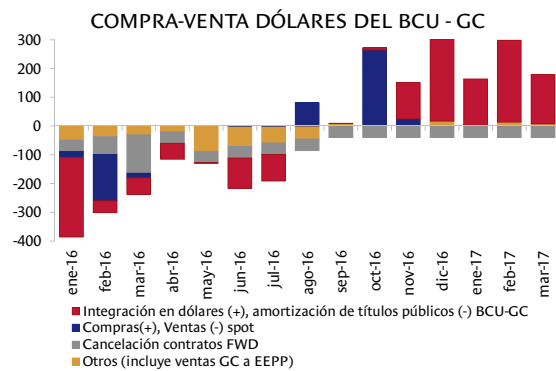
El mayor dinamismo del agregado se habría verificado en un contexto de crecimiento de la actividad económica. A su vez, a medida que avanzó el trimestre, se habría revelado una mayor preferencia de los agentes por la moneda nacional, en la medida de que los medios de pago crecieron de forma vigorosa, principalmente los depósitos.

COMPORTAMIENTO DE M1' Tasas de variación interanual promedio trimestral

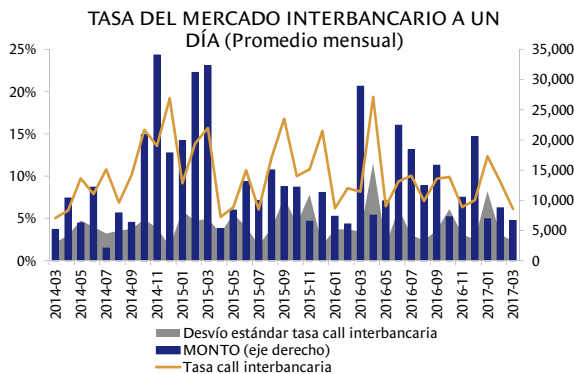


Ante esta situación, el Banco Central reaccionó gestionando la base monetaria de manera de propiciar condiciones monetarias acordes con el compromiso inflacionario, evitando generar mayores fricciones en el mercado de dinero.

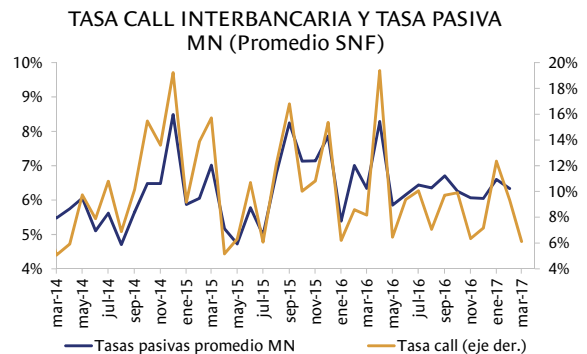
La autoridad monetaria emitió letras de regulación monetaria (LRM) que facilitaron canalizar los excedentes de liquidez hacia instrumentos de ahorro en moneda nacional (MN). Por su parte, el consolidado BCU-MEF compró dólares, principalmente bajo la modalidad de integración en dólares de títulos públicos, en respuesta al aumento de la preferencia por activos en moneda nacional. En este sentido, en el trimestre el BCU-MEF realizó compras netas de divisas por más de 500 millones de dólares, principalmente por concepto de integraciones.



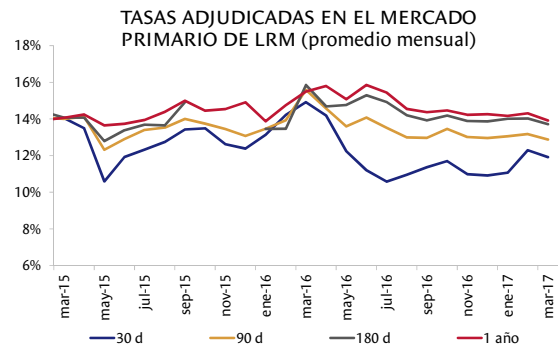
La tasa de interés a un día operada en el mercado interbancario –la llamada tasa call– aumentó en el promedio del trimestre. No obstante, esta tasa presentó valores atípicos en enero, resultantes de una situación de liquidez puntual que duró pocos días. Una vez resuelta esta restricción, las tasas retornaron a valores similares a los registrados durante el trimestre anterior.



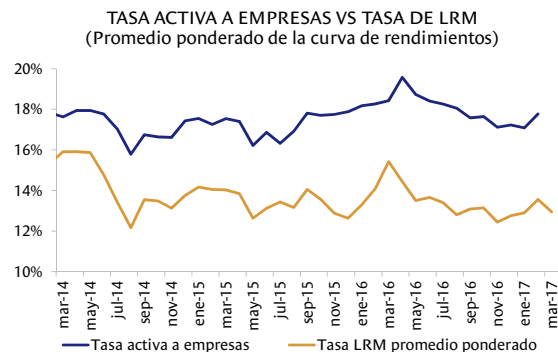
El comportamiento de las tasas pasivas en MN promedio acompañó el ajuste de la tasa call aunque de forma menos pronunciada, como lo hace habitualmente.



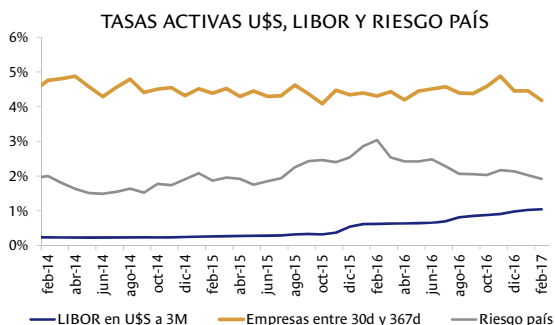
A su vez, las tasas de las LRM se incrementaron durante el trimestre como resultado del ajuste al alza registrado por la tasa a 30 días en febrero. No obstante, las mismas presentaron una tendencia a la baja en marzo, la cual se registró en todos los plazos.



Asimismo, las tasas activas a empresas mostraron un ajuste al alza en febrero, siguiendo el comportamiento registrado por la curva de rendimientos en dicho mes.

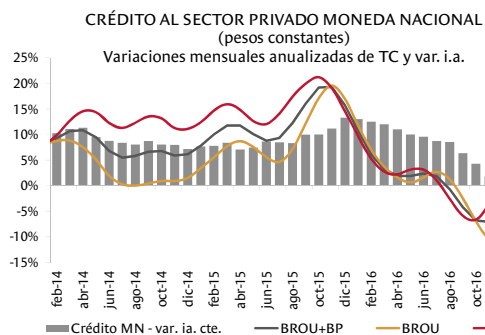


Por su parte, las tasas activas en dólares pactadas con empresas, para plazos entre 30 y 367 días, cayeron ligeramente en el bimestre enero-febrero, acompañando parcialmente el comportamiento evidenciado por el riesgo país y promediando 4.3% en los primeros meses del año.



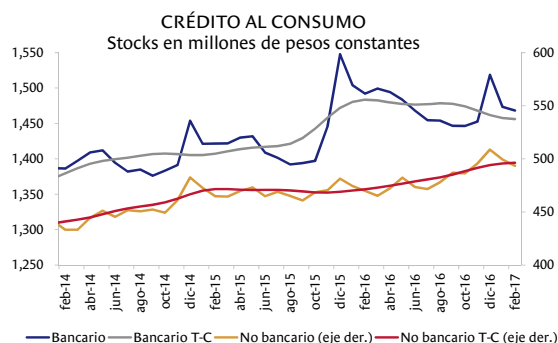
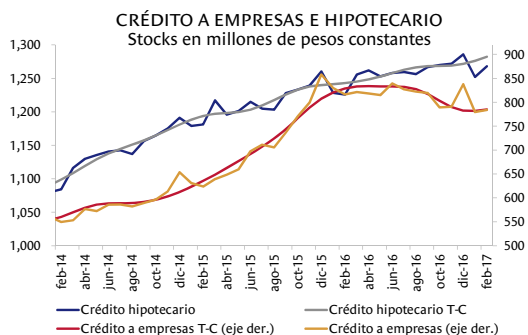
II.2. Evolución del crédito

Si bien el crédito en moneda nacional cayó en términos reales durante enero y febrero, medido en tendencia-ciclo (T-C) el mismo estaría presentando caídas desde hace varios meses. Sin embargo, la magnitud de estas caídas se habría moderado por efecto del dinamismo observado a nivel de la banca privada.

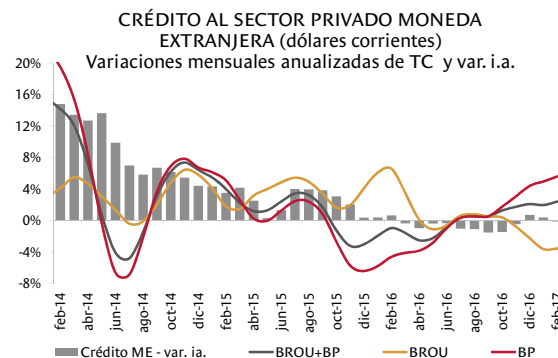


En este marco, el crédito empresarial habría mostrado una leve aceleración (medido en tendencia-ciclo) y el crédito hipotecario habría crecido en el margen. A diferencia de ello, el crédito al consumo bancario habría ajustado a la baja, tras varios trimestres de estabilidad, mientras que el no bancario⁵ continuó mostrando una tónica lentamente creciente.

⁵ El crédito no bancario corresponde al otorgado por las administradoras de crédito.



A su vez, el crédito en moneda extranjera (ME), medido en dólares corrientes, habría mostrado una recuperación. Este comportamiento estuvo explicado por el desempeño de la banca privada, mientras que el BROU habría presentado caídas en el margen (medido en Tendencia-Ciclo).



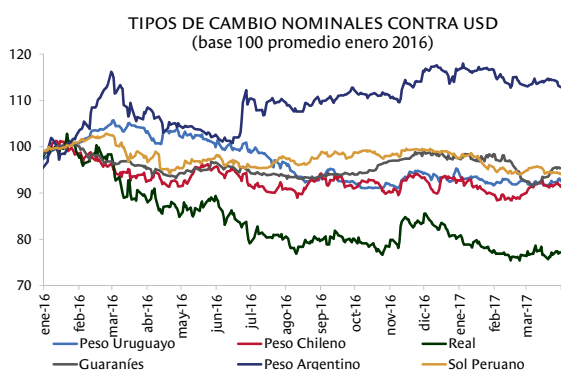
II.3. Comportamiento de los principales agregados monetarios

En el trimestre, la evolución de los agregados monetarios se enmarca en los comportamientos antes reseñados de la actividad económica, de las tasas de interés y de la evolución del crédito, así como en las preferencias del público.

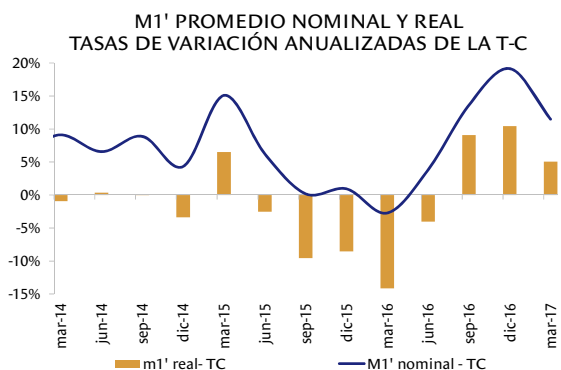
Para estas últimas, cobra particular importancia el comportamiento del mercado de cambios. En este contexto, la cotización del peso frente al dólar

estadounidense promedio del trimestre se mantuvo estable respecto del trimestre anterior.

Este comportamiento no se diferenció sustancialmente del observado en las monedas de la región, las cuales en su mayoría retornaron a las cotizaciones previas al resultado de las elecciones de Estados Unidos. A su vez, el aumento de la tasa de interés de la Fed que tuvo lugar en marzo, ya habría sido descontada por el mercado, en la medida de que no generó presiones al alza sobre el valor del dólar.

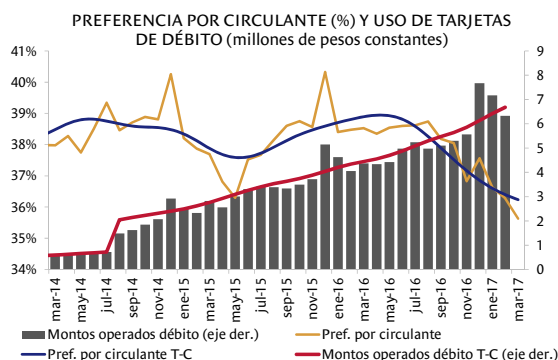


En este contexto, el agregado M1' fue cobrando dinamismo con el transcurso de los meses, pasando de una variación interanual de 8.8% en enero a 12.4% en marzo. En tendencia-ciclo este comportamiento implicó un crecimiento tanto nominal como real, aunque se habría desacelerado en comparación con el trimestre anterior.

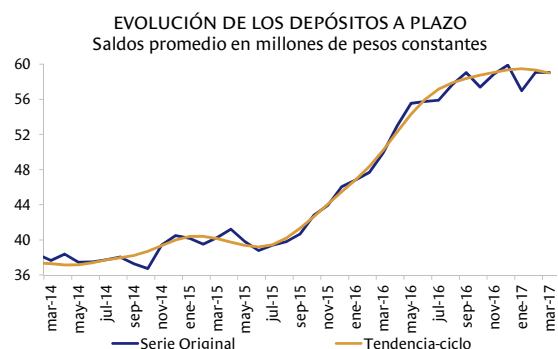


A nivel de los componentes del agregado monetario M1', se observó una aceleración de los depósitos a la vista y en caja de ahorro (con variaciones nominales interanuales de 10.9% y 15.1% respectivamente), mientras que el circulante creció 5.7% respecto al mismo período de 2016. El mayor uso de tarjetas de débito habría impactado a la baja en la preferencia por circulante. Este cambio de hábitos en el uso del dinero puede haberse visto profundizado a partir

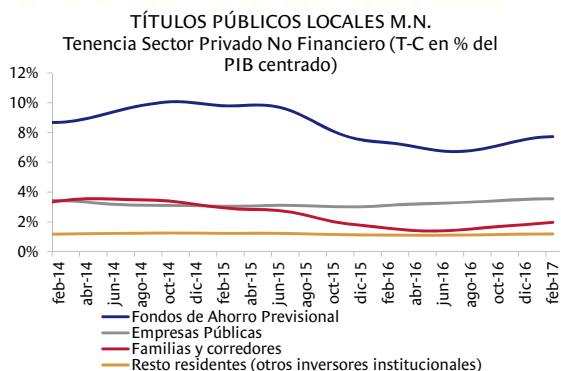
de este año debido al incremento de la deducción del IVA en las compras con tarjetas de débito y medios electrónicos, vigente a partir del 1° de enero de 2017. Asimismo, este efecto se podría profundizar a partir de mayo, cuando entre en vigencia la obligatoriedad de cobrar por medio de una cuenta o en un instrumento de dinero electrónico (IDE) para aquellas personas que todavía no estuvieran bancarizadas.



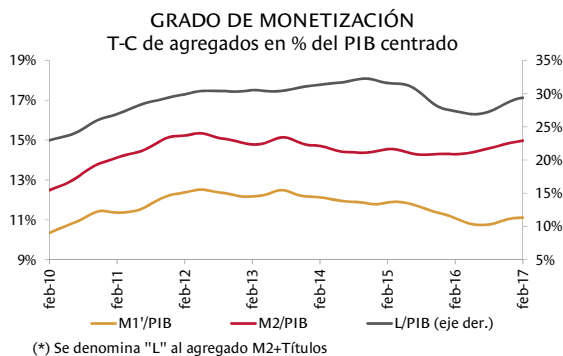
Por otro lado, los depósitos a plazo cayeron levemente en el margen debido tanto a la caída de los certificados de depósitos denominados en UI, como de los depósitos a plazo fijo en pesos.



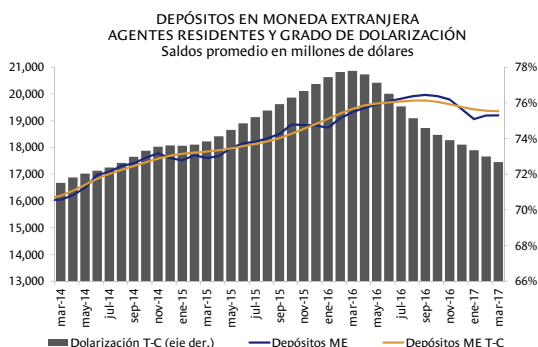
La tenencia de títulos públicos locales continuó creciendo en enero y febrero tanto en niveles como en porcentaje del PIB. El caso más notorio corresponde a los Fondos de Ahorro Previsional, que aumentaron sus tenencias tanto en pesos como en UI. Es también relevante el caso de las familias y corredores, donde la revalorización del peso registrada en el último año podría haber influido al tornar las inversiones en MN más atractivas.



En este contexto, el grado de monetización en sus diferentes mediciones se incrementó levemente en términos de tendencia-ciclo. El crecimiento más pronunciado se evidenció en los agregados que incluyen además de M1⁷ los depósitos a plazo y títulos locales adquiridos por parte de los agentes residentes no financieros, comportamiento que sería consistente con una mayor preferencia por activos denominados en moneda nacional.



Como contracara del aumento de la preferencia por la moneda nacional, los depósitos en moneda extranjera presentaron una tendencia a la baja, a la vez que el grado de dolarización de los depósitos continuó descendiendo, ubicándose en torno a 73%.

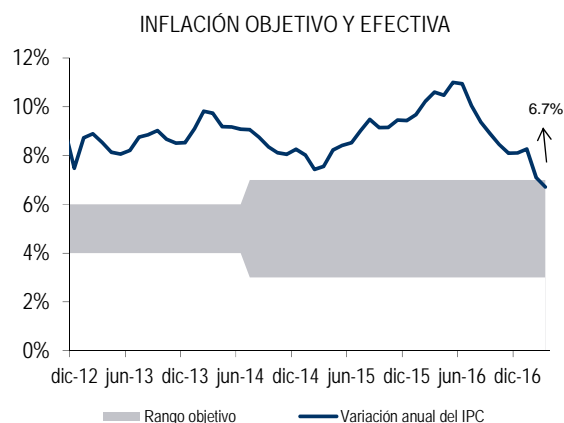


III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación

En el año móvil cerrado a marzo 2017 la inflación headline se ubicó en 6.7%, descendiendo más de un punto porcentual respecto al registro de diciembre 2016 e ingresando al rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) (3%-7%).

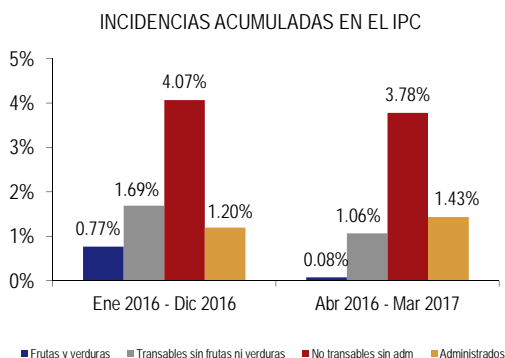
Por otra parte, la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión (IPCX), se ubicó en 6.6%, algo por debajo de la inflación headline.



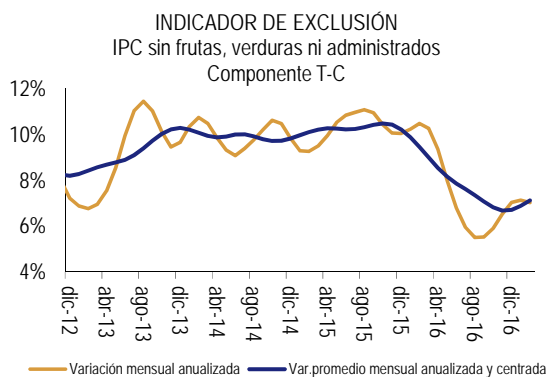
La desaceleración fue generalizada a nivel de componentes con excepción de los precios administrados, en los cuales se observó un incremento del precio de los combustibles que no se había dado en 2016.

La mayor moderación se observó en frutas y verduras, que mostraron caídas mensuales en enero y febrero cuando estacionalmente los precios se incrementan, seguidas de los rubros transables de exclusión (TX)⁶, en los que influyó la estabilidad del tipo de cambio. En tanto, se observó una desaceleración leve en el ritmo de incremento de los bienes y servicios no transables de exclusión (NTX).

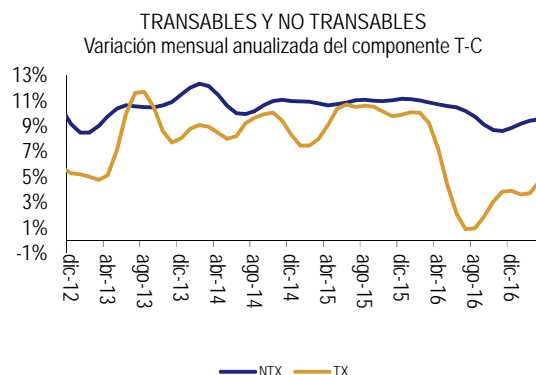
⁶ TX corresponde al IPC de Bienes y Servicios Transables sin frutas ni verduras; NTX corresponde al IPC de Bienes y Servicios No Transables sin Administrados.



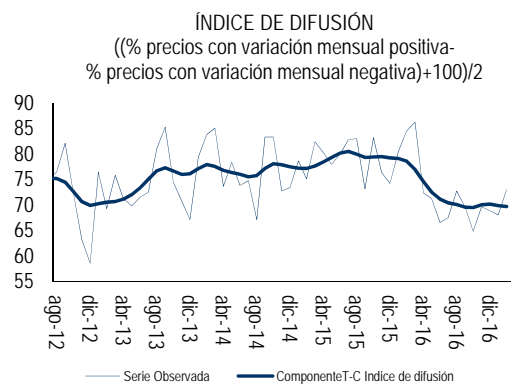
En el margen, IPCX tendió a estabilizarse entre diciembre y marzo si se considera la variación promedio mensual anualizada del componente tendencia-ciclo. Por su parte, si se toma en cuenta la variación mensual anualizada y centrada, se observa cierto aumento en el margen. Ambos indicadores se ubican en torno al 7%.



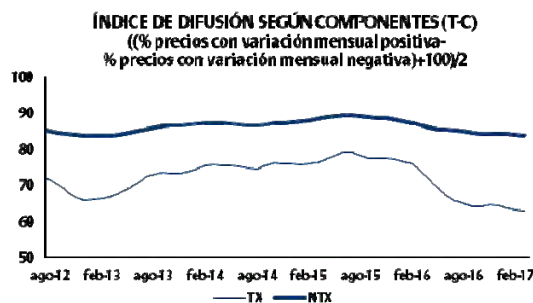
A nivel de componentes, tanto TX como NTX mostraron una aceleración en los últimos meses, aunque estarían creciendo a niveles claramente menores a los vigentes a principios de 2016. Los TX alcanzaron en marzo una variación mensual anualizada de 4.6%; mientras que la variación mensual anualizada de NTX se ubicó en 9.5%. En el caso de NTX, si bien siguen creciendo a niveles altos, corresponde destacar que desde agosto de 2016 estarían creciendo por debajo de 10%, lo que no sucedía desde 2013. Este es un fenómeno a destacar, puesto que este es el componente con mayor rigidez a ajustarse en los últimos años.



A nivel de rubros del IPC, el incremento de precios continúa siendo bastante generalizado. En marzo el índice de difusión se ubicó en 69.5% en Tendencia-Ciclo, manteniéndose en niveles inferiores a los observados un año atrás.



Al desagregar el índice de difusión por componentes, se observa que tanto TX como NTX se han mantenido estables; los primeros se ubicaron en 63.1% y los últimos en 83.9%, ambos en Tendencia-Ciclo.



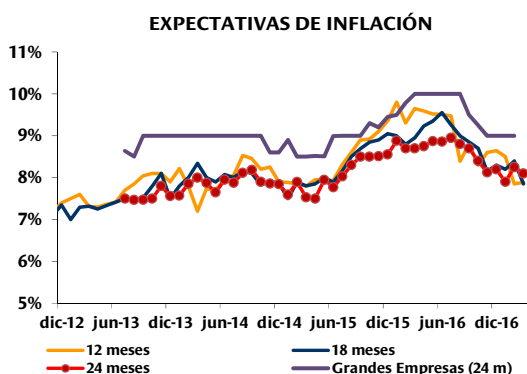
III.2 Expectativas de inflación

En marzo la mediana de expectativas de inflación de analistas recopilada por el BCU se mantuvo estable a 12 meses, mientras que se redujo a 18 y 24 meses. En concreto, en el horizonte de política pasaron de 8.3% en febrero a 8.1% en marzo,



mientras que a 18 meses se ubicaron en 7.9% (desde 8.4%). Cabe mencionar que al momento de recabar las expectativas no se conocía el dato de inflación de marzo.

Por otra parte, el mínimo a 24 meses se ubicó por debajo de 7%, lo que constituye una señal positiva para la estabilidad de precios, en caso de consolidarse la situación actual en los próximos meses.



IV Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias

En el primer trimestre de 2017 la tasa de inflación interanual disminuyó respecto al trimestre anterior, alcanzando 6.7%, e ingresando al rango meta fijado por el CCM.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, se ubicó en 6.6%, algo por debajo de la inflación headline.

El incremento de precios continuó siendo bastante generalizado, pese a que el índice de difusión se encuentra en niveles inferiores a los observados un año atrás.

Por su parte, las expectativas de inflación para los próximos 24 meses se ajustaron a la baja, ubicándose la mediana en 8.1%, por encima del rango-meta.

IV.2 Escenario internacional y su impacto interno

La actividad global creció especialmente en las economías avanzadas en el segundo semestre de 2016, mientras que las economías emergentes mostraron un panorama heterogéneo. En particular, China siguió creciendo a buen ritmo, mientras que Brasil continúa en recesión. Se

espera – a nivel global – un crecimiento de 3.5% para 2017 y 3.6% para 2018.

Luego del resultado de las elecciones de Estados Unidos se ha observado una mayor incertidumbre a nivel global. La misma está vinculada a la política de la nueva administración en lo referido a lo fiscal, al comercio exterior y a la política monetaria de la Fed en ese nuevo entorno. Los anuncios de la Fed en cuanto a la gradualidad de futuras subas de la tasa de fondos federales han tenido efectos positivos en los mercados financieros globales.

En este contexto, los inversores mostraron una menor aversión al riesgo y mejoraron las perspectivas de algunas economías emergentes. De esta forma, se observa una reversión de la apreciación global del dólar y un retorno de capitales a emergentes.

En la región, la recesión de Brasil continuó en el cuarto trimestre de 2016, aunque la economía parecería estar comenzando a reactivarse en el primer trimestre de 2017. En general, los analistas han ajustado a la baja sus proyecciones de crecimiento. En Argentina, el PIB creció levemente en el segundo semestre de 2016, esperándose que continúe creciendo en 2017. De la misma forma, se espera para 2017 una caída de la inflación, que continúa en niveles altos.

IV.3 Escenario interno

La economía uruguaya creció en el cuarto trimestre 3.4% en términos interanuales (1.5% desestacionalizado). Este crecimiento alcanzó a todos los sectores, con la excepción de la construcción y del suministro de electricidad, gas y agua. La tasa de desempleo promedio de 2016 se ubicó en 7.8%, algo por encima del año anterior.

Este crecimiento se produjo al impulso de la demanda interna, tanto en consumo de las familias como en inversión. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos continuó disminuyendo como consecuencia de la reducción de la brecha entre ingreso y gasto del sector privado. También se produjo una desaceleración en la salida de capitales en el segundo semestre de 2016. Durante este período el sector público amortizó pasivos externos.

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

El TCR global se depreció en el primer trimestre 0.4% con respecto a diciembre de 2016. Esto surge



de una depreciación de 3.1% respecto a la región, no compensada totalmente por la apreciación de 4.5% respecto al resto del mundo, mientras que la rentabilidad del sector exportador se ha mantenido estable desde setiembre 2016, ubicándose en niveles similares a los de comienzos de 2014.

La colocación de LRM fue el principal instrumento utilizado por el BCU para lograr alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM. Durante el período se produjo un aumento de la demanda de dinero fruto de una remonetización de la economía y de un crecimiento del nivel de actividad mayor al previsto, lo que llevó a que el BCU ajustara el manejo de la base monetaria. De esta forma, la cantidad de dinero (M1') se expandió 10.5% interanual, por encima del rango de referencia indicativo de 3%-5% fijado por el Directorio de la Institución en el anterior COPOM.

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 mostraría un dinamismo similar al previsto en el trimestre anterior. La región crecería moderadamente. 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 un poco más dinámica.

Los términos de intercambio se mantendrían estables en 2017.

En materia financiera, se prevén condiciones menos desfavorables que las que se preveían en el trimestre anterior, aunque en un marco de mayor incertidumbre sobre el contexto político internacional. En este marco, se espera un fortalecimiento gradual del dólar a nivel mundial.

En este contexto, se espera que la economía uruguaya continúe creciendo de forma moderada y que la inflación headline registre un ajuste a la baja.

Sin embargo, existen algunos riesgos de la economía global y regional que, de materializarse, afectarían negativamente al equilibrio macroeconómico de este escenario base. En primer lugar, existe la posibilidad de que el nuevo gobierno de Estados Unidos implemente una serie de medidas que redunden en menores niveles de crecimiento global. Otro factor de riesgo es la posible agudización de las dificultades de las economías de la región para efectuar los ajustes

macroeconómicos necesarios. Asimismo – aunque con un menor grado de probabilidad – se mantienen los riesgos de una brusca desaceleración de la actividad económica en China y de que la Unión Europea ingrese en un periodo de estancamiento y deflación. Si bien la probabilidad de estos acontecimientos es relativamente baja, serán motivo de un monitoreo permanente dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía en caso de materialización.

IV.5 Decisiones de política monetaria

En base al diagnóstico precedente y considerando el contexto macroeconómico proyectado, el Directorio del BCU en el marco del COPOM decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre abril-junio de 2017 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 9%-11% interanual. Corresponde destacar que esta pauta indicativa, sensiblemente mayor a la de períodos precedentes, constituye una variación calculada respecto a un trimestre del año anterior en que el agregado monetario estaba inusualmente bajo, como consecuencia de la caída de la demanda de dinero que se había verificado en aquel momento, lo que se viene revirtiendo en los últimos trimestres. 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.

IV.6 Gestión de la política monetaria

La implementación de la política monetaria a nivel operativo se realizará en base a la referencia establecida por el BCU, y consiste en adecuar la trayectoria de la oferta primaria de dinero con la mencionada referencia de M1' mediante instrumentos de regulación monetaria. Cabe enfatizar que la trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo cual, de verificarse cambios en el entorno macroeconómico, la trayectoria efectiva del agregado puede diferir respecto a dicha referencia.

El BCU, a efectos de manejar la política monetaria, seguirá recurriendo a la emisión de LRM y Notas a distintos plazos, así como a la utilización de instrumentos de inyección y extracción de liquidez, siempre que las condiciones a nivel sistémico así lo requieran.