



BCU

Informe de Política Monetaria

Primer trimestre 2019

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

En los últimos meses la actividad internacional se deterioró, mientras que las condiciones financieras se mostraron algo más favorables para las economías emergentes, luego de la volatilidad observada en el cuarto trimestre de 2018. Mientras tanto, la región se vio afectada por la inestabilidad cambiaria en Argentina.

En la mayoría de los mercados emergentes se observó un descenso de las primas de riesgo soberano, cierta reversión de los ingresos de capitales y un fortalecimiento leve de sus monedas respecto al dólar. Por otra parte, se observó un fortalecimiento en el precio de los *commodities*, pese a la mayor incertidumbre respecto a la actividad global que debilita su demanda.

Actividad global

Los últimos datos del nivel de actividad continúan mostrando un desempeño desigual entre las economías avanzadas: Estados Unidos desacelera su dinamismo, la Zona Euro (ZE) y China profundizan su desaceleración y Japón se recupera luego de la fuerte caída del trimestre anterior. En la región, Argentina profundizó su contracción al tiempo que se observa una desaceleración en Brasil.

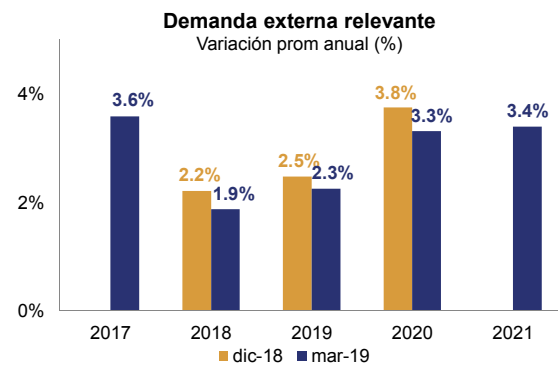
En Estados Unidos la actividad se expandió 2.6% en el cuarto trimestre (tasa desestacionalizada y anualizada), ritmo casi un punto inferior al del trimestre anterior, con lo que cierra 2018 con un crecimiento promedio de 2.9%. Esta desaceleración fue liderada por el consumo privado y el gasto público, al tiempo que la inversión fija se aceleró y las exportaciones netas fueron menos negativas que en los últimos trimestres. Para 2019 existen riesgos de que la desaceleración sea más profunda de lo esperado, como consecuencia de condiciones crediticias más restringidas y menores estímulos fiscales. En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo levemente su proyección para 2019 (de 2.5% a 2.3%), al incorporar un menor gasto fiscal que el previsto anteriormente.¹

La actividad de la ZE en el cuarto trimestre mostró un crecimiento de 0.2% (desestacionalizado y anualizado); de este modo, la expansión anual en 2018 fue 1.8%, siete décimas menos que en 2017. El escaso dinamismo fue bastante generalizado, destacando el estancamiento de Alemania por ser

la principal economía del bloque. Esta evolución es el resultado del menor crecimiento global y del comercio a raíz de las tensiones comerciales vigentes, la nueva regulación automotriz en Alemania que impactó negativamente a esa industria y los conflictos políticos por los que atraviesa Europa (como el *Brexit*). El FMI redujo sus proyecciones para 2019 de 1.6% a 1.3%.

En China la actividad en el cuarto trimestre creció 6.4% interanual (1.5% desestacionalizado), lo que marca una nueva desaceleración. El crecimiento promedio en 2018 fue 6.6%, la tasa más baja de los últimos años. Los datos de alta frecuencia marcarían una nueva desaceleración, mientras que el gobierno está tomando medidas fiscales y monetarias con el fin de apuntalar la actividad. Asimismo, un acuerdo con Estados Unidos en las actuales negociaciones comerciales significaría un *shock* de confianza que impulsaría la actividad. El FMI revisó levemente al alza la proyección para 2019 (de 6.2% a 6.3%), reflejando la posibilidad de una solución al conflicto comercial con Estados Unidos.

En este marco, el crecimiento esperado de la demanda externa relevante para nuestra economía se recortó algunas décimas para 2018, 2019 y 2020 respecto a lo esperado en diciembre 2018. Este crecimiento se ubica en 2.3% y 3.3% para 2019 y 2020 respectivamente.



Fuente: Elaborado en base a *Bloomberg*, Tendencias y Ecolatina.

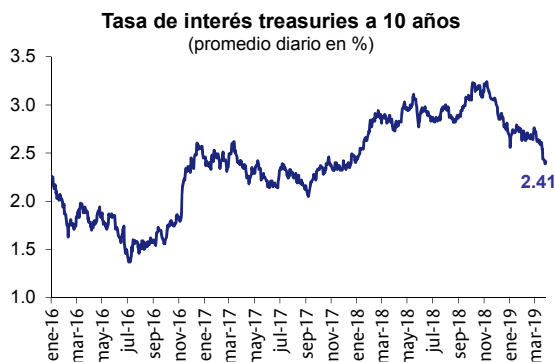
A nivel de nuestros socios comerciales, el FMI espera que Estados Unidos siga creciendo aunque a un ritmo menor que en 2018, mientras que la ZE y Japón continuarían mostrando escaso dinamismo. Mientras tanto, la región crecería a un ritmo similar al previsto en diciembre, con cierto rebalanceo entre países: se espera ahora una expansión algo menor en Brasil y una caída más acotada en Argentina.

Mercados financieros e inflación

Las perspectivas de una menor actividad global junto a un mayor riesgo de recesión en algunas economías avanzadas condujeron a un cambio en

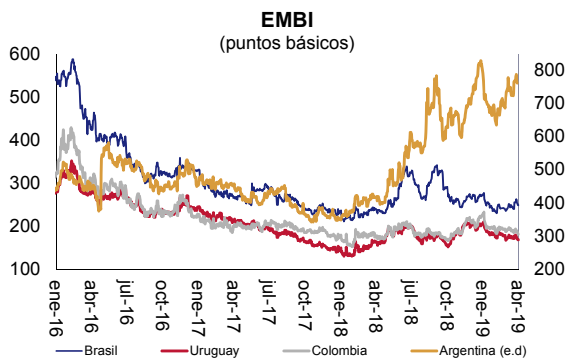
¹ *Perspectivas de la economía mundial*. Fondo Monetario Internacional (FMI), abril de 2019.

la postura de política monetaria en Estados Unidos y Europa. La Reserva Federal (Fed) señaló que no habrá más subas en su tasa de referencia en 2019, siendo que a fines de 2018 el mercado esperaba entre dos y tres subas para este año. Además, anunció que en setiembre finalizará el proceso de reducción de su hoja de balance, que actualmente implica la absorción de 50 mil millones de dólares mensuales. El Banco Central Europeo también se mostró preocupado por el escaso dinamismo y anunció que no habrá subas adicionales en su tasa de referencia en este año, mientras que los mercados esperaban una próxima suba a mediados de año. Al mismo tiempo, informó sobre un nuevo plan de refinanciamiento de largo plazo para bancos a partir de setiembre. En el mercado de renta fija se observó un descenso en el rendimiento de los títulos del Tesoro de Estados Unidos en todos los plazos.



Fuente: Fed.

Asimismo, se registró un incremento del apetito por el riesgo, lo que condujo a importantes ganancias en las bolsas y reducciones en el riesgo soberano de emergentes, salvo en aquellas economías percibidas como vulnerables desde el punto de vista macroeconómico.



Fuente: Bloomberg.

Finalmente, se detuvo la tendencia a la apreciación global del dólar observada desde la segunda mitad de 2018. Lo que luego se revertirá

con nuevas tensiones comerciales entre China y Estados Unidos.

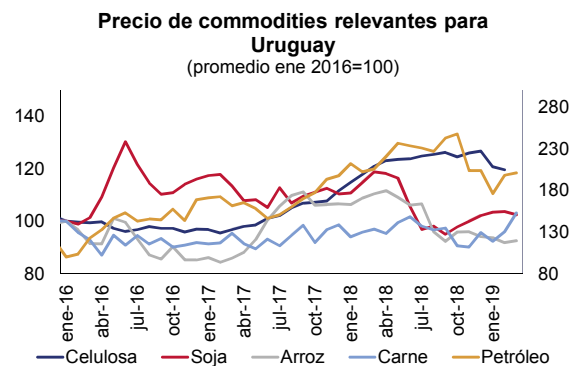


Fuente: Fed.

Commodities

Los precios de las materias primas mostraron una tendencia al alza en los primeros meses del año al influjo de los energéticos y metálicos, principalmente el petróleo, tras su fuerte caída del segundo semestre de 2018. Esta evolución fue determinada por la reducción de *stocks* en Estados Unidos y el recorte de la OPEP y otros productores relevantes como Rusia, que contrarrestaron las presiones a la baja por una menor demanda esperada.

Los precios de los *commodities* que exporta Uruguay tuvieron diferentes ajustes. El precio de la carne creció impulsado por la menor oferta de Australia y Brasil, al tiempo que se espera una mayor demanda de China dado el brote de fiebre porcina que experimenta. Luego de la leve suba de finales del año pasado, como consecuencia de la mayor oferta esperada, el precio de la soja permaneció estable en el primer trimestre de 2019 para sufrir una fuerte caída en forma reciente. Finalmente, el precio de la celulosa viene reduciéndose ligeramente, luego de un período prolongado de crecimiento.

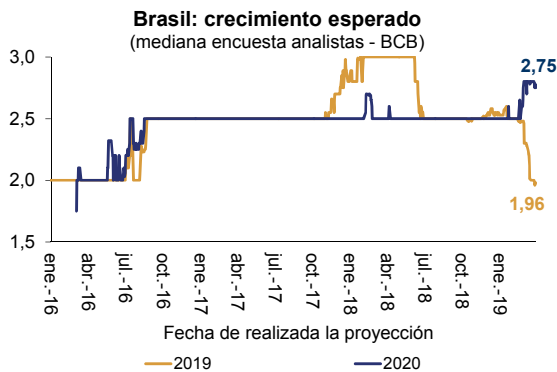


Fuente: Bloomberg e INAC

La región

Luego de unos meses de cierta estabilidad financiera, en marzo la situación regional volvió a mostrarse volátil como consecuencia de turbulencias en el mercado de cambios y una mayor inflación en Argentina.

En este contexto, en el cuarto trimestre 2018 el PIB de Brasil se expandió 0.2% desestacionalizado. Esto, junto a una corrección a la baja en la estimación del tercero, determinaron un crecimiento promedio para 2018 de 1.1%, cifra idéntica a la registrada en 2017. El crecimiento del trimestre fue impulsado por los servicios y el agro, mientras que la industria mostró un retroceso. Del lado del gasto hubo una fuerte caída de la inversión (luego de un aumento significativo en el tercer trimestre de 2018) y del consumo del gobierno, al tiempo que el consumo privado y las exportaciones netas contribuyeron positivamente. Las expectativas de crecimiento se revisaron a la baja para 2019 en casi medio punto respecto al trimestre anterior por un menor arrastre estadístico y al alza para 2020.

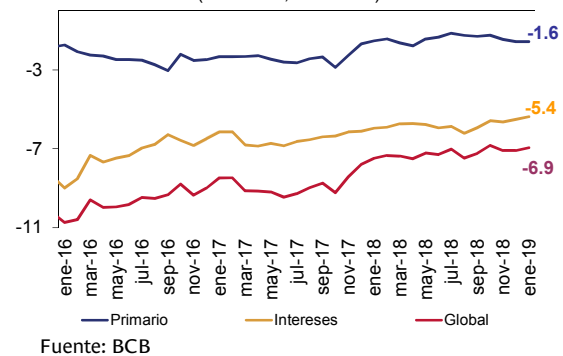


Fuente: BCB

Por otra parte, la inflación ha subido levemente en los últimos meses y se ubica en 3.9%, valor cercano al centro del rango meta de 4.25%. Pese al escaso dinamismo y a que las expectativas de inflación permanecen ancladas, no se espera que la tasa de política monetaria baje de su mínimo actual, en la medida que el Banco Central de Brasil (BCB) advierte riesgos sobre el tipo de cambio que podrían acelerar la inflación.

La cuenta corriente mantiene un modesto déficit y las cuentas fiscales registraron mejoras respecto al trimestre anterior al influjo de un menor pago de intereses. Mientras tanto, el ratio deuda pública a PIB permaneció estable en 77%, estimándose que finalice 2019 en 80%.

Brasil: Resultado Fiscal
(% del PIB, 12 meses)



En Argentina, luego de la relativa estabilidad cambiaria desde octubre 2018, la situación volvió a tornarse volátil en marzo, ante una suba del dólar que lo alejó del piso de la Zona de No Intervención (ZNI). Ante este impulso, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) redujo su meta de base monetaria, incorporando el sobrecumplimiento de febrero al objetivo para todo el año, y redujo la pendiente de la ZNI a 1.75% mensual desde 2%, buscando influir sobre las expectativas de inflación. En este contexto, la tasa de interés nominal revirtió la caída observada a partir de octubre de 2018, retornando a valores cercanos a 70%.

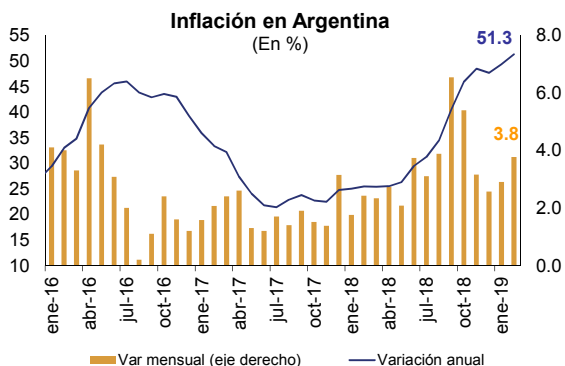
Por otra parte, la actividad volvió a caer en el cuarto trimestre, esta vez 1.2% desestacionalizado, como reflejo del impacto de la corrida cambiaria de finales de tercer trimestre. De esta forma, el PIB cayó 2.5% en el promedio anual. En el último trimestre de 2018 todos los componentes del gasto doméstico mostraron bajas sensibles, mientras que se registró una fuerte expansión de las exportaciones y una caída de las importaciones. Esto último supuso un importante ajuste en el déficit de cuenta corriente.

Los datos de mayor frecuencia no estarían anunciando una mejora sensible, debido a la pérdida de poder adquisitivo de los salarios en un marco de elevada inflación. En contraposición, se espera una buena cosecha de soja en el segundo trimestre, lo que podría consolidar cierta reactivación en ausencia de nuevos eventos de inestabilidad financiera.

En este contexto, la mediana de analistas consultados por el BCRA espera una caída de 1.2% en el PIB en 2019 dado el efecto arrastre negativo y un crecimiento de 2.4% para 2020.

La inflación volvió a acelerarse desde inicios de 2019, superando el 50% anual en el margen, como consecuencia del ajuste de precios relativos posterior a la depreciación de 2018 y el fuerte aumento de tarifas y precios regulados. Los

ajustes en los precios regulados continuarán en marzo y abril, teniendo como objetivo encaminar el cumplimiento de la meta fiscal, con lo que se espera que la inflación comience a desacelerarse a partir del segundo semestre.



Fuente: INDEC.

Escenario Base

La evolución reciente y las perspectivas de la economía global determinan el escenario internacional más probable en el horizonte de política monetaria (“escenario base”).

Se espera que la demanda externa relevante para Uruguay crezca a un ritmo levemente inferior al previsto en el trimestre anterior, lo que obedece a un menor crecimiento esperado en las economías avanzadas (Estados Unidos y ZE) y China en 2019.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2018	2019f	2020f
PIB externo relevante	1.9%	2.3%	3.3%
Economías avanzadas	2.2%	1.8%	1.7%
Estados Unidos	2.9%	2.3%	1.9%
Zona Euro	1.8%	1.3%	1.5%
Japón	0.8%	1.0%	0.5%
Economías emergentes	4.5%	4.4%	4.8%
China	6.6%	6.3%	6.1%
Brasil	1.1%	2.0%	2.6%
Argentina	-2.5%	-1.0%	3.6%

Fuentes: En base a FMI (World Economic Outlook, abril 2019), *Tendencias y Ecolatina*.

Asimismo, se espera cierta mejora en los términos de intercambio para 2019 aunque menor a la que se esperaba el trimestre anterior y estabilidad para 2020. La mejora de 2019 se explicaría por una caída de los precios de importación y una leve suba en los precios de exportación.

Por otra parte, el escenario financiero internacional luce menos restrictivo para las economías emergentes, aunque el contexto global se mantiene incierto.

Riesgos sobre el Escenario Base

Algunos riesgos provenientes de la economía global se redujeron en el último trimestre, como el de una normalización menos gradual por parte de la Fed de su política monetaria. En contraposición, el riesgo sobre el dinamismo de las principales economías del mundo se incrementó, al influjo de las señales de desaceleración en la ZE, China y Estados Unidos.

Asimismo, en la región existe el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos provoquen nuevas salidas de capitales, presiones al alza sobre los tipos de cambio y los riesgos soberanos y caída de la actividad. En Argentina se suma la incertidumbre asociada al ciclo electoral.

Finalmente, persisten otros factores de riesgo que pueden afectar a la economía uruguaya, como los originados en la economía china, ya sea por una reducción significativa del crecimiento o por un aumento de la volatilidad financiera originada en diversos ámbitos (correcciones bursátiles abruptas, sobreendeudamiento del sector privado y de los gobiernos regionales, problemas financieros de la “banca en las sombras”, depreciación del yuan o la escalada del conflicto comercial). Por otra parte, en la ZE se mantiene el riesgo asociado a las negociaciones del *Brexit* y al rumbo que tome el gobierno de Italia, tercera economía del bloque, lo que podría aumentar el riesgo político del proyecto europeo.

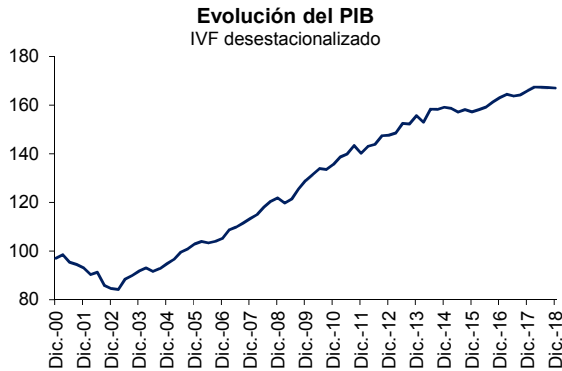
Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es relativamente baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría un impacto negativo sobre el equilibrio macroeconómico esperado, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

I.2. La economía uruguaya

I.2.1. Nivel de actividad y empleo

El cuarto trimestre de 2018

En el cuarto trimestre el nivel de actividad se expandió 0.6% respecto a un año atrás, lo que en términos desestacionalizados representó una variación de -0.1% respecto al trimestre anterior.



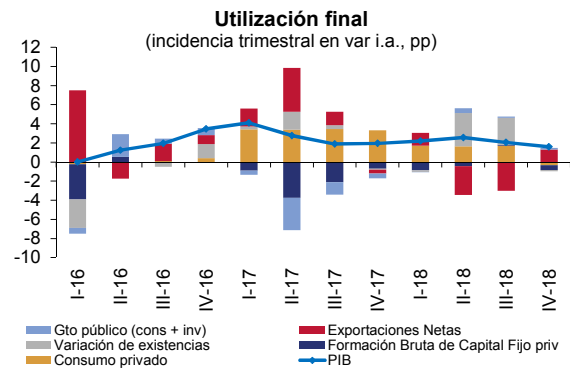
A nivel de sectores, se verificaron desempeños dispares respecto al cuarto trimestre de 2017. Por un lado, se registraron aumentos en *Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones* (8.6%), liderado por estas últimas, *Agricultura, ganadería, caza y silvicultura* (8.3%), impulsado por la producción de cereales y oleaginosas y *Suministro de electricidad, gas y agua* (21.7%), dado el mayor valor agregado en la generación y distribución de energía eléctrica. Por otro lado, algunos sectores mostraron descensos: *Construcción* (-1.8%), en especial de edificios, *Industria manufacturera* (-4.1%), destacándose la incidencia de la fabricación de pulpa de celulosa y las industrias de alimentos y *Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles* (-6.0%), influido por una menor demanda de los turistas.

Asimismo, se observó una caída de 8% en las importaciones de bienes y servicios, por lo que la oferta final de la economía se redujo 1.6% respecto al mismo trimestre de 2017. La reducción de importaciones se dio tanto en bienes, concentrada en bienes de consumo final y de capital, como en servicios, destacándose el mayor gasto de turismo en el exterior realizado por residentes de la economía.

Desde la perspectiva del gasto, se observó una mejora de las exportaciones netas, explicado por una caída de exportaciones (-4.9%) que fue menor a la de importaciones. La dinámica de las exportaciones fue liderada en bienes por los desempeños negativos de pulpa de celulosa y soja, parcialmente compensados por mayores ventas de frigoríficos y de lácteos. En tanto, la caída en servicios respondió al turismo receptivo, donde existió un descenso en el número de turistas ingresados al país.

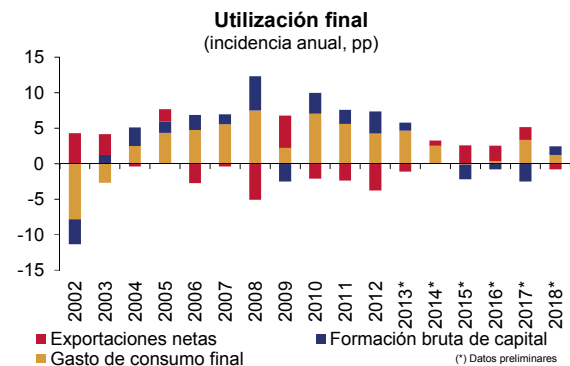
Por su parte, la demanda interna mostró un descenso interanual de 0.7% en un marco de caída de la *Formación Bruta de Capital* (2.9%), especialmente de capital fijo del sector privado, y del *Gasto de Consumo Final* (0.2%), donde se destaca el descenso de 0.4% del *Gasto de consumo final de hogares e Instituciones Privadas sin fines de*

lucro, contrarrestado en parte por el aumento del *Gasto de consumo final de gobierno* (1.5%).



El año 2018

En 2018 la economía uruguaya creció 1.6% respecto a un año atrás, completando 16 años de expansión ininterrumpida. Esta expansión estuvo guiada por la demanda interna, al tiempo que las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa por primera vez en cinco años, en un marco de mayor caída de las exportaciones que de las importaciones.



Dentro de la demanda interna se registraron aumentos anuales en el *Gasto de consumo final* (+1.4%, tanto del sector privado como en menor medida del gobierno general) y en la *Formación Bruta de Capital* (+7.3%), que respondió a una mayor acumulación de stocks de productos agrícolas, al tiempo que la *Formación Bruta de Capital Fijo* se retrajo 2.7%, liderada por una menor inversión en maquinaria y equipo por parte del sector privado.

Indicadores de actividad del primer trimestre de 2019

Existe un conjunto de indicadores parciales que brindan información adelantada sobre el desempeño de la actividad. La mayoría de ellos cuentan con datos a febrero y se expresan en

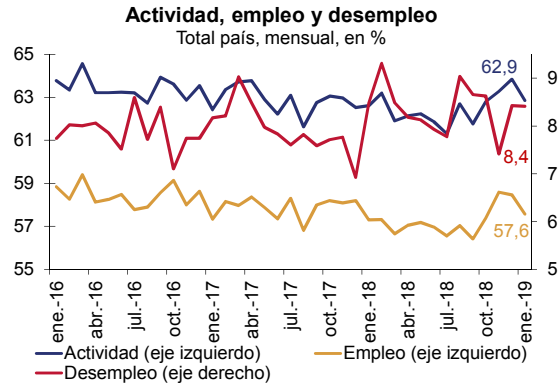
términos de tendencia-ciclo (T-C)². Estos indicadores muestran señales mixtas para los primeros meses del año.

Por un lado, la información a febrero del Índice de Volumen Físico (IVF) de la Industria Manufacturera mostró un leve descenso interanual (0.1%), observándose un freno en el ritmo de caída en el margen, como consecuencia del desempeño de las ramas Refinería, Pulpa de Papel y Jarabes y Concentrados. Por lo tanto, si se excluye estas tres ramas, el indicador IVF de exclusión mostró una tasa de variación mensual anualizada de -7.5%. Mientras tanto, las exportaciones de bienes medidas en dólares (fuente Aduana, sin incluir ventas desde Zonas Francas) mostraron en febrero una variación mensual anualizada negativa de 5.3% (precios de exportación estimados para febrero).

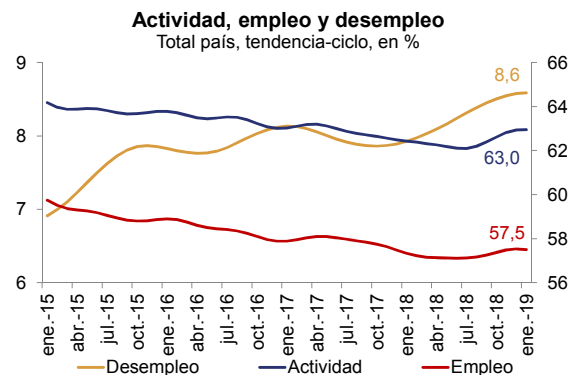
Por otro lado, se observaron algunas señales positivas: el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) mostró una importante mejora en los tres primeros meses de 2019. Si bien continúa ubicándose en zona de “moderado pesimismo”, ha vuelto a los niveles previos a los *shocks* financieros de Argentina de 2018. Asimismo, las importaciones de bienes de consumo sin automóviles han mostrado subas en estos primeros meses; en febrero el aumento mensual anualizado fue de 13.5% en términos constantes, el registro más elevado desde fines de 2017. Este repunte también se observó en las ventas de autos 0 km, luego de haber mostrado caídas desde mediados de 2017. Finalmente, las importaciones de bienes intermedios sin energéticos aumentaron 4.2% en febrero (tasa mensual anualizada en términos constantes).

Empleo e ingresos

En el promedio de 2018 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 8.3%, aumentando 4 décimas respecto al año anterior, como consecuencia de una caída en la tasa de empleo que no fue compensada por la reducción de la oferta de trabajo. Así, la tasa de actividad promedio anual se contrajo de 62.9% a 62.4%, mientras que la tasa de empleo pasó de 57.9% a 57.2%.



En los últimos meses los datos en T-C muestran cierta recuperación de la tasa de empleo y un mayor incremento de la tasa de actividad, lo que determina que la tasa de desempleo se mantenga al alza.



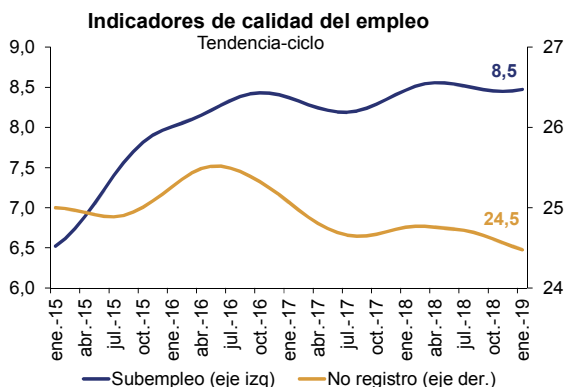
De este modo, el número de personas empleadas mostró un aumento en el margen en T-C, y se ubicó en niveles similares a los que se observaban a mediados de 2017.



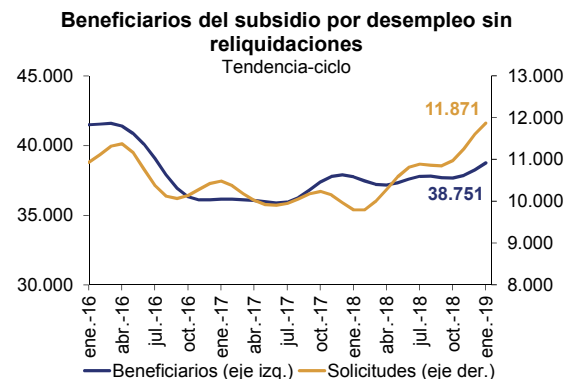
Este mayor desempleo no se ha trasladado a los indicadores de calidad del empleo (datos en T-C). La proporción de desempleados que no impone condiciones para aceptar un empleo se mantuvo estable en el año, mientras que siguió verificándose una disminución en la cantidad de ocupados no registrados a la seguridad social. En

² Salvo el ICC, cuyos datos se disponen para un mes más y se presentan crudos.

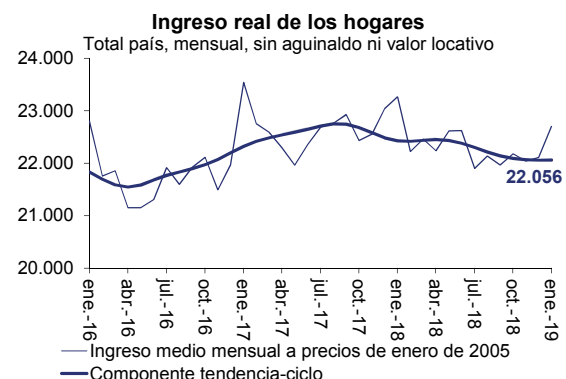
tanto, la proporción de ocupados con problemas de subempleo (personas que declaran querer trabajar más horas de las que efectivamente trabajan) se mantuvo estable, afectando al 8.5% de los trabajadores.



Por otra parte, la información del Banco de Previsión Social (BPS) de subsidio por desempleo a enero 2019 ha venido mostrando una tendencia al alza, tanto de los beneficiarios efectivos como de nuevas solicitudes.



Finalmente, los datos a enero del poder adquisitivo de los hogares para el total del país muestran estabilidad en el margen en T-C. Por fuentes de ingresos, el salario real sin aguinaldo cayó levemente en términos interanuales mientras que el ingreso por pasividades aumentó un 5%.



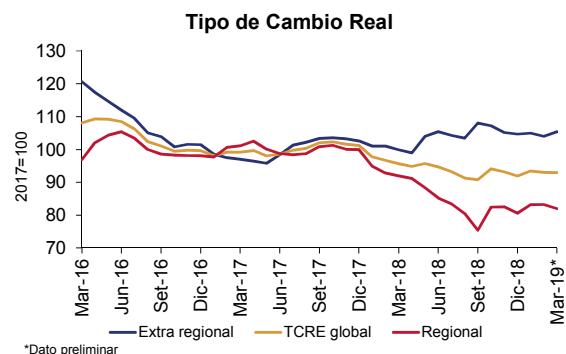
En suma, en los últimos meses se observó cierta tendencia al alza del desempleo, una leve recuperación de la tasa de empleo y un aumento mayor de la tasa de actividad, lo que fue acompañado por un freno en la caída del ingreso real de los hogares.

1.2.2. Sector externo

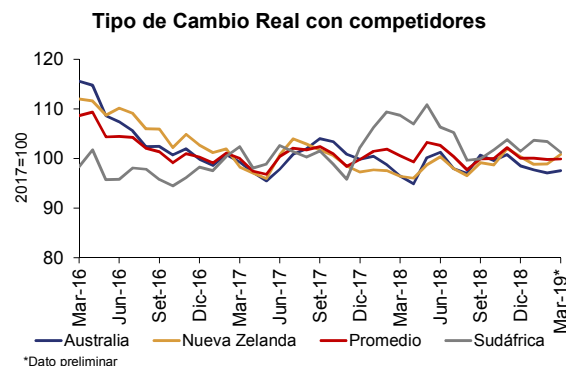
Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo global (TCRE) se depreció en marzo con respecto a diciembre de 2018 (+1.1%), tanto frente a la región (+1.7%) como con la extra-región (+0.7%).

En la comparación interanual, todavía se verifica a marzo 2019 una apreciación real de 2.8%, impulsada principalmente por un encarecimiento relativo frente a la región (-10.8%) que superó a la depreciación del tipo de cambio real frente a los socios de la extra-región (+5.5%). Todo ello en un entorno donde el tipo de cambio nominal de Uruguay ha vivido la mayor variación en el trimestre comparado con el resto de las monedas de los países latinoamericanos. Esta tendencia se sigue profundizando en los meses recientes.



Por su parte, el TCR bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos se depreció 0.6% interanual en marzo, como resultado de un abaratamiento relativo frente a Nueva Zelanda (+4.6%) y Australia (+1.1%) y de una apreciación real con Sudáfrica de 6.8%.



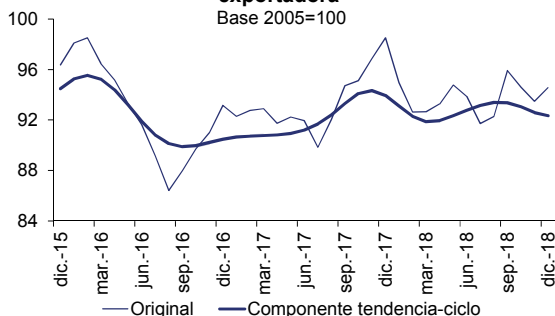
Asimismo, el TCR de fundamentos en términos desestacionalizados se ha depreciado levemente en los últimos trimestres, como resultado de una reducción moderada en la relación gasto privado/PIB y de los términos de intercambio, mientras que se ha mantenido estable en el primer trimestre del año.

De este modo, en los dos últimos trimestres se procesó un acercamiento del TCRE respecto a su nivel de fundamentos. Asimismo, esta brecha es consecuencia del encarecimiento relativo frente a los socios regionales, en especial Argentina, dada la abrupta y persistente depreciación de la moneda de dicho país.

Finalmente, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora (IEBU)³, que es un indicador más completo pero que se obtiene con mayor rezago, registró una leve suba en el promedio de 2018 de 0.2%. En los últimos meses del año mostró caídas en la medición T-C en un marco de menores precios de exportación.

Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora

Base 2005=100



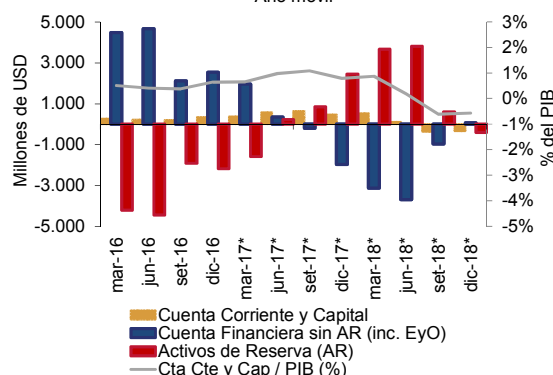
Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

Durante 2018 la economía uruguaya registró un déficit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 342 millones de dólares (0.6% del PIB), ajustándose desde el superávit de 0.8% del PIB del año anterior.

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

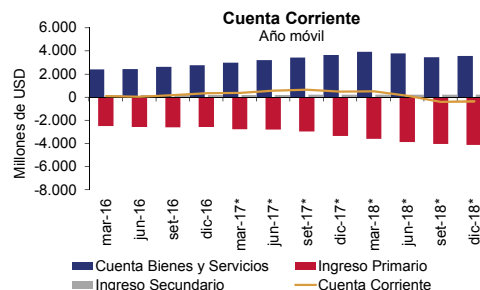
Principales componentes Balanza de Pagos

Año móvil



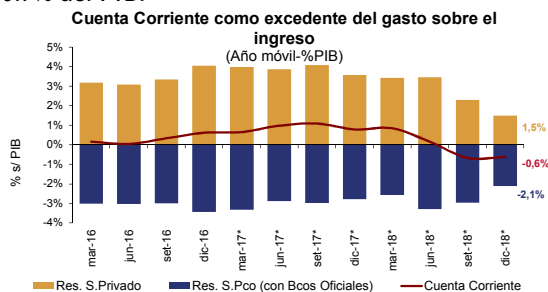
* Cifras Preliminares

Esta reversión del resultado de la Cuenta Corriente y de Capital estuvo determinada por el incremento de las importaciones de bienes, el menor superávit de la cuenta de servicios y el aumento del déficit del ingreso primario del sector público. Asimismo, si bien el déficit del ingreso primario del sector privado también se incrementó debido a la mayor utilidad de empresas de Inversión Extranjera Directa, fue compensado por un aumento de las exportaciones netas de compraventa de dicho sector, resultando en un impacto moderado en el saldo en Cuenta Corriente.



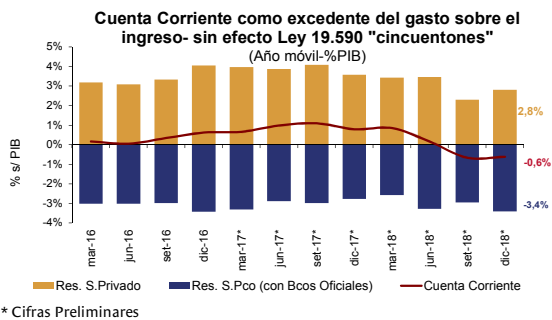
* Cifras Preliminares

A nivel institucional, la evolución del saldo de la Cuenta Corriente respecto a un año atrás se explicaría por la reducción del excedente del ingreso sobre el gasto del sector privado (-2.1% del PIB), mientras que el déficit del sector público (incluyendo bancos oficiales) se habría reducido 0.7% del PIB.

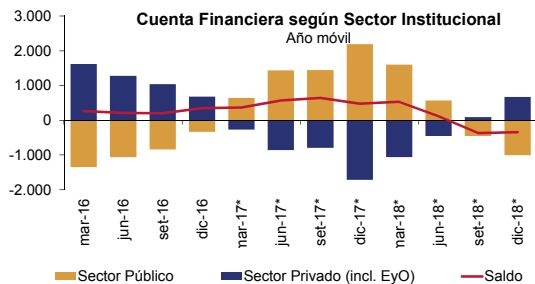


* Cifras Preliminares

Esta mejora del desequilibrio de las finanzas públicas obedeció a ingresos extraordinarios por 1.4% del PIB en 2018, dada la contabilización a partir de octubre en las cuentas del BPS de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS)⁴. Ajustando por este efecto, el giro del saldo en Cuenta Corriente se explica tanto por la reducción del superávit del sector privado en un punto del PIB, como por el mayor déficit del sector público en 4 décimas del PIB.



Como contrapartida del déficit de la Cuenta Corriente y de Capital, en 2018 se registró una entrada neta de fondos por 342 millones de dólares⁵. Esta dinámica fue producto del mayor endeudamiento neto del sector público (1.010 millones de dólares), compensado por una salida neta de capitales del sector privado (668 millones de dólares). Estos movimientos financieros incluyen una reducción de Activos de Reserva del BCU por 408 millones de dólares.

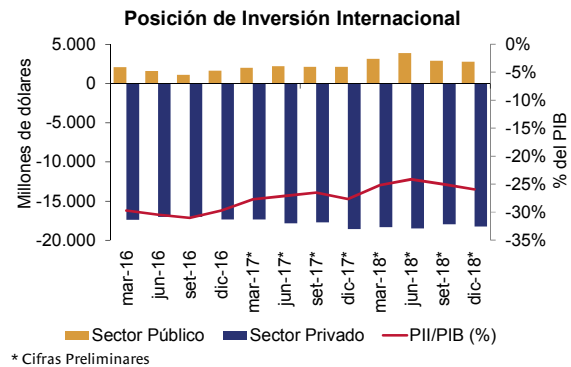


Finalmente, a diciembre 2018 la economía uruguaya registró una posición neta deudora de 15.475 millones de dólares (26.1% del PIB), disminuyendo respecto a la posición deudora de un año atrás, en un

⁴ Este fondo fue creado por la Ley 19.590 del 28 de diciembre de 2017 y estableció condiciones de desafiliación del régimen de ahorro individual obligatorio para los trabajadores y jubilados que tuvieran cincuenta o más años de edad al 1º de abril de 2016, los denominados "cincuentones".

⁵ Incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones, aunque este rubro también puede computar transacciones no captadas correspondientes a la Cuenta Corriente.

marco donde se acumularon activos en mayor proporción a la que se constituyeron pasivos financieros con el resto del mundo.

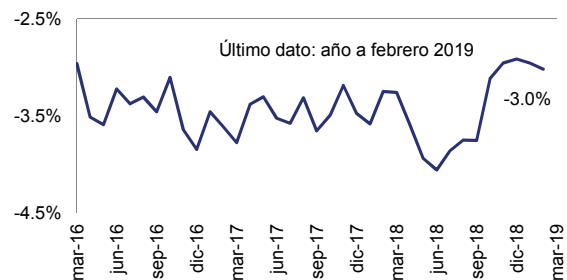


1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en febrero de 2019, el déficit del sector público global (SPG) fue 3.0% del PIB, 0.2% del PIB inferior al de un año atrás⁶.

RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO

% del PIB - año móvil



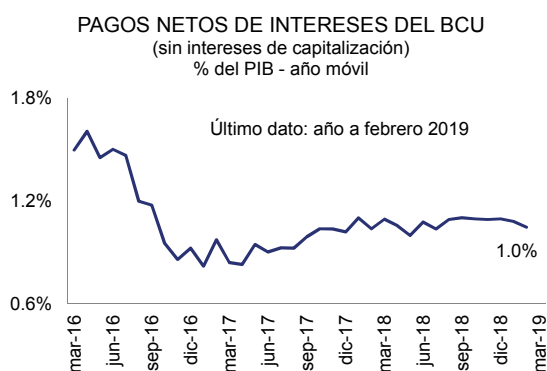
El principal determinante de este menor déficit ha sido el aumento del resultado primario de GC-BPS, que compensó el mayor déficit de las empresas públicas (EAPP), el menor superávit del Banco de Seguros del Estado (BSE) y los Gobiernos Departamentales y la estabilidad del déficit del BCU.

El resultado primario de GC-BPS aumentó 1.1% del PIB, pasando de un déficit de 0.3% a un superávit de 0.8% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos (6.1%) superior al de los egresos (2.2%). En los ingresos se destaca la transferencia al FSS de los fondos acumulados por los llamados "cincuentones" que optaron por desafiliarse de las AFAP (1.5% del PIB) y en menor medida el traspaso a Rentas Generales del excedente del Fondo de Estabilización Energética (0.3% del PIB). En contrapartida, se observa una caída de 1.4% real de los ingresos tributarios del

⁶ El sector público global incluye: Gobierno Central (GC), BPS, EAPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

GC-BPS en un escenario de menor crecimiento económico. El aumento de los egresos primarios se observó en gastos no personales, pasividades, remuneraciones y transferencias.

Las EEP registraron un déficit de 0.5% del PIB, que contrasta con el superávit de 0.2% del PIB de igual periodo del año anterior, ante la caída del superávit primario corriente. Asimismo, el déficit del BCU fue similar al de un año atrás, ubicándose en 0.84% del PIB, donde el aumento del superávit en moneda extranjera compensó el mayor pago de intereses en moneda nacional en un marco de política monetaria contractiva.

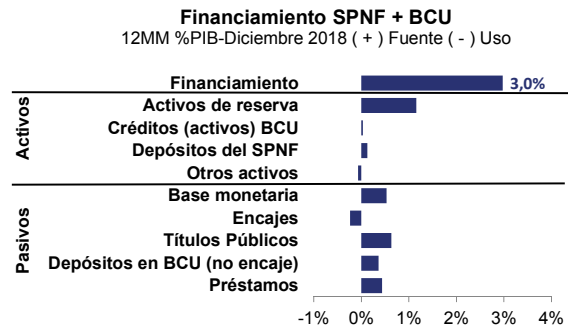


Al analizar las cifras de financiamiento y endeudamiento del sector público a partir de octubre 2018 se debe considerar el impacto del FSS⁷. Con el comienzo de las transferencias desde las AFAP y BSE al fideicomiso se ha generado a diciembre 2018 una mejora en el resultado de 1.1% del PIB. A su vez, en lo que refiere a los *stocks*, el mayor impacto se dio en la deuda bruta, concretamente en títulos públicos, que se reduce en 1.1% del PIB debido a la consolidación de las cifras fiscales⁸.

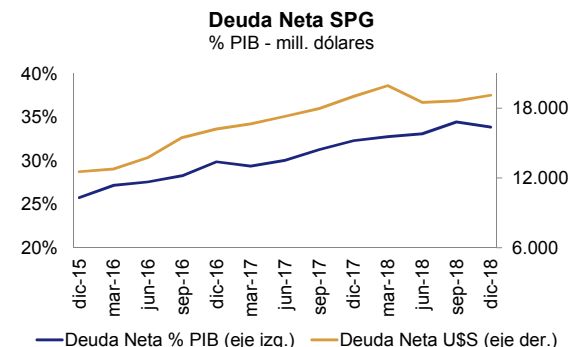
En este marco, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento fue de 3.0% del PIB en 2018. Las principales fuentes de financiamiento fueron la desacumulación de Activos de Reserva y en menor medida los títulos públicos, que incluyen la emisión internacional de abril de 2018; asimismo, hubo cierto aumento de los pasivos monetarios, los préstamos y los depósitos en el BCU.

⁷ Por más información consultar notas de publicación de Deuda Pública y Financiamiento del SPG (<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Default.aspx>) y comunicado conjunto BCU y MEF (<https://www.mef.gub.uy/innovaportal/file/25887/1/comunicado-registro-del-fss-mefybcu-version-final.pdf>).

⁸ Estos títulos públicos tenían como acreedor a las AFAP y por lo tanto constituían deuda del SPG. Actualmente, al estar en poder del FSS que forma parte del SPG, se consolidan, implicando una caída de la deuda bruta.



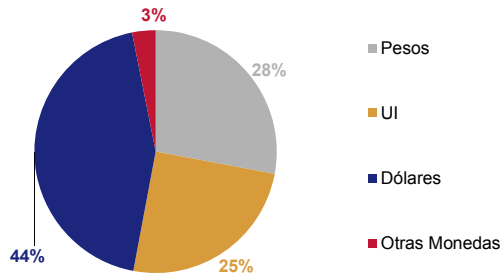
Por otro lado, la deuda bruta del SPG a diciembre de 2018 alcanzó 38.282 millones de dólares (68% del PIB), mientras que los activos sumaron 19.154 millones de dólares (34% del PIB). Lo anterior implicó que la deuda neta se ubique en 19.128 millones de dólares (34% del PIB), aumentando dos puntos respecto al año anterior. Este aumento del ratio deuda-PIB se explicó por el financiamiento del déficit y el efecto del incremento del tipo de cambio sobre los activos y pasivos del SPG, factores que fueron parcialmente compensados por el crecimiento económico.



Asimismo, en la deuda por moneda las colocaciones internacionales en dólares y el aumento del tipo de cambio durante el año determinaron un aumento de la participación de la deuda en dólares, la que pasó de 39% en 2017 a 44% en 2018. Como contracara se registró una disminución de la participación de la deuda nominal en moneda local desde 32% en 2017 a 28% en 2018. De todas formas, al incluir la deuda en UI se continúa observando que la deuda en moneda local es más del 50% del total.

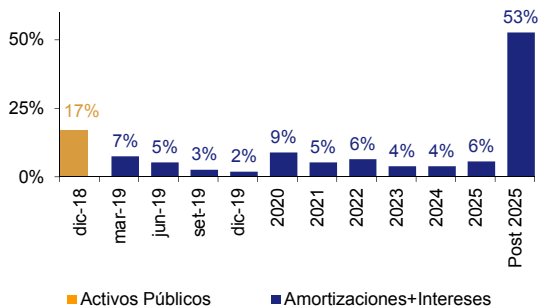
En el caso del BCU la disminución de la participación de la deuda en pesos fue consecuencia del aumento de los depósitos en moneda extranjera (413 millones de dólares) y del resultado de la recompra de letras de regulación monetaria (LRM) de setiembre 2018 (490 millones de dólares), donde casi la totalidad fue abonada en dólares.

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 2018 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG por casi un año, hasta noviembre de 2019. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.425 millones de dólares (4.3% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2025.

Activos y Servicio de Deuda del SPG
%PIB



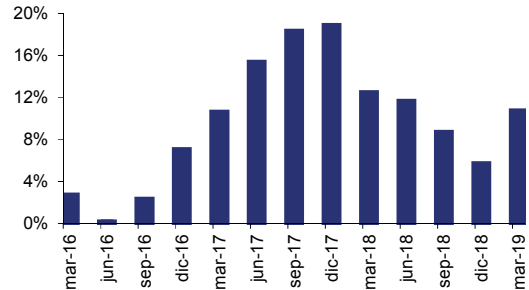
II. La política monetaria en el primer trimestre de 2019

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

El 27 de diciembre de 2018 el Directorio del BCU, en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció un rango de crecimiento interanual de 6% a 8% como referencia indicativa para la evolución del agregado M1 ampliado (M1') para el primer trimestre de 2019. En función de esta referencia fue implementada la gestión de la política monetaria. Sin embargo, desde comienzos del trimestre se observó una mayor preferencia por instrumentos en moneda nacional que superó las previsiones realizadas, lo que se reflejó particularmente en la trayectoria de los depósitos líquidos. Esto dio lugar a que el agregado creciera

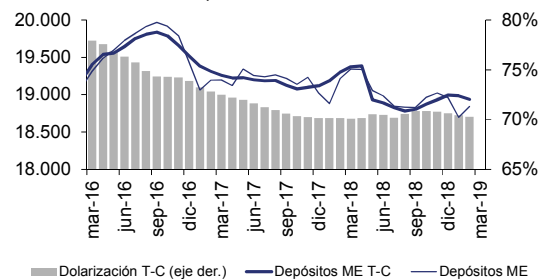
a una tasa interanual de 10.5% en el promedio del trimestre, por encima del rango indicativo.

Comportamiento de M1'
Tasa de variación interanual promedio trimestral



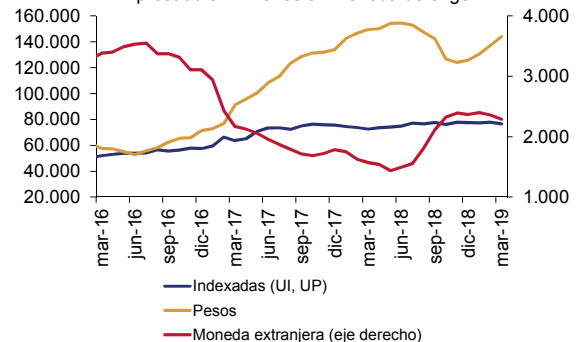
Este cambio en el portafolio por moneda de los agentes implica un freno y posiblemente cierta reversión en el proceso de desmonetización que se venía observando en los trimestres anteriores. Este fenómeno está en línea con la evolución de otros indicadores; así, se registraron menores depósitos en dólares por parte de agentes residentes, lo que derivó en una leve reducción del grado de dolarización de depósitos, el que actualmente se ubica en 70%.

Depósitos en moneda extranjera residentes y grado de dolarización
Saldos promedio millones USD

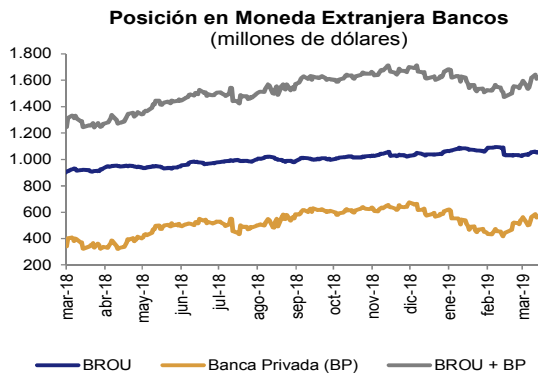


Asimismo, el portafolio de los Fondos de Ahorro Previsional (FAP) mostró una leve reducción en la participación de activos en dólares junto a una mayor tenencia de activos en moneda nacional.

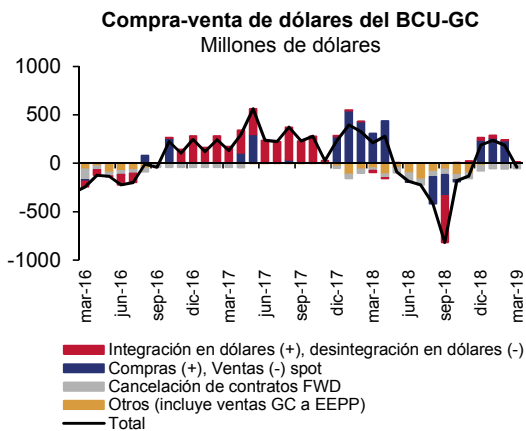
Composición del FAP según monedas
Expresado en millones en moneda de origen



En el mismo sentido, se redujo la posición en moneda extranjera de los bancos hasta fines de febrero, aunque volvió a crecer durante marzo, impulsada por la banca privada.



El debilitamiento del proceso de desmonetización se produjo en un contexto de cierto debilitamiento global del dólar, particularmente en enero y febrero. En este entorno y a fin de evitar presiones excesivas sobre el tipo de cambio, el BCU adquirió dólares en el mercado *spot* por unos 500 millones de dólares en ese periodo.

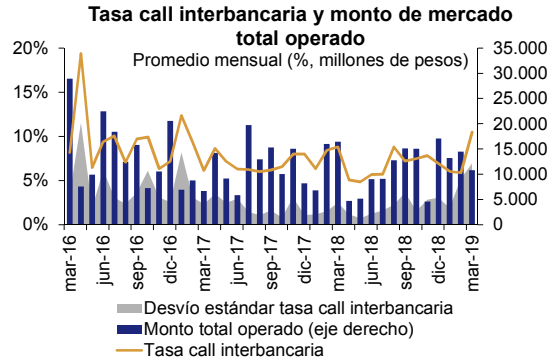


Posteriormente, en marzo el dólar presentó una marcada tendencia a la apreciación, tanto en Uruguay como en la región y en los principales competidores comerciales.

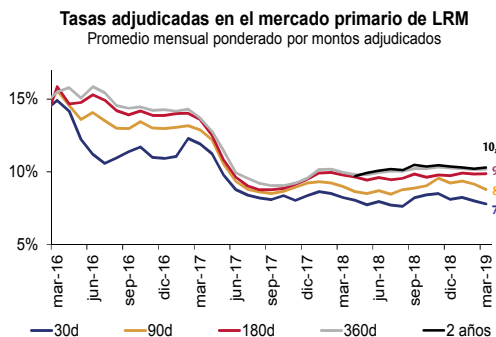
Estos fenómenos continuaron observándose en lo que va del segundo trimestre, asociados a fenómenos de volatilidad que, al no ser consistentes con los fundamentos del tipo de cambio, motivaron una intervención en el mercado de divisas.

Por otra parte, las tasas de interés de los mercados monetario y de LRM se ajustaron levemente al alza en el promedio del primer trimestre. Así, la tasa *call* interbancaria promedió 7.5%, aumentando unos 10 puntos básicos (Pbs.) respecto al trimestre anterior. Al interior del trimestre se observó un aumento importante en

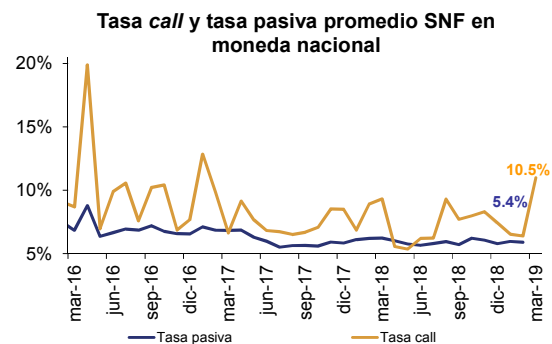
marzo, determinado por operaciones puntuales de bancos, sin implicar restricciones de liquidez sistémicas.



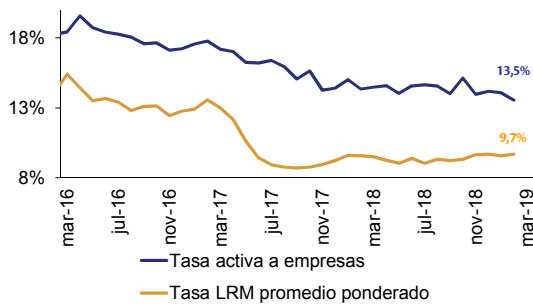
Asimismo, las tasas de las LRM aumentaron levemente, promediando 9.7% versus 9.5% del trimestre anterior. Paralelamente se verificó cierto empinamiento de la curva, derivado de un incremento en las tasas largas (uno y dos años) junto a una leve caída en las tasas cortas (hasta 180 días).



Por su parte, con datos a febrero la tasa pasiva bancaria promedio en pesos se mantuvo relativamente estable, mientras que la tasa activa bancaria promedio en pesos a empresas ajustó a la baja.



Tasa activa a empresas y tasa promedio ponderado de la curva de rendimientos

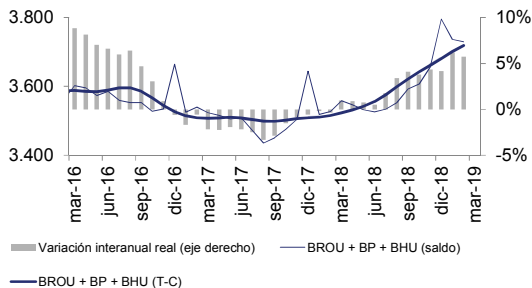


Finalmente, la tasa activa en dólares promedio otorgada a empresas se ubicó en 4.97% en febrero, nivel similar al del trimestre anterior. Un comportamiento análogo presentó la tasa pasiva promedio en dólares, la cual se mantuvo en el entorno de 1.0% en febrero.

II.2. Evolución del crédito

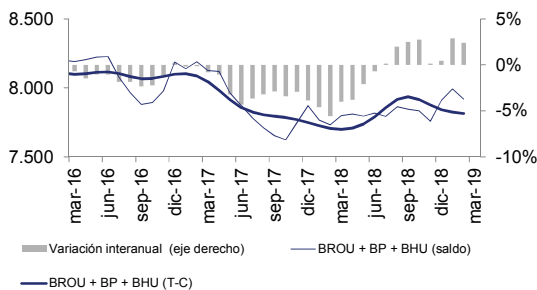
El crédito bancario concedido en moneda nacional creció a un ritmo anualizado de 6% en términos reales (promedio enero-febrero) medido en T-C. Esta evolución continuó siendo liderada por la banca privada, que mostró un crecimiento de 11% real; mientras tanto, el crédito del BROU creció 2.2% en términos constantes.

Crédito total sistema bancario MN
Pesos constantes, base dic 1990 = 100
Balance Monetario del Sistema Bancario



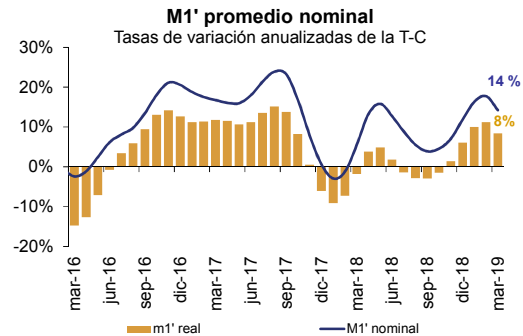
Asimismo, el crédito bancario concedido en moneda extranjera también se expandió, impulsado por la banca privada.

Crédito total sistema bancario ME
Dólares corrientes
Balance Monetario del Sistema Bancario

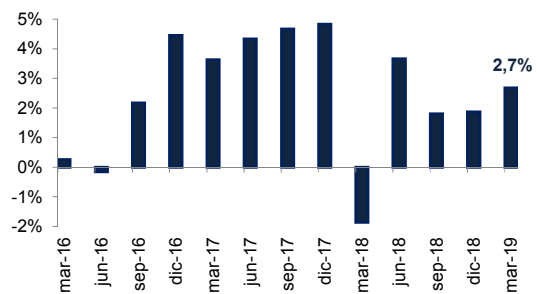


II.3. Principales agregados monetarios

La variación interanual de M1' en el primer trimestre de 2019 promedió 10.5%, lo que implica un crecimiento de 14% en T-C y de 8% en términos reales. Esto implicó un crecimiento trimestral desestacionalizado de 2.7% respecto al trimestre anterior.

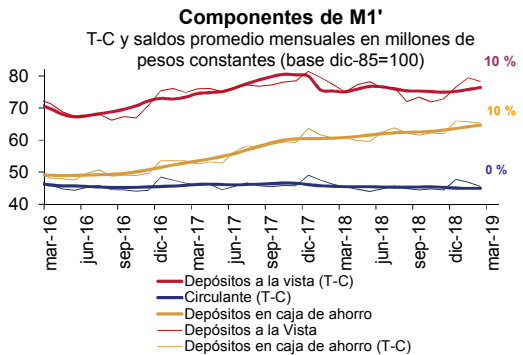


Variación trimestral desestacionalizada de M1'

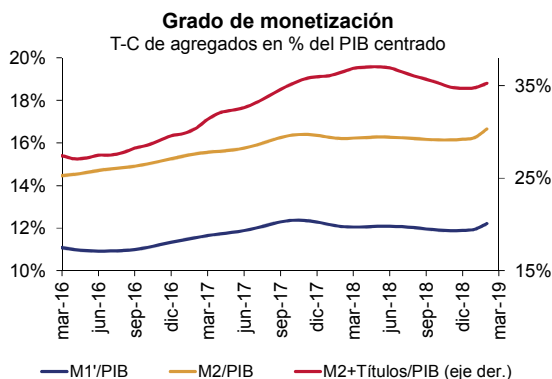


Este mayor dinamismo del agregado es consistente con la mayor preferencia por activos en moneda nacional reseñada anteriormente.

A nivel de componentes este comportamiento se reflejó en los depósitos líquidos (vista y en caja de ahorro), que crecen en el promedio del trimestre a una tasa real anualizada de 10%, mientras que el circulante se mantuvo estable en el margen (cifras en T-C). Asimismo, los depósitos a plazo mantuvieron la tendencia creciente que los ha caracterizado en el último año y medio.



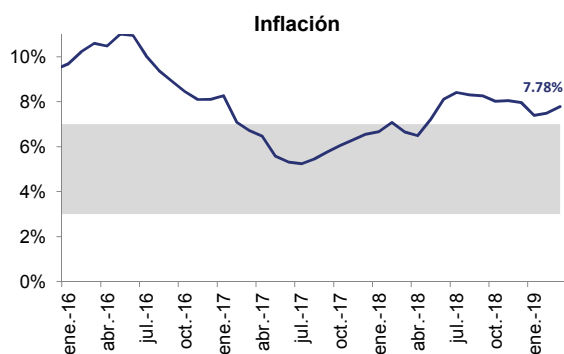
Finalmente, esta dinámica de los agregados implicó un incremento moderado del grado de monetización, tanto en la medición más restringida (M1'/PIB) como en las más amplias (M2 y títulos locales en cartera de residentes).



III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación por componentes

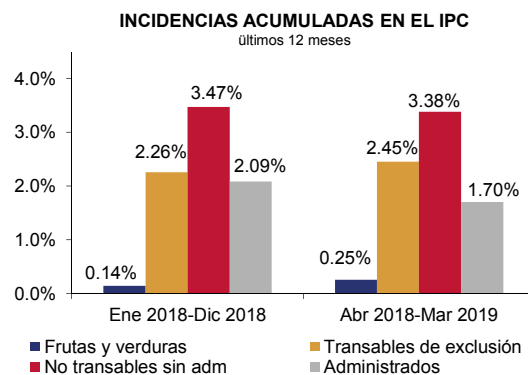
En el año móvil cerrado a marzo de 2019 la inflación *headline* se ubicó en 7.78%, por debajo del registro de diciembre y por encima del rango meta de 3%-7% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Identica situación se observó en el cierre de abril de 2019 cuando alcanzó 8.17%.



La inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX aumentó levemente, ubicándose en 7.94%, por encima de la inflación *headline*.

A nivel de componentes, se verificaron efectos contrapuestos. Por un lado, el IPCX presentó una aceleración al influjo de la evolución del tipo de cambio, donde los *Transables de Exclusión* (TX) presentaron variaciones mayores que las de diciembre. Esto fue compensado por una leve moderación en los precios *No Transables de Mercado* (NTX). Por otro lado, el *IPC_Resto* mostró una variación menor que la de diciembre debido a

los precios Administrados, compensados en parte por una variación mayor de *Frutas y Verduras*.



Los precios TX registraron una variación interanual de 7.65%, impulsados por los precios de *Bienes Manufacturados No Comestibles y Carnes y Pescados*, junto a una menor variación en *Servicios Transables* y *Alimentos y Bebidas Diversos*. Los NTX presentaron una variación interanual de 8.34%, mostrando una leve moderación en el margen, al influjo de *Comidas y Bebidas Preparadas Fuera del Hogar* y *Panes y Cereales*, en el marco de una demanda doméstica menos dinámica, mientras que *Bienes y Servicios Diversos* se aceleró ante el aumento del tipo de cambio. Por último, se mantiene la sostenida desaceleración del precio de los *Alquileres*, los que se ubican en niveles compatibles con el centro del rango-meta.

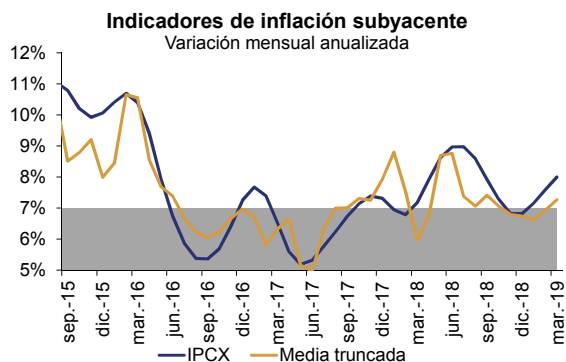
Incidencia según Componentes (var. i. a.)

Incidencias Variación Interanual			
	dic.-18	mar.-19	Diferencia
IPC	7.96	7.78	-0.18
IPCX	5.73	5.83	0.10
NTX	3.47	3.38	-0.09
Panes y cereales	0.44	0.38	-0.06
Alquileres	0.25	0.23	-0.01
Comidas y Bebidas FH	0.98	0.92	-0.06
Bienes y Serv Diversos	1.20	1.32	0.12
Enseñanza	0.37	0.39	0.02
Servicio Doméstico	0.24	0.14	-0.10
TX	2.26	2.45	0.19
Alimentos y bebidas diversos	0.55	0.50	-0.04
Carnes y Pescados	0.54	0.69	0.15
Bienes Manuf No Comes	1.00	1.11	0.11
Servicios transables	0.18	0.15	-0.02
IPC Resto	2.23	1.96	-0.27
Frutas y Verduras	0.14	0.25	0.11
Administrados	2.09	1.70	-0.38
Tarifas	1.12	0.69	-0.43
Cigarrillos	0.32	0.21	-0.11
Resto Adm	0.65	0.80	0.16

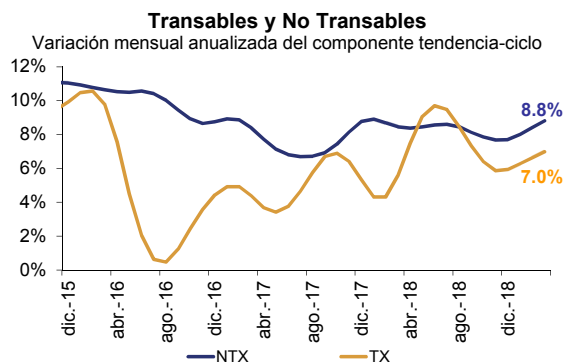
III.2 Inflación subyacente y difusión

Los indicadores más actualizados de inflación subyacente dan cuenta de una aceleración en el trimestre. Esto se observa al analizar la variación mensual anualizada del componente T-C del

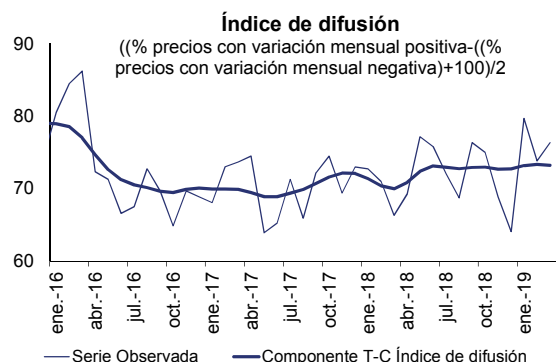
indicador de exclusión (IPCX) y de la media truncada, los cuales se ubican por encima del rango-meta en el margen.



Esta evolución estaría siendo impulsada tanto por TX como por NTX.



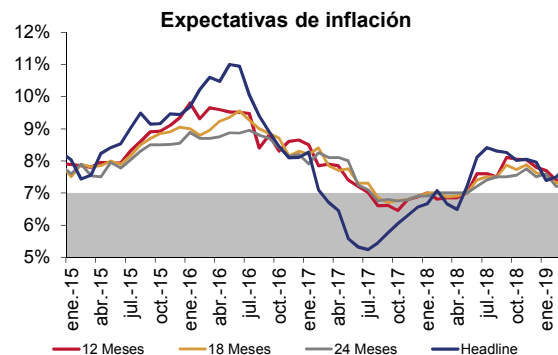
Por su parte, el índice de difusión⁹ se ubicó en 73% en T-C en marzo, mostrando estabilidad en el margen.



III.3 Expectativas de inflación

En el último trimestre se observó un descenso de la mediana de expectativas de inflación de los analistas recopilada por el BCU para todos los plazos relevantes. La mayor reducción se dio en el

horizonte de 12 meses, cayendo unos 40 puntos básicos y ubicándose en 7.4% en marzo. Para los horizontes de 18 y 24 meses la reducción fue de 22 y 25 puntos respectivamente, pasando de 7.6% a 7.4% el primero y de 7.5% a 7.25% para el horizonte de política monetaria. De esta forma, las expectativas de inflación se acercaron al techo del rango, consolidando un proceso de convergencia iniciado en octubre 2018.



IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Contexto internacional

En el primer trimestre del año los mercados accionarios se recuperaron luego de la fuerte caída sufrida en los meses previos, el dólar se mantuvo estable a nivel global y los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano se ajustaron a la baja. La interrupción del proceso de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas contribuyó a generar condiciones financieras algo más favorable en los primeros meses de 2019.

A nivel de la economía real, sin embargo, se instaló un mayor pesimismo respecto a la marcha de las economías desarrolladas y una mayor preocupación por la desaceleración de la economía china. En este marco, las proyecciones de crecimiento mundial para 2019 elaboradas por el FMI se han ajustado nuevamente a la baja.

Los precios de los *commodities* han mostrado tendencias dispares, donde se destaca la fuerte expansión del precio del petróleo, que se ha recuperado un 30% desde comienzos de año.

En la región, Argentina continúa transitando un proceso de ajuste pautado por la caída del nivel de actividad, mayores presiones inflacionarias y el regreso de la volatilidad financiera en un marco de incertidumbre electoral. En este contexto, se espera una expansión de la actividad en el segundo trimestre al influjo de la buena zafra de la soja y el dinamismo de algunos sectores exportadores, mientras que a nivel anual la

⁹ ((% de precios con variación mensual positiva menos % de precios con variación mensual negativa) + 100) / 2

recuperación sería modesta y no lograría evitar una nueva caída del PIB.

La economía brasilera continúa recuperándose lentamente de la recesión de 2015-2016. El nuevo gobierno ha mantenido la confianza de los mercados financieros, reflejada en cierta tendencia a la baja del riesgo país; sin embargo, se mantienen las dudas respecto a su capacidad para lograr aprobar en el Congreso una reforma del sistema de seguridad social que permita reducir los desequilibrios fiscales en forma más permanente. En este marco, no se ha logrado generar condiciones para un aumento sostenido de la inversión privada que impulse el crecimiento potencial.

IV.2 Contexto interno

La economía uruguaya se ha visto afectada por el empeoramiento de las condiciones globales y regionales antes comentadas. Asimismo, en el cuarto trimestre de 2018 el PIB se expandió 0.6% respecto a un año atrás, logrando un crecimiento promedio anual de 1.6% respecto a 2017.

El crecimiento desestacionalizado del cuarto trimestre del año respecto al trimestre anterior fue impulsado por los sectores Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones; Electricidad, Gas y Agua; Construcción y algunos Servicios. Desde la perspectiva de la demanda, se registró una caída del gasto doméstico, explicada mayormente por consumo privado y el gasto público, mientras que el motor de crecimiento fueron las exportaciones de bienes y servicios, como consecuencia de la trayectoria ascendente de las ventas de bienes, que superó la caída de las ventas de servicios.

Los indicadores adelantados de actividad del primer trimestre de 2019 muestran señales mixtas, por lo que no es de esperar cambios significativos en los primeros meses del año. Así, un conjunto de indicadores presentó un comportamiento expansivo, como la tasa de empleo, la generación de electricidad y algunos indicadores vinculados a los servicios y al sector agropecuario. Por el contrario, la producción industrial, las ventas de automóviles cero kilómetro, la cantidad de turistas ingresados al país y la mayoría de los indicadores de comercio exterior de bienes evolucionaron a la baja. En este último incidió la caída de las colocaciones de carne por la menor faena realizada por motivos climáticos.

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró en 2018 un moderado déficit anual de 0.6% del PIB, nivel similar al de setiembre. A nivel institucional se observó una reducción del desequilibrio del sector público y un menor superávit del sector privado, dados los efectos del traspaso de fondos desde las AFAP (sector

privado) al BPS (sector público) en el marco de la creación del Fideicomiso de la Seguridad Social (ley 19.590).

El TCRE global, que es uno de los indicadores de capacidad de competencia de los bienes y servicios uruguayos con respecto a los principales socios comerciales, se depreció un 1% en el primer trimestre de 2019, acumulando dos trimestres de aumentos. En la comparación interanual el TCRE se ubica casi 3% por debajo del nivel de un año atrás, guiado por la fuerte caída del TCRE regional dada la depreciación de Argentina, mientras que el TCRE extra-regional registró una depreciación en el último año móvil. En este marco, la brecha entre el TCR observado y el nivel determinado por sus fundamentos macroeconómicos comenzó a corregirse. Finalmente, el indicador IEBU, que mide la rentabilidad del sector exportador, se ha mantenido relativamente estable durante 2018.

En el frente fiscal, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos del PIB como la participación de la moneda nacional en su composición por monedas y la madurez promedio de la deuda, así como la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano, reflejan una situación fiscal comfortable.

Finalmente, en el cuarto trimestre de 2018 la cantidad de dinero medida como M1' se expandió 10.5% interanual, por encima del rango de referencia indicativo de 6%-8% anunciado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM, determinado por una reversión del proceso de desmonetización que se venía observando. En este marco, el BCU compró cerca de 500 millones de dólares en el mercado *spot*, a efectos de evitar volatilidades excesivas del tipo de cambio.

IV.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

Al cierre del primer trimestre de 2019 la inflación headline se ubicó en 7.78%, disminuyendo respecto al registro de diciembre 2018 (7.96%) y manteniéndose por encima del rango-meta fijado por el CCM (3%-7%).

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX, también mostró un aumento en el trimestre y se ubicó en 7.94%, algo por encima de la inflación *headline*.

La depreciación del peso en el trimestre habría impactado en los rubros transables y en menor medida sobre los no transables, efecto que fue amortiguado por el menor dinamismo de la demanda doméstica, en el marco de acuerdos salariales en línea con las pautas oficiales.

Estos fenómenos continuaron observándose en lo que va del segundo trimestre, asociados a fenómenos de volatilidad que, al no ser consistentes con los fundamentos del tipo de cambio, motivaron una intervención en el mercado de divisas.

Por otra parte, las expectativas de inflación disminuyeron unos 25 puntos básicos con respecto al trimestre anterior, ubicándose en 7.25% al final del horizonte de política según la mediana de expectativas de inflación relevadas por el BCU. La consistencia de las políticas macroeconómicas y el sesgo moderadamente contractivo de la política monetaria resultan fundamentales para consolidar el proceso de convergencia de las expectativas al rango-meta.

IV.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

El escenario base que constituye el marco para la toma de decisiones de política monetaria luce más desfavorable que el trimestre anterior, determinado por menores perspectivas de crecimiento de las economías desarrolladas, la desaceleración de la economía china y un menor dinamismo esperado del comercio mundial. Asimismo, el contexto regional muestra mayor inestabilidad y bajo crecimiento, lo que impacta negativamente sobre la economía uruguaya.

A pesar del deterioro del escenario externo, Uruguay continuaría creciendo en 2019, aunque a una tasa menor a su potencial. El desacople respecto a la región se explica en buena medida por el marco de política macroeconómica adoptado y las fortalezas construidas en el pasado: diversificación de la producción y las exportaciones, reducida vulnerabilidad fiscal y financiera, solidez del sector externo, flexibilidad cambiaria y estabilidad institucional.

Del lado de la oferta, las principales actividades que contribuirán al crecimiento son el agro, al revertirse el efecto negativo de la sequía de fines de 2017 y principios de 2018, y transporte y comunicaciones. Del lado de la demanda, el consumo privado continuará siendo un motor de crecimiento, junto a la expansión de la inversión pública, impulsada por los proyectos de participación público privada en vialidad y el comienzo del proyecto del ferrocarril central y, en menor medida, las exportaciones.

Asimismo, una política monetaria moderadamente contractiva consistente con la actual fase del ciclo económico, la implementación de una política fiscal que busca la corrección gradual del desequilibrio de las cuentas públicas y el cierre de las negociaciones salariales siguiendo los lineamientos del Poder Ejecutivo tendientes a reducir la inercia inflacionaria, es probable que

permitan que la inflación retorne al rango-meta en el horizonte de política monetaria.

Este escenario base está sujeto a una serie de riesgos. A nivel global los principales riesgos identificados refieren a una desaceleración más pronunciada de la economía china y a la posibilidad de que algunas economías avanzadas entren en recesión. Estos eventos tendrían impactos negativos en el comercio y el crecimiento mundial, afectando negativamente los precios de los *commodities* y las condiciones financieras internacionales.

A nivel regional, los desequilibrios macroeconómicos que aún persisten, la dificultad para implementar reformas estructurales y la incertidumbre política podrían determinar un escenario que estaría pautado por una mayor volatilidad financiera, en detrimento de la economía uruguaya.

Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría efectos adversos sobre el nivel de actividad, la senda prevista para la inflación, la evolución del tipo de cambio y demás variables macroeconómicas relevantes. Por lo tanto, estos riesgos son motivo de preocupación y monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

IV.5 Decisiones de política monetaria

Tomando en consideración el diagnóstico precedente y en el contexto macroeconómico proyectado, el Directorio del BCU en el marco del COPOM decidió llevar adelante una política monetaria moderadamente contractiva, consistente con la actual fase del ciclo económico y fijar para el segundo trimestre de 2019 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango de entre 8% y 10% interanual. Esta referencia es consistente con la convergencia de la inflación al rango-meta y la evolución de la actividad en línea con el producto potencial en el horizonte de política monetaria.

IV.6 Gestión de la política monetaria

La trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría diferir de ésta si se verificasen cambios en el entorno macroeconómico que no comprometan el compromiso asumido en materia inflacionaria.

La política monetaria será implementada en función de la decisión adoptada por el COPOM, lo que implica adecuar la trayectoria de la oferta monetaria a la referencia de M1' establecida mediante la utilización de instrumentos de regulación monetaria. En este marco el BCU 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.