



Aniversario

BANCO CENTRAL  
DEL URUGUAY

# Informe de Política Monetaria

Segundo trimestre de 2017

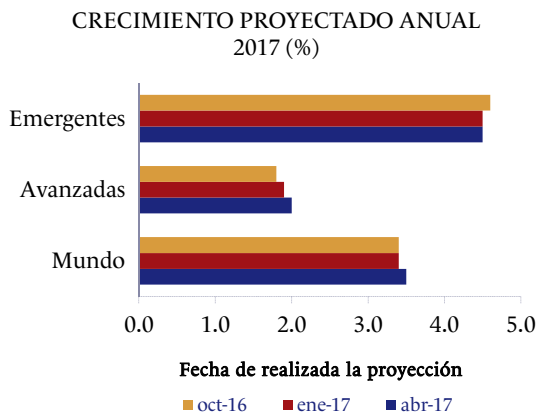
## I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

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

#### Actividad global

La expansión de la actividad a nivel global durante el primer trimestre mantuvo el ritmo que, en líneas generales, preveían los analistas. Entre las economías avanzadas se destaca el dinamismo de la Zona Euro. Por el lado de China, si bien mostró un crecimiento superior al esperado, los datos de mayor frecuencia del segundo trimestre estarían mostrando cierta desaceleración.

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



Fuente: FMI

La región continúa dando señales de reactivación, luego de un período de contracción tanto en Brasil como en Argentina. En el caso de Brasil, el crecimiento del primer trimestre cortó una racha de ocho caídas, mientras que en Argentina el primer trimestre registró una nueva aceleración (ambos en términos desestacionalizados). En

ambas economías subsiste el riesgo proveniente de la situación política.

En Estados Unidos el nivel de actividad se volvió a desacelerar en el primer trimestre, mostrando un crecimiento de 1.4% desestacionalizado y anualizado, luego del 2.1% registrado en el cuarto trimestre de 2016. Esta desaceleración refleja una fuerte reducción en la tasa de crecimiento del consumo y en menor medida de la inversión.

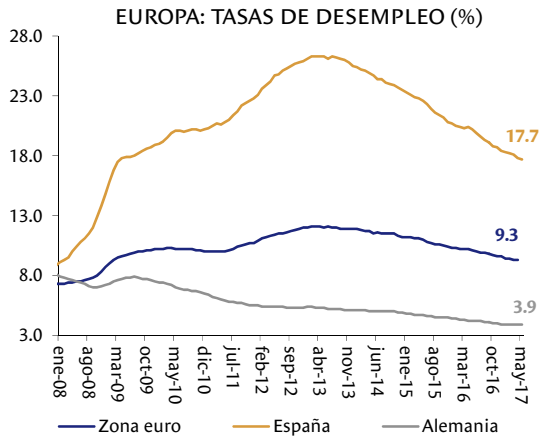
El mercado laboral continuó mostrando robustez, con la creación de 222 mil puestos de trabajo en junio y con una tasa de desempleo que permaneció debajo de 4.5%.

Más allá de la mencionada desaceleración, el desempeño reciente de la inversión y el dinamismo del mercado laboral conducen a que los analistas pronostiquen que la economía se acelerará en los próximos trimestres. Por otra parte, las dificultades para implementar las reformas fiscales prometidas en la pasada campaña electoral por el presidente, sumado a una política comercial más proteccionista, mantienen la incertidumbre en niveles elevados, lo que podría recortar las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos, las que, según el FMI, son actualmente de 2.3% en 2017 y 2.5% en 2018.

En la Zona Euro la actividad creció 0.6% desestacionalizado en el primer trimestre, lo que marcó una leve aceleración respecto al cuarto trimestre de 2016, y resultó la mayor expansión entre las economías desarrolladas, al influjo del consumo (público y privado) y de la inversión, mientras que las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa. El crecimiento fue generalizado, destacándose España y Alemania. Asimismo, economías como Italia y Francia que permanecían cercanas al estancamiento, han crecido a buen ritmo en los últimos dos trimestres.

La tasa de desempleo promedio continuó reduciéndose gradualmente y se ubicó en 9.3% en mayo, siendo el menor registro desde marzo de 2009. A nivel de países se mantiene una gran dispersión: mientras Alemania se mantiene en 3.9%, España se ubica aún en un elevado 17.7%. De acuerdo al FMI, la Zona Euro crecerá 1.7% en 2017 y 1.6% en 2018.

<sup>1</sup> *World Economic Outlook*. Fondo Monetario Internacional, abril de 2017.



Fuente: Eurostat.

En China, luego del mejor desempeño respecto al esperado del primer trimestre (6.9% interanual), los datos de mayor frecuencia sugieren una desaceleración en el margen.

Este crecimiento del primer trimestre fue impulsado por los estímulos del gobierno (fiscales, monetarios y crediticios): los gastos en infraestructura aumentaron 27% y los gastos del gobierno 17%. Por otro lado, la mejora de la demanda externa permitió una fuerte expansión de las exportaciones.

La necesidad de acotar los riesgos de mediano plazo llevó al gobierno a suavizar los estímulos, lo que explicaría la desaceleración esperada. Según el FMI, China crecería 6.6% en 2017 y 6.2% en 2018, en la medida que se espera que se mantengan las políticas de estímulo crediticio y la inversión pública.

### Mercados financieros e inflación

Los mercados accionarios evolucionaron al alza durante el primer semestre, en particular en las economías avanzadas, en un marco de mejores perspectivas de crecimiento y abundante liquidez. Asimismo, el gradualismo con que la Reserva Federal (Fed) está conduciendo la normalización de su política monetaria ha determinado una reducción de la volatilidad en los mercados y el descenso de las tasas largas de los bonos. Puntualmente, esta tendencia de las tasas largas se vio interrumpida con los datos de empleo de la última semana. Al cierre de este informe, la tasa de los *Treasuries* a 10 años se volvía a ubicar en el entorno de 2.4%.

**TASA DE INTERÉS TREASURIES A 10 AÑOS**  
(promedio diario en %)



Fuente: Fed.

La inflación en Estados Unidos fue de 1.9% anual en mayo, lo que marca el tercer mes consecutivo de caída. La inflación subyacente ha seguido la misma evolución, y se ubicó en 1.7%, por debajo del objetivo de la Fed y alcanzando el menor valor en 2 años. Tal como se esperaba, la Fed elevó su tasa de referencia en 25 p.b. en su reunión de junio, pero la fortaleza del mercado laboral se contrapone con la evolución a la baja de la inflación, lo que agrega incertidumbre respecto a las próximas acciones de política monetaria de la Fed en cuanto a tasas y velocidad de los estímulos cuantitativos.

En la Zona Euro, si bien la trayectoria de los precios se aleja del peligro de deflación en la que se encontraba algunos meses atrás, la inflación se mantiene lejos de los objetivos del Banco Central Europeo (BCE). La recuperación de la actividad económica en esa región ha puesto en la agenda el retiro gradual de los estímulos cuantitativos por parte del BCE. Por otro lado, se redujeron los riesgos políticos, pero se mantiene la incertidumbre respecto a la forma en la que se procesará la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

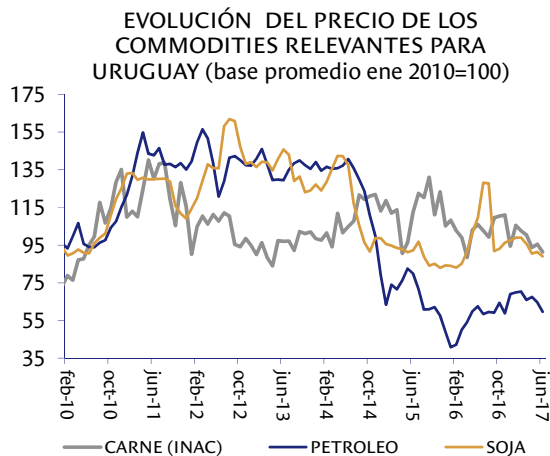
En este marco, se sigue observando un importante flujo de capitales hacia las economías emergentes.

### Commodities

Los precios de las materias primas mostraron un sesgo a la baja, empujados por los energéticos, especialmente el petróleo. Más allá de la extensión del acuerdo entre la OPEP y otros productores relevantes con el fin de recortar la producción, el precio del crudo continuó descendiendo por la permanencia de los inventarios en niveles elevados entre los países que no suscribieron los

acuerdos. En la medida en que la demanda vaya absorbiendo ese exceso de oferta, es probable que se observe cierta recuperación del precio del crudo en los próximos meses.

En el caso de los precios de los principales productos que Uruguay exporta, en el último trimestre se destaca cierta reducción en el precio de la soja y de la carne.



Fuente: Bloomberg e INAC.

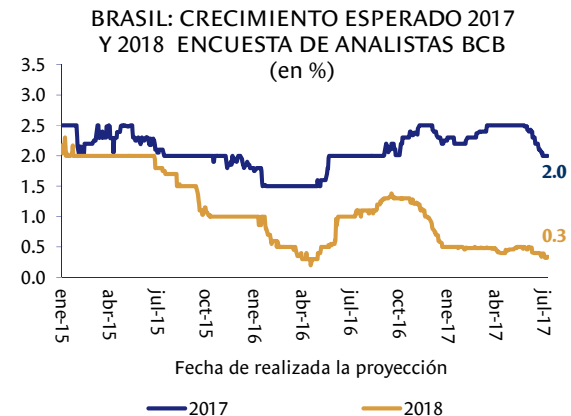
## La región

La economía brasileña se reactivó en el primer trimestre y mostró un crecimiento de 1% desestacionalizado, lo que puso fin a ocho descensos consecutivos del nivel de actividad. La expansión fue liderada por el agro y en menor medida por la industria. Desde el punto de vista del gasto, las exportaciones netas sostuvieron el crecimiento, ya que todos los componentes de la demanda interna contribuyeron de forma negativa.

De acuerdo a los datos de mayor frecuencia, la actividad habría continuado expandiéndose en el segundo trimestre: la producción industrial creció en abril y mayo en términos desestacionalizados, el IBC-Br (índice mensual de actividad del BCB) aumentó levemente en abril (0.3%), y la tasa de desempleo descendió por segundo mes consecutivo, ubicándose en 13.3% en mayo.

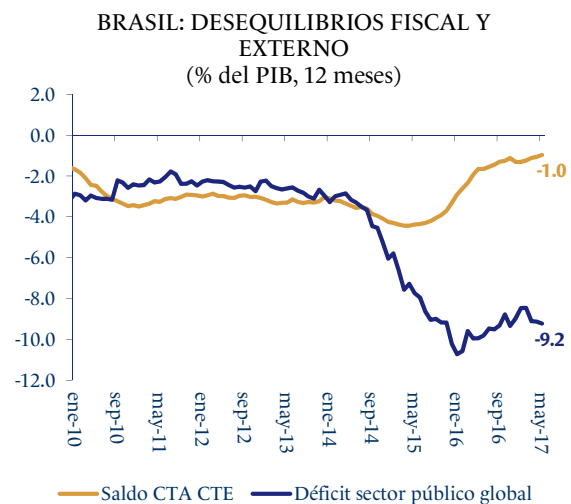
Más allá de estos datos alentadores, la crisis política volvió a agudizarse a fines de mayo, lo que impactó de forma negativa en las expectativas, aumentando las dudas respecto a la continuidad del gobierno y de su capacidad para implementar las reformas a las que se había comprometido. Ante este panorama, los analistas relevados por el BCB corrigieron a la baja sus pronósticos de

crecimiento, siendo actualmente 0.3% para 2017 y 2.0% para 2018.



Fuente: BCB.

El déficit fiscal global volvió a aumentar, y se ubicó por encima de las expectativas de mercado, guiado por el resultado primario, marcado tanto por la caída de la recaudación como por un aumento del gasto, donde se registró un anticipo de pagos por sentencias judiciales. Actualmente, el déficit primario se sitúa en 2.5% del PIB y el déficit global en 9.2% del PIB.



Fuente: BCB.

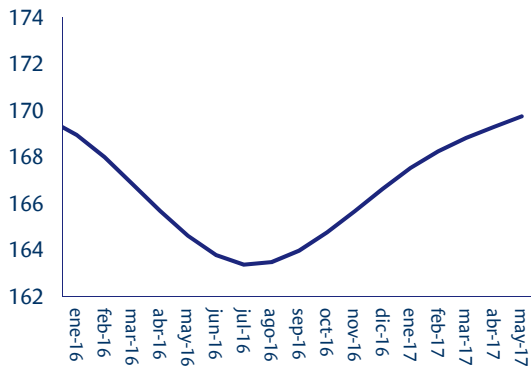
Por último, la inflación continuó descendiendo, ubicándose en 3.0% interanual en junio, explicada por una brecha de producto negativa y una política monetaria contractiva. Asimismo, se redujeron las expectativas inflacionarias de los agentes, lo cual permite que el BCB reduzca su tasa de referencia a un ritmo más acelerado. Por otra parte, el Consejo Monetario Nacional resolvió reducir el centro del rango objetivo de inflación

para 2019 a 4.25% y en 2020 a 4%, desde el 4.5% actual.

En Argentina, la actividad continúa creciendo moderadamente desde fines de 2016. El crecimiento del PIB se aceleró en el primer trimestre y se ubicó en 1.1% desestacionalizado, luego del 0.7% registrado en el cuarto trimestre de 2016, guiado por las variables domésticas.

Los datos de mayor frecuencia muestran que la reactivación se estaría consolidando, incluso en algunos sectores que venían más rezagados, como la industria.

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



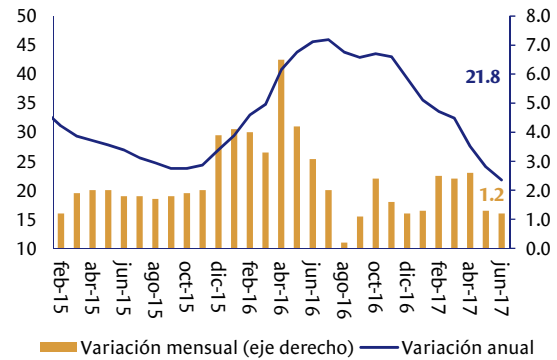
Fuente: Consultora OJF.

En base a las proyecciones de la consultora *Ecolatina*, se estima que la actividad en Argentina crecerá 2.5% en 2017 y 2.4% en 2018.

El déficit fiscal (primario y global) se incrementó en los primeros meses de 2017. Si bien se cumplió la meta de déficit primario para el primer trimestre, fue gracias al “blanqueo de capitales”, que proporcionó ingresos extra al fisco más allá de lo esperado. Mientras tanto, en los 12 meses a mayo el déficit global se ubicó en el entorno de 6% del PIB, al influjo del aumento de los intereses.

Finalmente, la inflación mensual continuó descendiendo, aunque a un ritmo más lento que el objetivo del BCRA, y se ubicó en 21.8% en junio. Si bien se espera que la inflación continúe cayendo en 2017, la suba de precios ya observada hace que sea poco probable que se ubique en el rango meta de 12%-17% para el año. Los altos niveles de indexación, la negociación salarial en curso y el marco de un año electoral son los factores que dificultan una más rápida reducción de la inflación.

INFLACIÓN ANUAL EN ARGENTINA  
(% de variación interanual)



Fuente: Graciela Bevaqua e INDEC.

### Escenario Base

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

La demanda externa relevante para la economía uruguaya mostraría un dinamismo similar al que se esperaba el trimestre anterior, con la región, Estados Unidos y Europa creciendo a tasas moderadas en 2017, y China manteniendo un crecimiento superior al 6%. Para 2018 se espera que la demanda relevante crezca a una tasa similar a 2017, donde la recuperación esperada de Brasil compensaría la desaceleración estructural de China.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

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

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

Uruguay experimentó una mejora importante en los términos de intercambio en 2016 debido a una

reducción significativa de los precios de importación. Para 2017 y 2018 se espera que estos precios relativos experimenten una modesta reducción.

El escenario financiero luce más favorable de lo que se preveía algunos meses atrás, aunque persiste la incertidumbre derivada del contexto político, tanto a nivel global como regional.

De acuerdo al consenso del mercado, se espera una suba adicional de la tasa de interés de la Fed en lo que resta del año. Sin embargo, las tasas a plazos largos se redujeron, el dólar se debilitó a nivel global y los capitales continuaron fluyendo hacia emergentes, configurando un escenario financiero auspicioso para nuestro país.

Este escenario base resulta ser algo más favorable para la economía uruguaya del que se preveía el trimestre pasado, aunque persisten focos de incertidumbre en el marco político internacional.

### Riesgos sobre el Escenario Base

Este escenario base presenta riesgos a la baja, provenientes tanto de la economía global como de la región. Entre ellos se destaca el riesgo que el nuevo gobierno de Estados Unidos implemente una combinación de políticas económicas que afecten negativamente el crecimiento y las condiciones financieras globales. Este escenario supondría una serie de efectos derrame negativos sobre el resto del mundo: podría afectarse el crecimiento mundial ante mayores restricciones comerciales, y se observarían condiciones financieras internacionales más restrictivas ante las subas más pronunciadas de las tasas de interés de la Fed y de los bonos a plazos largos de Estados Unidos. Esto generaría mayores costos de financiamiento para emergentes, mayor riesgo, mayor fortalecimiento del dólar y posibles salidas de capitales.

Por su parte, podrían agudizarse las dificultades de las economías de la región para implementar las reformas fiscales necesarias para consolidar el crecimiento económico.

En la Zona Euro, si bien persiste el riesgo de mayores tensiones financieras como resultado de las negociaciones por el *Brexit*, se redujo el riesgo político, ante el descenso de la popularidad de algunos partidos anti-sistema. Por otra parte, las medidas tomadas por el BCE para reactivar la economía e impedir la deflación parecen estar dando resultado.

Asimismo, pueden señalarse otros riesgos que ya venían siendo considerados en informes

anteriores: mayores riesgos 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 (problemas bursátiles, deuda de los gobiernos regionales, banca en las sombras o depreciación brusca del yuan). Asimismo, podría darse un aumento de las tensiones geopolíticas que repercutan en forma negativa en los precios de las materias primas y/o en la volatilidad de los mercados financieros.

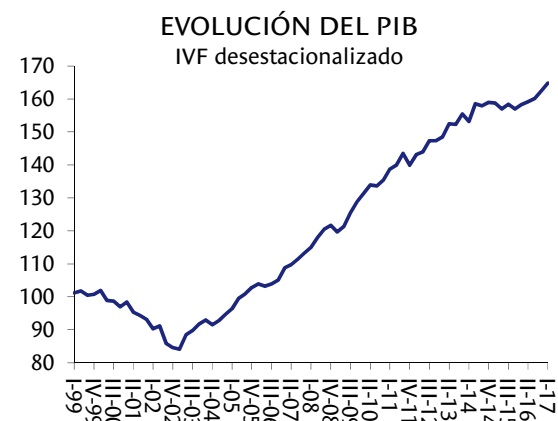
Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos continúa siendo baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría un impacto negativo sobre el equilibrio macroeconómico esperado en este escenario base, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

## I.2 La economía uruguaya

### I.2.1 Nivel de actividad y empleo

#### El primer trimestre de 2017

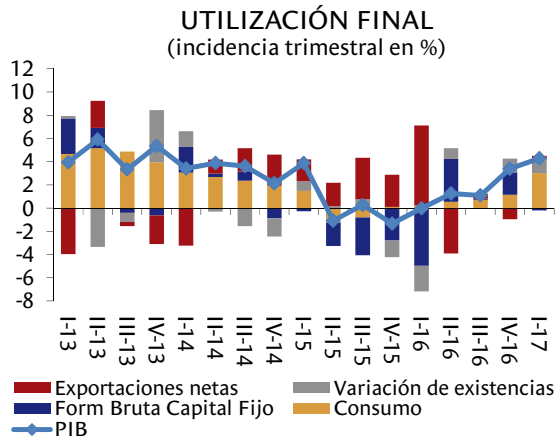
En el primer trimestre el nivel de actividad se expandió 4.3% respecto a un año atrás, lo que en términos desestacionalizados representó un crecimiento de 1.5% respecto al trimestre anterior. Todos los sectores de actividad contribuyeron positivamente, salvo de *Industrias Manufactureras* cuya producción se vio afectada por el cierre de la refinería de petróleo.



Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció a impulso de la demanda interna, tanto del *Gasto de consumo final privado* como de la *Formación Bruta de capital*, debido a una mayor acumulación de stocks. Las exportaciones netas también contribuyeron positivamente, aunque en menor medida, como resultado de un mayor crecimiento de las *exportaciones* en relación a las



*importaciones.* El crecimiento de las ventas al exterior se explicó por el dinamismo de una muy buena temporada turística.



La expansión de las importaciones (3.6%), se debió a mayores compras de bienes (consumo, capital e intermedios no energéticos), al tiempo que se registraron menores compras de servicios (turismo emisor y otros servicios).

#### Indicadores de actividad, segundo trimestre 2017

La evolución reciente de los indicadores parciales de actividad muestra que la economía seguiría creciendo en el segundo trimestre del año, aunque a tasas más moderadas.

Las importaciones en volumen de bienes de consumo sin automóviles continuaron creciendo en tendencia-ciclo con datos a abril, pero a un menor ritmo que el registrado en 2016. Las ventas de autos 0 km exhibieron un comportamiento similar, manteniéndose relativamente estables en el margen con datos a mayo y mostrando aún fuertes incrementos interanuales.

Por su parte, el Indicador de Confianza del Consumidor, elaborado por Equipos Consultores, se mantuvo en torno al nivel de neutralidad, luego de haber mostrado un leve deterioro en el primer trimestre (datos a mayo), mientras que el crédito al consumo aumentó en forma moderada.

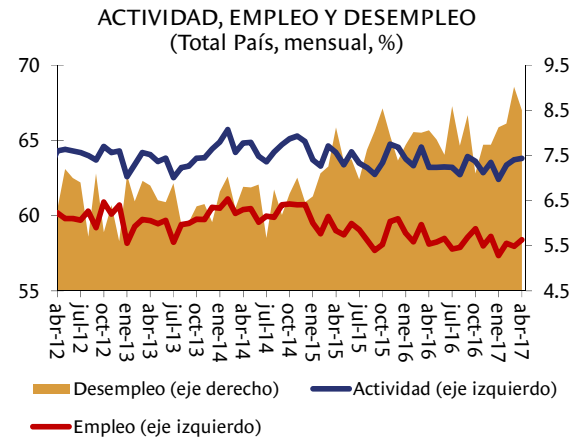
En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de bienes medidas en valores corrientes (fuente Aduana, sin incluir Zonas Francas) se mantuvieron relativamente estables en abril en términos de tendencia-ciclo, al igual que en el primer trimestre del año.

Desde el punto de vista de la oferta, los datos de la industria manufacturera a abril muestran una

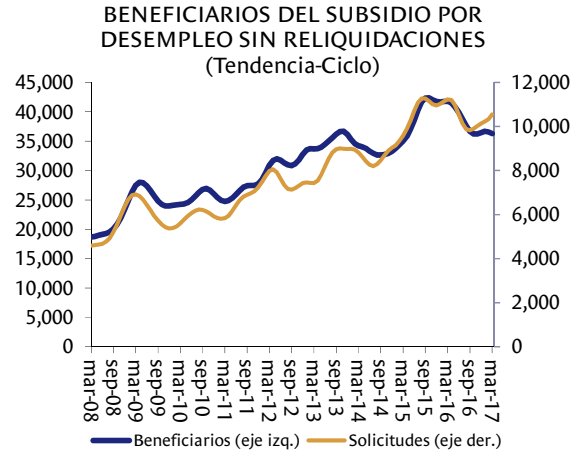
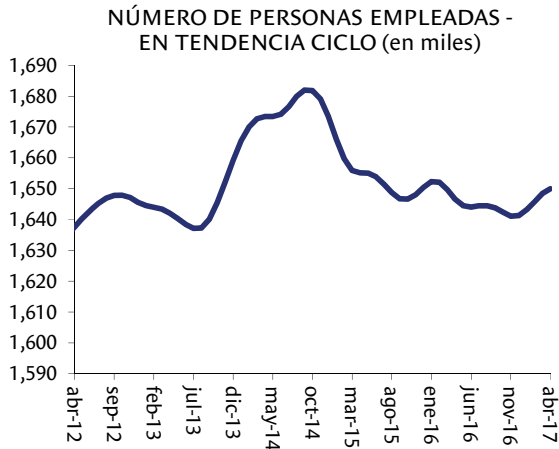
trayectoria a la baja en el componente de tendencia-ciclo, impactado en gran medida por el cierre de la refinería. El indicador de exclusión (que no considera refinería, celulosa ni jarabes y concentrados) exhibe una trayectoria descendente más leve que el indicador global.

#### Empleo e ingresos

En el primer trimestre de 2017 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 8.5%, aumentando seis décimas respecto al mismo trimestre del año anterior, como consecuencia de una reducción de la demanda de trabajo que no pudo ser compensada por la caída en la oferta. En concreto, la tasa de empleo se redujo desde 58.9% (primer trimestre 2016) a 57.8% (primer trimestre 2017), mientras que la tasa de actividad pasó de 63.9% a 63.2% en el mismo periodo.

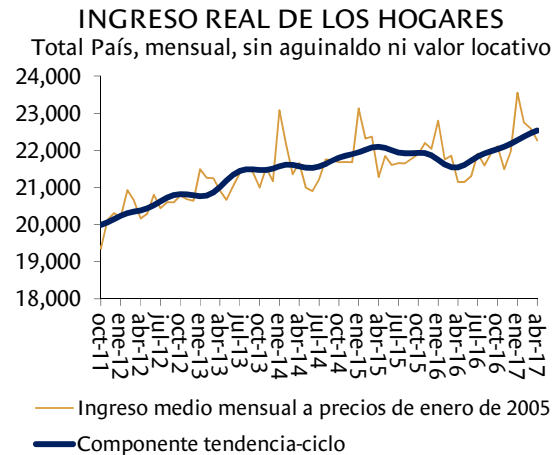
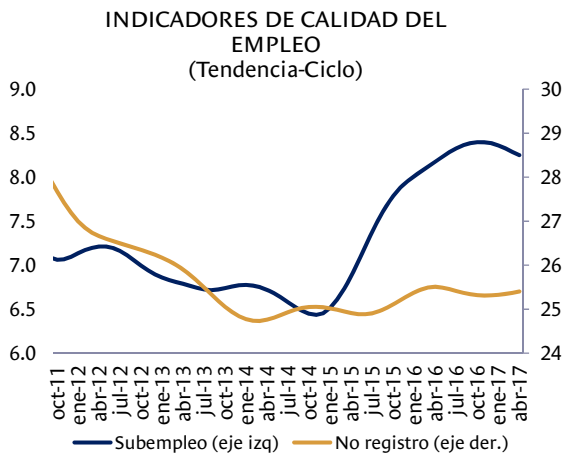


Esta tendencia continuó verificándose con los datos a abril, cuando la tasa de desempleo se mantuvo en 8.5%, por encima de la observada hace un año atrás. Sin embargo, se observó un cambio cualitativo: la tasa de empleo aumentó, aunque no pudo absorber el aumento en la oferta. De esta forma, en tendencia-ciclo el número de personas empleadas subió en los primeros meses del año.



Pese al menor dinamismo del mercado de trabajo, no se observó un deterioro de la calidad del empleo. En particular, se observó una senda a la baja en el porcentaje de ocupados que presentan problemas de subempleo, mientras que el no registro se mantuvo relativamente estable.

Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país creció en el año móvil a abril 2017 (en tendencia-ciclo). Por fuentes de ingreso, este comportamiento se explicó por mayores ingresos tanto salariales como de las pasividades, mientras que los ingresos por cuenta propia se redujeron levemente.



Por otra parte, la información del BPS a marzo 2017 muestra una relativa estabilidad de los beneficiarios del subsidio por desempleo. Pese a ello, las solicitudes mantuvieron una tendencia creciente, lo que podría significar un incremento de los beneficiarios del seguro de desempleo en los próximos meses.

En suma, en los primeros meses de 2017 el mercado laboral mostró un incremento en el desempleo, pese a la aceleración de la actividad económica. En una perspectiva de mediano plazo, la economía mantiene bajos niveles de desempleo, altos niveles de empleo, y una tendencia creciente del salario real y el ingreso real de los hogares.

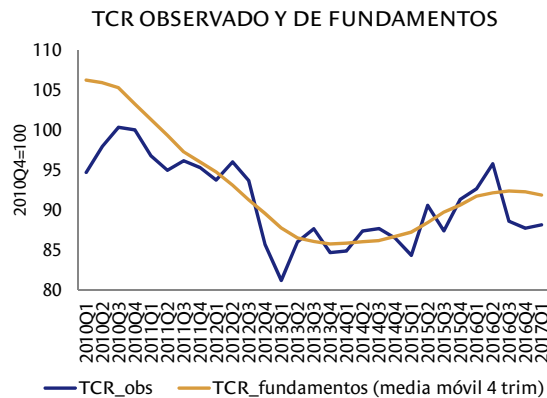


## I.2.2 Sector externo

### Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se depreció levemente en el segundo trimestre de 2017 respecto al trimestre anterior (0.4%), como resultado de un abaratamiento relativo con la extrarregión (1.8%) y una moderada apreciación frente a la región (-0.4%) marcada por Brasil (-5.0%), tras la depreciación del real ocurrida luego de que se dieran nuevas instancias de inestabilidad política. Mientras tanto, el TCRE bilateral con Argentina se depreció 2.6%.

Por otra parte, en el primer trimestre de 2017 el TCR de fundamentos tendió a apreciarse al influjo de una mejora de los términos de intercambio y de ganancias en la productividad relativa de la mano de obra. Ello fue compensado en parte por un ajuste del gasto respecto al PIB, liderado por la inversión. Asimismo, se observó un moderado desalineamiento del TCR observado respecto de su nivel de fundamentos (-4.1%).<sup>2</sup>



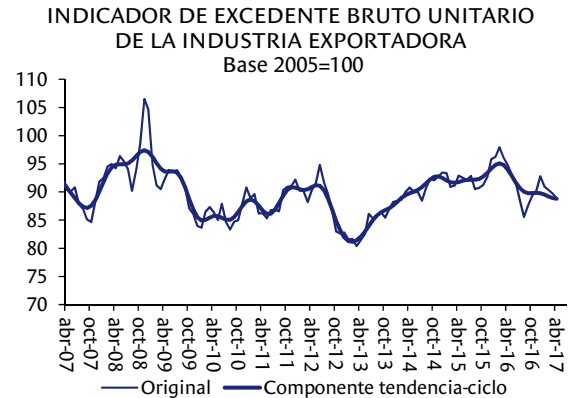
En el margen se destaca la depreciación del TCRE en el segundo trimestre de 2017, al influjo del abaratamiento relativo respecto a las economías extrarregionales.

Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora<sup>3</sup> ha mostrado una tendencia a la baja en tendencia-ciclo desde marzo de 2016. Esta evolución obedeció a un

<sup>2</sup> El mismo se construye como insumo para los modelos macroeconómicos manejados por los servicios, y no necesariamente coincide con el TCRE comentado en el párrafo anterior.

<sup>3</sup> Mide la relación entre el índice agregado de precios de exportación y el índice agregado de costos unitarios de todas las ramas industriales cuyas exportaciones superaban el 10% de su producción en el año base 2005. La metodología puede consultarse en: [http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios\\_Relativos/metodologia.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf)

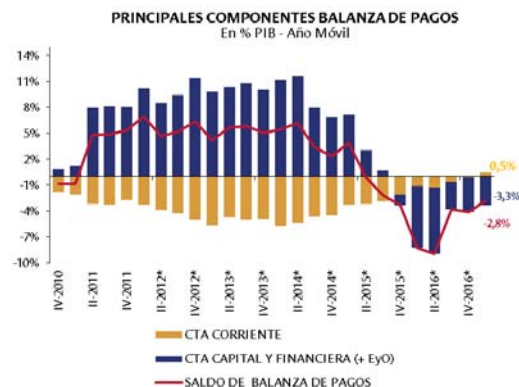
mayor crecimiento de los costos unitarios de exportación en relación a los precios de exportación, ambos medidos en dólares.



### Balanza de Pagos

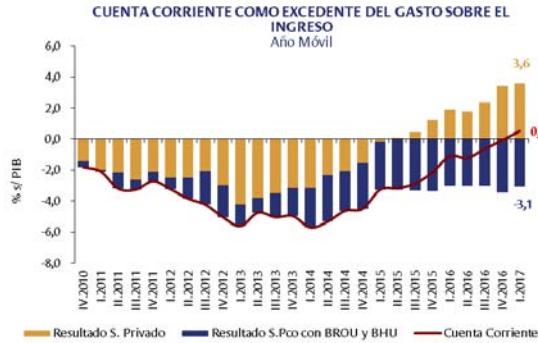
En el año finalizado a marzo de 2017 la economía uruguaya presentó un superávit de cuenta corriente de 280 millones de dólares (0.5% del PIB). Estas cifras suponen un cambio de 1.6 puntos porcentuales respecto al año anterior, cuando se observaba un déficit de 1.1% del PIB.

Asimismo, los movimientos financieros también redujeron su déficit, ubicándose en -3.3% del PIB. De esta forma, el saldo de la Balanza de Pagos a marzo 2017 es de -2.8% del PIB.

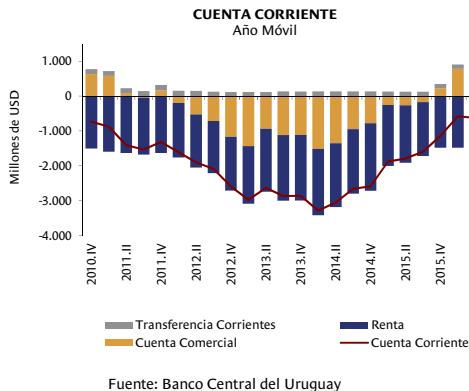


A nivel institucional, el ajuste que verificó la cuenta corriente siguió siendo determinado por el sector privado, alcanzando un saldo entre ahorro e inversión de 3.6% del PIB, mientras que el sector público se ha mantenido estable en los últimos trimestres en torno a un déficit de 3 puntos del PIB en los últimos dos años. En los últimos datos se observó un cambio en la composición de este último: incremento del déficit del Gobierno

General, aumento del superávit de Empresas Públicas (EPP) y disminución del déficit del BCU.



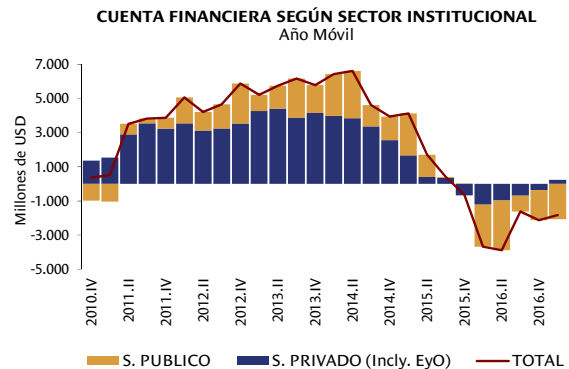
Por otra parte, el vuelco de la cuenta corriente se explicó en buena medida por el mayor superávit de la cuenta comercial, al influjo de los servicios, y en parte por la reducción del déficit de rentas netas, al observarse una caída de utilidades giradas al exterior por las empresas de Inversión Extranjera Directa (IED).



Los movimientos financieros de la economía con el resto del mundo (incluyendo los no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones<sup>4</sup>), mostraron una salida neta de fondos, pero de una menor magnitud que el año anterior, determinados por el comportamiento del sector público. A nivel institucional se registró una menor salida neta del sector público financiero y de las EPP, mientras que el Gobierno Central (GC) presentó una mayor salida neta de capitales, fruto de la venta de bonos internacionales por parte de no residentes a agentes residentes (AFAPs).

<sup>4</sup> Se supone que los movimientos no registrados corresponden fundamentalmente a movimientos de capital, aunque también incluyen transacciones captadas correspondientes a la cuenta corriente.

A nivel del sector privado se observó cierto ingreso neto de fondos, en contraste con lo ocurrido el año anterior. Este cambio de signo fue pautado por la menor salida de capitales de la banca privada, que más que compensó el menor influjo de IED.



### 1.2.3 Finanzas Públicas

El déficit del sector público global (SPG<sup>5</sup>) en el año culminado en mayo de 2017 fue 3.4% del PIB, similar al de un año atrás.



Asimismo, el déficit primario de GC-BPS se ubica en 0.5% del PIB, levemente por debajo respecto a un año atrás, debido a que el aumento en términos reales de los ingresos (4.0%) superó al de los egresos (3.8%). En un contexto en el que el ciclo económico ha jugado en forma relativamente neutra en la recaudación, se destaca el impacto de las medidas de consolidación fiscal.

El resultado de las EPP se redujo 0.4% del PIB y llegó a un superávit de 0.2% del PIB. Esta evolución se explica por la caída del superávit primario corriente

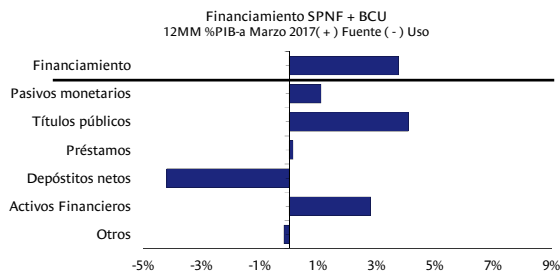
<sup>5</sup> El sector público global incluye: GC, BPS, EPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

El déficit del BCU se redujo 0.5% del PIB, ubicándose en 0.8% del PIB, dinámica asociada a la caída de los intereses pagados por sus instrumentos de esterilización.

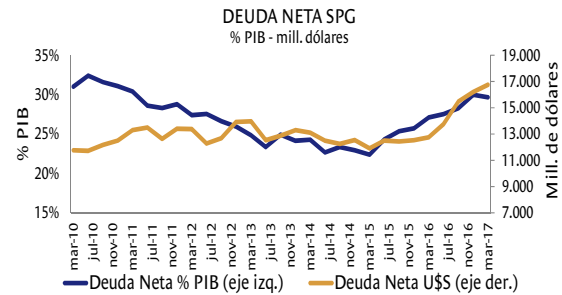
**PAGOS NETOS DE INTERESES DEL BCU**  
(sin intereses de capitalización)  
% del PIB - año móvil



Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a marzo 2017 el déficit del SPG fue 3.8% del PIB. La principal fuente de financiamiento fueron los títulos públicos y la venta de activos de reserva. Estos, junto con el aumento de los pasivos monetarios, permitieron financiar tanto el déficit como la disminución de depósitos del sector privado en BCU (principalmente AFAP).



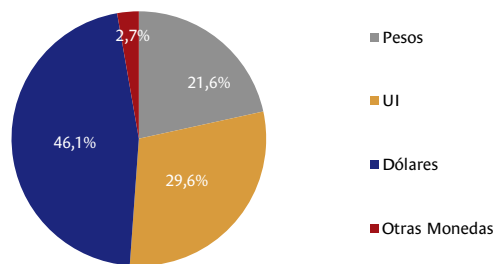
Del punto de vista de los stocks, la deuda bruta del SPG a marzo 2017 asciende a 59% del PIB (33.367 millones de dólares), los activos se ubican en 29% del PIB (16.613 millones de dólares) y la deuda neta representa 30% del PIB (16.754 millones de dólares). Este último valor es 2.5 puntos por encima del valor de marzo 2016, y se explica por el financiamiento del déficit y la disminución de pasivos excluidos de la deuda pública, como los encajes en moneda extranjera, siendo parcialmente contrarrestados por el crecimiento del PIB y la disminución de la deuda pública por el efecto del tipo de cambio (que integra los llamados "otros flujos económicos").



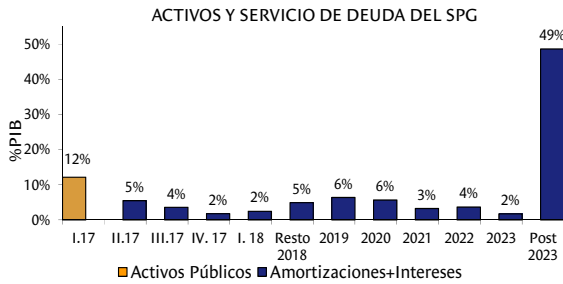
Por otra parte, se observa una caída en la participación de la deuda en moneda extranjera respecto a marzo 2016 (de 56% a 49%), determinada tanto por la disminución de la deuda en dólares del BCU como por el aumento de la deuda en pesos del BCU y el SPNF.

En ese sentido se destaca la emisión de un Bono Global en pesos por un monto de 1.250 millones de dólares a un plazo de 5 años, que pagará un cupón de 9,875% anual en pesos. Dicho título ingresó en los índices GBI-EM publicados por JP Morgan, que incluyen emisiones con tasa de interés fija, oficiando de referencia de la deuda emitida por países emergentes.

**DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BRUTA POR MONEDA**



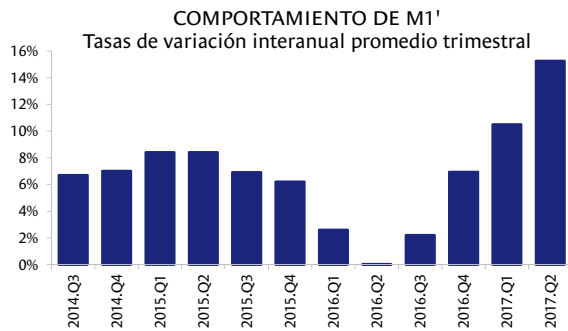
Finalmente, el nivel de activos de reserva (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a marzo 2017 permitía cubrir el servicio de deuda del SPG hasta enero 2018. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.417 millones de dólares (4.5% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: cerca de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2023.



## II. La política monetaria en el segundo trimestre de 2017

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

En la reunión trimestral del 5 de abril de 2017, el Directorio del BCU –en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM)– anunció un rango de crecimiento interanual de 9% a 11% como referencia indicativa del agregado M1 ampliado (M1') para el primer trimestre de 2017. No obstante, el agregado superó esta referencia, registrando un crecimiento interanual de 15.2%.

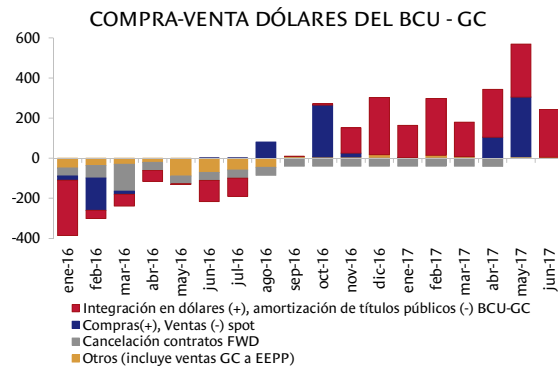


La demanda de dinero continuó incrementándose por encima de lo esperado como fruto de un mayor crecimiento del nivel de actividad respecto al proyectado, debido principalmente a un punto de partida superior, dado el dato del PIB del primer trimestre del año. Asimismo, continuaría evidenciándose una mayor preferencia de los agentes por la moneda nacional (MN), en la medida de que los medios de pago crecieron de forma vigorosa, principalmente los depósitos. Esto estaría respondiendo a una moderación de las expectativas de depreciación del peso uruguayo que estarían afectadas en gran medida por la evolución reciente del tipo de cambio.

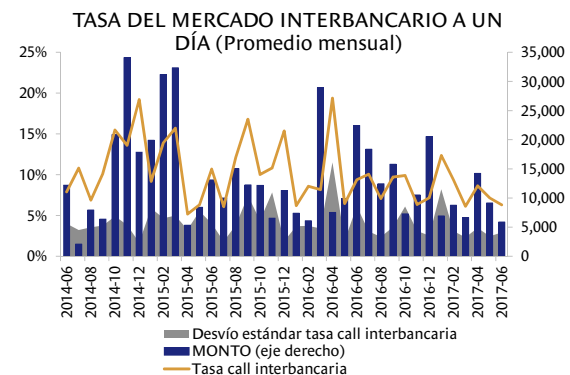
En este contexto, esta mayor demanda de dinero fue convalidada por un mayor crecimiento de la

cantidad de dinero en relación a la referencia indicativa.

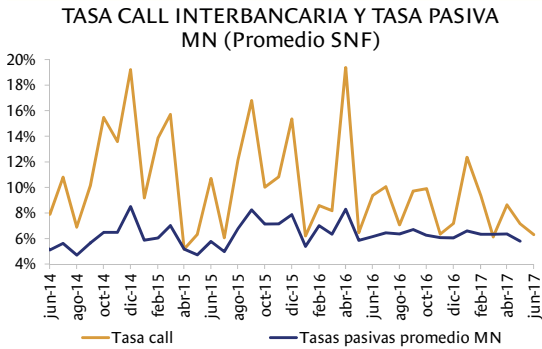
Durante el trimestre, la autoridad monetaria emitió LRM que facilitaron canalizar los excedentes de liquidez hacia instrumentos de ahorro en moneda nacional. Por otra parte, el consolidado BCU-MEF compró dólares directamente en el mercado *spot*, pero principalmente lo hizo bajo la modalidad de integración en dólares de títulos públicos, en respuesta al aumento de la preferencia por activos en moneda nacional. En este sentido, en el trimestre el BCU-MEF realizó compras netas de divisas por más de 1.100 millones de dólares, de las cuales una proporción cercana al 70% fue por concepto de integraciones.



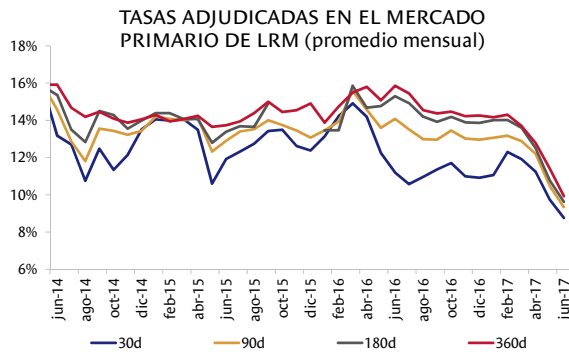
La tasa de interés a un día operada en el mercado interbancario –la llamada tasa *call*– cayó a lo largo del trimestre, promediando 7.4% en el período abril–junio de 2017.



Por su parte, el comportamiento de las tasas pasivas en MN promedio acompañó el ajuste a la baja de la tasa *call* aunque de forma menos pronunciada, como lo hace habitualmente.

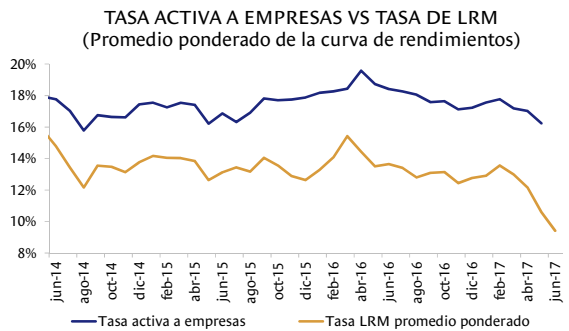


A su vez, las tasas de las LRM descendieron a lo largo del segundo trimestre en todos los tramos de la curva. En este marco, la tasa promedio ponderado de la curva de rendimientos en el período analizado se situó en 10.7%.



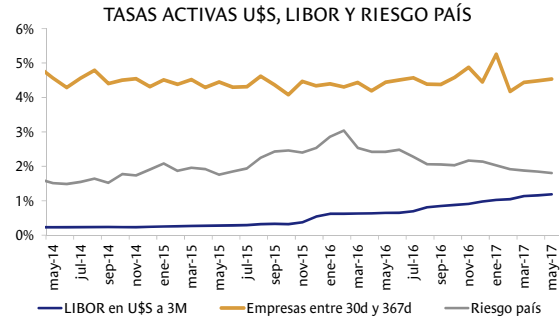
El mismo fenómeno sucede al considerar la tasa real promedio ponderado de la curva de rendimientos, utilizando como deflactor las expectativas de los analistas.

Asimismo, las tasas activas a empresas mostraron una tónica levemente decreciente, siguiendo el comportamiento registrado por la curva de rendimientos.



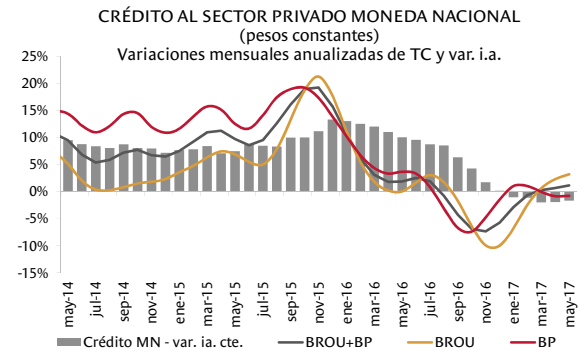
Por su parte, las tasas activas en dólares pactadas con empresas, para plazos entre 30 y 367 días, se

mantuvieron relativamente estables en el bimestre abril-mayo, promediando 4.5%.



## II.2. Evolución del crédito

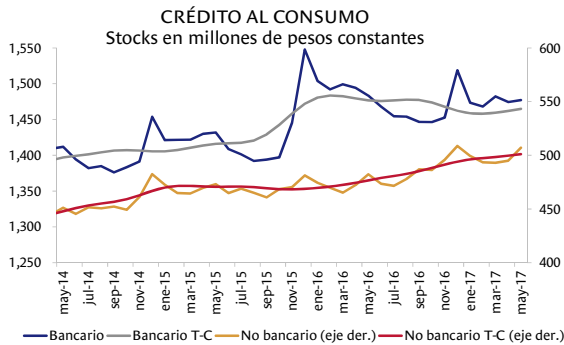
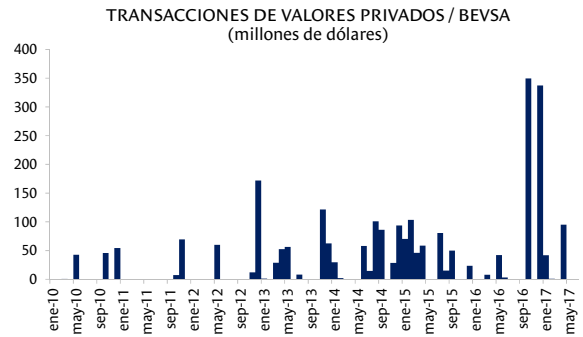
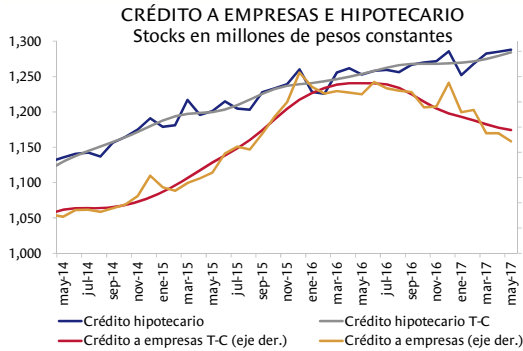
El crédito en MN continuó presentando tasas de crecimiento interanuales negativas en términos reales. Por su parte, en su medición en tendencia-ciclo, el crédito continuó mostrando un crecimiento moderado, explicado básicamente por el comportamiento del BROU, mientras que en la banca privada éste continuó cayendo.



En este marco, el crédito empresarial continuó retrayéndose en tendencia-ciclo, mientras que el crédito hipotecario siguió evidenciando una tendencia creciente.

Por otro lado, el crédito al consumo presentó una tónica creciente, principalmente en el crédito no bancario<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> El crédito no bancario corresponde al otorgado por las administradoras de crédito.



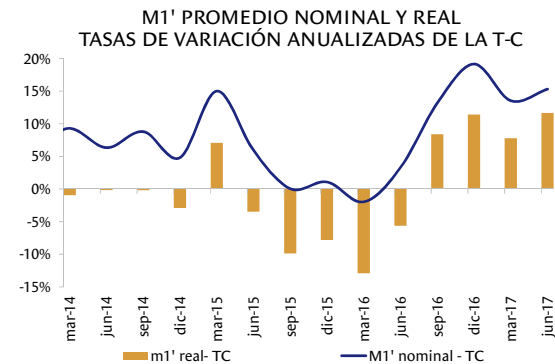
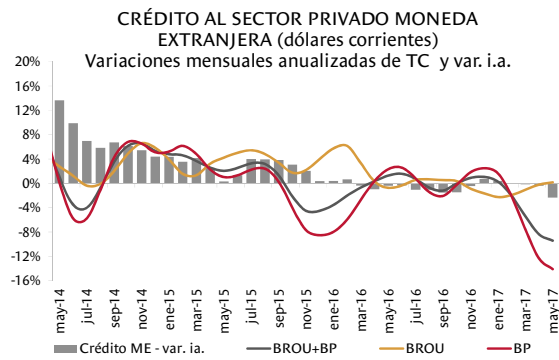
### II.3. Comportamiento de los principales agregados monetarios

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

Para estas últimas, cobra particular importancia el mercado de cambios. En este contexto, la cotización del peso frente al dólar norteamericano promedio del trimestre se apreció respecto al trimestre anterior.

El crédito en moneda extranjera, medido en dólares corrientes en términos de tendencia-ciclo, cayó fuertemente. Este comportamiento estuvo explicado por el desempeño de la banca privada, fenómeno que habría sido generalizado a nivel de los bancos.

En este contexto, el agregado M1' se presentó muy dinámico en el trimestre, promediando una variación interanual de 15.2%. En tendencia-ciclo este comportamiento implicó un crecimiento tanto nominal como real, acelerándose respecto al trimestre anterior.

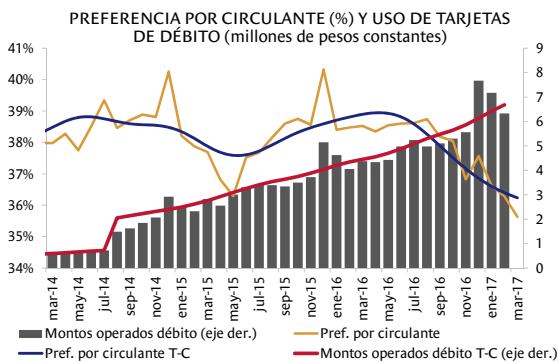


El retroceso del crédito empresarial sería consistente con una mayor operativa en el mercado de capitales. De acuerdo a datos de BEVSA, durante los últimos meses se observó un mayor dinamismo en las transacciones de valores privados.

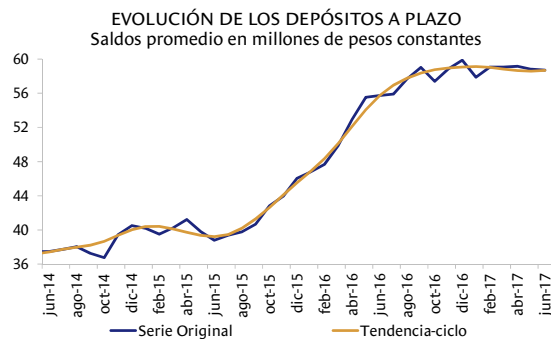
A nivel de los componentes del agregado monetario M1', se observó una aceleración de los depósitos a la vista y en caja de ahorro (con variaciones nominales interanuales superiores a 18% en ambos casos para el promedio del trimestre), mientras que el circulante creció 7.3% respecto al mismo período de 2016.



El mayor uso de tarjetas de débito continúa impactando a la baja en la preferencia por circulante. Este cambio de hábitos en el uso del dinero se ha visto profundizado a partir de mayo cuando comenzó a regir, en el marco de la Ley de Inclusión Financiera, la obligatoriedad de cobrar en una cuenta o en una Institución Emisora de Dinero Electrónico (IEDE)<sup>7</sup>. Asimismo, podría esperarse en los meses venideros una nueva profundización del proceso de uso de tarjetas de débito, siempre y cuando los hábitos de las personas recientemente bancarizadas vayan migrando hacia un uso más intensivo de estos medios de pago.

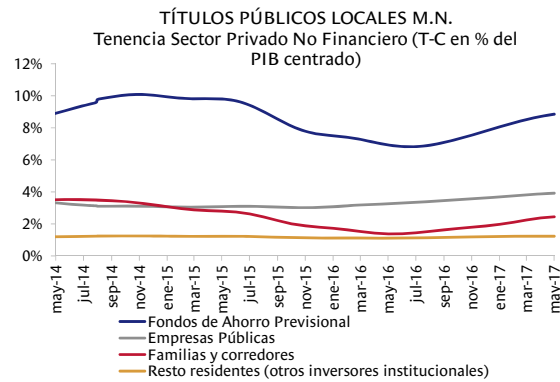


Por otro lado, los depósitos a plazo se mantuvieron estables. Esto se explica debido a un comportamiento estable de los depósitos a plazo fijo, mientras que los certificados de depósitos (CDs) en pesos aumentaron pero los denominados en UI presentaron la tendencia opuesta.

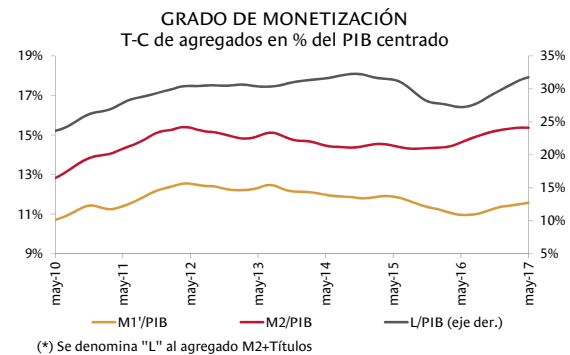


La tenencia de títulos públicos locales continuó creciendo en abril y mayo, tanto en niveles como en porcentaje del PIB. El caso más notorio corresponde a los Fondos de Ahorro Previsional, que aumentaron sus tenencias tanto en pesos

como en UI. Es también relevante el caso de las familias y corredores, donde la revalorización esperada del peso podría haber influido al tornar las inversiones en moneda nacional más atractivas.

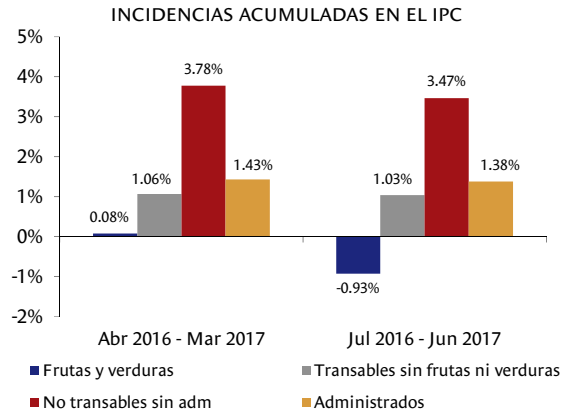
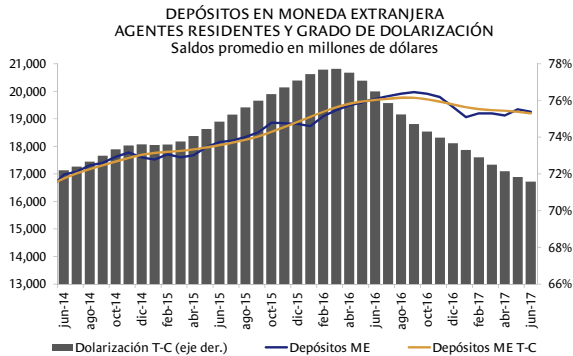


En este contexto, el grado de monetización en sus diferentes mediciones se incrementó en términos de tendencia-ciclo. El crecimiento más pronunciado se evidenció en los agregados que incluyen además de M1', los depósitos a plazo y títulos locales adquiridos por parte de los agentes residentes no financieros, comportamiento que sería consistente con una mayor preferencia por activos denominados en moneda nacional.



Como contracara del aumento de la preferencia por la moneda nacional, los depósitos en moneda extranjera presentaron una tendencia a la baja, a la vez que el grado de dolarización de los depósitos continuó descendiendo, apenas superando el 71%.

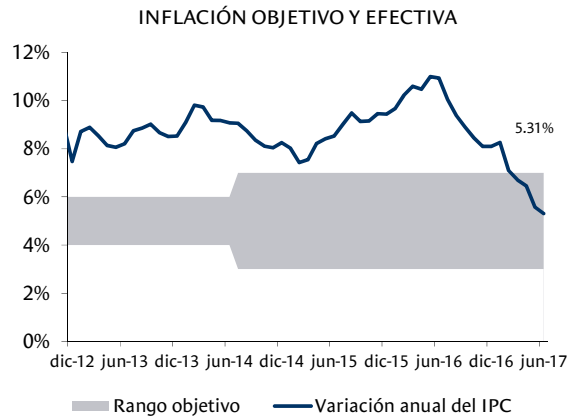
<sup>7</sup> Salvo algunas excepciones, como por ejemplo el servicio doméstico.



### III. Evolución de los precios

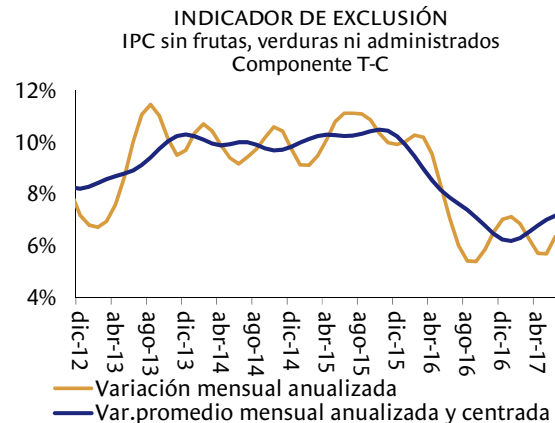
#### III.1 Análisis de la inflación

En el año móvil cerrado a junio 2017 la inflación *headline* se ubicó en 5.3%, descendiendo más de un punto respecto al registro de marzo 2017 (6.7%) manteniéndose en el rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%).

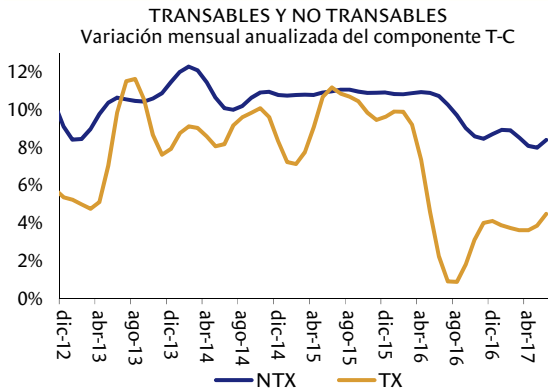


La desaceleración fue generalizada a nivel de componentes, manteniéndose la tendencia a la baja en transables, pero sumando además a las frutas y verduras y a los bienes y servicios no transables de mercado (NTX). En el caso de frutas y verduras, la menor incidencia se debe a que desaparece el impacto del *shock* climático que ocurrió a inicios de 2016. En cuanto a los no transables, el menor crecimiento fue extendido a casi todos los rubros relevados. Finalmente, se observó una desaceleración leve en el ritmo de incremento de Administrados.

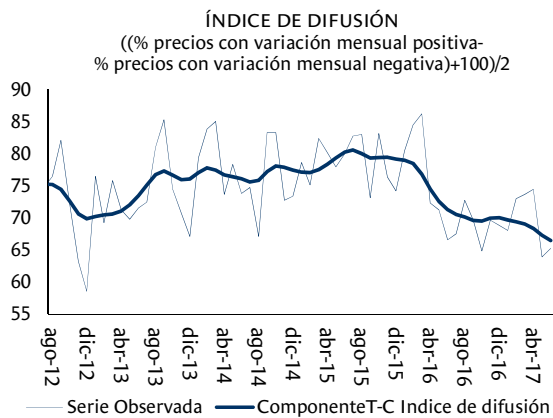
Si se considera la variación promedio mensual anualizada del componente tendencia-ciclo, el indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) se mantuvo estable entre marzo y junio. Por su parte, si se toma en cuenta la variación mensual anualizada y centrada, se observa cierto aumento en el margen. Ambos indicadores se ubican por encima de la inflación *headline* pero dentro del rango meta.



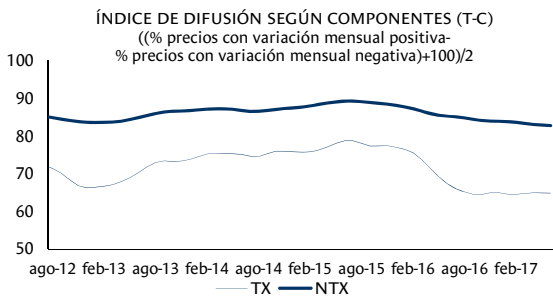
A nivel de componentes, los TX se aceleraron mientras que los NTX se mantuvieron estables. Así, la variación mensual anualizada de la tendencia-ciclo de los TX se ubicó en 4.5% y la de los NTX en 8.4%.



El incremento de precios continúa siendo bastante generalizado. En junio el índice de difusión se ubicó en 66% en tendencia-ciclo, manteniéndose en niveles inferiores a los observados un año atrás.



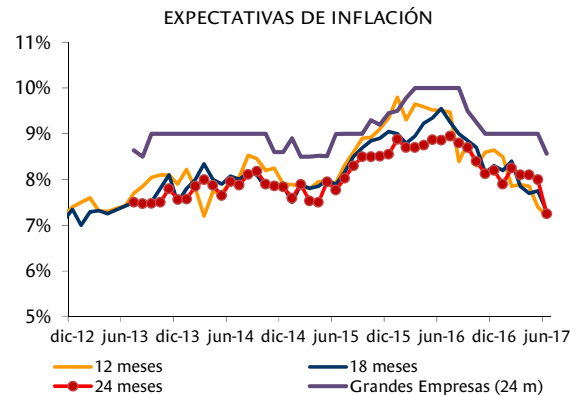
Al desagregar el índice de difusión por componentes, se observa que tanto TX como NTX se han mantenido estables en niveles elevados; los primeros se ubicaron en 65% y los últimos en 83%, ambos en tendencia-ciclo.



### III.2 Expectativas de inflación

En junio la mediana de expectativas de inflación de analistas recopilada por el BCU se redujo en todos los horizontes relevantes. En concreto, en el horizonte de política pasó de 8% en mayo a 7.25% en junio, mientras que a 12 meses se ubicó en 7.2% y a 18 meses en 7.31%. Cabe mencionar que al momento de recabar las expectativas no se conocía el dato de inflación de junio.

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



### IV Balance de riesgos y decisión de política monetaria

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

En el segundo trimestre de 2017 la tasa de inflación interanual continuó disminuyendo, alcanzando 5.3% y ubicándose cerca del centro del rango meta fijado por el CCM (3%-7%).

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, se ubicó también dentro del rango, aunque algo por encima de la inflación headline.

Dentro de esta evolución del IPC cabe destacar el comportamiento de los precios de los bienes no transables que, rompiendo una tendencia de persistente rigidez, han experimentado un notorio descenso, como consecuencia de la caída en las expectativas de inflación.



Las expectativas de inflación para los próximos 24 meses se ajustaron a la baja, ubicándose la mediana en 7.25%, aún por encima del rango meta.

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

La actividad global creció en el primer trimestre del año tal cual lo prevían los principales analistas, especialmente en las economías avanzadas. Por otra parte, China siguió creciendo a buen ritmo. Se espera – a nivel global – un crecimiento de 3.5% para 2017 y 3.6% para 2018.

El trimestre se ha caracterizado por una menor volatilidad en los mercados. Tal como se esperaba la Fed aumentó su tasa de referencia 25 p.b.. La fortaleza en el mercado laboral y la persistente caída de la inflación arrojan incertidumbre sobre las próximas acciones de política monetaria

En este contexto, se sigue observando un importante flujo de capitales hacia las economías emergentes y una apreciación de sus monedas.

En la región, la economía de Brasil creció luego de ocho trimestres de caída ininterrumpida. Pese a ello – y debido a que la crisis política volvió a agudizarse – los analistas redujeron las proyecciones de crecimiento, las que ahora se ubican en 0.3% para 2017 y 2% para 2018. En Argentina, el PIB creció 1.1% desestacionalizado en el primer trimestre del año, esperándose que continúe creciendo en 2017 (2.5%) y 2018 (2.4%). De la misma forma, se espera para 2017 una caída de la inflación, que continúa en niveles altos.

#### IV.3 Escenario interno

La economía uruguaya creció en el primer trimestre 4.3% en términos interanuales (1.5% desestacionalizado). Este crecimiento se produjo al impulso de la demanda interna, tanto en consumo de las familias como en inversión. La cuenta corriente de la balanza de pagos cerró su brecha, pasando a ser superavitaria, fundamentalmente debido al aumento del excedente de ahorro en relación a inversión del sector privado. También se produjo una desaceleración en la salida de capitales en el primer trimestre de 2017.

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

El TCR global se depreció 0.4% en el segundo trimestre de 2017. Esto surge de una apreciación de 0.4% respecto a la región y de una depreciación de 1.8% respecto al resto del mundo. El nivel del TCR ha tendido a ubicarse algo por debajo 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. Durante el período se produjo un aumento de la demanda de dinero fruto de una remonetización de la economía y de un crecimiento del nivel de actividad mayor al previsto, lo que llevó a que el BCU ajustara el manejo de la base monetaria. De esta forma, la cantidad de dinero (M1') se expandió 15.2% interanual, por encima del rango de referencia indicativo de 9%-11% fijado por el Directorio de la Institución en el anterior COPOM.

#### IV.4 Escenario macroeconómico proyectado

En el escenario que se entiende más probable para el horizonte de política monetaria la demanda externa relevante para la economía uruguaya mostraría un dinamismo similar al previsto en el trimestre anterior. La región crecería moderadamente. Por su parte, China seguiría creciendo a buen ritmo, aunque a tasas menores que las registradas en el pasado, al tiempo que la economía de Estados Unidos se mostraría un poco más dinámica.

Los términos de intercambio mejorarían algo durante 2017.

En materia financiera, se prevé que continúen las condiciones favorables que se dieron en el trimestre, no visualizándose aumentos de la volatilidad ni tendencia a la apreciación del dólar.

En este contexto, se espera que la economía uruguaya continúe creciendo de forma moderada y que la inflación *headline* continúe cercana al rango meta.

Sin embargo, existen algunos riesgos provenientes tanto de la economía global como de la regional. En primer lugar, existe la posibilidad de que el gobierno de Estados Unidos implemente una serie de medidas que redunden en menores niveles de crecimiento global. Otro factor de riesgo es la posible agudización de las dificultades de las economías de la región para efectuar los ajustes macroeconómicos necesarios para consolidar su recuperación. Asimismo – aunque con un menor grado de probabilidad – se mantienen los riesgos



de una brusca desaceleración de la actividad económica en China y de que la Unión Europea ingrese en un periodo de estancamiento y deflación. Si bien la probabilidad de estos acontecimientos es relativamente baja, serán motivo de un monitoreo permanente dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía en caso de materialización.

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.

#### IV.5 Decisiones de política monetaria

En base al diagnóstico precedente y considerando el contexto macroeconómico proyectado, el Directorio del BCU en el marco del COPOM decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre abril-junio de 2017 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 11%-13% interanual. Corresponde destacar que esta pauta indicativa, sensiblemente mayor a la de períodos precedentes, constituye una variación calculada respecto a un trimestre del año anterior en que el agregado monetario estaba inusualmente bajo, como consecuencia de la caída de la demanda de dinero que se había verificado en aquel momento, lo que se viene revirtiendo en los últimos trimestres. Esta referencia se enmarca en una trayectoria convergente con los compromisos establecidos en materia inflacionaria y con el crecimiento del producto potencial en el mediano plazo.

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

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

El BCU, a efectos de manejar la política monetaria, seguirá recurriendo a la emisión de LRM, instrumentos de corto plazo en el mercado de dinero así como la utilización de instrumentos de inyección de liquidez, siempre que las condiciones a nivel sistémico así lo requieran. De verificarse eventos de alta volatilidad en los mercados financieros internacionales, con las consiguientes repercusiones en el mercado de