



BCU

Informe de Política Monetaria

Primer trimestre 2018

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

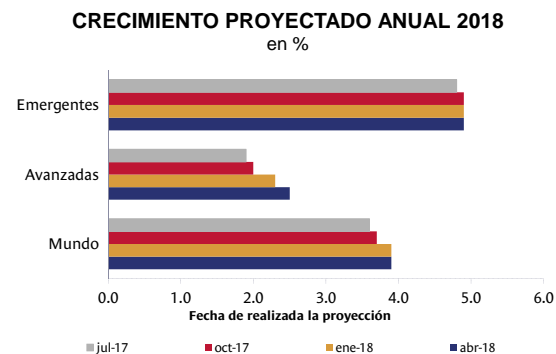


I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

Actividad global

Durante 2017 la economía global se expandió 3.8%, al influjo del 2.3% de las economías avanzadas y del 4.8% de las emergentes. Asimismo, de acuerdo a las proyecciones del FMI¹, el mundo crecería a tasas similares en 2018 y 2019. La expansión de las economías avanzadas sería de 2.5% en 2018 y 2.2% en 2019, mientras que las emergentes crecerían 4.9% en 2018 y 5.1% en 2019.



Fuente: FMI.

En este trimestre se observó un aumento de las tensiones comerciales, con los anuncios de imposición de aranceles por parte de EE.UU. y las consiguientes amenazas recíprocas de China. Esta incertidumbre creciente podría recortar el crecimiento global en los próximos años.

En Estados Unidos, en el cuarto trimestre la actividad se expandió 2.9% (desestacionalizado y anualizado), algo por debajo del trimestre anterior. Esta cifra determinó un crecimiento anual de 2.3% en 2017, marcando una aceleración frente al 1.5% registrado en 2016. El crecimiento contó con una mayor contribución del consumo privado, menor participación de la inversión - explicada por la caída de inventarios- y una contribución negativa de las exportaciones netas.

El mercado laboral continuó mostrando robustez: la tasa de desempleo se mantiene en 4.1% desde octubre de 2017, mientras que se crearon 326 mil puestos de trabajo en febrero, cifra que en marzo fue 103 mil, producto del impacto negativo del

clima. Finalmente, los salarios mostraron un alza moderada, sin llegar a generar presiones inflacionarias.

El FMI revisó al alza la proyección de crecimiento para 2018 desde 2.7% proyectado en enero a 2.9%, y mantuvo en 2.7% la proyección para 2019.

En la Zona Euro la actividad en el cuarto trimestre creció 0.6% desestacionalizado, marcando una leve desaceleración frente al trimestre anterior. Con ese dato, el crecimiento en 2017 fue 2.5%, el más elevado desde 2007. El crecimiento fue generalizado a nivel de países, destacándose España, Francia y Alemania. Esto ha permitido un descenso gradual del desempleo, aunque persiste una fuerte disparidad entre los países miembros.

El FMI corrigió levemente al alza la proyección de crecimiento para 2018 a 2.4% y mantuvo la de 2019 en 2.0%.

En China la actividad en el cuarto trimestre creció 1.6% desestacionalizado, lo que marcó una leve desaceleración respecto al tercero. De este modo, la economía creció 6.9% en 2017, por encima del objetivo de 6.5% del gobierno. Más allá de las disputas comerciales y el anuncio de medidas simétricas a las que tome EE.UU., el presidente Xi Jinping anunció que China continuará abriendo su economía de forma progresiva. Asimismo, procurará seguir reorientando la economía hacia una mayor participación de los servicios para mitigar los riesgos del sobreendeudamiento del sector industrial.

Por otra parte, se ha observado un incremento del endeudamiento de los hogares, en particular hipotecario, guiado por los avances tecnológicos que incrementan los canales de crédito, el aumento de ingresos y la mayor urbanización.

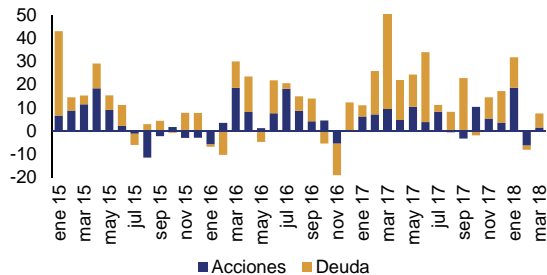
El FMI proyecta un crecimiento de 6.6% y 6.4% para 2018 y 2019 respectivamente, cifras idénticas a las proyectadas en enero.

Mercados financieros e inflación

Luego de un largo período de baja volatilidad, los mercados volvieron a mostrar inestabilidad a partir de febrero. Los datos del mercado laboral en EE.UU. correspondientes a ese mes acrecentaron las perspectivas de una aceleración inflacionaria que llevase a un ritmo mayor de subas en las tasas de interés de la Fed. A esto se sumó en marzo la incertidumbre generada por la posible guerra comercial entre EE.UU. y China. Las correcciones observadas en las bolsas condujeron a menores flujos de capitales hacia emergentes y a una apreciación relativa del dólar a nivel global.

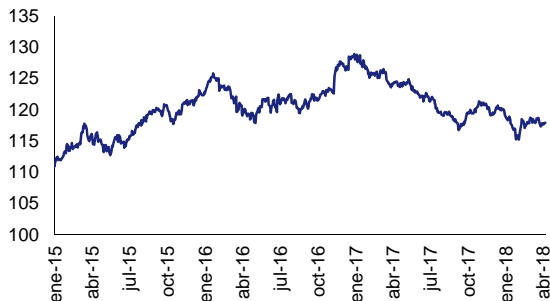
¹ *World Economic Outlook*. Fondo Monetario Internacional, abril de 2018.

FLUJO TOTAL DE PORTAFOLIO HACIA MERCADOS EMERGENTES (miles de millones de dólares)



Fuente: IIF.

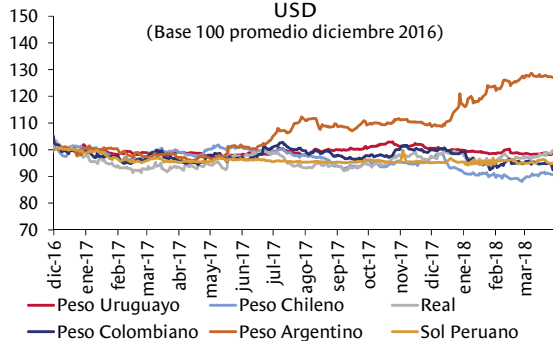
DÓLAR PONDERADO POR COMERCIO DE EEUU



Fuente: Fed.

En este marco, el fortalecimiento del peso uruguayo estuvo en línea con la evolución de la mayoría de las monedas de la región.

TIPOS DE CAMBIO NOMINALES CONTRA USD (Base 100 promedio diciembre 2016)



La Fed elevó su tasa de referencia en 25 p.b. en su reunión de marzo, tal como esperaba el mercado. Pese a que los últimos datos de creación de empleo, menores a los esperados, y a que la inflación subió levemente el último mes, la Fed no alteró su visión respecto a un ajuste gradual de la política monetaria.

En Europa, si bien el riesgo de deflación se ha alejado, la inflación continúa baja, los salarios muestran poco dinamismo y el euro se ha

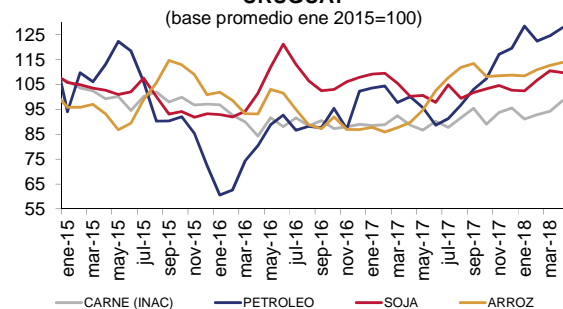
fortalecido frente al dólar. Por lo tanto, se espera que las tasas continúen en los niveles actuales (0% la de referencia del Banco Central Europeo), mientras que el programa de compra de activos podría revisarse a la baja en las próximas reuniones.

Commodities

Los precios de las materias primas relevantes para Uruguay han mostrado cierto sesgo al alza en el último trimestre. Luego de haber caído en febrero en el marco de la corrección de las bolsas, los energéticos se recuperaron en el margen. Asimismo, existe incertidumbre respecto al precio del petróleo, ligada tanto a factores de oferta, donde la producción de EE.UU. compensaría los recortes de la OPEP y Rusia, como a factores geopolíticos, como la incierta producción de Venezuela y las posibles sanciones de EE.UU. a Irán.

Los *commodities* agrícolas mostraron leves aumentos de precios en los últimos meses, ligados a condiciones climáticas adversas en varias regiones de producción, sin que se prevea un alza adicional en sus precios. En el caso de la soja, el pronóstico respecto a la caída de la producción de Argentina se compensa con las estimaciones de mayor producción para Brasil y EE.UU., donde en este último la intención de siembra determinaría un récord para 2018.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS COMMODITIES RELEVANTES PARA URUGUAY



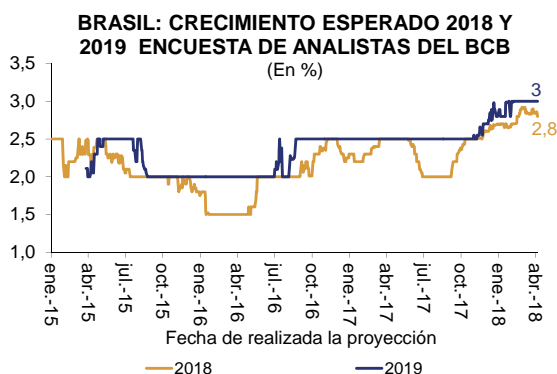
Fuente: Bloomberg e INAC.

La región

La región continuó creciendo en forma dispar durante el cuarto trimestre de 2017. Asimismo, persisten riesgos derivados de los desequilibrios macroeconómicos en Argentina y de la situación política en Brasil.

La economía brasileña registró un crecimiento muy leve en cuarto trimestre (+0.05% desestacionalizado), cerrando el año con un

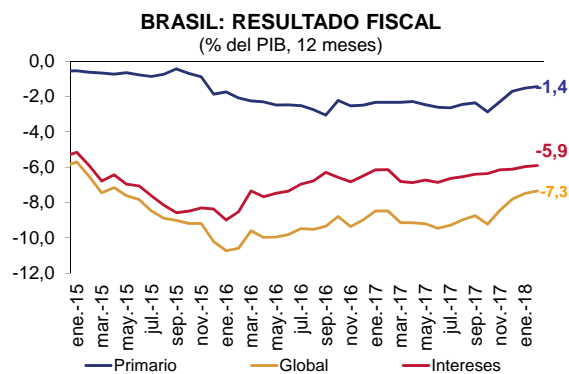
crecimiento de 1.0% que pone fin a la recesión de 2015-2016. Se destaca el mayor dinamismo en el margen de la inversión. Asimismo, dados los efectos rezagados de las bajas tasas de interés, la inversión así como el consumo serían más dinámicos en 2018. Por otra parte el clima político, más tenso que en el trimestre anterior, podría cuestionar el vigor de la reactivación. En este contexto, los analistas relevados por el Banco Central (BCB) esperan en mediana un crecimiento de 2.8% para 2018 y 3.0% para 2019.



Fuente: BCB.

La inflación continúa en niveles mínimos históricos, llegando a 2.7% interanual en marzo. Esta evolución impulsaría a nuevos recortes de la tasa Selic por parte del BCB desde su actual mínimo histórico de 6.5%, pese a que la incertidumbre global y doméstica comenzaron a presionar al alza al tipo de cambio.

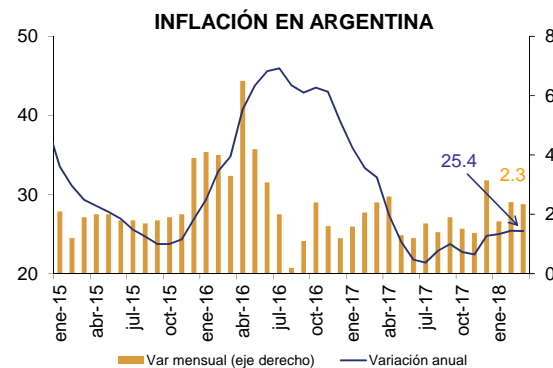
Por otra parte, el déficit fiscal se viene reduciendo desde octubre de 2017, guiado por la mejora de la actividad -que eleva la base imponible- y por medidas discrecionales, como la suba de impuestos y el recorte de gastos. Asimismo, el pago de intereses continuó mostrando una reducción respecto al PIB, ligada en buena medida a la caída de la tasa Selic. Sin embargo, la situación fiscal continúa siendo el aspecto más vulnerable desde el punto de vista macroeconómico, pues resulta poco probable que esta tendencia se consolide sin que se realicen algunas reformas que se han postergado, como la de la seguridad social.



Fuente: BCB.

En Argentina, el PIB creció 1.0% desestacionalizado en el cuarto trimestre. De este modo, el crecimiento anual en 2017 se ubicó en 2.9%, recuperando la contracción de 1.8% de 2016 y dejando un efecto arrastre de 1.2% para 2018. Este crecimiento fue impulsado por la inversión y en menor medida el consumo, mientras que a nivel sectorial los sectores más dinámicos fueron los no transables, como la construcción, guiados por el encarecimiento en dólares que experimentó la economía. En base a las proyecciones de la consultora *Ecolatina*, se estima que la actividad crecerá 2.0% en 2018, corrigiendo a la baja en 0.5 p.p. por el efecto de la sequía, y 3.0% en 2019.

La inflación se aceleró en el primer trimestre de 2018, ubicándose por encima de 25% interanual en marzo, a través del impacto negativo del cambio en las metas de inflación en las expectativas, el menor ingreso de dólares que condujo a una fuerte suba del tipo de cambio, y un nuevo ajuste de tarifas. En este marco, el Banco Central (BCRA) intervino para contener la suba del dólar; asimismo, no se esperan nuevos ajustes tarifarios, por lo que la inflación podría reducirse en los próximos meses.



Fuente: INDEC.



Finalmente, se siguen profundizando los déficits fiscal y en cuenta corriente, ubicándose ambos en torno al 6% del PIB. En el caso del resultado fiscal, no está computado el déficit del BCRA, el cual se ubicaría cercano a 2.5% del PIB.

En este contexto, en las últimas semanas las condiciones financieras internacionales más restrictivas impactaron en forma más severa a la economía argentina. Esto se reflejó en una salida de capitales que determinó una fuerte depreciación de la moneda. Con el fin de frenar la escalada del dólar, el BCRA aumentó su tasa de referencia en tres oportunidades, acumulando 1275 puntos básicos, además de usar sus reservas. Posteriormente, para contrarrestar el riesgo de quedarse sin financiamiento y recuperar la confianza, el gobierno anunció que entrará en negociaciones para acceder a una línea de crédito con el FMI, negociaciones que estaban comenzando al cierre de este informe.

Escenario Base

El escenario internacional entendido como el más probable en el horizonte de política monetaria se caracteriza por una demanda externa relevante para la economía uruguaya con un dinamismo similar al que se esperaba el trimestre anterior, donde la recuperación de Brasil compensaría la desaceleración estructural de China.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2017	2018f	2019f
PIB externo relevante	4.1%	4.2%	4.3%
Estados Unidos	2.3%	2.9%	2.7%
Zona Euro	2.3%	2.4%	2.0%
China	6.9%	6.6%	6.4%
Brasil	1.0%	2.8%	3.2%
Argentina	2.8%	2.0%	3.0%

Fuentes: En base a FMI (World Economic Outlook, abril 2018), *Tendencias y Ecolatina*.

Por otra parte, para 2018 se espera una leve mejora adicional en los términos de intercambio, mientras que en 2019 se aguarda un ligero deterioro.

El escenario financiero internacional luce un poco menos auspicioso para las economías emergentes. La volatilidad financiera se acrecentó y el contexto político muestra una mayor incertidumbre global y regional, especialmente en Brasil. Asimismo, en EE.UU. y de acuerdo con lo esperado por el mercado, en 2018 la Fed realizaría entre 2 y 3 subas adicionales de su tasa. Las tasas largas de

los *treasuries* se elevaron y el dólar frenó su descenso, al tiempo que los capitales disminuyeron su flujo hacia emergentes. Más allá de estos eventos, se espera que la normalización de la política monetaria en EE.UU. continúe siendo gradual a lo largo del horizonte de política.

Riesgos sobre el Escenario Base

Entre los principales riesgos se destaca que la reforma tributaria en Estados Unidos conduzca a mayores presiones inflacionarias que obliguen a la Fed a acelerar la normalización de su política monetaria y a que se eleven las tasas de largo plazo, por mayores necesidades de financiamiento. Este escenario tendría efectos negativos para las economías emergentes: menor liquidez internacional, mayor costo de financiamiento, mayor riesgo soberano, mayor fortalecimiento del dólar y posibles salidas de capitales.

Asimismo, las condiciones políticas que enfrentan las economías de la región podrían generar dificultades para instrumentar las reformas necesarias para ajustar sus desequilibrios macroeconómicos y consolidar el crecimiento, riesgo que se estaría materializando en el caso de Argentina.

Por otra parte, existen otros riesgos derivados de la economía mundial: reducción significativa del crecimiento o aumento de la volatilidad financiera en China; mayores tensiones financieras por las negociaciones del *Brexit* y políticas por la probabilidad de que se forme un gobierno anti-UE en Italia; o un aumento de tensiones geopolíticas, como la política comercial de Trump y sus réplicas, que afecten negativamente los precios de las materias primas o aumenten la volatilidad en los mercados financieros.

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, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

1.2 La economía uruguaya

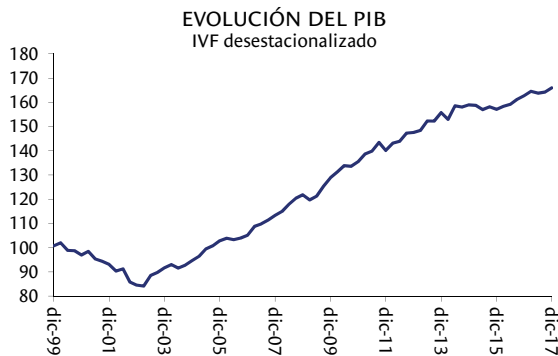
1.2.1 Nivel de actividad y empleo

En el cuarto trimestre de 2017 el nivel de actividad se expandió 2.0% respecto a un año atrás, lo que representó un crecimiento de 1.1% desestacionalizado respecto al trimestre anterior. A nivel de sectores, la actividad continuó siendo impulsada por *Transporte, almacenamiento y*



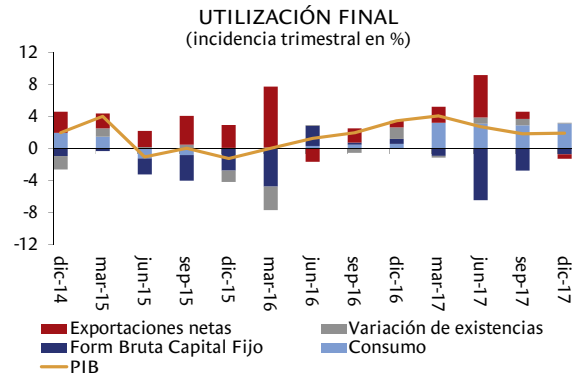
BCU

comunicaciones y Comercio, reparaciones y hoteles, en un marco de mayores importaciones de bienes y fortalecimiento de la demanda doméstica. En sentido contrario se observó un retroceso en las *Actividades Primarias* producto de menores rendimientos en los principales cultivos, una caída en la *Construcción* y una menor generación de valor agregado en *Suministro de Electricidad, Gas y Agua*. Finalmente, la *Industria Manufacturera* se mantuvo estable respecto al último trimestre de 2016, pese a ser afectada por el cierre de la refinería hasta noviembre; sin considerar esta actividad la *Industria Manufacturera* creció 1.6%.



Asimismo, la oferta final se expandió 2.9% respecto a un año atrás, ya que al mayor nivel de actividad se sumó el incremento de las importaciones (6.0%), impulsadas por las de bienes de consumo final e intermedios y el gasto de turismo de residentes en el exterior.

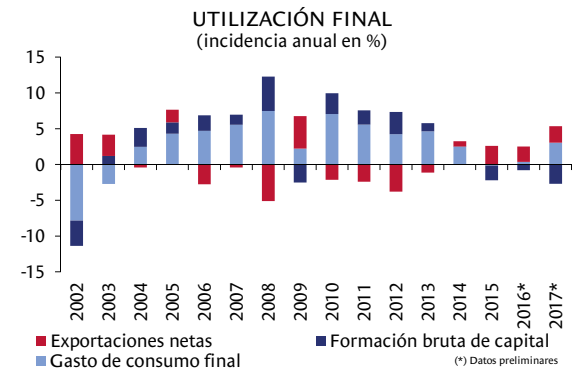
Desde la perspectiva del gasto la actividad creció al impulso de la demanda interna, liderada por el consumo. El *Gasto de consumo final* se expandió 3.7% respecto al mismo período del año anterior, impulsado por el sector privado y parcialmente compensado por una disminución en el gasto del gobierno. Por otra parte, se registró una caída en la *Formación Bruta de capital* (-4.9%) al influjo de la *Formación Bruta de capital fijo* (-6.3%). Esta reducción se observó tanto en el Sector público como en el Sector privado, esencialmente en *Edificios y otras construcciones* en ambos casos.



Finalmente, las *Exportaciones de bienes y servicios* aumentaron 7.0% debido en buena medida a la dinámica mostrada en bienes, principalmente en soja y vehículos automotores. Asimismo, se observó un aumento en los servicios, guiado por el mayor número de turistas ingresados al país.

El año 2017

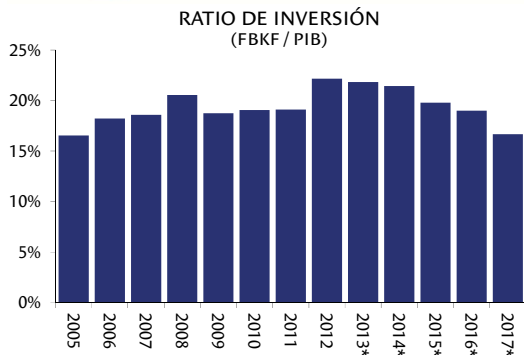
En 2017 la economía uruguaya se expandió 2.7%, completando 15 años de crecimiento ininterrumpido. Desde el punto de vista del gasto, en los últimos tres años el principal motor del crecimiento han sido las exportaciones netas, a lo que se suma en 2017 la dinámica del consumo, mientras que la inversión tuvo incidencias negativas, siendo que había sido un factor expansivo en la última década.



Del mismo modo, el ratio de inversión respecto al PIB se redujo por quinto año consecutivo desde los niveles máximos de 2012. Esta reducción se observó principalmente en *Construcción y Maquinarias y Equipos*, tanto a nivel privado como público.



BCU



* Datos preliminares

Por otra parte, el gasto de consumo final recuperó dinamismo, aumentando 3.6% en relación al promedio de 2016, mientras que las exportaciones netas continuaron creciendo en base a un importante incremento de las exportaciones junto a una leve caída en las importaciones.

Indicadores de actividad, primer trimestre de 2018

Los indicadores disponibles para el primer trimestre señalan que el crecimiento se mantendría en niveles cercanos al 2% interanual.

Con datos a febrero, el componente de tendencia-ciclo de las importaciones de bienes de consumo sin automóviles medidas en dólares continuó mostrando incrementos en el margen, aunque con una desaceleración en el ritmo de crecimiento, que se ubicó en 6% anualizado. En tanto, las ventas de autos 0 km exhibieron una leve tendencia al alza en febrero y marzo, ubicándose en 4.290 unidades mensuales e interrumpiendo la caída que venían mostrando desde julio de 2017.

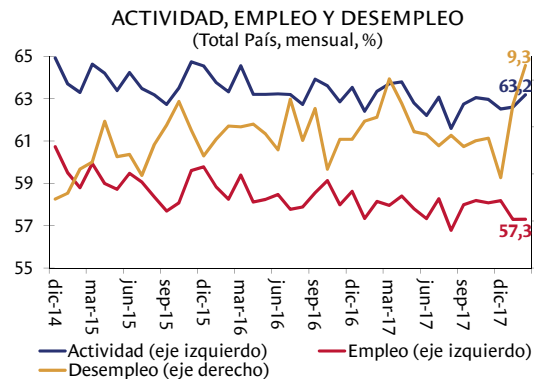
Las exportaciones de bienes (fuente Aduana, sin incluir ventas desde Zonas Francas) mostraron un leve deterioro en términos de tendencia ciclo en enero y febrero, tras haber crecido en forma importante en el periodo anterior.

Asimismo, se observó un leve deterioro en las expectativas. El Indicador de Confianza del Consumidor (ICC), que había alcanzado el nivel de neutralidad en agosto del año pasado, mostró una tendencia a la baja a partir de dicho mes, pero se mantiene cercano al nivel de neutralidad. Por otra parte, el crédito al consumo, que se había incrementado en términos de tendencia ciclo hasta noviembre de 2017, se redujo a partir de diciembre, por lo que dejó de ser un elemento de impulso para el consumo.

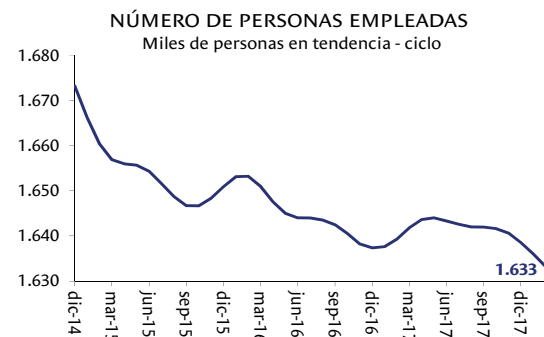
Desde el punto de vista de la oferta, los datos de la industria manufacturera a febrero indican que el componente tendencia-ciclo se mantuvo relativamente estable en los primeros meses del año. En tanto, si se analiza el índice de exclusión (que no considera refinería, celulosa ni jarabes y concentrados) la actividad industrial muestra un moderado crecimiento desde mayo de 2017.

Empleo e ingresos

En el promedio de 2017 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 7.9%, aumentando una décima respecto al año anterior. Por otra parte, se observó un menor nivel de empleo: la tasa de empleo fue 57.9% en 2017 frente a 58.4% en 2016. Este deterioro no fue compensado por la menor oferta de trabajo (la tasa de actividad fue 62.9% en 2017 y 63.4% en 2016) y en balance, en 2017 hubo unos 3.200 menos puestos de trabajo que en 2016.



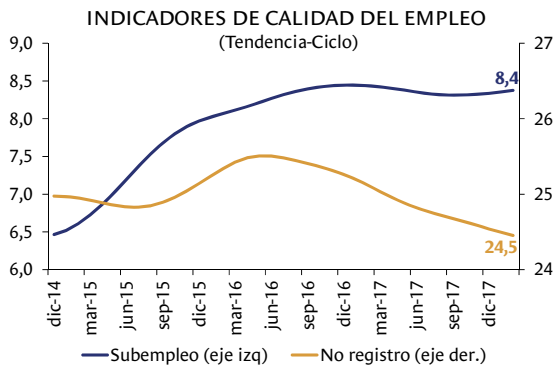
Esta tendencia continuó verificándose en el inicio de 2018: los datos a febrero dan cuenta de una tasa de desempleo de 9.3%, un punto por encima de la registrada en febrero de 2017. Si se analiza la serie en tendencia-ciclo se observa un crecimiento bastante menor. Por otra parte, se mantiene la tendencia de caída en el número de personas empleadas en tendencia ciclo, desde los niveles máximos de 2014.



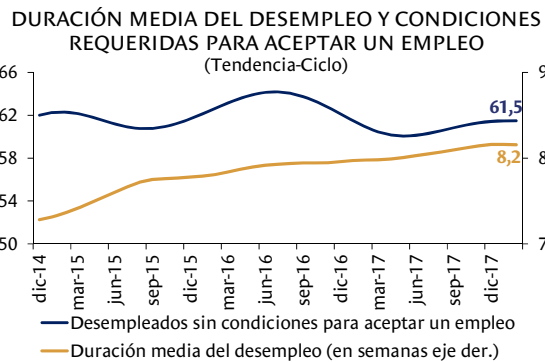


BCU

Este menor dinamismo del mercado laboral no se trasladó a los indicadores de calidad del empleo: el no registro continuó con una trayectoria a la baja, mientras que el subempleo se mantiene relativamente estable desde finales de 2016.

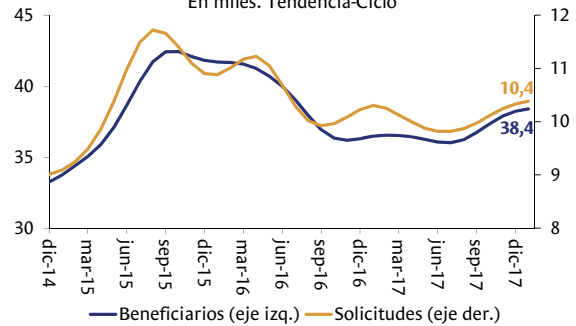


En un contexto de menor tasa de ocupación, se procesó una leve tendencia decreciente en el número de personas que establecen exigencias para aceptar un empleo, al tiempo que la duración media del desempleo se ubica en el margen en torno a las 8.2 semanas en términos de tendencia ciclo.



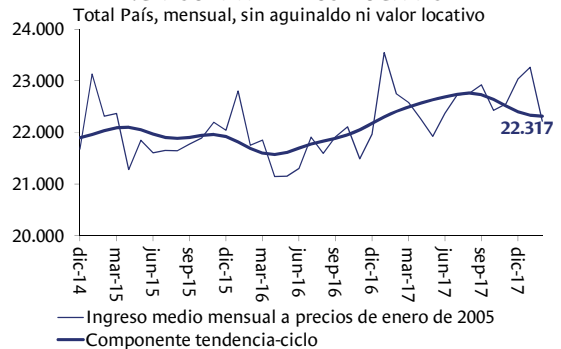
Por otra parte, la información del BPS a enero 2018 muestra una trayectoria creciente tanto de los beneficiarios como de las solicitudes otorgadas de subsidio por desempleo.

BENEFICIARIOS DEL SUBSIDIO POR DESEMPLEO SIN RELIQUIDACIONES
En miles. Tendencia-Ciclo



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país ha mostrado una senda descendente en términos de tendencia ciclo. Comparando los datos a febrero 2018 frente a un año atrás esta caída es de -2.3%, observándose una reducción en los ingresos salariales y por cuenta propia (-3.2% y -1.8% respectivamente) junto a un aumento de las pasividades en 4.0%. Por otra parte, según el Índice Medio de Salarios elaborado por el INE, el Índice de Salario Real mostró en febrero 2018 una suba de 1.1% en términos interanuales.

INGRESO REAL DE LOS HOGARES



En suma, en 2017 la economía siguió mostrando tasas de crecimiento positivas, sin reflejarse en el mercado de trabajo, donde se observa cierta caída en el nivel de empleo junto a un leve incremento en el desempleo. En una perspectiva de mediano plazo, la economía mantiene altos niveles de empleo e ingresos reales de los hogares aún cercanos a los máximos históricos.

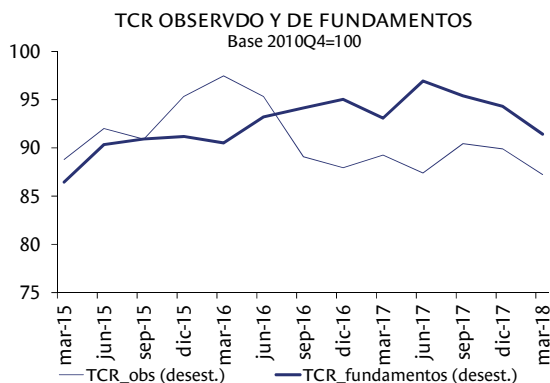
I.2.2. Sector externo

Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo global se apreció 5.6% en el primer trimestre de 2018, como resultante de un encarecimiento respecto a la región (-9.0%) y en menor monto frente al resto del mundo (-2.2%).

En lo que refiere a la región, la apreciación fue liderada por la relación bilateral con Argentina (-11.7%), guiada por la fuerte depreciación del peso argentino (14.3%), en el marco de un cambio de orientación en su política monetaria. Mientras tanto, la apreciación respecto a Brasil se ubicó en 4%, producto de una apreciación nominal más acentuada del peso uruguayo respecto al real.

Por otra parte, el TCR de fundamentos muestra una tendencia a la apreciación desde la segunda mitad de 2017, impulsado por una mayor productividad relativa y cierta ganancia de términos de intercambio, a lo que se agrega en el primer trimestre de 2018 la evolución del gasto en términos del PIB. Los datos desestacionalizados indican que en este trimestre se ha mantenido la brecha entre el TCR efectivo y el de fundamentos².

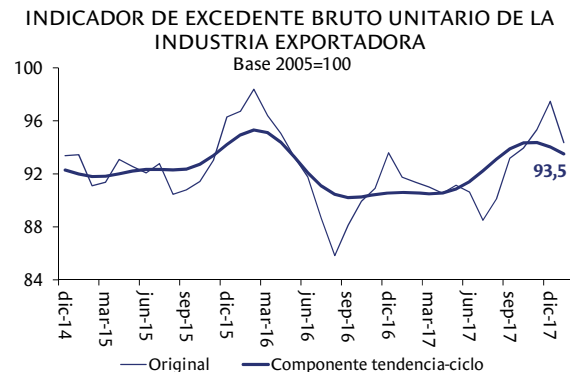


Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora³ mantuvo una trayectoria decreciente en el margen, ubicándose en niveles similares a los de finales de 2015. Esta

² TCR base 2017; datos preliminares, de próxima publicación.

³ 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

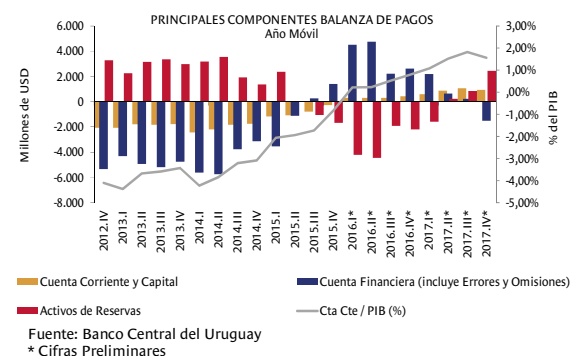
evolución obedeció a un incremento mayor de los costos unitarios de exportación medidos en dólares en relación al mostrado por los precios de exportación.



En síntesis, el nivel del TCR se encuentra actualmente por debajo de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador comenzó a mostrar cierta tendencia a la baja. En el margen se observa una apreciación del tipo de cambio real efectivo, al influjo de un encarecimiento frente a los socios regionales, en especial, la devaluación nominal de Argentina.

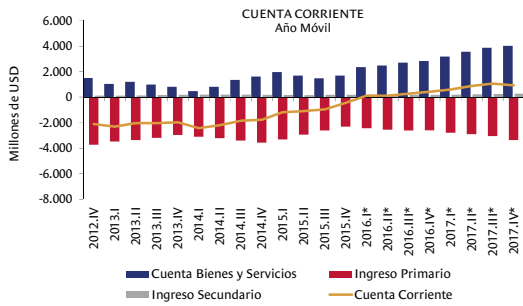
Balanza de Pagos

En el año 2017 la economía uruguayana presentó un superávit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 930 millones de dólares, equivalentes a 1,6% del PIB, lo que implicó un aumento de 0,8 puntos porcentuales respecto al año anterior.



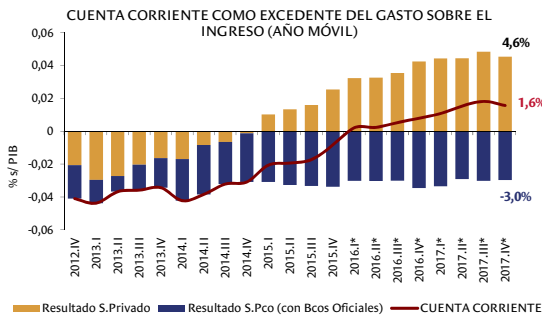
Este superávit de la Cuenta Corriente fue impulsado por el saldo positivo de la Cuenta de Bienes y Servicios (1.189 millones de dólares) y

contrarrestado en parte por el déficit del Ingreso Primario (768 millones de dólares)⁴.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

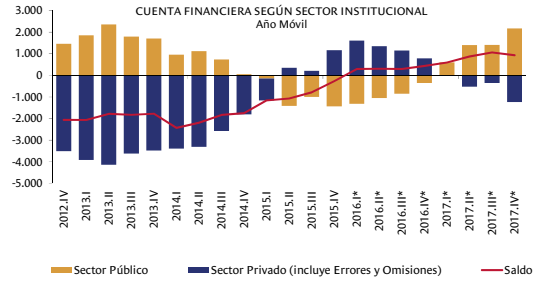
A nivel institucional, las transacciones reales del Sector Público alcanzaron un déficit de 3% del PIB, mostrando una leve reducción respecto a un año atrás, mientras que las del Sector Privado continuaron generando un ahorro que superó a la inversión superior a 4 puntos del PIB.



Este saldo superavitario en la Cuenta Corriente tuvo como contrapartida una salida neta de fondos (incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones)⁵. Esta salida es explicada por los movimientos financieros del Sector Público (incluidos los Activos de Reserva), que mostraron en 2017 un préstamo neto en la Cuenta Financiera de 2.170 millones de dólares. Por su parte, el Sector Privado, presentó un ingreso neto de fondos cercano a los 1.200 millones de dólares.

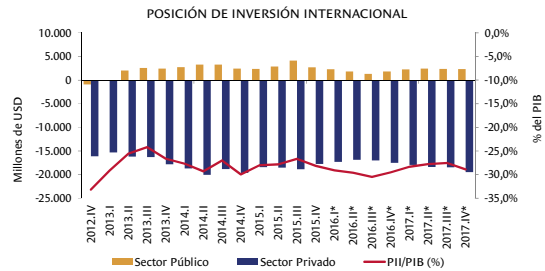
⁴ El Ingreso Primario según la 6ª Edición del Manual de Balanza de Pagos (FMI, 2008) comprende Remuneración de Empleados, Renta de la Inversión y Otro Ingreso Primario y es equivalente al rubro Renta de la versión anterior (Manual de Balanza de Pagos 5ª Edición (FMI, 1993).

⁵ Se supone que los movimientos no registrados corresponden a movimientos financieros, aunque también podrían incluir transacciones no captadas en la Cuenta Corriente.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Finalmente, a diciembre de 2017 la economía uruguaya continuó registrando una posición neta deudora con el resto del mundo de 17.071 millones de dólares (29% del PIB), manteniéndose en cifras similares a las del año anterior.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en febrero de 2018, el déficit del sector público global (SPG⁶) fue 3.4% del PIB, 0.2% del PIB inferior al de un año atrás.



A nivel institucional se observó una reducción del déficit primario de GC-BPS parcialmente

⁶ El sector público global incluye: GC, BPS, EPPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.



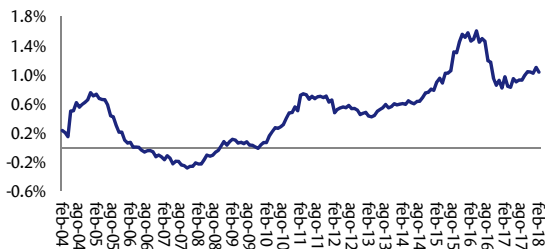
contrarrestada por la caída en los superávits de EEPP y BSE, y en menor medida por el aumento de los intereses netos de GC y BCU.

El déficit primario de GC-BPS cayó 0.5% del PIB, ubicándose en 0.3% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos (4.9%) que superó al de los egresos (2.9%). Los mayores ingresos se explican por el crecimiento económico (PIB y masa salarial), así como por las medidas de consolidación fiscal implementadas a comienzos de 2017. Por otra parte, el aumento de los gastos se concentró en pasividades y transferencias.

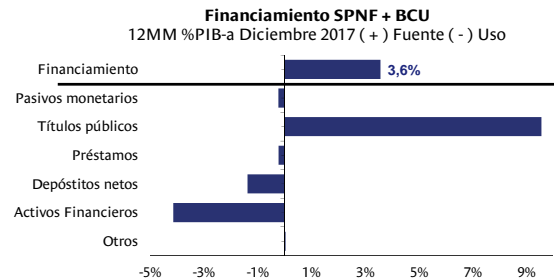
El superávit de las EEPP, de 0.2% del PIB, mostró una leve reducción, al influjo de la caída del superávit primario corriente.

El déficit del BCU se mantuvo estable, ubicándose en 0.8% del PIB, registrándose un incipiente aumento de los intereses pagados por instrumentos de esterilización, reflejo del sesgo contractivo de la política monetaria. Asimismo, durante 2017 se observó un aumento de la preferencia por activos en moneda nacional, lo que motivó al BCU a realizar compras esterilizadas de divisas para evitar presiones excesivas sobre el tipo de cambio, las que llegaron a 3800 millones de dólares (6.5% del PIB).

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

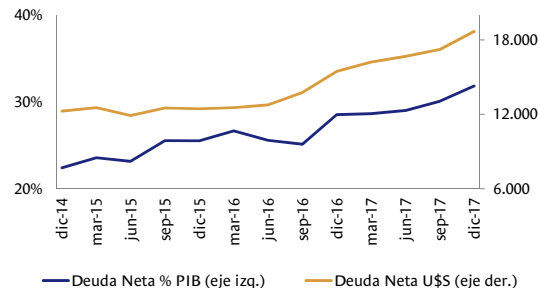


Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a diciembre 2017 el déficit del SPG fue 3.6% del PIB. La emisión neta de títulos públicos permitió financiar el déficit, constituir activos de reserva y financiar la caída de depósitos en el BCU. Asimismo, se registró una leve disminución de los préstamos y los pasivos monetarios.



La deuda bruta del SPG a diciembre 2017 se ubicó en 38.721 millones de dólares (66% del PIB), mientras que los activos sumaron 20.033 millones de dólares (34% del PIB). Lo anterior implicó que la deuda neta se ubicara en 18.688 millones de dólares (32% del PIB), aumentando 3 puntos del PIB respecto al año anterior, producto del financiamiento del déficit parcialmente compensado por el crecimiento del PIB.

DEUDA NETA SPG
% PIB - mill. dólares



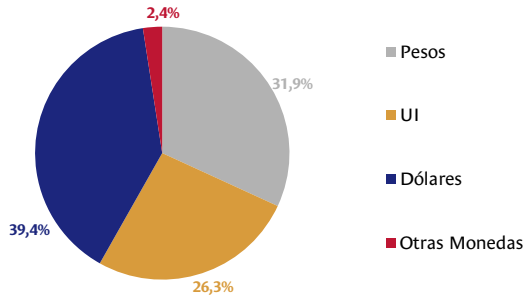
En cuanto a la composición de la deuda por moneda, merece destacarse el incremento de la participación de la deuda en pesos nominales, que pasó de 19% en diciembre 2016 a 32% en diciembre 2017, impulsada por las primeras emisiones internacionales en esta moneda realizadas por el GC en julio y setiembre, por un equivalente a unos 2350 millones de dólares. Asimismo, la mayor participación de la deuda nominal fue impulsada por el aumento del stock de LRM del BCU, que significó una emisión neta de unos 3.600 millones de dólares en 2017, producto de la mayor demanda por activos rentados en moneda nacional⁷. Si se suma la deuda en unidades indexadas, actualmente casi el 60% de la deuda está denominada en moneda nacional, lo que supone una profundización de la estrategia de desdolarización de la deuda pública.

⁷ Se considera la deuda en LRM consolidada a nivel del Sector Público Global. El circulante de LRM creció 4.330 millones de dólares en 2017.



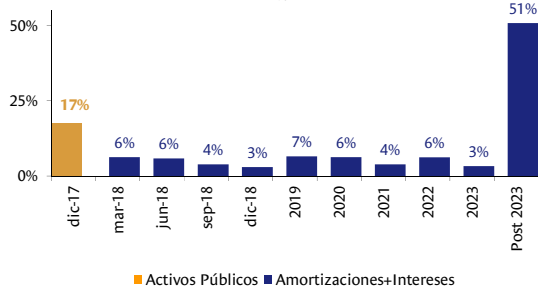
BCU

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 2017 permitía cubrir el servicio de deuda del SPG hasta octubre 2018. Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda es bastante parsimonioso, y no muestra presiones puntuales en los próximos años, siendo que más de la mitad del servicio de deuda debe honrarse luego de 2023. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.417 millones de dólares (4.1% del PIB).

ACTIVOS Y SERVICIO DE DEUDA DEL SPG %PIB



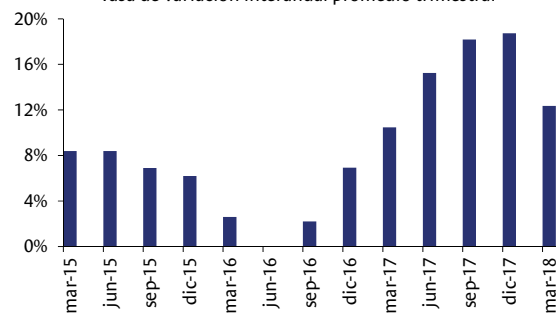
II. La política monetaria en el primer trimestre de 2018

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

En la reunión trimestral del 29 de diciembre de 2017, el Directorio del BCU –en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM)– anunció un rango de crecimiento interanual de 14% a 16% como referencia indicativa de la evolución del agregado M1 ampliado (M1') para el primer trimestre de 2018.

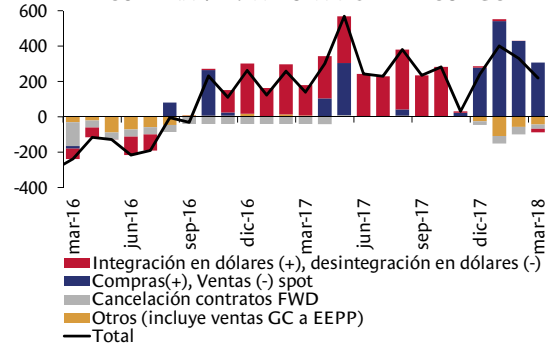
Durante el trimestre se observó un cambio en las decisiones de portafolio de los agentes residentes, los que aumentaron su preferencia por instrumentos rentados en moneda nacional, implicando un pasaje de depósitos líquidos hacia títulos públicos en moneda nacional. Este cambio redundó en que el agregado M1' presentara una variación interanual inferior a la anunciada, creciendo 12.3% respecto al año anterior.⁸

COMPORTAMIENTO DE M1' Tasa de variación interanual promedio trimestral



El referido cambio de portafolio determinó un aumento de la demanda por LRM, tanto por inversores institucionales como por el sector privado no financiero, quien canalizó de esta forma el ahorro generado en su superávit de Cuenta Corriente. En este marco, para evitar que este cambio de portafolio resultara en presiones excesivas sobre el tipo de cambio, el BCU continuó adquiriendo dólares en el mercado *spot*, acumulando una cifra cercana a los 1.300 millones de dólares en el trimestre. En consecuencia, se observó un aumento del circulante de LRM, ubicándose actualmente en 16% del PIB.

COMPRA-VENTA DÓLARES DEL BCU - GC



La presión vendedora en el mercado cambiario habría estado determinada además por otros

⁸ Otro factor determinante de la menor dinámica de M1' fue el pasaje de cuentas inmovilizadas del BROU al Tesoro Nacional.

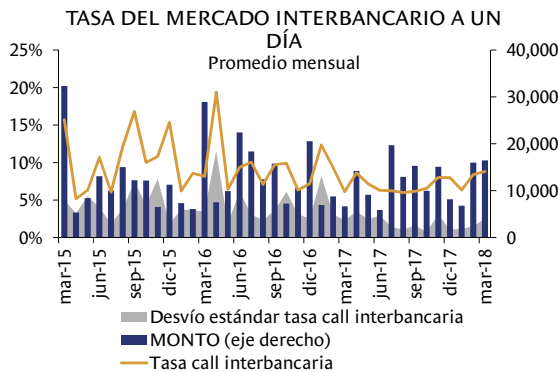


factores, como una temporada turística muy buena, una reducción de las compras de las empresas públicas en el mercado, al retomar la operativa *forward* con el BCU y las compras al Gobierno Central, y los efectos de la incorporación de Uruguay al índice de JP Morgan.

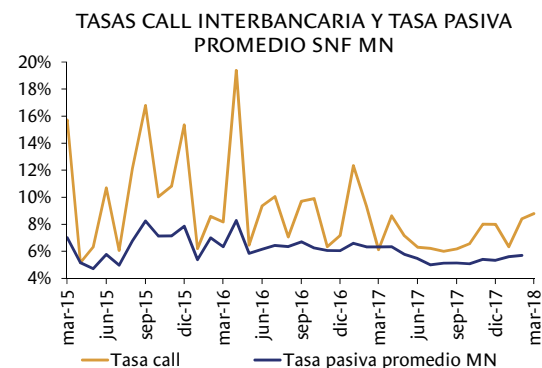
En este contexto el peso se apreció 2.3% frente al dólar en el promedio del trimestre, presentando una tendencia similar a la registrada en otras economías de la región.

Las tasas de interés de los mercados monetario, de crédito y de LRM se ajustaron levemente al alza en el promedio del trimestre.

Así, la tasa de interés a un día operada en el mercado interbancario –tasa *call*– promedió 7.9% en el primer trimestre del año, registrando un incremento de 40 puntos básicos respecto al trimestre anterior.

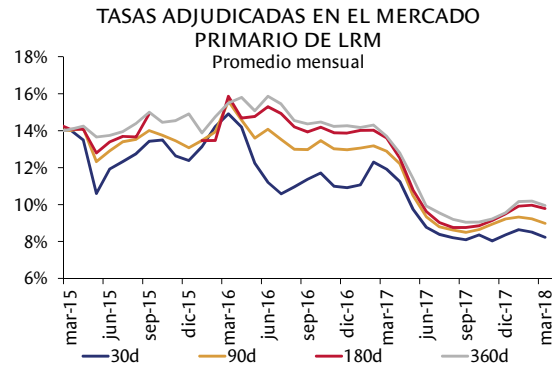


Del mismo modo, la tasa pasiva promedio otorgada al sector no financiero por los bancos se incrementó en 40 puntos básicos en el trimestre.

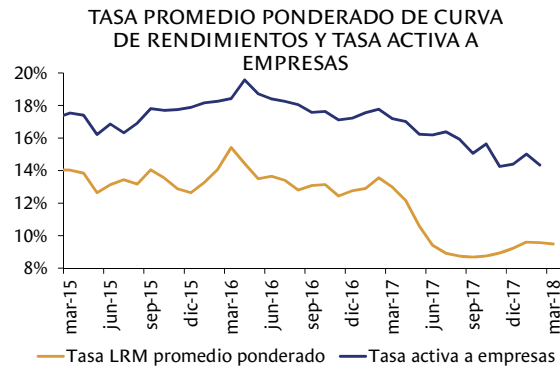


Asimismo, las tasas de las LRM también se ajustaron al alza: el promedio ponderado por plazos se ubicó en 9.6% en el primer trimestre de

2018, aumentando 60 puntos básicos respecto al trimestre anterior.

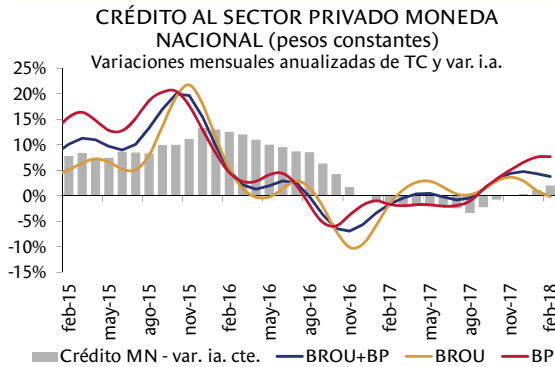


Finalmente, las tasas activas promedio en pesos y dólares pactadas con empresas se mantuvieron estables, ubicándose en 14.7% y 4.9% respectivamente en el promedio de enero y febrero (último dato disponible).

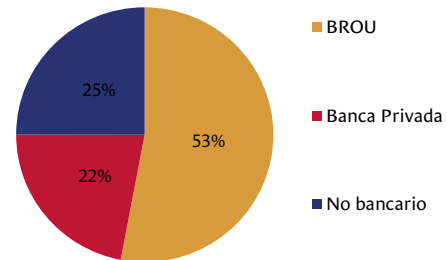


II.2. Evolución del crédito

El crédito en moneda nacional estaría creciendo a un ritmo anualizado de 4% real en el margen en tendencia-ciclo, con información a febrero, apuntalado por los bancos privados.

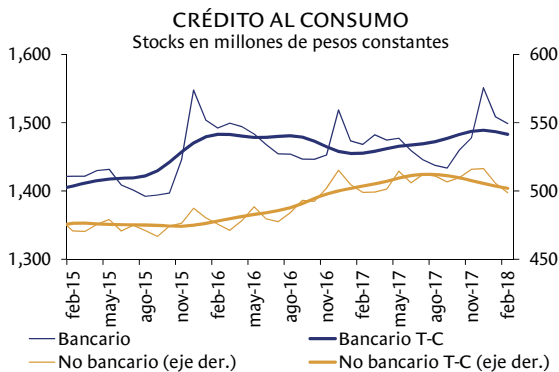
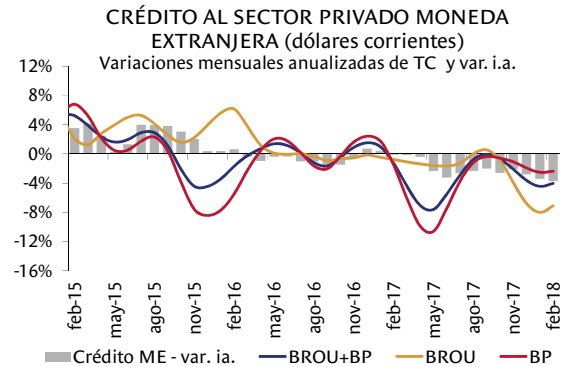
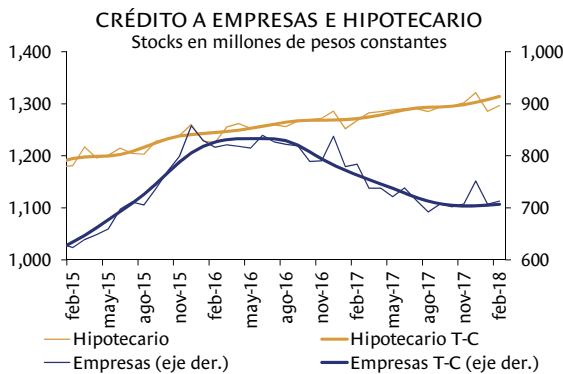


STOCK DE CRÉDITO AL CONSUMO
Participación según institución a febrero de 2018



Esta evolución está determinada por el crédito hipotecario y el crédito a empresas, mientras que el crédito al consumo mostró una retracción medido en tendencia-ciclo, la cual se registró tanto en los bancos como en las administradoras de crédito.

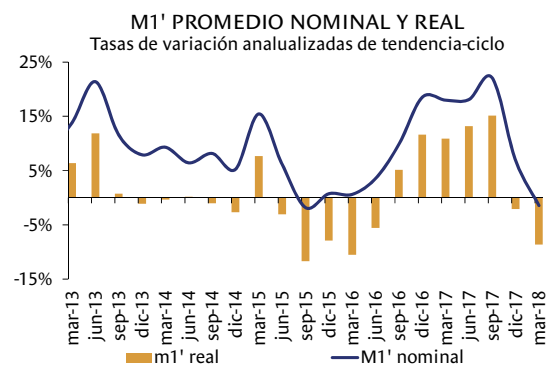
Por su parte, el crédito otorgado en moneda extranjera medido en dólares corrientes continuó presentando caídas en términos de T-C con información a febrero, tanto en banca privada como en el BROU.



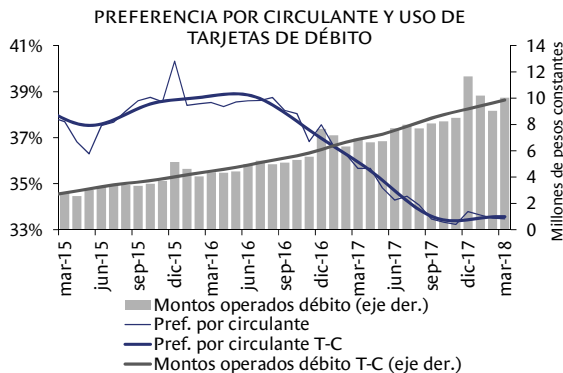
II.3. Comportamiento de los principales agregados monetarios

Como ya se mencionó, en el primer trimestre de 2018 el agregado M1' promedió una variación interanual de 12.3%, lo que implica una caída tanto real como nominal en tendencia-ciclo.

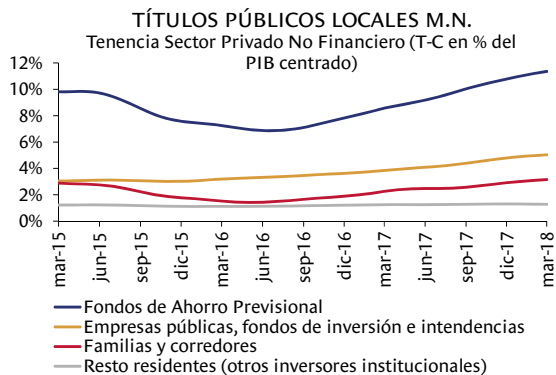
Actualmente, el crédito concedido por las empresas administradoras de crédito representa un 25% del stock de crédito al consumo, mientras que el correspondiente a la banca privada se ubica en 22% y el otorgado por el BROU en 53%.



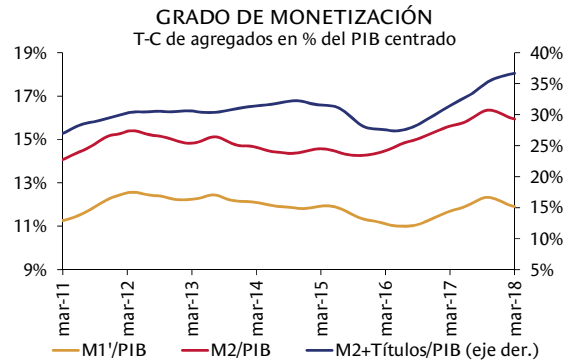
A nivel de componentes, se observó una desaceleración en el crecimiento de los depósitos, especialmente a la vista pero también las cajas de ahorro, mientras que el circulante se mantuvo estable respecto al mismo período del año anterior. Este comportamiento de los depósitos es compatible con la mencionada mayor preferencia por instrumentos rentados en moneda nacional. Por otra parte, el cambio de hábito en el uso de tarjetas de débito, cuyos montos operados perpetuaron su tendencia creciente, continuará impactando negativamente a la preferencia por circulante.



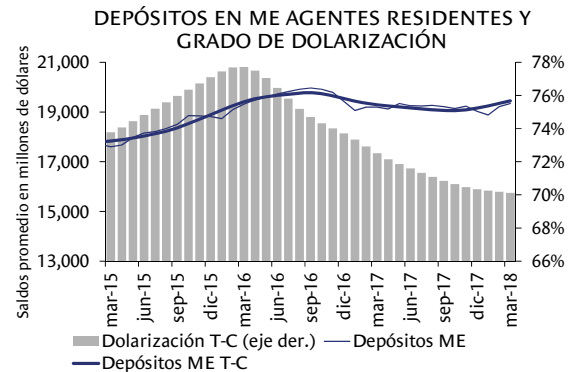
La mayor preferencia por instrumentos rentados en pesos determinó que la tenencia de títulos públicos locales continuara aumentando en el trimestre. En el marco de una tendencia generalizada, se continúa destacando la participación de los fondos de ahorro previsional.



Dicho comportamiento determinó que el grado de monetización en su medición más amplia –que incluye depósitos a plazo y títulos locales– continuara incrementándose en términos de tendencia-ciclo, mientras que el indicador en su medición más transaccional (M1'/PIB) presenta un sesgo a la baja.



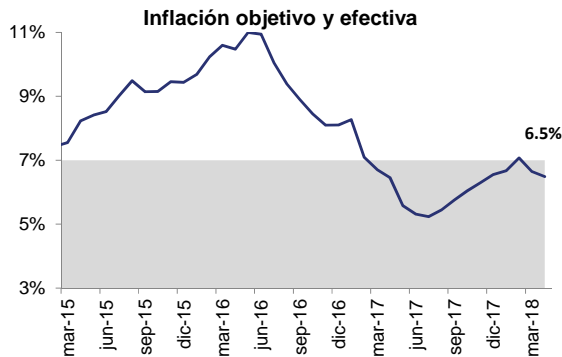
Finalmente, en el trimestre se registró una aceleración de los depósitos en dólares medidos en tendencia-ciclo, revirtiendo la tendencia decreciente evidenciada desde fines de 2016, sin que ello implicara cambios significativos en el indicador de dolarización, en el que también incide la evolución del tipo de cambio.



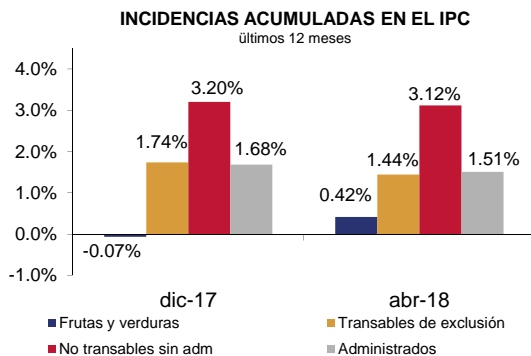
III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación por componentes

En el año móvil cerrado a abril 2018 la inflación *headline* se ubicó en 6.5%, manteniéndose en el rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%) durante 13 de los últimos 14 meses.



De esta forma, la variación interanual del IPC se mantuvo estable con respecto al registro de diciembre 2017, aunque conviene destacar un cambio en sus determinantes. Los rubros más volátiles, como Frutas y Verduras, ejercieron presiones al alza, mientras que la inflación subyacente de exclusión (IPCX) continuó mostrando una incidencia menor, impulsada por sus dos componentes: Bienes y Servicios No Transables de mercado (NTX) y Bienes y Servicios Transables de Exclusión (TX). De esta forma, la inflación interanual de IPCX ha mostrado variaciones compatibles con el rango meta desde marzo de 2017 y se ubica actualmente en 6.2%. Finalmente, los precios administrados también mostraron una evolución decreciente.

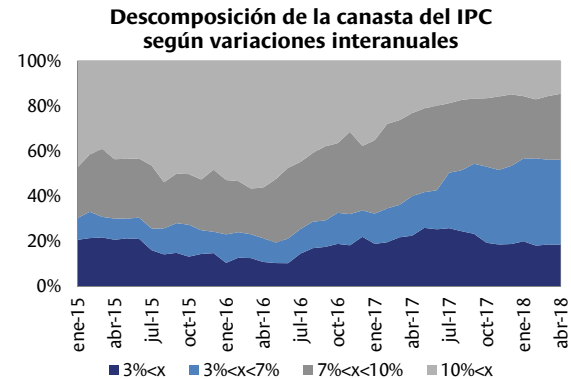


El menor incremento de TX se asocia principalmente a la evolución más moderada del dólar y de los precios internacionales. Por otra parte, el descenso en la inflación de NTX está liderado por Bienes y Servicios Diversos No Transables y Alquileres, que son los que tienen una mayor ponderación, y se explica por la moderación de las expectativas de inflación. En particular, cabe destacar la sostenida desaceleración de Alquileres, rubro que actualmente registra valores cercanos al centro del rango meta.

Variación interanual por incidencia

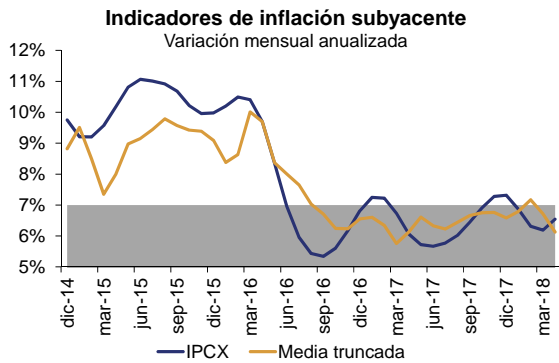
	dic-17	abr-18	Diferencia
IPC	6.55	6.49	-0.06
IPCX	4.94	4.68	-0.26
NTX	3.20	3.12	-0.08
Panes y cereales	0.26	0.27	0.02
Alquileres	0.27	0.25	-0.02
Comidas y bebidas FH	0.78	0.88	0.10
Enseñanza	0.41	0.37	-0.04
Servicio Doméstico	0.25	0.25	0.00
Bienes y Servicios Diversos	1.23	1.10	-0.13
TX	1.74	1.56	-0.18
Alimentos y bebidas diversos	0.43	0.35	-0.08
Carnes y Pescados	0.60	0.59	-0.01
Bienes Manuf No Comes	0.67	0.57	-0.09
Servicios transables	0.04	0.04	0.00
IPC Resto	1.62	1.97	0.35
Frutas y Verduras	-0.07	0.45	0.52
Administrados	1.68	1.52	-0.17
Tarifas	0.78	0.56	-0.22
Resto Administrados	0.90	0.96	0.06

En la misma línea se destaca que el 57% de la canasta de productos del IPC tiene un crecimiento por debajo del techo del rango meta, consolidando una tendencia iniciada a mediados de 2016.

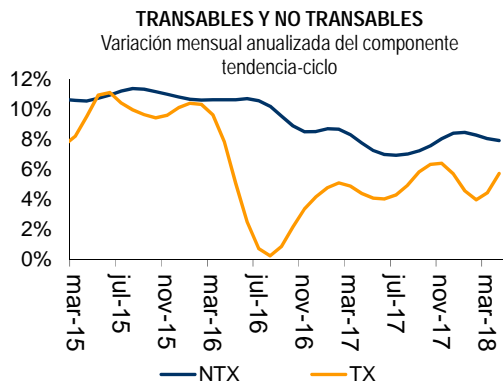


III.2 Inflación subyacente y difusión

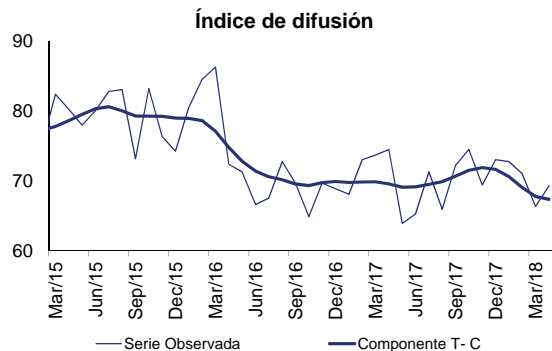
La variación promedio mensual anualizada del componente tendencia-ciclo (T-C) del indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) disminuyó entre diciembre de 2017 y abril de 2018. La media truncada transmite un mensaje similar. Ambos indicadores se ubican por debajo del techo del rango meta.



A nivel de componentes, NTX se mantuvo estable en el margen, mientras que TX se habría acelerado. Así, la variación mensual anualizada de la T-C de los TX se ubicó en 5.7% y la de los NTX en 7.9%.



Por su parte, el índice de difusión⁹ se ubicó en 67% en T-C en abril, profundizando su desaceleración en el margen y llegando a niveles mínimos de los últimos tres años.

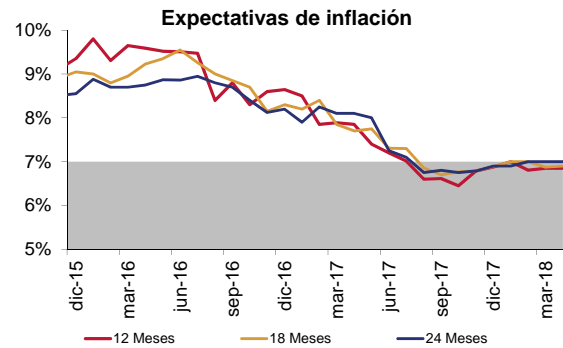


⁹ Refiere al $((\% \text{ de precios con variación mensual positiva} - \% \text{ de precios con variación mensual negativa}) + 100) / 2$

III.3 Evolución de las expectativas de inflación

En marzo la mediana de expectativas de inflación de analistas recopilada por el BCU se mantuvo estable en todos los horizontes, ubicándose en 6.85% en el horizonte de 12 meses, 6.9% en el de 18 meses y 7.0% a 24 meses. Cabe mencionar que al momento de recabar las expectativas no se conocía el dato de abril.

Asimismo, se destaca que desde agosto de 2017 las expectativas se han mantenido dentro del rango meta en todos los horizontes relevados, lo que constituye una señal positiva de credibilidad en la política monetaria y es un elemento relevante para las actuales negociaciones salariales.



IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

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

En el año móvil finalizado en abril de 2018 la inflación, medida como la variación interanual del Índice de Precios al Consumo (IPC), mostró una leve reducción respecto al cierre de 2017, ubicándose en 6.49%. De esta forma, se mantuvo dentro del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%) en 13 de los últimos 14 meses.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, mostró un nuevo descenso, ubicándose en 6.2% a abril 2018 y manteniéndose dentro del rango meta por 14 meses consecutivos, lo que supone un cambio muy relevante respecto a la dinámica anterior.

Dentro de la evolución del IPC sigue destacándose el comportamiento de los precios de los bienes y servicios no transables de mercado. Este componente ha mostrado un cambio estructural,



BCU

quebrando la rigidez característica de los últimos años con variaciones por encima de 10% interanual hasta ubicarse actualmente en 7.6%. Este proceso es consecuencia en buena medida de la evolución a la baja de las expectativas de inflación, lo cual es necesario continuar consolidando.

Por otra parte, las expectativas de inflación para los próximos 24 meses relevadas por el BCU se ubicaron en marzo en 7.0%, alineándose con el rango meta por octavo mes consecutivo, lo que constituye una señal positiva para la estabilidad de precios.

IV.2 Contexto internacional

Durante 2017 la economía mundial continuó creciendo a buen ritmo y se espera que esta tendencia se mantenga en el horizonte de política. La expansión de la actividad ha sido generalizada, tanto a nivel de los países avanzados como de emergentes. Se destaca el crecimiento anual de 2.3% de Estados Unidos, marcando una aceleración frente al 1.5% de 2016, y de China, que creció 6.9%, por encima del objetivo de 6.5% del gobierno.

A nivel financiero, luego de un largo período de baja volatilidad, los mercados volvieron a mostrar inestabilidad a partir de febrero, en base a datos económicos de Estados Unidos y en especial debido a la creciente incertidumbre de política económica a partir de las medidas proteccionistas anunciadas por las dos principales economías del mundo. Asimismo, pese a algunas correcciones observadas en el trimestre, la valuación de los activos financieros continúa siendo elevada.

Los precios de las materias primas relevantes para Uruguay han mostrado cierto sesgo al alza en el trimestre. En los últimos dos años Uruguay ha experimentado una mejora en los términos de intercambio, marcada mayormente por una fuerte caída de precios de importación.

En la región se observa un crecimiento moderado no exento de riesgos, tanto macroeconómicos, producto de la persistencia de desequilibrios, como políticos. En las últimas semanas la situación de Argentina se deterioró fuertemente, y al cierre de este informe estaba negociando un acuerdo con el FMI para restituir la confianza y asegurarse financiamiento.

IV.3 Contexto interno

En 2017 la economía uruguaya se expandió 2.7%, completando 15 años de crecimiento ininterrumpido. En los últimos tres años el principal motor del crecimiento han sido las exportaciones netas, a lo que se suma en 2017 la dinámica del consumo, mientras que la inversión tuvo incidencias negativas, siendo que había sido un factor expansivo en la última década. Mientras tanto, los indicadores disponibles para el primer trimestre señalan que el crecimiento se mantendría en niveles cercanos al 2% interanual.

La cuenta corriente de la balanza de pagos continuó siendo superavitaria, alcanzando un nivel de 1.6% del PIB en el año 2017. En un marco de estabilidad del déficit del sector público en el entorno de 3% de PIB, este resultado implica que el sector privado ha generado un ahorro que supera a la inversión en 4.6% de PIB. Esta evolución es compatible con el crecimiento más moderado del gasto interno respecto al PIB que se observa en los últimos trimestres.

El tipo de cambio real efectivo global se apreció 6.6% en el primer trimestre de 2018, guiado principalmente por un encarecimiento relativo respecto a la región. Buena parte de este comportamiento se explica por el fuerte debilitamiento del peso argentino. Asimismo, el nivel del TCR ha tendido a ubicarse por debajo de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador ha mostrado una tendencia decreciente en el margen y se ubica en niveles similares a los de finales de 2015.

Por otra parte, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos del PIB, como la profundización de la participación de la moneda nacional en su composición por monedas y la actual madurez promedio de la deuda, así como la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano, reflejan una situación confortable.

Durante el cuarto trimestre la cantidad de dinero se expandió 12.3% interanual, por debajo del rango de referencia indicativo de 14%-16% fijado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM. Este incremento sigue reflejando un proceso de cambio de portafolio favorable a la moneda nacional. En particular, en este trimestre la mayor preferencia por instrumentos rentados en moneda nacional también implicó un cambio de portafolio desde depósitos líquidos, siendo el principal factor explicativo de la evolución de M1' por debajo de la pauta indicativa.



En este marco, el BCU continuó adquiriendo dólares a efectos de evitar que este cambio de portafolio resulte en presiones excesivas sobre el tipo de cambio, acumulando una cifra cercana a los 4.000 millones de dólares (unos 6.4 puntos del PIB) en el último año móvil. Esa acumulación de reservas mejora la liquidez internacional del país, siendo ésta una de las principales fortalezas macroeconómicas de Uruguay.

IV.4 Escenario macroeconómico

En el escenario base, que constituye el marco para la toma de decisiones de política monetaria, el contexto externo continuaría siendo favorable para las economías emergentes, aunque luce un poco menos auspicioso que en el trimestre anterior: la volatilidad financiera se acrecentó, las tasas largas de los *treasuries* se elevaron y el dólar frenó su descenso. Más allá de estos eventos, se espera que la normalización de la política monetaria en EE.UU. continúe siendo gradual a lo largo del horizonte de política.

Asimismo, la demanda externa relevante para Uruguay mantendría el buen dinamismo de 2017, asociado a un mejor desempeño regional. El crecimiento de China a tasas del 6,5%-7,0% anual presionaría al alza a los precios de las materias primas, particularmente los alimentos que son los que mayormente exporta nuestro país. De este modo, se espera cierta estabilidad en los términos de intercambio en el horizonte de política.

En este escenario se espera que la economía uruguaya continúe creciendo a tasas en línea con su crecimiento potencial, cerrando la brecha de actividad. El consumo de las familias continuaría siendo un motor de crecimiento, impulsado por el aumento de los ingresos de los hogares, mientras que la formación bruta de capital comenzaría una fase de recuperación, asociada al ciclo económico y a las mejores perspectivas de los agentes.

Este factor, junto a la evolución del mercado laboral y el mantenimiento del sesgo contractivo de la política monetaria, contribuirá a mantener la inflación dentro del rango meta en el horizonte de política.

Este escenario base presenta una serie de riesgos, tanto en la economía global como regional. Entre los primeros se destaca el riesgo que la reforma tributaria en Estados Unidos conduzca a mayores presiones inflacionarias que obliguen a la Fed a acelerar la normalización de su política monetaria y a que se eleven las tasas de largo plazo por mayores necesidades de financiamiento.

Asimismo, está presente el riesgo de una escalada de medidas contra el libre comercio entre Estados Unidos y China. En ambos casos se afectarían negativamente las condiciones financieras globales y redundaría en un menor crecimiento global. A nivel regional, el principal factor de riesgo es el mantenimiento de los desequilibrios macroeconómicos que podría conducir a una reversión del proceso de recuperación económica, mayor volatilidad financiera y fuertes cambios de precios relativos. La probabilidad de ocurrencia de estos riesgos es motivo de preocupación y monitoreo permanente, dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía uruguaya en caso de su 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 segundo trimestre de 2018 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango de 11%-13% interanual. De esta forma, se mantiene el objetivo de operar a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria, en particular el canal de las expectativas inflacionarias. Esta referencia se enmarca en una trayectoria de la cantidad de dinero que toma en cuenta el proceso de remonetización de la economía y es consistente con el compromiso del BCU 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 se adecuará a la referencia establecida por el BCU, guiando la trayectoria de la oferta primaria de dinero mediante instrumentos de regulación monetaria. La trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría diferir si se verificasen cambios en el entorno macroeconómico que no comprometan el compromiso asumido en materia inflacionaria.

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 de liquidez, siempre que las condiciones a nivel sistémico así lo requieran.