



BCU

Informe de Política Monetaria

Segundo Trimestre 2016

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

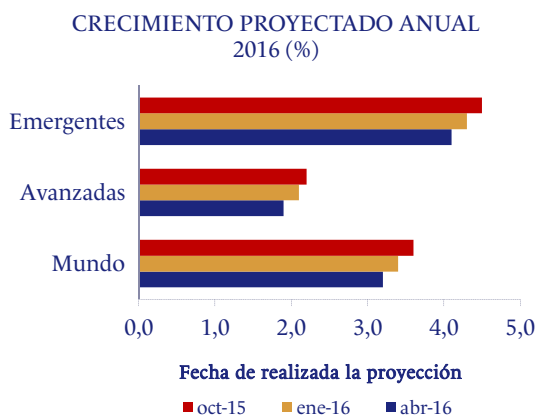
I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

Actividad global

La actividad global mostró cierta aceleración durante el primer trimestre del año, como resultado del mejor desempeño de las economías avanzadas en relación al trimestre anterior, sobre todo las economías de la Zona Euro y Japón, mientras que en Estados Unidos se volvió a enlentecer la tasa de crecimiento por tercer trimestre consecutivo.

Las economías emergentes experimentaron un menor crecimiento, al tiempo que se observa un desempeño heterogéneo entre los integrantes más importantes de este grupo de economías; mientras que en Rusia y Brasil se contrajo el nivel de actividad, China mostró una expansión algo menor que la registrada en el trimestre anterior, al tiempo que India volvió a ser la economía de mejor desempeño.



Fuente: FMI

De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI),¹ la economía global crecerá en 2016 (3.2%) y en 2017 (3.5%). Por su parte, las economías avanzadas se expandirán en los próximos dos años a un ritmo similar al del año 2015 (1.9% en 2016 y 2.0% en 2017), al tiempo que las emergentes crecerán a una mayor tasa en 2017 (4.1% y 4.5% respectivamente). Estas proyecciones

tienen un sesgo a la baja, y entre otros factores se destaca el resultado del referéndum celebrado en junio en el Reino Unido en favor de la salida de la Unión Europea (Brexit), que afectará el crecimiento de las economías avanzadas.

En Estados Unidos la actividad continuó desacelerándose en el primer trimestre del año (creció 1.1% en términos desestacionalizados y anualizados). Los componentes del gasto que explicaron el aumento de la actividad son el consumo privado (pese a mostrar cierta desaceleración), la inversión residencial, el gasto de los gobiernos regionales y las exportaciones netas. Por otra parte, la formación de capital fijo no residencial, la evolución de los inventarios y el gasto del gobierno federal contribuyeron de forma negativa.

El mercado de trabajo muestra cierto enfriamiento en los últimos meses, con una caída en la creación de empleos en mayo. Si bien, ello fue parcialmente compensado en junio, la creación de empleo muestra una tendencia decreciente en la comparación entre trimestres. Asimismo, se verificó un aumento en la tasa de desempleo que, si bien obedeció a un aumento en la tasa de participación, da cuenta de las holguras que persisten en el mercado de trabajo. Según el FMI, la economía de Estados Unidos crecerá 1.9% en 2016, proyección que puede verse modificada a la baja, por las repercusiones del mencionado referéndum en Reino Unido.

En la Zona Euro la actividad se aceleró levemente en el primer trimestre (creció 0.6% desestacionalizado), como consecuencia de un mejor desempeño de las principales economías del bloque: Alemania, Francia, España y, en menor medida, Italia. Asimismo, la tasa de desempleo muestra un descenso muy lento en los últimos meses, al tiempo que se mantiene en niveles muy elevados en algunos países, como es el caso de España. El FMI proyecta un crecimiento del Producto Bruto Interno (PIB) de 1.5% en el bloque en 2016 (similar al observado en 2015) y 1.6% en 2017.

¹ *World Economic Outlook*. FMI, abril de 2016.



BCU

La economía europea se verá afectada por el Brexit. Las proyecciones de crecimiento están siendo corregidas a la baja, debido a que las decisiones de consumo e inversión se verían afectadas por la mayor incertidumbre. Asimismo, se espera un impacto sobre el comercio y el sistema financiero británico, lo que también podría afectar negativamente tanto a la economía británica como a otras economías avanzadas. El proceso de salida no será instantáneo y se espera que la negociación entre la Unión Europea y el Reino Unido, para redefinir los nuevos términos de relacionamiento entre el país y el bloque, se extienda por más de dos años. Además del impacto directo e inmediato sobre los mercados financieros y el menor dinamismo de la actividad, existe un riesgo de mediano y largo plazo, y es que la eventual salida del Reino Unido de la Unión Europea afecte el proyecto político de la Unión Europea.

En China el PIB creció en el primer trimestre (1.1% desestacionalizado), marcando una nueva desaceleración respecto al trimestre anterior. Si bien datos de mayor frecuencia mostraron un repunte posterior, la actividad parece volver a enlentecerse. En particular, el sector inmobiliario perdió dinamismo al igual que la inversión privada, lo que puede obedecer a la implementación por parte del gobierno de medidas macroprudenciales. Por su parte, la inflación permaneció en niveles reducidos, y tanto el índice de precios al productor como el índice de precios al consumo, mostraron una reducción en junio.

Para contrarrestar la desaceleración de la actividad y las presiones deflacionarias, el gobierno implementaría una política fiscal y monetaria más expansiva. De acuerdo con las proyecciones del FMI, la economía china crecerá 6.5% en 2016 y 6.2% en 2017. El crecimiento esperado para 2016 sería inferior al registrado en 2015 (6.9%) y en línea con la meta del gobierno (entre 6.5% y 7%).

Mercados financieros

Los mercados financieros se vieron sorprendidos por la decisión del electorado británico de abandonar la Unión Europea. En los primeros días posteriores al referéndum

tendió a aumentar la volatilidad de estos mercados. Por un lado, se fortaleció el dólar y otras monedas de economías avanzadas, se registró una caída de las bolsas, en particular las europeas, se redujo el rendimiento de los bonos más seguros, aumentó el precio del oro y se redujo el precio de algunos commodities (sobre todo el petróleo). En ese marco, los bancos centrales de las principales economías avanzadas respondieron rápidamente y redoblaron el compromiso de asegurar la liquidez.

En este contexto, pautado por la existencia de mayores riesgos para la recuperación económica de las economías avanzadas, los agentes esperan una política monetaria más expansiva. En ese sentido, se redujo la probabilidad de que la Reserva Federal (Fed) vuelva a incrementar su tasa de referencia antes de fin de año, al tiempo que se espera una mayor flexibilización y mayores estímulos monetarios por parte del Banco Central Europeo, del Banco de Inglaterra y del Banco de Japón.

De este modo, los mercados tendieron a recuperarse, inclusive en Reino Unido, donde el impacto resultó mayor. La excepción a esta trayectoria son las acciones de los bancos, en particular los italianos, quienes arrastran serios problemas de morosidad y que podrían poner más presión al sistema financiero europeo.

Asimismo, los rendimientos de los *Treasuries* a 10 años alcanzaron sus mínimos históricos en los últimos días (en el entorno de 1.5%). Esta evolución a la baja de los retornos requeridos, se extendió a otros bonos, tanto de economías avanzadas como de emergentes.

Con respecto a las divisas, la libra esterlina fue la más afectada, mostrando una fuerte depreciación respecto al dólar (13% respecto al dólar en las primeras semanas luego del referéndum). Por su parte, el euro se depreció levemente, mientras que el yen y el franco suizo se fortalecieron, dada su calidad de monedas de refugio. Las monedas emergentes han tendido a apreciarse, luego de la depreciación inicial, y se ha reducido el



BCU

spread soberano, en el marco de mayores flujos de capitales hacia estas economías.

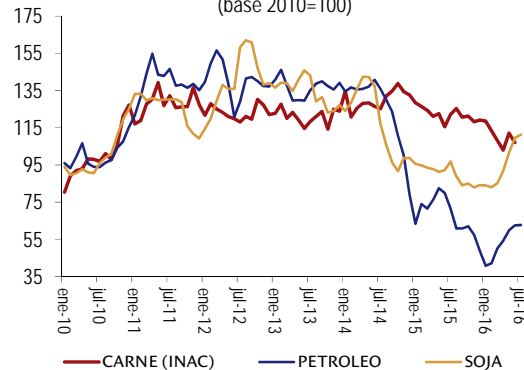
No obstante lo anterior, se estima que el proceso de salida luego del Brexit será largo y no es claro el camino institucional por el cual el transcurrirá, por lo que no se descarta que en los próximos meses se verifiquen nuevos episodios de volatilidad financiera.

Commodities

La evolución del precio de los commodities luego del impacto del Brexit ha sido heterogénea. Por un lado, aquellos que habitualmente son utilizados como activo de refugio, en particular el oro, se apreciaron de forma significativa. Por otra parte, las materias primas –en particular las metálicas– sufrieron un impacto inicial negativo, aunque luego recuperaron el nivel previo al referéndum. Los precios de los energéticos, entre los que se encuentra el petróleo, mostraron una evolución similar, aunque por ahora se mantienen algo por debajo del nivel previo al Brexit.

En cuanto a los agrícolas, la repercusión del referéndum británico fue menor, aunque también se vieron presionados levemente a la baja. No obstante, al interior del grupo de los agrícolas, también se observan desempeños asimétricos. Ello se debe a que los factores de oferta suelen ser más relevantes que los de demanda o que las condiciones financieras internacionales. En particular, la menor producción de soja en América Latina condujo a un aumento del entorno de 30% en los últimos tres meses, tendencia que no se vio alterada por los sucesivos cambios en el contexto financiero internacional.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS
COMMODITIES RELEVANTES PARA URUGUAY
(base 2010=100)



Fuente: Bloomberg.

La región

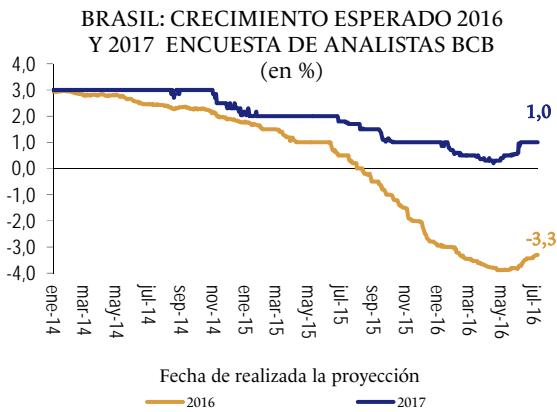
La economía brasileña se contrajo en el primer trimestre (0.3% desestacionalizado), lo que implicó una caída menor a la esperada por los analistas. De acuerdo con datos de mayor frecuencia, se estaría observando cierta estabilización del nivel de actividad en los últimos meses, luego de un prolongado período de contracción. En ese sentido, el índice de actividad mensual del Banco Central de Brasil (BCB) (IBC-BR) muestra un leve crecimiento desestacionalizado en abril, luego de quince meses consecutivos de caída, al tiempo que las expectativas de los agentes tendieron a estabilizarse y dejaron de caer.

La producción industrial de mayo se mantuvo inalterada en términos desestacionalizados, como consecuencia de un menor pesimismo de los empresarios, a una adecuación de los inventarios y a cierta reorientación de la producción hacia el mercado externo. Sin embargo, la dinamización del sector, se ve limitada por la menguada capacidad de consumo de los hogares, afectados por el aumento de la tasa de desempleo (11.2% en mayo) y por la caída de los ingresos.

De acuerdo a lo esperado por los analistas relevados en la encuesta del BCB, la actividad se reducirá en 2016 (3.3%), mientras que en 2017 experimentará una moderada recuperación (1%).



BCU



Fuente: BCB.

La inflación volvió a reducirse en junio (8.8%), continuando la tendencia a la baja de los últimos meses. La evolución de los precios administrados contribuyó a la desaceleración de los precios, al tiempo que los precios de los bienes transables evolucionaron por encima de los no transables. La apreciación del real de las últimas semanas, podría reforzar la desaceleración de la inflación, aunque también pone un freno al ajuste de precios relativos que viene procesando la economía brasileña. Las expectativas de inflación de los agentes tendieron a la baja, debido a la existencia de una brecha de producto negativa, sumada a un sesgo más contractivo por parte del BCB. Ello, podría dar lugar a recortes en la tasa Selic antes de fin de año.

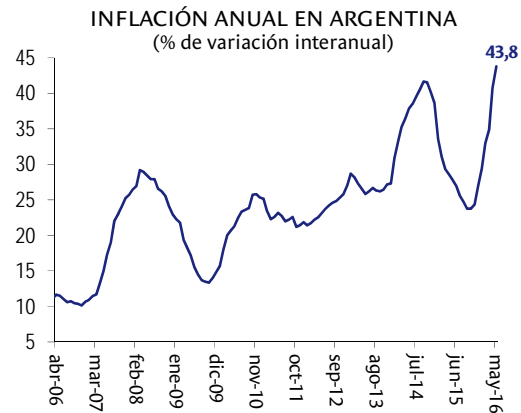
La situación fiscal continuó deteriorándose. En mayo se registró un nuevo aumento del déficit primario (se ubicó en 2.5% del PIB en el año móvil), que significó el nivel más alto desde 1997. Este resultado refleja, tanto la caída de la recaudación, como subas en los gastos, y subraya la urgencia de ajustes de corto, mediano y largo plazo. Esta necesidad se da en un contexto de dificultad política para implementar medidas de fuerte impacto.

La economía argentina, por su parte, mostró un peor desempeño que el anunciado por el gobierno y el proyectado por los analistas privados en la primera mitad del año. En ese sentido, los datos de actividad apuntan a una profundización del contexto recesivo en el segundo trimestre del año. Tanto el consumo, como la inversión, los ingresos y el empleo mostraron un deterioro significativo,

afectados en gran medida por la aceleración de la inflación. El impulso a la actividad vino por el lado del comercio exterior, por la venta de inventarios acumulados y la reducción de las trabas discrecionales.

La inflación en mayo se ubicó en niveles elevados (43,8%), como consecuencia de la unificación del mercado cambiario de diciembre y de la actualización de las tarifas. En la medida que no se esperan nuevos aumentos de tarifas y la moneda ha tendido a apreciarse, se espera cierta moderación del incremento de los precios, que podría contribuir a la estabilización del consumo de los hogares.

Para el segundo semestre el gobierno buscará dinamizar la actividad, estimulando la demanda interna. Para ello, por un lado, buscará acelerar el proceso de las licitaciones de obra pública y, por otro, incentivar el consumo privado a través de la devolución del IVA a sectores vulnerables y la actualización de las jubilaciones.



Fuente: Graciela Bevaqua e INDEC.

Escenario Base

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

La demanda externa relevante para la economía uruguaya mostraría escaso dinamismo. En particular, la región se encontraría en una fase de contracción en



BCU

2016. Por su parte, Estados Unidos continuaría creciendo a un ritmo moderado, mientras que China continuaría un proceso de desaceleración, aunque creciendo a tasas superiores al 6%. Europa seguiría mostrando una expansión modesta, con varias fuentes de riesgos a la baja.

Crecimiento del PIB (términos reales, %)

	2015	2016f	2017f
Economía global	3.1%	3.2%	3.5%
Economías avanzadas	1.9%	1.9%	2.0%
Estados Unidos	2.4%	2.4%	2.5%
Zona Euro	1.6%	1.5%	1.6%
Japón	0.5%	0.5%	-0.1%
Economías emergentes	4.0%	4.1%	4.6%
China	6.9%	6.5%	6.2%
Brasil	-3.9%	-3.5%	1.2%
Argentina	1.5%	-1.5%	2.7%

Fuentes: FMI, *Tendencias y Ecolatina*.

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

El escenario financiero luce más favorable que en los meses previos, debido a que se espera que las economías avanzadas implementen una política monetaria más expansiva. En este marco, la trayectoria más lenta de aumentos de tasa de interés por parte de la Fed determinará una menor apreciación del dólar a nivel global y una reducción en los costos financieros de las economías emergentes, respecto a lo esperado meses atrás. Ello se está reflejando en la evolución a la baja de los *spread* de la deuda soberana de los países emergentes.

En consecuencia, si bien en 2015 en promedio los socios comerciales de Uruguay experimentaron deflación en dólares, se espera que en 2016 y 2017 tengan inflación en dólares. Esta evolución se explica principalmente por la apreciación esperada del real y la elevada inflación doméstica en Argentina. Asimismo, se espera que los socios

fuera de la región tengan cierta inflación en dólares.

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

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

I.2. La economía uruguaya

I.2.1 Nivel de actividad y empleo

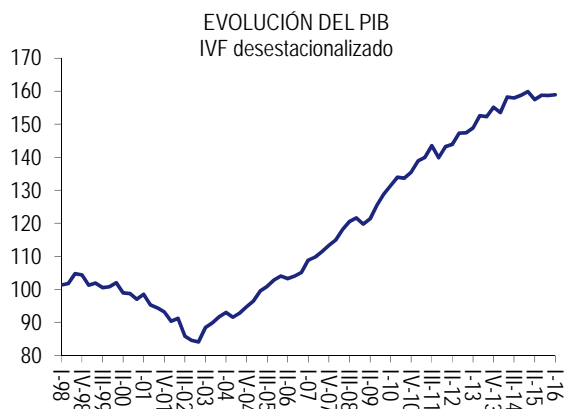
El primer trimestre de 2016

En el primer trimestre del año el nivel de actividad permaneció estable respecto al trimestre anterior (0.1% en términos desestacionalizados), mientras que en comparación con igual período de 2015 se redujo (-0.5%). Ello fue el resultado de una menor producción por parte de casi todos los sectores de actividad con la excepción de transporte, almacenamiento y



BCU

comunicaciones y suministro de electricidad, gas y agua.

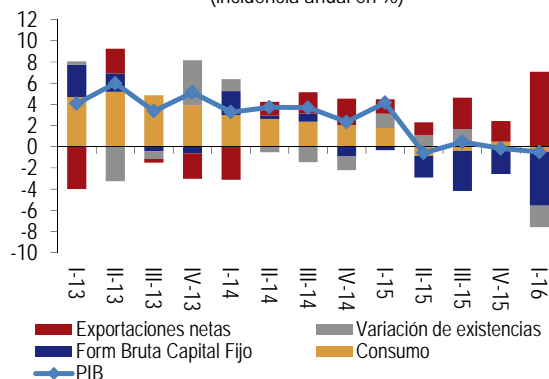


La oferta final de la economía se volvió a contraer respecto a un año atrás (5.1%), lo que se debió fundamentalmente a una caída en las importaciones (17.4%), y en menor medida a la contracción del nivel de actividad. La caída de las importaciones se explicó por una reducción en las compras de bienes en todas sus categorías (consumo, capital e intermedios), que no logró ser contrarrestada por el aumento de las importaciones de servicios.

Desde la perspectiva del gasto, la demanda interna también se redujo (6.9%), siendo en su mayor parte compensada por una reducción del déficit de transacciones con el exterior. Este menor déficit se debió a un aumento en volumen de las exportaciones (1.8%), más que contrarrestado por la mencionada caída de las importaciones.

La disminución de la demanda interna se explicó en mayor medida por la reducción en la formación bruta de capital (25.6% interanual), tanto en inversión fija como en menor acumulación de existencias. En relación a la primera, se registraron caídas tanto en la inversión pública como privada, y en particular en las compras de maquinaria y equipo importados. Mientras tanto, el gasto en consumo final se redujo levemente (0.8%).

UTILIZACIÓN FINAL
(incidencia anual en %)



Finalmente, el aumento en las exportaciones fue impulsado por mayores ventas tanto de bienes como de servicios. Las primeras registraron un incremento asociado a mayores ventas de pulpa de celulosa. En tanto, las ventas de servicios al exterior se expandieron como consecuencia de un aumento en el turismo receptivo (debido tanto a un mayor número de turistas como al mayor gasto realizado).

Indicadores de actividad del segundo trimestre de 2016

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

Por un lado, si bien las importaciones de bienes de consumo sin automóviles mostraron un repunte en tendencia-ciclo considerando datos a abril, en términos interanuales continuaron contrayéndose. De forma similar, las ventas de automóviles 0 km estabilizaron en el margen la caída que venían registrando en el último año en términos de tendencia-ciclo, pero aún continúan mostrando fuertes caídas interanuales. Esta evolución resulta consistente con el deterioro de algunos fundamentos del consumo privado, como el mercado laboral y las expectativas de los consumidores. Asimismo, el crédito a las familias en moneda nacional exhibió una fuerte desaceleración durante el primer semestre del año, registrando una variación



BCU

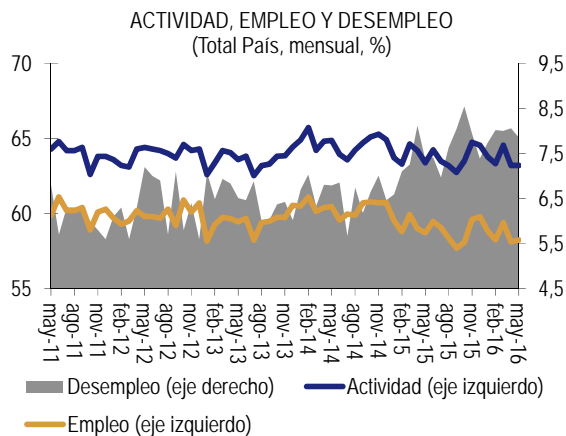
casi nula en términos de tendencia-ciclo con datos a abril.

En cuanto a la demanda externa, en el promedio de abril y mayo las exportaciones de bienes medidas en volumen cayeron 17% en términos interanuales (fuente Aduana, sin incluir Zonas Francas). El componente de tendencia-ciclo continuó mostrando una trayectoria a la baja, al igual que los precios de exportación.

Desde el punto de vista de la oferta, los datos de la industria manufacturera de abril indican que el componente de tendencia-ciclo del IVF global mostró variaciones mensuales positivas en los últimos meses impulsado por las grandes ramas del sector (sobre todo celulosa y refinería). Por su parte, el indicador de exclusión (que no considera estas ramas) acumula más de un año y medio de caídas mensuales en el margen.

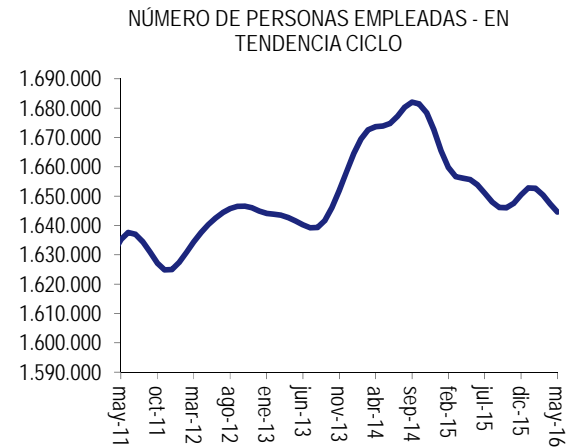
Empleo e ingresos

La tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 7.9% en el primer trimestre del año, nueve décimas por encima del nivel de un año atrás, debido fundamentalmente a una reducción de la demanda de trabajo (la tasa de empleo pasó de 59.3% a 58.9%), que se vio acompañada por una estabilidad de la oferta laboral (se ubicó en 63.9%).



Esta tendencia continuó verificándose en el segundo trimestre de 2016; en los datos a mayo la tasa de desempleo fue de 7.9%, cinco décimas por encima de la registrada en mayo

de 2015. Este incremento fue originado por una disminución de la tasa de empleo, que no fue compensado por la reducción de la oferta de trabajo. De esta forma, si se corrige la cantidad de ocupados por efectos irregulares y estacionales, en los primeros cinco meses del año se habrían perdido 46 mil puestos de trabajo en el total del país en relación a los mismos meses de 2015.

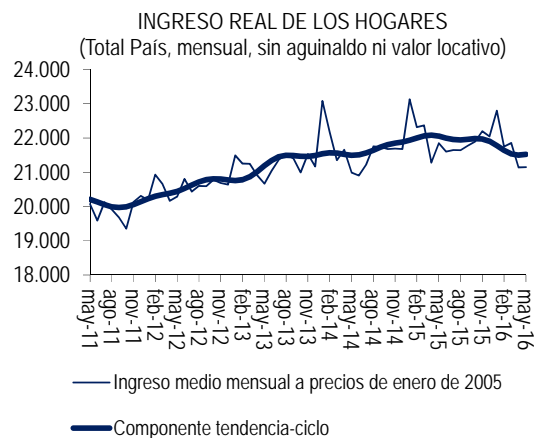
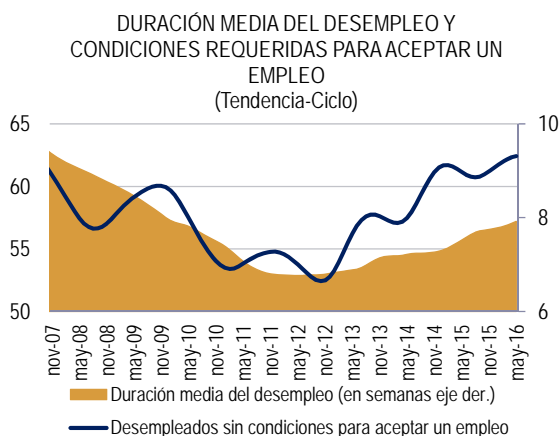


A su vez, en un mercado laboral menos dinámico, se observó un deterioro en la calidad del empleo. La tasa de subempleo se incrementó casi dos puntos respecto a mayo de 2015 (abarcó al 8.3% de la población ocupada). De todas maneras, se encuentra en niveles reducidos en una perspectiva de más largo plazo. Por su parte, el no registro se incrementó algo más de tres puntos en la misma comparación, afectando al 26.2% de los ocupados.

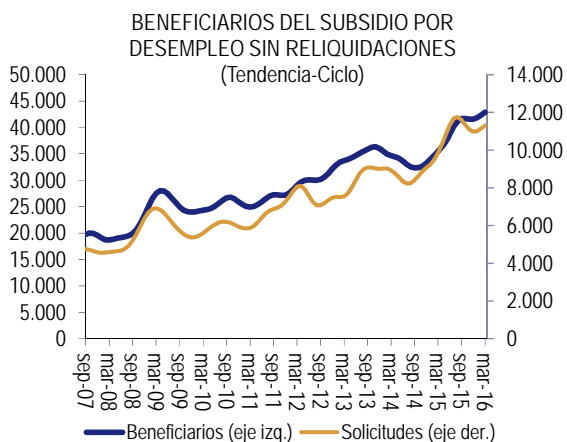
En este marco, se observa una tendencia creciente en el número de personas que no imponen exigencias para aceptar un empleo. A su vez, la duración media del desempleo lleva casi dos años con una tendencia creciente, ubicándose en aproximadamente 8 semanas, un punto por encima de los mínimos de fines de 2012.



BCU



Por otra parte, la información del BPS a marzo de 2016 muestra un incremento en el número de los beneficiarios del subsidio por desempleo a partir de noviembre, mientras que las solicitudes muestran una tendencia creciente desde diciembre (tras la caída que habían mostrado entre agosto y noviembre), lo que indicaría nuevos aumentos de los beneficiarios del seguro de desempleo en los próximos meses.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país se mantuvo relativamente estable en el año cerrado a mayo 2016. Por fuentes de ingreso, esto se explicó por una caída de los ingresos de los empleados por cuenta propia (0.6%), que se vio contrarrestado por un aumento en las pasividades (1.5%), en tanto que los ingresos salariales se mantuvieron estables.

En suma, la situación del mercado laboral durante 2016 siguió mostrando los signos de enlentecimiento que había comenzado a mostrar en 2015, en consonancia con la desaceleración de la actividad económica. En una perspectiva de más largo plazo, la economía mantiene bajos niveles de desempleo, altos niveles de empleo, al tiempo que comenzó a observarse una estabilización del salario real y el ingreso real de los hogares.

I.2.2. Sector externo

Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se depreció en los primeros cinco meses de 2016, respecto a los niveles de fines de año (5.5%). Respecto a los socios comerciales, se registró una depreciación respecto a la región (10.4%), al tiempo que con el resto del mundo se verificó un encarecimiento relativo (2.1%).²

En lo que refiere a la relación de precios relativos con la región, se observó un abaratamiento relativo tanto respecto a Argentina como a Brasil. En el primer caso, se dio por la aceleración de la inflación en el país vecino, que resultó superior al ritmo de depreciación de la moneda. Por otra parte, en Brasil, luego de una fuerte depreciación de la moneda en el marco de una aguda crisis

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

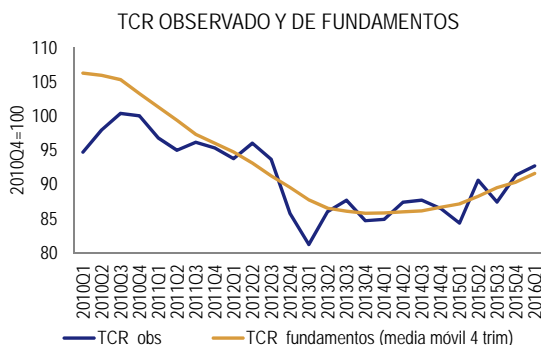


BCU

política en los primeros meses del año, a partir de marzo el real sufrió una fuerte apreciación, que se vió reforzada en las últimas semanas por el contexto de depreciación del dólar a nivel global (como consecuencia del mayor sesgo expansivo de los bancos centrales de las economías avanzadas tras el *Brexit*). Esto resultó en una mejora del TCRE bilateral con dicho país (12.7%).

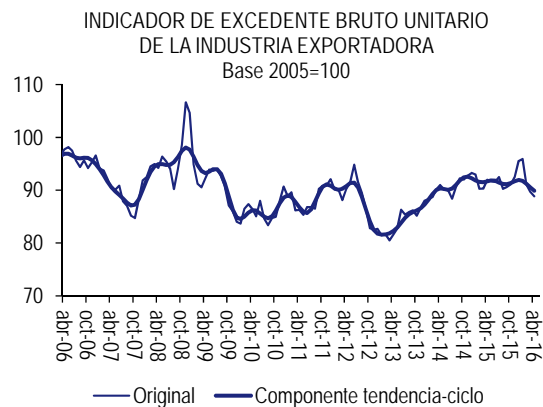
En tanto, el TCRE con los socios de la extra región en los cinco primeros meses del año se apreció debido a un encarecimiento relativo con algunos de los principales socios de la extra región (China, México y Reino Unido). En una perspectiva más larga, el nivel del TCR bilateral se ubica cercano al del año base.

Por otra parte, el TCR de fundamentos muestra una tendencia a depreciarse desde fines de 2013, al influjo de un ajuste del gasto respecto al PIB, fundamentalmente por un ajuste de los gastos en inversión y, en menor medida en bienes de consumo privados. Ello fue compensado, en parte, por cierta mejora de los términos de intercambio y de la productividad relativa de la mano de obra (en 2014), que tendieron a apreciarlo. Asimismo, en el cuarto trimestre de 2015 y en el primero de 2016 el TCR observado³ se ubicó algo por encima de su nivel de fundamentos.



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

Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora⁴ mostró una trayectoria a la baja en tendencia-ciclo desde febrero 2016, ubicándose en niveles similares a los de comienzos de 2014. Esta evolución obedeció a una reducción de los precios de exportación medidos en dólares mayor a la que experimentaron los costos unitarios de producción.



En síntesis, el nivel del TCR se encuentra actualmente relativamente alineado respecto a su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador mostró una tendencia decreciente pero continúa en niveles razonables respecto al promedio de los últimos 10 años. En el margen se destaca la depreciación del tipo de cambio real efectivo en los primeros cinco meses de 2016, al influjo de la fuerte inflación en dólares que mostraron los países de la región.

Balanza de Pagos

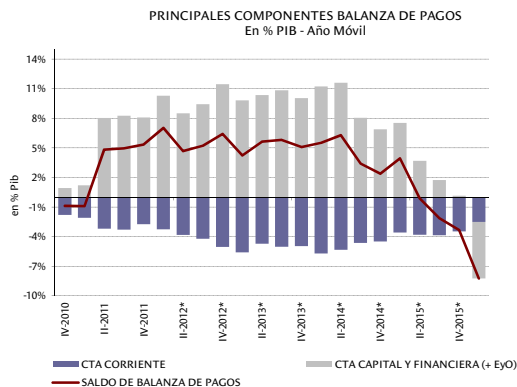
En el año finalizado a marzo de 2016 la economía uruguaya presentó un déficit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 1.302 millones de dólares, equivalentes a 2.5% del PIB. Esto implicó una disminución de un punto porcentual respecto al año anterior, ya que en el año finalizado a

⁴ 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



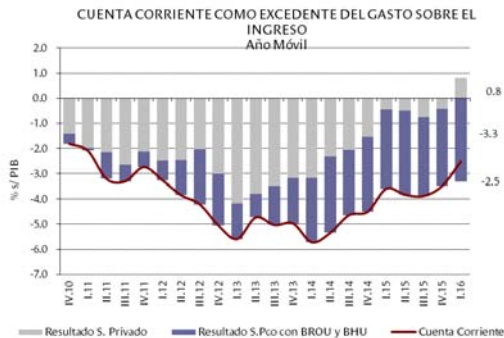
BCU

marzo de 2015, este saldo alcanzó a -3.8% del PIB.



Estos últimos datos confirmaron las tendencias que se venían experimentando: descenso del déficit de la cuenta corriente (-2.5%), pérdida de activos de reserva (-8.3%) y salida de fondos a través de los movimientos financieros (-5.7%).

La tendencia declinante de déficit en cuenta corriente, se correspondió con el ajuste que paralelamente experimentó el saldo de transacciones reales del sector privado, que terminó mostrando un ahorro superior a la inversión en 0.8% PIB; por el contrario el sector público mantuvo su déficit de 3.3% del PIB.



El ajuste que verificó el sector privado se procesó vía caída de la inversión, ya que el consumo se mantuvo estable. En cambio, la brecha ahorro-inversión del sector público se mantuvo, ya que si bien el resultado de las

Empresas Públicas (EPP) mejoró, aumentó el déficit del Gobierno Central (GC) y el pago de intereses del Banco Central del Uruguay (BCU). En un contexto de menor costo de abastecimiento de demanda de energía eléctrica y de contención de gastos, en el que se destaca la baja del precio de petróleo y el menor uso de las centrales térmicas, se verificó un aumento del superávit corriente en las EPP, y también una caída de inversiones. Por otro lado, la menor contribución del ciclo económico afectó las finanzas del GC, ya que si bien los gastos aumentaron con menos fuerza, lo hicieron por encima de los ingresos.

La disminución del déficit de la cuenta corriente, se explicó enteramente por el cambio de signo en el saldo de la cuenta comercial, debido al giro que presentó la cuenta de bienes. Este resultado fue parcialmente compensado por el incremento de las rentas netas remitidas al exterior, como consecuencia de los mayores pagos de intereses por títulos públicos, y de las mayores rentas generadas por las empresas de inversión extranjera directa (debido en parte a que en el año móvil a marzo de 2016 se contó con el pleno funcionamiento de las dos plantas de celulosa, en tanto en igual período del año anterior el funcionamiento de una de ellas no fue completo, ya que comenzó a fines del segundo trimestre de 2014).

Para el primer trimestre del año el déficit de cuenta corriente se redujo a 48 millones de dólares, de acuerdo a cifras preliminares, frente a los 635 millones de dólares alcanzados en igual período del año anterior. Con este resultado, se acentúa la tendencia decreciente, que venía experimentado dicho saldo, desde el primer trimestre del 2014, vía fundamentalmente el ajuste de la cuenta comercial, ya que por el contrario la renta de la inversión presentó un déficit levemente creciente.

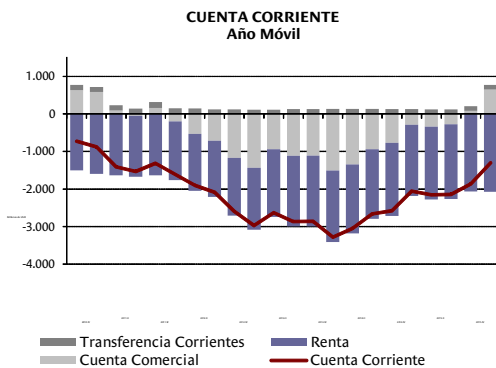
En términos de años móviles, la reducción del déficit de la cuenta corriente, en aproximadamente 750 millones de dólares en el período finalizado a marzo de 2016, fue producto del giro que presentó la balanza comercial, la cual pasó de un déficit de 288



BCU

millones de dólares, a marzo de 2015, a un superávit de 645 millones a marzo de 2016. Esto se debió enteramente al importante descenso de las importaciones de los bienes - en particular de los bienes energéticos- ya que las exportaciones continuaron cayendo, pese al incremento de las ventas al exterior de pasta de celulosa, como consecuencia del funcionamiento de las dos plantas procesadoras durante todo el año móvil a marzo de 2016).

La renta neta, por el contrario, presentó un mayor déficit en el año finalizado a marzo de 2016 respecto a igual período del año anterior, alcanzando los 2.074 millones frente a 1.963 millones de dólares respectivamente. Incidieron en este resultado, el mayor saldo negativo del sector público (a raíz del aumento de pagos de intereses correspondientes a valores públicos) y el del sector privado (fruto del incremento de las utilidades generadas por las empresas de inversión extranjera directa).

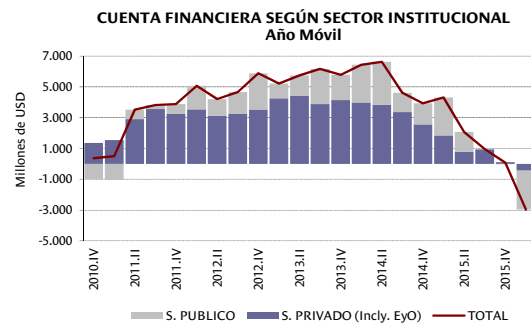


Los movimientos financieros de la economía con el resto del mundo, si se computan también los no registrados que se recogen en el rubro errores y omisiones, verificaron una salida neta de fondos cercana a los 3.000 millones de dólares al año móvil finalizado en el primer trimestre del año. Esto obedeció fundamentalmente al comportamiento del sector público y en menor medida al del sector privado.

Durante los tres primeros meses del año, el sector público fortaleció su posicionamiento con el resto del mundo, ya que el GC amortizó bonos locales en unidades

indexadas, el BCU canceló títulos que estaban en poder de no residentes y el BROU constituyó activos con el exterior.

A nivel del sector privado salieron aproximadamente 440 millones de dólares en el año a marzo de 2016, mientras que en igual período del año anterior se había verificado un ingreso de fondos superior a los 1.800 millones de dólares. Este cambio de signo en los movimientos financieros obedeció fundamentalmente a una salida de capitales de la banca privada hacia el resto del mundo y al menor flujo de inversión extranjera directa registrado en el año móvil cerrado a marzo de 2016.



I.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en mayo de 2016, el déficit del sector público global (SPG⁵) fue 3.7% del PIB, 0.3% del PIB superior al de un año atrás. Esta dinámica se explica por el déficit en el consolidado GC-BPS y el incremento de los pagos de intereses del BCU. Como atenuante, se registró una disminución del déficit de EEPP de 0.6% del PIB.

⁵ El SPG incluye al GC, al Banco de Previsión Social, a las EEPP, al BCU, a los gobiernos departamentales y al Banco de Seguros del Estado.



BCU



El resultado primario de GC-BPS se redujo en 0.4% del PIB respecto al año anterior, con lo que resultó deficitario en 0.6% del PIB. En ese sentido, el aumento en términos reales de los egresos (1.4%) enfrentó una leve caída de los ingresos (0.1%), en un contexto en el que la menor contribución del ciclo económico afectó la recaudación de la DGI y del BPS.

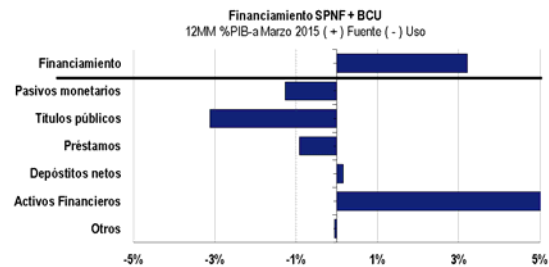
Finalmente, el déficit del BCU se incrementó 0.4% del PIB en el último año, ubicándose actualmente en 1.3% del PIB. Esta evolución se explica por el aumento de los intereses pagados por los instrumentos de esterilización en el marco de una política monetaria contractiva. Sin embargo, la gestión de deuda del tercer trimestre de 2015 (operaciones de canje y venta de divisas) implicó un cambio en esta tendencia creciente. En ese sentido, se revisó a la baja la proyección de los intereses caja en 0.6% del PIB para 2016 y 0.8% del PIB para 2017.

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

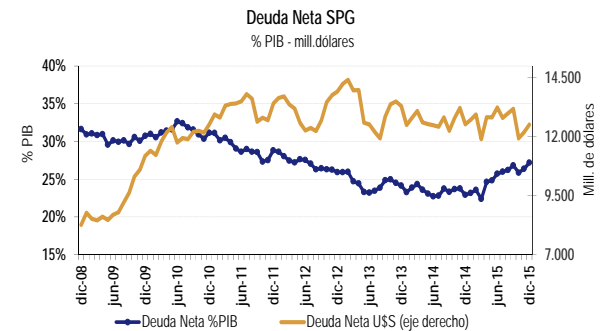


Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a marzo 2016 el déficit del SPG fue 3.2% del PIB⁶. La fuente principal de

financiamiento fueron los activos de reserva, mientras que en sentido contrario operaron la amortización de títulos públicos y préstamos, y la gestión de la política monetaria que determinó una caída de los pasivos monetarios.



Los últimos datos oficiales muestran que la deuda bruta del SPG a marzo 2016 asciende a 30.326 millones de dólares (64% del PIB), en tanto que los activos se ubican en 17.545 millones de dólares (37% del PIB). Por ende, la deuda neta se ubica en 12.781 millones de dólares (27% del PIB), 4 puntos por encima del mínimo histórico que tenía un año atrás.

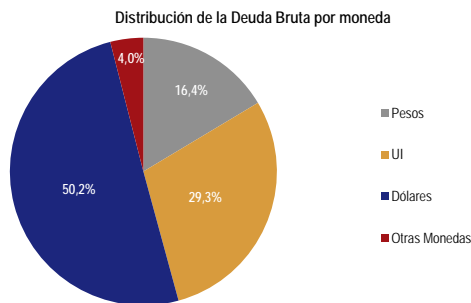


La deuda neta expresada en dólares aumentó (256 millones de dólares), impulsada por el financiamiento del déficit fiscal del SPG y por la utilización de reservas internacionales para reducir pasivos monetarios.

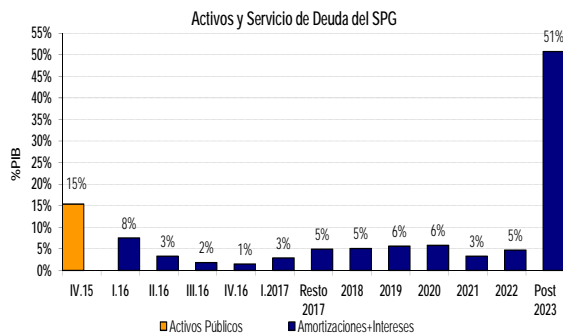
Por otra parte, si bien se observa un leve aumento en la participación de la deuda en moneda extranjera debido fundamentalmente a la reducción de la deuda en pesos del BCU, este cambio es marginal.

⁶ El déficit anual cerrado en marzo 2016 computa un gasto atípico porque considera once pagos de sueldos y

pasividades, dado que el pago de abril 2015 se adelantó a marzo 2015.



Finalmente, el nivel de activos de reserva del sector público (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a marzo 2016 permitía cubrir el servicio de deuda pública del SPG de todo el 2016 y hasta febrero de 2017. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.167 millones de dólares (4.7% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2023.



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

confortable y manejable en el escenario actual.

II. La política monetaria en el segundo trimestre de 2016

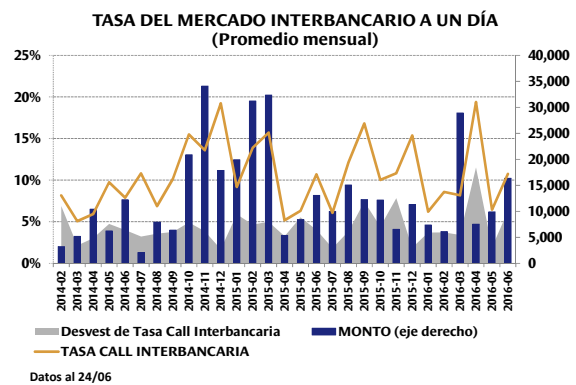
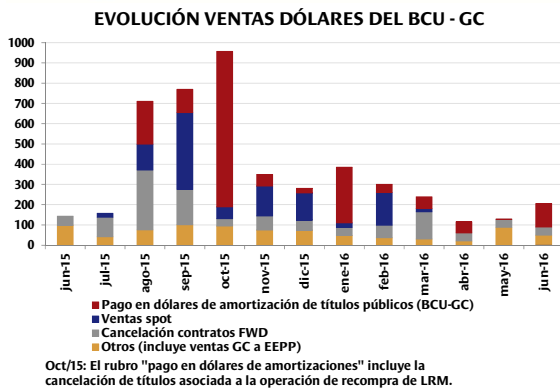
II.1. Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

En la reunión trimestral del 7 de abril de 2016, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió reducir la referencia para el crecimiento interanual del agregado M1 ampliado (M1'), anunciando un rango indicativo de 4% a 6% para el segundo trimestre de 2016.

A su vez, en abril el BCU incrementó los requerimientos de encaje en moneda nacional y extranjera, aumentando las alícuotas de encaje exigidas sobre obligaciones líquidas (plazos menores a 30 días) en ambas monedas.

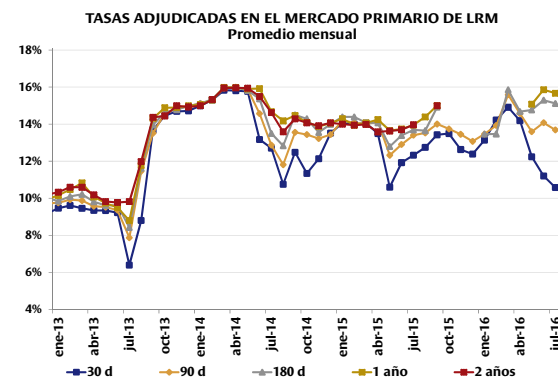
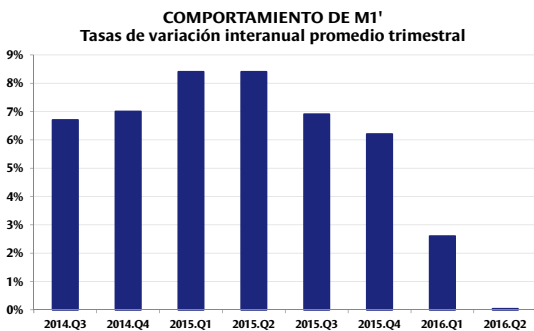
La política monetaria fue implementada de manera de alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM. Para ello se tuvo en cuenta que en la coyuntura actual la demanda de dinero estaría siendo menos dinámica, como respuesta de los agentes ante el contexto financiero global y el menor dinamismo del PIB que fueran explicados en la Sección I.

En este marco, los excedentes de liquidez en el mercado de dinero fueron gestionados principalmente en base a la colocación de letras de regulación monetaria. No obstante, también se esterilizaron fondos mediante la venta de divisas por concepto de cancelación de contratos forward con EEPP, al tiempo que se registraron amortizaciones en dólares de títulos locales.



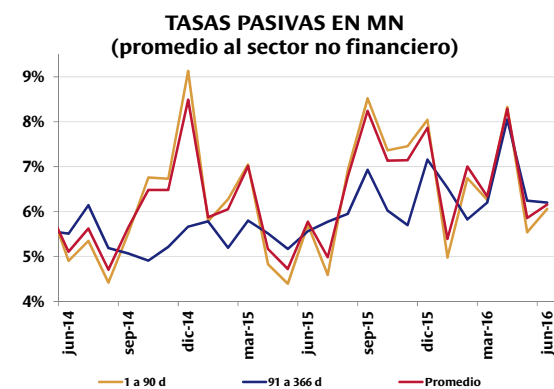
Como resultado, de la política llevada a cabo y de los cambios procesados en la demanda de dinero, la variación interanual del agregado monetario M1' en el segundo trimestre estuvo cercana a 0%. Los depósitos líquidos fueron lo que registraron una mayor retracción (-0.6%), mientras que el circulante de monedas y billetes creció 3% respecto de igual período del año anterior.

Las tasas de las letras de regulación monetaria (LRM) correspondientes al tramo corto de la curva de rendimientos (30 y 90 días) se redujeron durante el trimestre, no obstante, las tasas correspondientes a 180 y 365 días presentaron un ajuste al alza, promediando 15%.



Durante el trimestre en curso la tasa de interés a un día ajustó a la baja, mostrando mayor volatilidad. El mes de abril se caracterizó por un contexto restrictivo de liquidez en moneda nacional (MN) a un día, asociado a la entrada en vigencia del incremento de las alícuotas de encaje a partir del primero de abril. Avanzado el trimestre la tasa a un día registró un ajuste a la baja, dando cuenta de una adecuación de los bancos al cambio en dicha normativa.

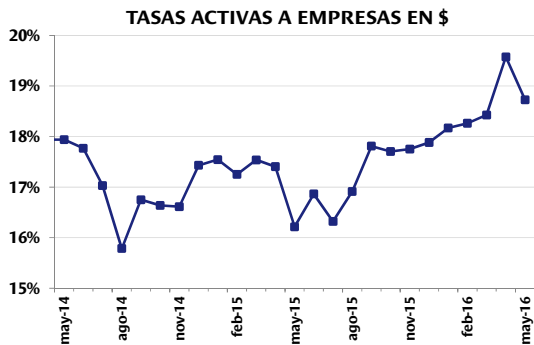
Como es habitual, las tasas pasivas acompañaron los movimientos en la tasa a un día. Así, las mismas registraron un ajuste al alza cercano a 200 Pbs., corrigiendo a la baja posteriormente.



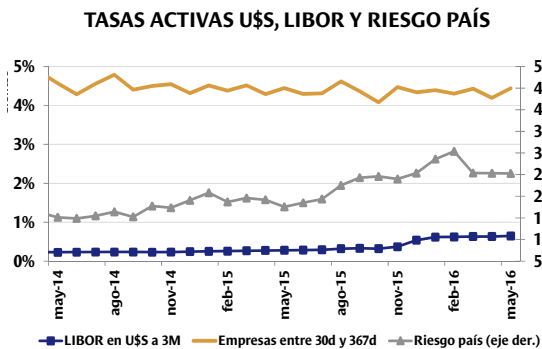


BCU

Las tasas activas se incrementaron fuertemente en abril, en un marco de mayor demanda de crédito empresarial, ajustando parcialmente a la baja en mayo. Este movimiento podría estar respondiendo a la reducción de tasa promedio de la curva de rendimientos o ser la contracara de un menor dinamismo del crédito empresarial en mayo.



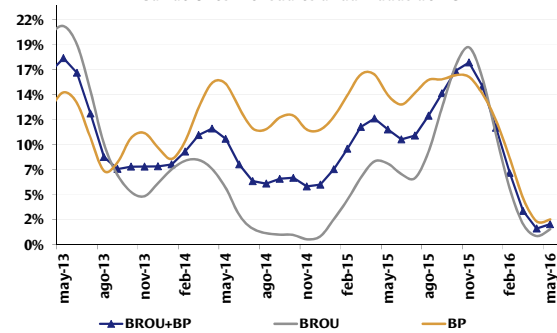
A su vez, las tasas activas en dólares pactadas con empresas, para plazos entre 30 y 367 días, se mantuvieron estables, promediando 4.4% en el trimestre.



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

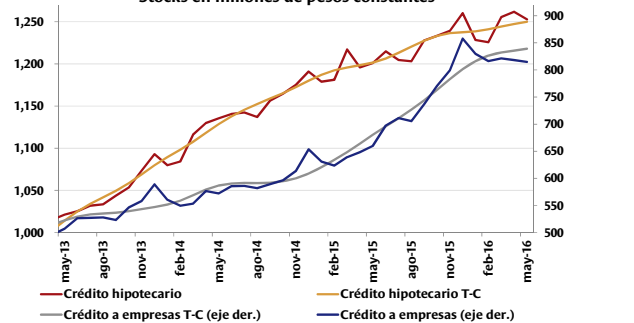
El crédito en moneda nacional registró, en el bimestre abril - mayo, una significativa moderación de su crecimiento, medido en T-C. Dicho comportamiento se observó tanto a nivel de BROU como de banca privada (BP).

CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO MONEDA NACIONAL (pesos constantes)
Variaciones mensuales anualizadas de TC



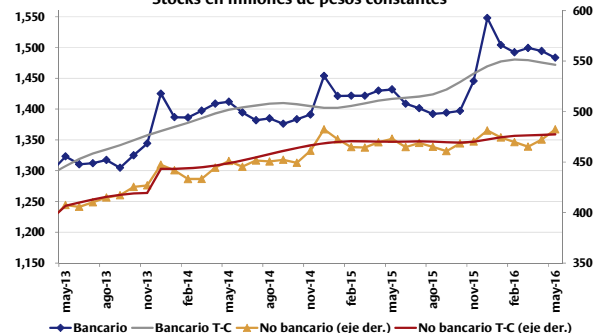
El mayor dinamismo del crédito en moneda nacional siguió observándose en el crédito a empresas, aunque a un ritmo significativamente inferior en relación al trimestre anterior. Por su parte, el crédito hipotecario continuó expandiéndose a un ritmo anualizado del entorno del 3% real, medido en T-C.

CRÉDITO A EMPRESAS E HIPOTECARIO
Stocks en millones de pesos constantes



Por otro lado, el crédito al consumo tendió a contrarse en términos reales, impulsado fundamentalmente por el bancario.

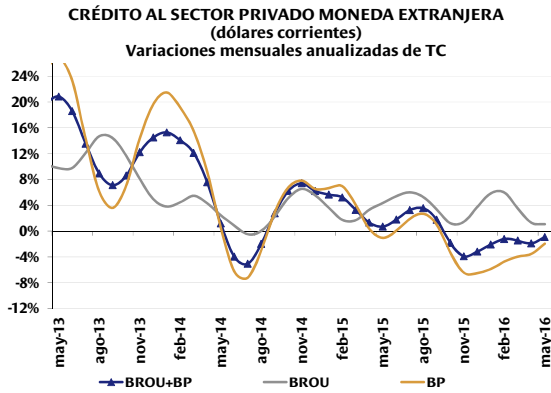
CRÉDITO AL CONSUMO
Stocks en millones de pesos constantes





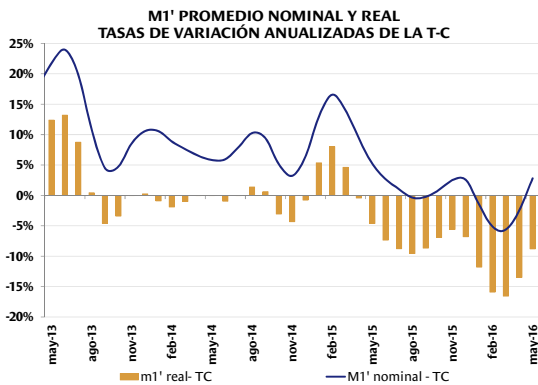
BCU

Por último, el crédito en moneda extranjera (ME), medido en dólares corrientes, se mantuvo relativamente estable en términos de T-C, contracara del mayor crecimiento del crédito en MN por parte de las empresas.



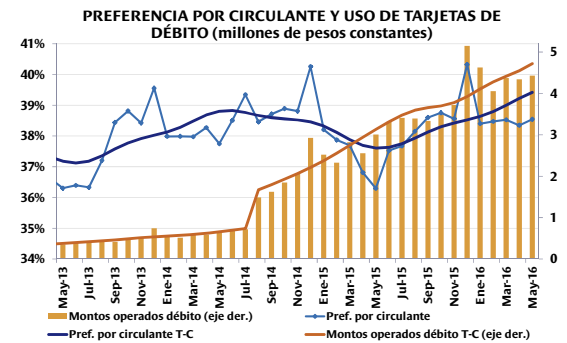
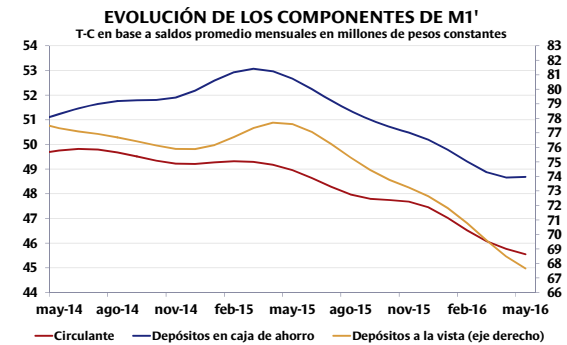
Acorde al escaso dinamismo registrado por el agregado monetario M1' durante el trimestre, su medición en tendencia-ciclo verificó un crecimiento nominal levemente positivo y una caída significativa en su medición en pesos constantes.

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



Si bien todos los componentes de M1' cayeron en términos reales, el mayor ritmo de retracción se verificó en los depósitos a la vista. La contracción de los depósitos líquidos

continuó verificándose, a pesar de los cambios en los hábitos de pago impulsados por la Ley de inclusión financiera.⁷ En este sentido, la preferencia por circulante, que a priori debería caer tras fomentarse el uso de cuentas a la vista en detrimento de billetes, tendió a incrementarse como resultado de que el ajuste de los depósitos líquidos fue mayor que el del circulante.

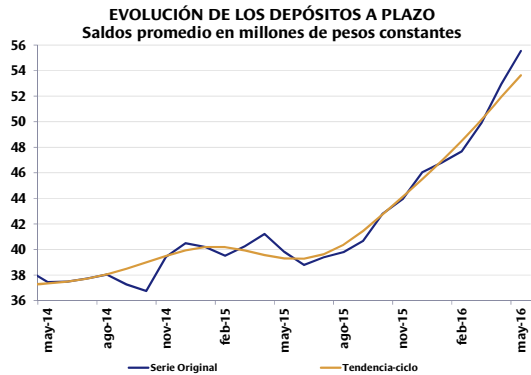


Los depósitos a plazo continuaron presentando una dinámica muy significativa en abril y mayo. Dicho incremento se explicó principalmente por la emisión de certificados de depósitos emitidos por los bancos, los cuales habrían sido adquiridos principalmente por inversores institucionales.

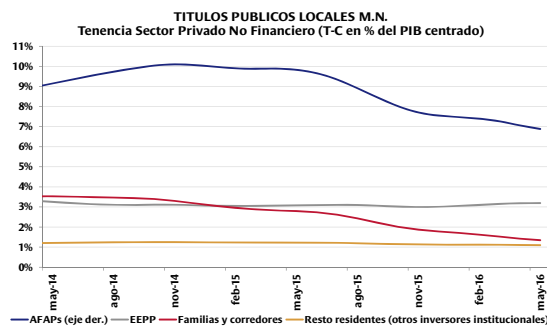
⁷ Los montos transados con tarjeta de débito y los pagos automáticos de servicios mediante tarjetas de crédito continuaron mostrando una tendencia creciente.



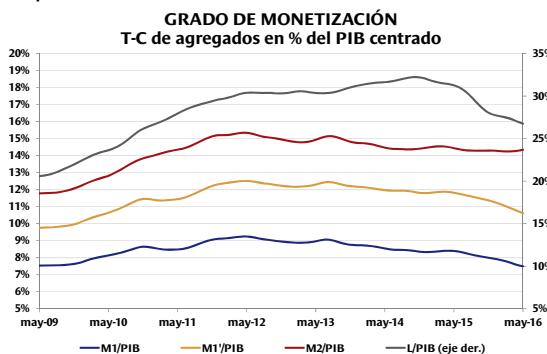
BCU



La tenencia de familias y corredores de títulos públicos emitidos en el mercado local continuó contrayéndose, al igual que sucedió en el caso de las AFAPs. Por su parte, las EEPP y el resto de residentes se mantuvieron estables como proporción del PIB.

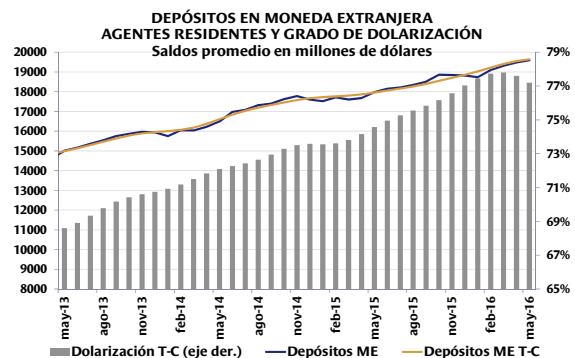


De forma consistente con la evolución seguida por los agregados más transaccionales y la tenencia de títulos, el grado de monetización continuó reduciéndose, mientras que el ratio de M2 a PIB se mantuvo estable al influjo de la operativa de certificados de depósito antes explicada.



(*) Se denomina "L" al agregado M2+Títulos

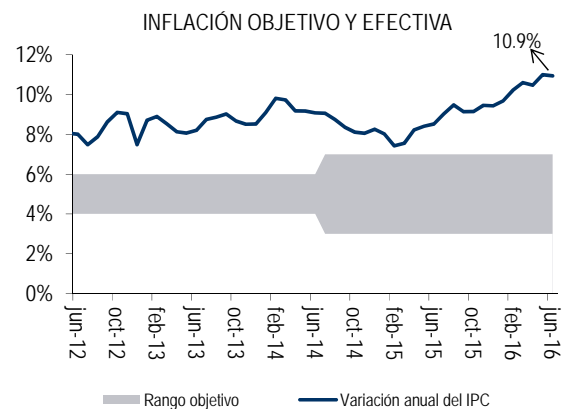
Los depósitos en ME de los agentes residentes continuaron observando una tendencia creciente. A pesar de dicho crecimiento, el grado de dolarización de los depósitos se mantuvo relativamente estable en el bimestre, comportamiento que se asocia a la apreciación del peso y el fuerte crecimiento de los depósitos a plazo.



III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación

En el año móvil cerrado a junio 2016 la inflación headline se ubicó en 10.94%, por encima del registro de marzo (10.6%) y por encima del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) (3%-7%).



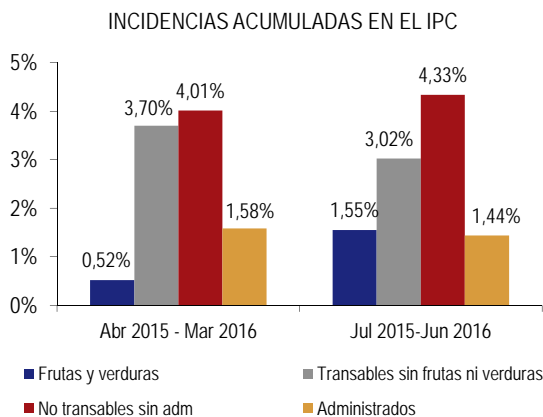


BCU

Esta aceleración en la inflación se dio como consecuencia, fundamentalmente, de un fuerte incremento en el precio de las hortalizas y legumbres, que se vio acompañado por mayores subas en los precios de los bienes y servicios no transables de exclusión (NTX)⁸.

En el primer caso, la dinámica estuvo pautada por problemas de oferta debido a las abundantes lluvias registradas en abril. En tanto, en el caso de los NTX, los rubros con mayor incidencia fueron los servicios (en particular el servicio doméstico y los alquileres) y las comidas y bebidas fuera del hogar.

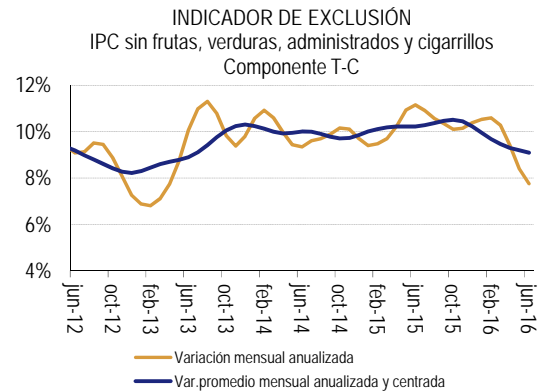
Por el contrario, los bienes y servicios transables de exclusión tuvieron una menor incidencia a la que habían presentado en el año móvil cerrado a marzo. Esto se dio en el marco de una apreciación del peso. En tanto, los precios administrados tuvieron una menor incidencia debido a la reducción del precio del gas por red que se verificó en junio (5.51% respecto a mayo).



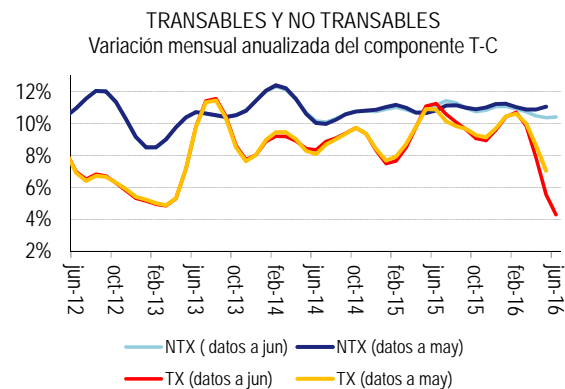
Un análisis en el margen muestra que el indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) se desaceleró entre abril y junio, tanto si se considera la variación promedio mensual anualizada y centrada del componente tendencia-ciclo, como la

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

variación anualizada.⁹ En términos interanuales el IPCX aumenta un 9.94%. Todos estos indicadores sitúan la inflación subyacente por debajo de la headline.



Esta desaceleración en el margen del IPCX se vio reflejada en la evolución de sus dos componentes (NTX y TX), aunque con comportamientos diferentes. Los TX mostraron una fuerte tendencia decreciente en el margen, en el contexto de la ya referida apreciación del peso frente al dólar, alcanzando en junio una variación mensual anualizada de 4.3%; mientras tanto, la variación mensual anualizada de los NTX si bien se desaceleró, se mantuvo en niveles cercanos a 11%.



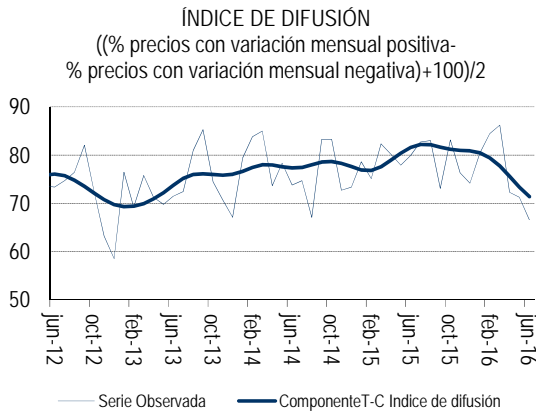
El incremento de precios continúa siendo bastante generalizado. En junio el índice de

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



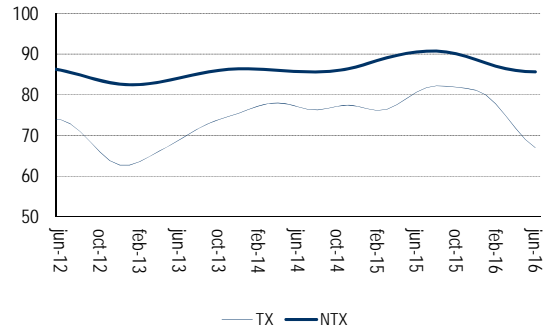
BCU

difusión se ubicó en 71.4% (componente T-C). De todas maneras, cabe mencionar que desde agosto de 2015 ha mostrado una tendencia a la baja, ubicándose diez puntos por debajo del registro del mismo mes de 2015.



Si se desagrega el índice de difusión por componentes, se observa que la reducción de los últimos meses obedeció tanto al comportamiento de los TX como al de los NTX. En el primer caso, la moderación vino de la mano de una apreciación del peso en el segundo trimestre de 2016 (1%). En el caso de los NTX, probablemente esté reflejando cierto debilitamiento de la demanda interna, y un mayor alineamiento en los consejos de salarios a las pautas salariales propuestas por el gobierno, lo que tendería a desacelerar gradualmente el ritmo de aumento de los salarios. Igualmente, es pertinente señalar que la proporción de precios de bienes no transables y transables de exclusión que se ajustaron al alza siguió ubicándose en niveles elevados (85.6% en los NTX y 67% en el caso de los TX).

ÍNDICE DE DIFUSIÓN SEGÚN COMPONENTES (Tend-ciclo)
((% precios con variación mensual positiva - % precios con variación mensual negativa) + 100) / 2



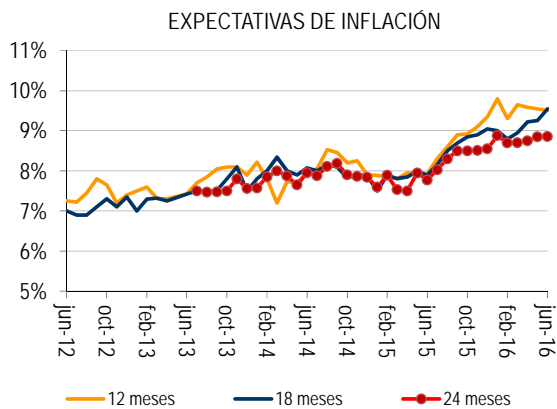
III.2 Expectativas de inflación

En junio la mediana de expectativas de inflación de analistas compilada por el BCU se mantuvo relativamente estable en los horizontes a 12 y 24 meses. En concreto, en el primer caso en junio la expectativa era de 9.51%, mientras que en el horizonte de 24 meses se ubicaban en 8.85%. En tanto, para los próximos 18 meses los analistas ajustaron al alza sus expectativas (pasaron de 9.26% en mayo a 9.55% en junio). Cabe mencionar que al momento de recabar las expectativas no se conocía el dato de inflación efectiva de junio.

Asimismo, el mínimo valor esperado se ubica por encima de 7%, techo del rango-meta, en todos los plazos, pautando que los agentes esperan que la inflación se mantenga por fuera del rango en los próximos dos años. Esto dificulta la convergencia de la inflación, ya que las expectativas de inflación influyen en el proceso de formación de precios, generando presiones al alza de los mismos.



BCU



IV Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias

En el segundo trimestre de 2016 la tasa de inflación interanual se incrementó respecto al trimestre anterior, alcanzando 10.94%.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión (IPCX) se ubicó en 9.94%, por debajo de la inflación headline.

El incremento de precios continuó siendo bastante generalizado, pese a que el índice de difusión (TC) disminuyó respecto al trimestre anterior, ubicándose en 71,4%.

Por su parte, las expectativas de inflación en el horizonte relevante para la política monetaria continuaron ajustando levemente al alza, ubicándose la mediana en 8.86%, por encima del rango-meta.

IV.2 Escenario internacional y su impacto interno

La actividad global mostró cierta aceleración durante el primer trimestre del año, como resultado del mejor desempeño de las economías avanzadas, especialmente la Zona Euro y Japón. En Estados Unidos continuó el enlentecimiento de los últimos 3 trimestres. En las economías emergentes, por su parte, se experimentó un panorama heterogéneo:

India fue el país de mejor desempeño, China creció menos que lo esperado, mientras que en Rusia y Brasil se contrajo el nivel de actividad. Se espera – a nivel global – un crecimiento de 3.2% para 2016 y 3.5% para 2017.

Los mercados financieros experimentaron un aumento de la volatilidad, inmediatamente después del triunfo en el referéndum de la posición de abandonar la Unión Europea por parte del Reino Unido.

En este contexto, los agentes esperan una política monetaria más expansiva. En ese sentido, se redujo la probabilidad de que la Fed vuelva a incrementar su tasa de referencia antes de fin de año, al tiempo que se espera una mayor flexibilización y mayores estímulos monetarios por parte del BCE, del Banco de Inglaterra y del Banco de Japón.

En la región Brasil tuvo, en el primer trimestre, una caída del PIB menor a lo esperado, observándose una cierta estabilización del nivel de actividad en los últimos meses. No obstante ello, continúa existiendo un elevado nivel de incertidumbre dado por la delicada situación política. En Argentina el desempeño fue peor que el esperado, verificándose una profundización del contexto recesivo, así como una aceleración de la inflación.

IV.3 Escenario interno

La economía uruguaya se mantuvo prácticamente sin crecimiento en el primer trimestre del año y se presume que esta situación ha continuado en el segundo. Es de destacar la caída de la demanda interna, un aumento de la tasa de desempleo y una caída en los puestos de trabajo ocupados.

En este contexto el gasto en consumo cayó 0.8% en el primer trimestre, habiéndose verificado una caída del 25.6% en la inversión. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos experimentó, a marzo de 2016, una disminución de un punto porcentual respecto al año finalizado en marzo 2015 como consecuencia, fundamentalmente de la reducción de la brecha entre ingreso y gasto del sector privado. Pese al contexto internacional, el país no enfrentó dificultades



BCU

para financiar este exceso de gasto. La caída de los activos de reserva se debió principalmente a la amortización de títulos en poder de no residentes tanto por el Gobierno como por el BCU.

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

El TCRE global se depreció en los primeros 5 meses del año 5.5 % con respecto a diciembre. Esto surge como resultante de una depreciación de 10.4% respecto a la región y de una apreciación de 2.1% respecto al resto del mundo.¹⁰ El nivel del TCR ha tendido a ubicarse algo por encima de su nivel de fundamentos.

La colocación de LRM fue el principal instrumento utilizado por el BCU para lograr alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM. Si bien la base monetaria estuvo en línea con lo programado el sistema bancario mantuvo niveles de liquidez excedente históricamente altos, lo que redundó en una caída del multiplicador monetario y una expansión de los agregados monetarios de 0.1%, sustancialmente por debajo del rango de referencia indicativo de 4%-6%, oportunamente fijado por el Directorio de la Institución.

IV.4 Escenario macroeconómico proyectado

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

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

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

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

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

En ese contexto, se espera que la economía uruguaya continúe creciendo, aunque de forma moderada. En este marco, es de esperar, que la inflación headline registre un ajuste a la baja

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

IV.5 Decisiones de política monetaria

En base al diagnóstico precedente y considerando el consiguiente contexto macroeconómico proyectado que fueron analizados en el ámbito del COPOM, el Directorio del BCU decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre julio-septiembre de 2016 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 1%-3% interanual. Esta referencia se enmarca en una trayectoria convergente con los compromisos establecidos en materia inflacionaria y con el



BCU

crecimiento del producto potencial en el mediano plazo.

IV. 6 Gestión de la política monetaria

La implementación de la política monetaria a nivel operativo se realizará en base a la referencia establecida por el BCU, y consiste en adecuar la trayectoria de la oferta primaria de dinero con la mencionada referencia de M1', mediante la utilización de instrumentos de regulación monetaria. Cabe agregar que la trayectoria anunciada del M1' constituye una referencia indicativa, por lo cual – de verificarse cambios en el entorno macroeconómico, como por ejemplo una caída no prevista en la demanda de dinero – la trayectoria del agregado puede llegar a diferir respecto de dicha referencia.

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

De persistir la situación de volatilidad en los mercados financieros internacionales, con las consiguientes repercusiones en el mercado de cambios doméstico, se recurrirá a la combinación de instrumentos disponibles a fin de suavizar los movimientos excesivos del tipo de cambio. De esta manera, el uso de estos instrumentos en un marco de flotación cambiaria busca mitigar el impacto de los shocks externos en el mercado doméstico.