



BCU

Informe de Política Monetaria

Segundo trimestre 2018

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

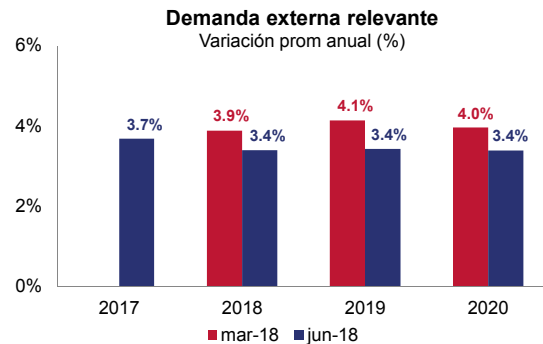
El contexto internacional se tornó más complejo en el segundo trimestre del año. Si bien las perspectivas de crecimiento de la economía global se mantienen, el escenario financiero internacional luce menos favorable para las economías emergentes, caracterizado por el fortalecimiento global del dólar y una mayor aversión al riesgo de los inversores. Ello redundó en una reversión del flujo de capitales hacia emergentes y un aumento de las primas de riesgo soberano.

En este marco, las economías de la región sufrieron un estrés financiero adicional, debido a la fragilidad que arrastraban desde tiempo atrás sus fundamentos macroeconómicos, así como ciertas dificultades políticas. Especialmente, se destacó el caso de Argentina que sufrió un aumento de las tensiones en el mercado cambiario, que redundó en una depreciación significativa de la moneda doméstica, y tuvo que acudir al financiamiento del FMI para obtener financiamiento externo y reestablecer la confianza de los agentes.

Ello afectó a la baja las perspectivas de crecimiento de las economías regionales en el horizonte de proyección. Todo ello, junto a otros factores de riesgo señalados en informes anteriores, ha determinado que el balance de riesgos externos sobre la economía uruguaya se haya deteriorado.

Actividad global

Las proyecciones de la economía mundial apuntan a que en los próximos dos años la tasa de crecimiento será mayor a la observada en los dos años previos, tal como se esperaba en el trimestre anterior. Ello obedecería a la mejora del desempeño de las economías avanzadas y a que las economías emergentes continuarían creciendo a tasas similares a las del año 2017. Sin embargo, en este trimestre se prevé que en los próximos dos años las economías regionales sufran una mayor desaceleración que la prevista en marzo. Como resultado de las tendencias anteriores, se espera que el nivel de actividad de los socios comerciales de la economía uruguaya crezca a una tasa menor a la del año 2017 y también a lo que se esperaba un trimestre atrás en el horizonte de proyección.



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

De acuerdo con las proyecciones del FMI¹ la economía global crecería 3.9% tanto en 2018 como en 2019 (en 2017 creció 3.8%). Las economías avanzadas crecerían 2.5% en 2018 y 2.2% en 2019 (el crecimiento de estas economías fue 2.3% en 2017), mientras que las emergentes se expandirán 4.9% en 2018 y 5.1% en 2019, frente al 4.8% registrado en 2017.

En el primer trimestre del año las economías avanzadas mostraron un buen desempeño, sobre todo la economía norteamericana, aunque las de la Zona Euro (ZE) también mostraron cierto dinamismo. La economía china, por su parte, siguió creciendo a buen ritmo, mientras que las economías de la región mostraron comportamientos diferentes: Argentina mostró un buen dinamismo, al tiempo que Brasil tuvo un magro crecimiento. Sin embargo, como se verá más adelante, los indicadores de alta frecuencia del segundo trimestre dan cuenta de una fuerte desaceleración o incluso una caída del nivel de actividad en dichas economías.

En Estados Unidos la actividad se expandió 2% en el primer trimestre (desestacionalizado y anualizado), guarismo que resultó inferior al del trimestre anterior (2.9%). El crecimiento del PIB fue impulsado principalmente por la expansión de la inversión no residencial y el consumo. Por su parte, el menor crecimiento obedeció fundamentalmente a la desaceleración del consumo privado y de las exportaciones. La última proyección del FMI de crecimiento para 2018 es de 2.9%, levemente por encima de lo proyectado en enero, y mantuvo en 2.7% la proyección para 2019. En ese sentido, el paquete de estímulo fiscal aprobado por el gobierno, apuntalaría el crecimiento previsto, si bien el impacto de las medidas proteccionistas podría ir en efecto contrario.

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



La recuperación económica se ha reflejado en un mayor dinamismo del mercado laboral. En efecto, la tasa de desempleo continuó su tendencia descendente y se ubicó en 4% en junio. Por su parte, en dicho mes se crearon 213 mil puestos de trabajo, por lo que en el segundo trimestre se crearon 211 mil empleos en promedio mensual. Pese al mayor dinamismo del mercado de trabajo, la evolución de los costos laborales unitarios todavía muestra un alza moderada (1.3% en el primer trimestre respecto a un año atrás), sin generar presiones inflacionarias significativas que fuercen a la Reserva Federal (Fed) a alterar su estrategia de ajuste gradual de la política monetaria.

Por su parte, la actividad de la ZE continuó expandiéndose, si bien en el primer trimestre lo hizo a menor ritmo (1.6% (desestacionalizado y anualizado mientras que en el trimestre anterior se expandió 2.7%). El FMI proyecta un crecimiento de 2.4% para 2018 y de 2% para 2019. Sin embargo, como se verá más adelante, esta proyección tiene un sesgo a la baja, debido al riesgo político originado por las dificultades para formar gobierno en Italia (tercera economía de la ZE) y la incertidumbre respecto al estatus final de la relación entre la UE y el Reino Unido.

En el primer trimestre el crecimiento fue generalizado a nivel de países, aunque se destacan: España, que continúa siendo la economía que muestra mayor dinamismo, y Alemania, que siendo la economía de mayor tamaño, mantiene una tendencia creciente. El moderado crecimiento ha permitido un descenso gradual de la tasa de desempleo (se ubica en 8.5% en abril), pero se mantiene una fuerte disparidad entre los países miembros.

En China la actividad en el primer trimestre creció 6.8% interanual (1.4% desestacionalizado), guarismo relativamente similar al registrado en el trimestre anterior y por encima del objetivo del gobierno de una tasa de crecimiento de 6.5% para el año. El FMI proyecta un crecimiento de 6.6% y 6.4% para 2018 y 2019 respectivamente, cifras idénticas a las proyectadas en enero.

Este objetivo de crecimiento puede verse amenazado por varios factores de riesgo, que se desarrollan más adelante. En particular, se destaca el aumento en las últimas semanas de la tensión comercial entre China y Estados Unidos, ante la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos a bienes importados de China por 34.000 millones de dólares, lo que podría ser aumentado a 50.000 en el corto plazo y que, según anuncios del presidente Trump, se podría incrementar hasta los 200.000 millones de dólares (lo que representa prácticamente la mitad de las de las exportaciones de China a Estados Unidos). Ante eso el gobierno chino tomó medidas “espejo” y le

impuso aranceles a una serie de productos importados de Estados Unidos por un monto similar (34.000 millones de dólares). Estos sucesos podrían derivar en una escalada que termine en una guerra comercial, lo que tendría un impacto negativo sobre el comercio mundial, así como sobre el crecimiento de la economía global.

Mercados financieros e inflación

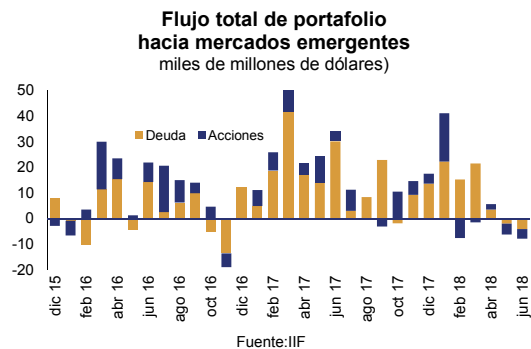
La actividad económica de las principales economías avanzadas ha seguido una tendencia creciente; sin embargo es posible observar una diferencia del ciclo económico entre la economía de Estados Unidos y el de la ZE. En particular, si bien la brecha de producto de la economía norteamericana estaría cerrada, en el caso del bloque europeo permanecería en terreno negativo. Por otra parte, el mercado laboral de Estados Unidos también muestra una menor holgura que el de la ZE. Asimismo, las expectativas de inflación del mercado señalan una senda creciente para Estados Unidos, mientras que en el caso de la ZE no se han modificado sustancialmente.

En este marco, junto al alza del precio del petróleo, se registró un aumento de la inflación *headline* en Estados Unidos (2.9% anual en junio), al igual que de la inflación subyacente (2.3%), ubicándose por encima del nivel de confort de la Fed (2%). En la Eurozona, también se verificó un aumento de la inflación (2% en junio), debido principalmente al efecto del aumento de los precios energéticos, al tiempo que el núcleo subyacente se mantuvo en el entorno del 1%.

En base a lo anterior los bancos centrales de las economías avanzadas han tenido un manejo diferente de la política monetaria. Por un lado, la Fed dispuso dos subas de la tasa de interés (25 puntos básicos en marzo y en junio), al tiempo que señaló que continuaría con la senda de incremento gradual en los próximos meses. En ese sentido, el mercado espera que en lo que resta del año haya dos nuevos incrementos de la tasa de interés. Asimismo, también la autoridad monetaria ha continuado con la reducción de la hoja de balance, luego de la extraordinaria expansión que sufrió a la salida de la crisis de 2008, en el marco de la implementación de una política monetaria ultra expansiva. El aumento de la tasa de interés de referencia se tradujo en un incremento de las tasas de instrumentos a más largo plazo.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha reducido las compras de activos en los últimos meses y espera finalizarlas en setiembre de este año. Sin embargo, las tasas de interés permanecen incambiadas en niveles nulos y no se espera que aumenten hasta mediados del año próximo.

En este marco de mayores presiones inflacionarias y expectativas de mayores tasas de interés en Estados Unidos, junto a otros factores, como los mayores temores de una guerra comercial entre Estados Unidos y algunos socios comerciales, mayores riesgos políticos en Europa y en la región, determinaron el fortalecimiento del dólar a nivel global, lo que provocó movimientos relevantes en los mercados financieros. En particular, las monedas de las economías emergentes tendieron a depreciarse respecto al dólar y aumentaron las primas de riesgo soberano, principalmente las de aquellas economías con peores fundamentos macroeconómicos.



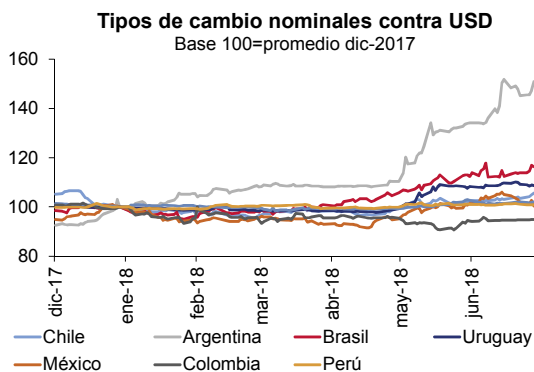
Commodities

Los precios de las materias primas aumentaron en el último trimestre impulsados por el aumento del precio del petróleo y por la fortaleza de la demanda global. Los energéticos se incrementaron en el segundo trimestre, luego de la caída de principios de febrero, que coincidió con la corrección de las Bolsas a nivel global. En el caso del petróleo, en junio mostró cierta reducción, tras haber alcanzado en mayo el máximo nivel en tres años, debido al anuncio de aumento de la producción por parte de Rusia y Arabia Saudita.

Por su parte, los principales precios de exportación uruguayos se incrementaron. Por un lado, el precio de la carne, al igual que la celulosa, mejoró al influjo del aumento de la demanda de China. Sin embargo, el precio internacional de la soja se vio afectado a la baja por las medidas tomadas por China en respuesta a los aranceles que impuso Estados Unidos a algunos productos importados desde aquel país (se redujo 11% entre marzo y junio). Por otra parte, el precio de exportación del arroz también mostró una mejora.

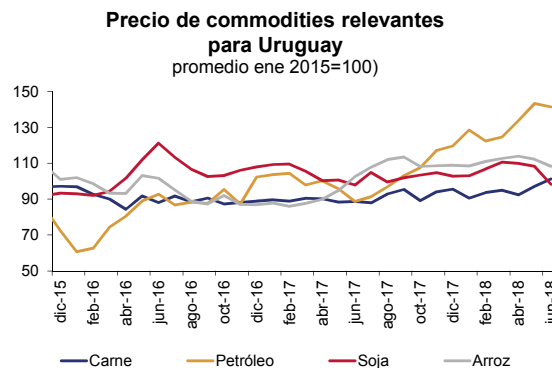


Fuente: Fed



Fuente: Bloomberg

Asimismo, se observó una salida de capitales de las economías emergentes y cierto aumento, aunque moderado, de la volatilidad en los mercados financieros.



Fuente: Bloomberg e INAC

La región

La economía brasileña sufrió un estrés financiero de entidad en el segundo trimestre por la combinación de un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, aunado a una mayor percepción de riesgo político

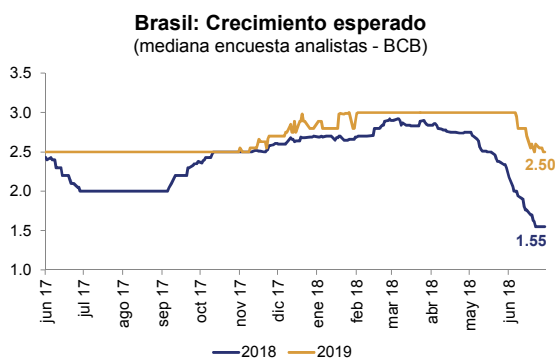
doméstico, que generó una gran incertidumbre acerca de la resolución de los desequilibrios macroeconómicos, sobre todo sobre la reducción del déficit fiscal que asegure una trayectoria sostenible de la deuda pública.

Esta mayor incertidumbre se reflejó en una mayor depreciación de la moneda respecto al dólar en el segundo trimestre (15%), un aumento de la prima de riesgo soberano de casi 100 puntos básicos y una salida de capitales.

En el primer trimestre la economía creció, aunque a tasas reducidas (0.4% desestacionalizado, 1.2% interanual). Del lado de la oferta, el sector agropecuario se expandió respecto al trimestre anterior, al tiempo que la industria y los servicios permanecieron estancados. Por su parte, del lado de la demanda, el consumo privado y la inversión crecieron en forma moderada, en tanto que las exportaciones netas incidieron negativamente.

El moderado crecimiento del primer trimestre, el cambio en el entorno financiero internacional, la mayor incertidumbre política y otros eventos internos (como por ejemplo la huelga de camioneros que paralizó el país por algunas semanas), afectaron negativamente las expectativas de los agentes.

De este modo, las expectativas de crecimiento para los próximos dos años fueron revisadas a la baja: para 2018 el crecimiento esperado se redujo prácticamente a la mitad; mientras que en marzo se esperaba alrededor del 3%, a fines de junio la expectativa de crecimiento era de 1.55%. A su vez, también se revisaron a la baja las expectativas para 2019 (de 3% a 2.5% en dicho período).

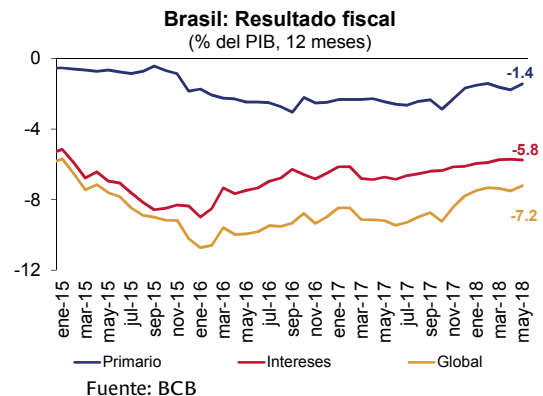


Fuente: BCB

La inflación se aceleró en el mes de junio y acumuló un alza de 4.4% en los últimos doce meses, aunque se mantiene dentro del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB). Ello se debió a un factor transitorio, como la huelga de los camioneros que tendió a incrementar el costo de los alimentos, junto a otros factores como la mayor depreciación de la moneda y al aumento de algunas tarifas públicas.

Si bien hace unos meses se esperaba que el BCB redujera la tasa de referencia, el nuevo contexto internacional y doméstico redundó en cierta tendencia creciente de las expectativas de la inflación en los próximos meses, lo que determinó que en base al nuevo balance de riesgos el BCB mantuviera incambiada la tasa Selic.

En los primeros cinco meses del año, el resultado fiscal mostró cierta mejora, si bien el déficit siguió ubicándose en niveles elevados (7.2% del PIB en el año móvil a mayo). La mejora de la actividad y el aumento de la carga tributaria tendieron a incrementar la recaudación, al tiempo que se verificó cierta reducción de los gastos. Por su parte, el servicio de intereses se mantuvo estable respecto al PIB. Sin perjuicio de lo anterior, la deuda pública se incrementó (pasó de 76% del PIB en el año móvil a abril a 77% en igual período finalizado en mayo). Finalmente, no se espera que la situación fiscal continúe mejorando en la segunda mitad del año, ya que el ajuste a la baja de la proyección del nivel de actividad afectará el nivel previsto de la recaudación, al tiempo que no se espera que se aprueben medidas adicionales de control de gastos.



La economía argentina sufrió una agudización de las tensiones financieras en el segundo trimestre, al influjo de varios factores. En primer término, dicha economía presentaba vulnerabilidades previas, como alta inflación, bajo crecimiento y elevados desequilibrios en el plano fiscal y externo, que se traducían en una importante dependencia del financiamiento externo.

En segundo lugar, el contexto financiero internacional resultó menos favorable: el dólar se fortaleció, subieron las tasas de interés a mayores plazos en Estados Unidos, los capitales tendieron a salir de las economías emergentes y se registró un aumento de las primas de riesgo soberano de estas economías, en particular las que mostraban peores fundamentos macroeconómicos.

Finalmente, hubo ciertos disparadores domésticos, tales como la flexibilización de la política monetaria que dispuso el gobierno a fines

de 2017, la imposición a la renta de los intereses a no residentes, las dificultades políticas para aumentar las tarifas públicas para contener el déficit fiscal y una menor oferta de divisas debido a la sequía que afectó a las exportaciones de algunos cultivos.

En consecuencia, se verificó un aumento de las tensiones en el mercado cambiario desde fines de abril –el peso argentino se depreció alrededor del 40% entre mediados de abril y fines de junio–, un aumento del riesgo país y una desmejora de la confianza de los agentes económicos.²

Ante la imposibilidad de revertir las expectativas de los agentes y contener dichas presiones mediante medidas de política monetaria, como la suba de las tasas de interés doméstica y la intervención en el mercado cambiario, el gobierno firmó un acuerdo *stand by* con el FMI a los efectos de acceder al financiamiento externo necesario e influir sobre las expectativas.

Mediante este acuerdo el gobierno se aseguró el desembolso inmediato de 15.000 millones de dólares (de un total de 50.000 millones), al tiempo que se comprometió a una mejora más rápida de las finanzas públicas de modo de alcanzar un resultado primario equilibrado en 2020 (en los últimos doce meses a marzo el déficit primario ascendía a 3,6% del PIB).

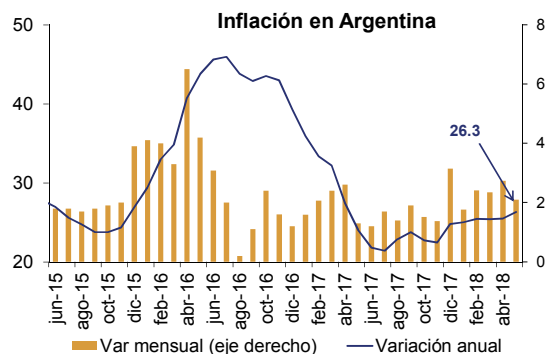
Asimismo, se flexibilizaron las metas de inflación y existe el compromiso de tomar medidas tendientes a fortalecer la autonomía del Banco Central de la República Argentina (BCRA).³ Por otra parte, también se estableció el compromiso de reducir sustancialmente las intervenciones directas del BCRA en el mercado de cambios (el acuerdo establece que el régimen cambiario sea flexible y el tipo de cambio se determine por el mercado). Si bien no existe un compromiso explícito, se estima que para reducir la brecha externa se requerirá un nivel del tipo de cambio real consistente, que posibilite el ajuste mediante el aumento de las exportaciones netas.

Mediante la firma de este acuerdo y otras medidas que ha tomado el gobierno (suba de encajes, de tasas de interés, cambio de autoridades en el BCRA) se ha logrado restablecer temporalmente la calma en el mercado cambiario. Sin perjuicio de lo anterior, según diversos analistas, la cotización del dólar no ha encontrado su techo y tampoco se

ha logrado mejorar la confianza de los inversores en forma definitiva.

En este marco, la actividad económica se ha resentido en los últimos meses, al tiempo que la inflación se ha acelerado. En efecto, si bien la economía había crecido al cabo del primer trimestre (3.6% interanual), los datos más recientes apuntan a una reducción del nivel de actividad en el segundo trimestre. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) se redujo en abril 2.7% respecto al mes anterior en términos desestacionalizados, al tiempo que la actividad industrial y la de la construcción se redujeron en el mes de mayo. Las proyecciones de crecimiento se han ajustado sensiblemente a la baja. De acuerdo a la encuesta de analistas que releva el BCRA, en junio la mediana de crecimiento del PIB para 2018 era de 0.5%, mientras que en abril era de 2.5%.

La inflación se aceleró en los últimos meses debido a la fuerte depreciación de la moneda y a las correcciones de las tarifas. Asimismo, cabe resaltar que para 2018 se eliminó la meta de inflación en oportunidad de firmar el acuerdo con el FMI. En mayo la inflación se ubicó en 27% anual. En cuanto a las expectativas de inflación, mientras que en marzo la mediana de los analistas era de 20.3% para 2018, en junio subió a 30%. En este marco, se estima que el salario real se reduciría al cabo del año (alrededor del 3% de acuerdo a la consultora Ecolatina), lo que junto al deterioro de las expectativas, el encarecimiento del crédito y la suba del tipo de cambio, tenderán a deprimir al consumo privado.



Fuente: INDEC.

Finalmente, los déficits fiscal y externo siguen en niveles elevados. El déficit fiscal se ubicaba en torno al 6% del PIB en marzo, sin computar la carga de intereses del BCRA (que se estima en el entorno de 2.5% del PIB). Por su parte, el déficit en cuenta corriente en marzo alcanzó a 5.3% del PIB. La magnitud de ambos resultados revela la dificultad que va a enfrentar la economía argentina para procesar el ajuste macroeconómico en los próximos años.

² Al momento de cierre de este informe, el dólar cotizaba por encima de los 28 pesos y el riesgo país se ubicaba por encima de los 550 puntos básicos. Mientras tanto, al 20 de abril el dólar cotizaba a 20.2 pesos y el EMBI era de 400 puntos básicos.

³ Entre otras medidas existe el compromiso de eliminar el financiamiento monetario al Tesoro, reducir gradualmente el stock de LEBAC y enviar al Congreso un proyecto de reforma de Carta Orgánica del BCRA.

Escenario Base

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

Este escenario se caracteriza por el menor dinamismo esperado de la demanda externa relevante para la economía uruguaya respecto a un trimestre atrás, debido principalmente a la desmejora del pronóstico de las economías regionales.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2017	2018f	2019f
PIB externo relevante⁴	3.7%	3.4%	3.4%
Economía global	3.8%	3.9%	3.9%
Economías avanzadas	2.3%	2.5%	2.2%
Estados Unidos	2.3%	2.9%	2.7%
Zona Euro	2.3%	2.4%	2.0%
Japón	1.7%	1.2%	1.1%
Economías emergentes	4.8%	4.9%	5.1%
China	6.9%	6.6%	6.4%
Brasil	1.0%	1.7%	2.9%
Argentina	1.1%	0.7%	1.1%

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

Uruguay experimentó mejoras en los términos de intercambio en los últimos dos años. En 2017 la mejora obedeció a un encarecimiento superior de los precios de exportación a los registrados en los de importación. Para 2018 se espera una leve mejora adicional, mientras que en 2019 se aguarda un ligero deterioro.

El escenario financiero internacional luce menos auspicioso para las economías emergentes en general, incluyendo la uruguaya. La volatilidad financiera se acrecentó y el contexto político muestra una mayor incertidumbre global por la “guerra comercial” entre Estados Unidos y sus socios comerciales y las recientes tensiones geopolíticas y regionales, especialmente en Brasil. Asimismo, de acuerdo con lo esperado por el mercado, en 2018 la Fed realizaría dos subas adicionales de la tasa de referencia, las que se suman a las ya efectuadas en marzo y junio. Las tasas largas se elevaron y el dólar se fortaleció, al tiempo que los capitales están saliendo de las economías emergentes. Más allá de estos eventos de volatilidad, se espera que la normalización de

la política monetaria en EE.UU. continúe siendo gradual a lo largo del Horizonte de Proyección.

Riesgos sobre el Escenario Base

Este escenario base presenta una serie de riesgos, tanto en la economía global como regional. Entre ellos se destaca que la reforma tributaria en Estados Unidos conduzca a mayores presiones inflacionarias que obliguen a la Fed a acelerar la normalización de su política monetaria y a que se eleven las tasas de largo plazo, por mayores necesidades de financiamiento. En el mismo sentido operaría un incremento de la aversión al riesgo por parte de los inversores con aumento de la volatilidad. Este escenario tendría efectos negativos para las economías emergentes: menor liquidez internacional, mayores costos de financiamiento, mayor riesgo soberano, mayor fortalecimiento del dólar y mayores salidas de capitales.

Asimismo, las condiciones políticas que enfrenta la economía de Brasil podrían generar dificultades para aprobar las reformas fiscales necesarias para ajustar los desequilibrios, consolidar el crecimiento económico y prevenir la inestabilidad. En el caso de Argentina existe el riesgo de incumplimiento de las metas fiscales acordadas con el FMI, lo que podría provocar una salida de capitales, un corte abrupto del financiamiento externo, lo que se reflejaría en presiones al alza sobre el tipo de cambio y la reducción de la tasa de crecimiento de la economía.

Por otra parte, 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: correcciones bursátiles abruptas, deuda de los gobiernos regionales y las empresas públicas, la banca en las sombras o depreciación del yuan. A éstos hay que agregar las recientes tensiones comerciales con Estados Unidos que derivaron en la imposición de aranceles a una serie de productos entre ambos socios y las amenazas de ampliación por parte del presidente Trump del monto, así como la extensión de estos gravámenes a otros socios comerciales, que puedan derivar en una guerra comercial con impactos significativos sobre el comercio y el crecimiento global. En la ZE, persiste el riesgo de tensiones financieras asociadas a las negociaciones del *Brexit*, al tiempo que persisten las dudas acerca del rumbo que tome finalmente el gobierno en Italia (tercera economía de la unión monetaria), lo que podría aumentar el riesgo político para el proyecto europeo. Finalmente, se verifica un aumento de las tensiones geopolíticas que podrían afectar negativamente los precios de

⁴ A partir de junio se modificó la metodología de cálculo de la serie de PIB externo relevante.

las materias primas y/o acrecentar la volatilidad en los mercados financieros.

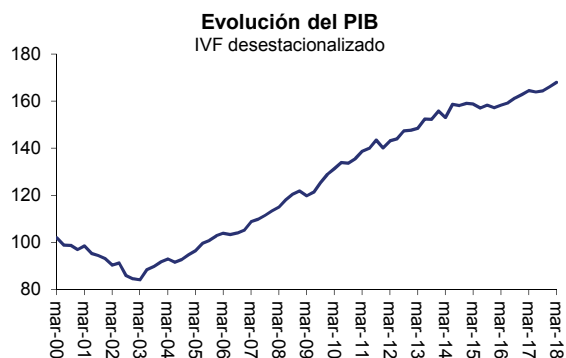
Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es entre baja y medio baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría un impacto negativo sobre el equilibrio macroeconómico esperado, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

I.2. La economía uruguaya

I.2.1. Nivel de actividad y empleo

El primer trimestre de 2018

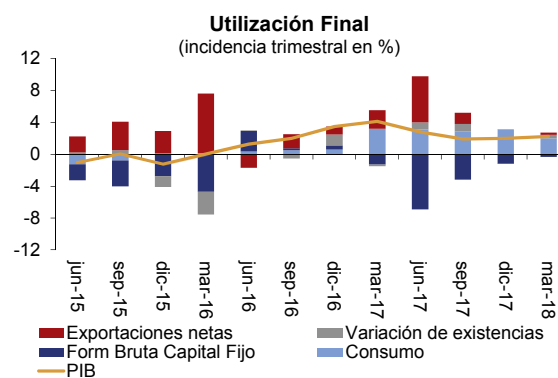
En el primer trimestre del año el nivel de actividad se expandió 2.2% respecto a un año atrás, lo que en términos desestacionalizados representó un crecimiento de 1.1% respecto al trimestre anterior. A nivel de sectores, se verificó un incremento bastante generalizado en relación al primer trimestre de 2017, con la excepción de las *Actividades Primarias* y del *Suministro de Electricidad, Gas y Agua*. En el primer caso, cabe mencionar que la caída observada en el valor agregado se dio en un marco de menores rendimientos en los principales cultivos debido al efecto de la sequía.



Por el lado de los sectores que crecieron, *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* y *Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles* siguieron impulsando la actividad de la economía. En el primer caso, el dinamismo estuvo asociado principalmente al buen desempeño de las telecomunicaciones, mientras que en el segundo se observó un desempeño positivo en la actividad comercial en un marco de mayores importaciones de bienes. Por su parte, la *Industria Manufacturera* incrementó su nivel de actividad 2.9% en la comparación interanual, debido a la reapertura de la refinería. Sin considerar esta actividad el resto de la industria mostró un retroceso de 1.5%. Finalmente, el valor agregado de la *Construcción* aumentó gracias a una mayor actividad del sector privado.

La oferta final de la economía también se expandió en comparación con un año atrás (2.5%), como resultado tanto del mayor nivel de actividad, como de un incremento en las importaciones (3.7%) en el mismo periodo. En el caso de los bienes, el resultado positivo se explica por las importaciones de bienes de consumo final e intermedios. En cuanto a los servicios, se destaca un mayor gasto de turismo en el exterior realizado por los residentes de la economía, así como un aumento en las compras de Otros servicios (principalmente transporte) en relación al primer trimestre de 2017.

Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció tanto a impulso de la demanda interna como de las exportaciones netas. En relación a la primera, el aumento respondió a un incremento en el *Gasto de consumo final* (2.4%) respecto a igual período del año anterior, acompañado por un leve aumento en la *Formación Bruta de capital* (0.6%). El incremento en el consumo se explicó por un mayor *Gasto de consumo final privado*, parcialmente compensado por una disminución en el *Gasto de consumo final del gobierno*. Por otro lado, el leve incremento en la inversión se explicó por un efecto positivo de la variación de existencias de la economía en la comparación interanual. Sin embargo, se observó un retroceso en la formación bruta de capital fijo (-2.2%), explicada por una menor inversión del sector privado en maquinarias y equipos, parcialmente compensada por un incremento del mismo tipo de inversión en el sector público.



Finalmente, las *Exportaciones de bienes y servicios* aumentaron 4.6% debido principalmente a las mayores ventas de bienes y, en menor medida, a las ventas de servicios al exterior. En los bienes el incremento se asoció, principalmente, con el aumento en las ventas de carne, madera y automotores. En tanto, en los servicios la suba se dio de la mano de un aumento en las ventas de Otros servicios.

Indicadores de actividad del segundo trimestre de 2018

La evolución reciente de los indicadores parciales de actividad sugiere que la economía habría desacelerado su ritmo de crecimiento en el segundo trimestre.

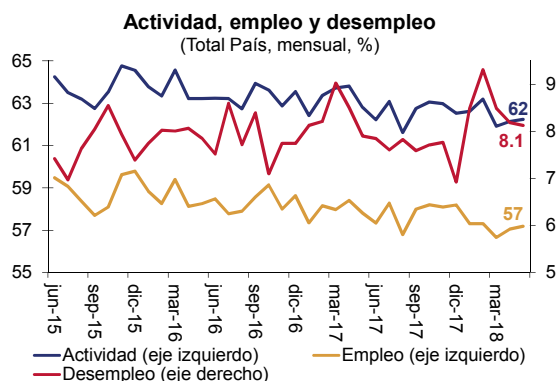
Con datos a mayo, el componente de tendencia-ciclo de las importaciones de bienes de consumo sin automóviles medidas en dólares continuó cayendo, acumulando cuatro meses de retracción. En tanto, las ventas de autos 0 km exhibieron una fuerte caída en abril y mayo, en un contexto de elevada incertidumbre por el desarrollo de la crisis cambiara argentina, ubicándose por debajo del umbral de 4.000 unidades por primera vez desde setiembre de 2016.

Asimismo, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC), que había alcanzado el nivel de neutralidad en agosto de 2017, muestra una tendencia a la baja desde entonces. Por otra parte, el crédito al consumo, que había mostrado un retroceso en términos de tendencia-ciclo entre diciembre de 2017 y febrero de 2018, mostró un repunte en marzo y se mantuvo estable en abril, sin ser de este modo un factor que esté dando un impulso significativo al consumo.

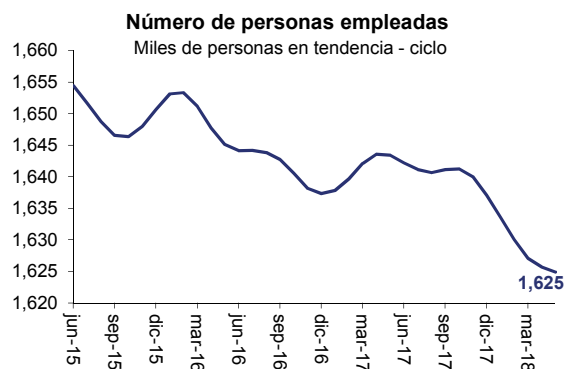
En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de bienes medidas en dólares (fuente Aduana, sin incluir ventas desde Zonas Francas) mostraron un deterioro en términos de tendencia ciclo en abril y mayo. Esto se explicó en buena medida por la mala cosecha de soja, mientras que el resto de las exportaciones exhibe una caída en términos de tendencia ciclo a partir de marzo.

Empleo e ingresos

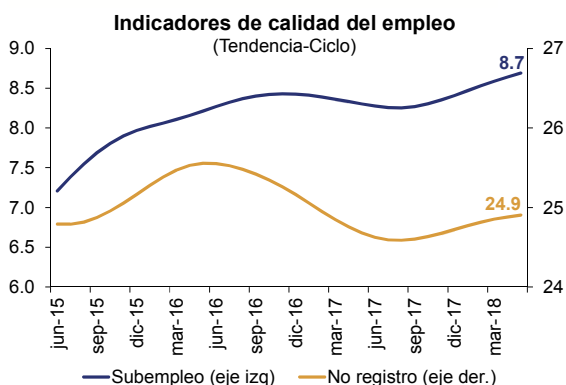
En el primer trimestre de 2018 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 8.8%, aumentando tres décimas respecto al mismo trimestre del año anterior, como consecuencia de una reducción de la demanda de trabajo que no fue totalmente compensada por la caída en la oferta. En concreto, la tasa de empleo se redujo respecto a un año atrás (57.1% versus 57.8%), mientras que la tasa de actividad pasó de 63.2% a 62.6%.



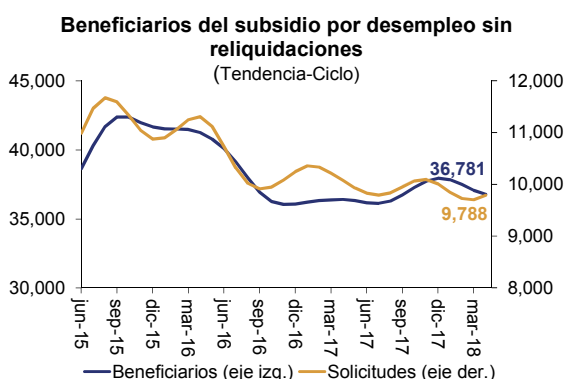
Los datos de mayo mostraron un incremento de la tasa de desempleo en relación al mismo mes de 2017. En concreto, la tasa de desocupación subió dos décimas hasta ubicarse en 8.1% de la población económicamente activa. Esto se dio en un marco de caída en el nivel de empleo mayor que la retracción de la oferta de trabajo. En concreto, la tasa de actividad fue 62.2% y la de empleo 57.2% (contra 62.8% y 57.8% respectivamente en mayo de 2017). De esta forma, el número de personas empleadas continuó mostrando caídas en el margen en términos de tendencia-ciclo.



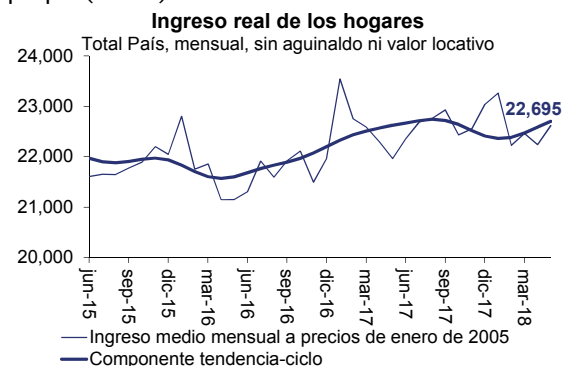
Junto al menor nivel de empleo se observó un deterioro en la calidad del mismo. En concreto, la proporción de ocupados que presentan problemas de subempleo (personas que declaran querer trabajar más horas de las que efectivamente trabajan), volvió a incrementarse en el margen afectando al 8.7% de los trabajadores en términos de tendencia-ciclo. Al mismo tiempo, desde setiembre de 2017 se observa una tendencia creciente en los ocupados no registrados en la seguridad social. Cabe mencionar que ambos indicadores aún se ubican en niveles reducidos si se los analiza desde una perspectiva histórica.



Por otra parte, la información del BPS a abril 2018 respecto al subsidio por desempleo reflejó en el margen una caída de los beneficiarios efectivos de este subsidio. De todas maneras cabe mencionar que se observó un leve incremento en el número de nuevas solicitudes.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país continuó creciendo en el año móvil a mayo 2018 (en tendencia-ciclo), impulsado por todas las categorías: ingresos salariales (+2.2%), pasividades (+5.5%) e ingresos por cuenta propia (+2.7%).



En suma, en los primeros cinco meses de 2018 se habría consolidado una tendencia a la baja tanto en la oferta de trabajo como en la tasa de empleo, pese a que la actividad económica se mantuvo dinámica. En este marco, la mayor caída en el nivel de empleo determinó que la tasa de

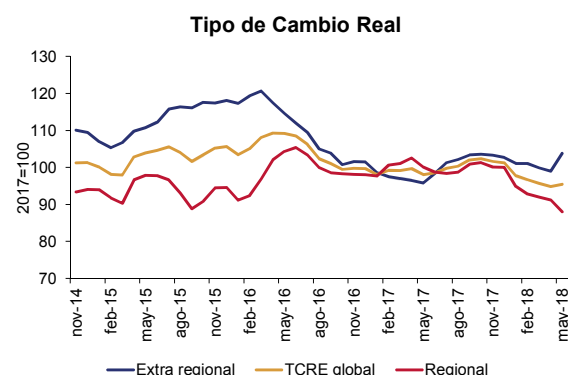
desempleo se ubicara en magnitudes algo mayores a las observadas en los mismos meses de 2017. De todas maneras, desde una perspectiva histórica todavía se observan altos niveles de empleo y relativamente bajos niveles de desocupación.

1.2.2. Sector externo

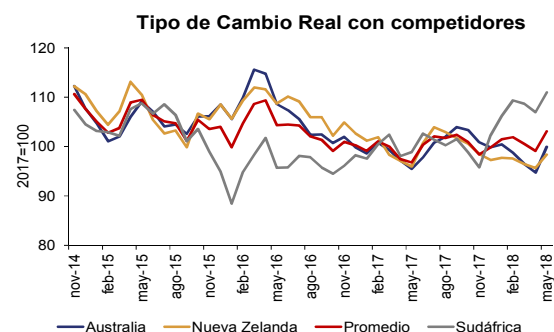
Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo global (TCRE) se apreció levemente en el segundo trimestre de 2018 con respecto a marzo (-2%). En tal sentido, se observó una depreciación frente a la extra-región (+5.4%) en un contexto de fortalecimiento global del dólar, junto a una apreciación respecto a la región (-9.1%), en el marco de los referidos fenómenos de crisis cambiaria en Argentina e incertidumbre política en Brasil.

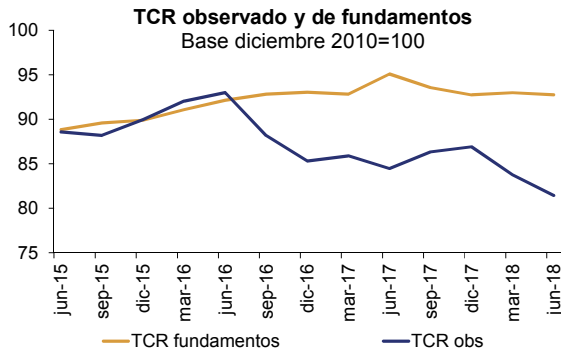
Dentro de la región, comparando junio con marzo, se observó una apreciación de 12.6% del TCRE bilateral con Argentina, mientras que el TCRE bilateral con Brasil disminuyó 5.6%.



Por otra parte, con datos a mayo, el TCR bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos ha mostrado una evolución favorable durante 2018. Así, se ha depreciado respecto a Sudáfrica +8.5%, se ha mantenido estable con Nueva Zelanda y se ha apreciado frente a Australia -1.1%. El promedio simple refleja una depreciación real de 3.3%.

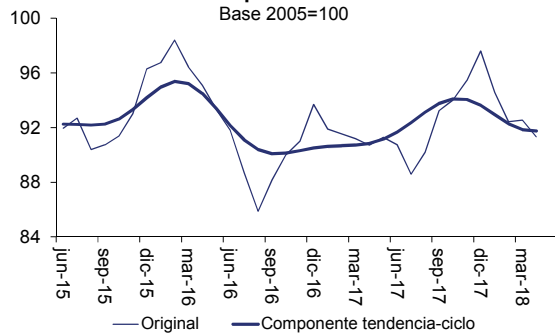


Asimismo, el TCR de fundamentos, que hasta el primer trimestre mostraba una tendencia a la apreciación impulsada por cierta ganancia de los términos de intercambio, se depreció levemente en el margen, al revertirse la tendencia de los términos de intercambio.⁵



Finalmente, contando con datos a abril se observa que el *Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora*⁶ mantuvo una trayectoria decreciente en el margen, pauta por un incremento de los costos unitarios de exportación medidos en dólares, acompañado de estabilidad en los precios de exportación. Los últimos datos disponibles llegan hasta antes de la depreciación nominal del peso uruguayo en mayo.

Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora
Base 2005=100



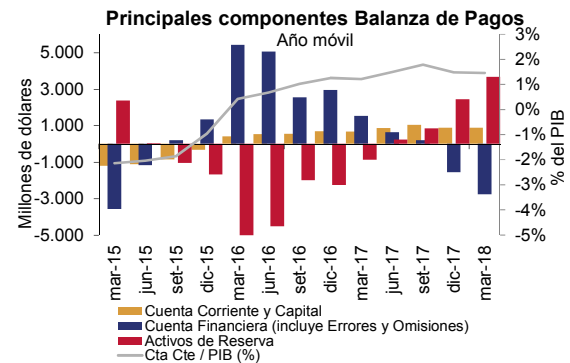
En síntesis, el nivel del TCR se encuentra actualmente por debajo de su nivel de fundamentos. En el margen se destaca una apreciación del TCRE en el segundo trimestre de 2018, pauta por un encarecimiento frente a los socios regionales y una depreciación respecto a la extra-región.

⁵ Tanto el TCR efectivo como el de fundamentos están desestacionalizados. Ambos se construyen con la nueva serie de TCR base 2017, publicada por el BCU.

⁶ 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.qub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf

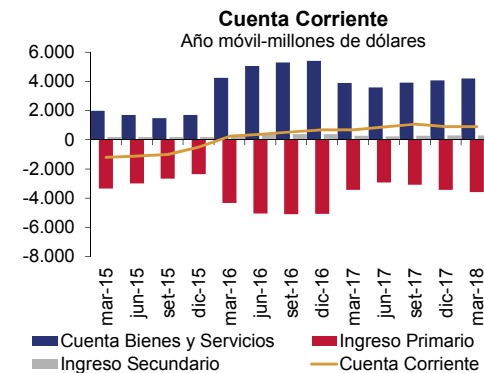
Balanza de Pagos

En el año culminado en marzo de 2018 la economía uruguayo mantuvo un superávit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 1,5% del PIB (886 millones de dólares), significando un aumento de 0.4 puntos porcentuales respecto a igual período de 2017.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

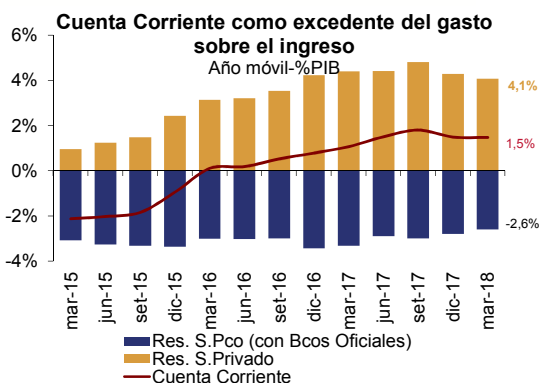
El aumento del superávit de la Cuenta Corriente estuvo determinado por el mejor resultado de la Cuenta de Bienes y Servicios y en menor medida del Ingreso Secundario, mientras que se observó un mayor déficit del Ingreso Primario⁷.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

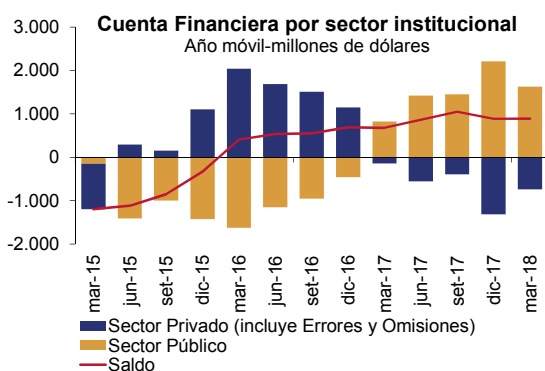
A nivel institucional se destaca que el sector privado continuó mostrando un ahorro superior a la inversión en el entorno de 4% del PIB mientras que el sector público ajustó 0.7 puntos porcentuales su déficit en el período de análisis, ubicándose actualmente en -2.6% del PIB.

⁷ El Ingreso Primario según la 6ª Edición del Manual de Balanza de Pagos (FMI, 2008) comprende Remuneración de Empleados, Renta de la Inversión y Otro Ingreso Primario y es equivalente al rubro Renta de la versión anterior (Manual de Balanza de Pagos 5ª Edición (FMI, 1993)



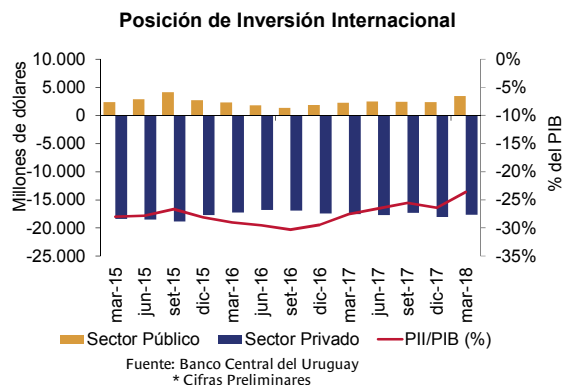
Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Como contracara del saldo superavitario en la Cuenta Corriente se observó una salida neta de fondos, incluidos los movimientos no registrados que se recogen en *Errores y Omisiones*⁸. Esta salida es explicada por los movimientos financieros del sector público (incluidos los activos de reserva), mientras que el sector privado, presentó un mayor ingreso neto de fondos. El mayor endeudamiento registrado se vincula en mayor medida a la Inversión de Cartera.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Finalmente, a marzo de 2018 la economía uruguaya registró una posición neta deudora con el resto del mundo de 23.6% del PIB (14.234 millones de dólares), la que se reduce en el margen en un marco de un incremento de los activos financieros externos superiores al incremento de los pasivos financieros externos.



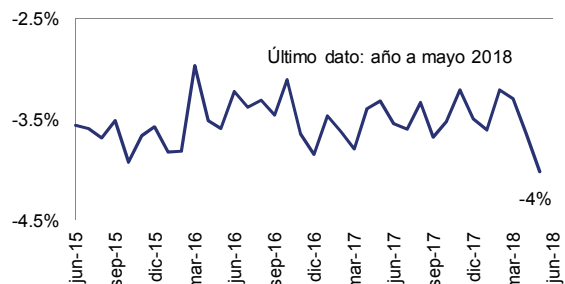
Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en mayo de 2018, el déficit del sector público global (SPC⁹) fue 4% del PIB, 0.7% del PIB superior al de un año atrás.

Resultado Global Sector Público

% del PIB - año móvil



A nivel institucional, el aumento del déficit se puede atribuir, principalmente, a las finanzas de las Empresas Públicas (EPP), y, en menor medida, a los mayores pagos de intereses del BCU.

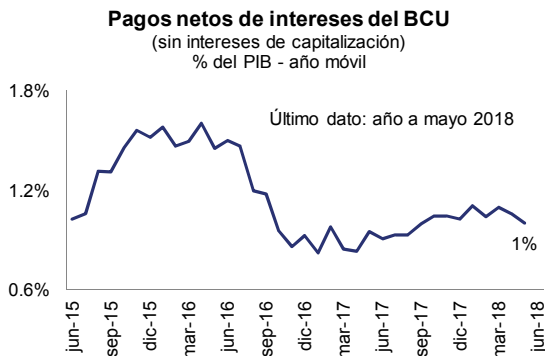
El déficit primario de GC-BPS (Gobierno Central – Banco de Previsión Social) se mantuvo prácticamente estable en 0.5% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos (2.3%) similar al de los egresos (2.4%). Los mayores ingresos se explican por el crecimiento económico (PIB y masa salarial), así como por las medidas de tributarias implementadas a comienzos de 2017. Por otra parte, el aumento de los gastos se concentró en pasividades y transferencias.

Las EPP registraron un déficit de 0.4% del PIB que contrasta con el superávit de 0.2% del PIB de igual período del año anterior. Un aumento extraordinario de stocks en ANCAP y la caída del superávit primario corriente explicaron esta evolución.

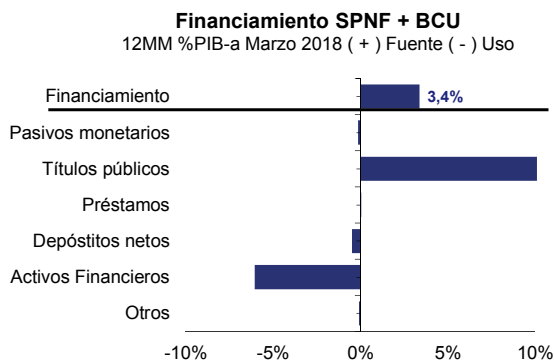
⁸ Se considera que los movimientos no registrados corresponden fundamentalmente a movimientos financieros, también pueden computar transacciones no adecuadamente captadas correspondientes a la Cuenta Corriente.

⁹ El sector público global incluye: GC, BPS, EPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

El déficit del BCU aumentó 0.1% del PIB, ubicándose en 0.9% del PIB, debido a los mayores intereses pagados por instrumentos de esterilización en un marco de política monetaria contractiva. Asimismo, las compras esterilizadas de divisas para evitar presiones excesivas sobre el tipo de cambio llegaron a 3.350 millones de dólares (5.5% del PIB) en el período.



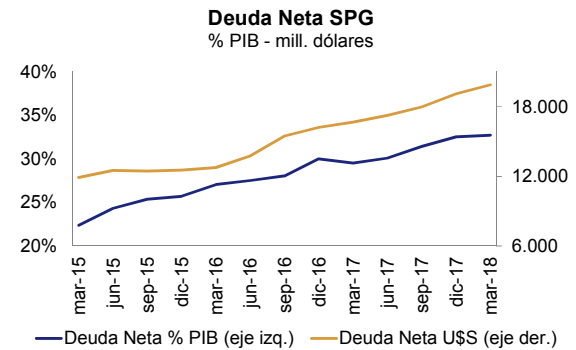
Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a marzo 2018, el déficit del SPG fue 3.4% del PIB. Los títulos públicos constituyeron la única fuente de financiamiento a marzo, destacándose la emisión internacional de junio y setiembre de 2017¹⁰. Éstos permitieron principalmente financiar el déficit, la caída de depósitos en el BCU, y constituir activos de reserva.



La deuda bruta del SPG alcanzó los 40.302 millones de dólares a marzo 2018 (66% del PIB), mientras que los activos sumaron 20.420 millones de dólares (34% del PIB). Lo anterior implicó que la deuda neta se ubicara en 19.833 millones de dólares. Esto significó que la deuda neta en términos del PIB pasara de 30% a 33% en el último año cerrado a marzo.

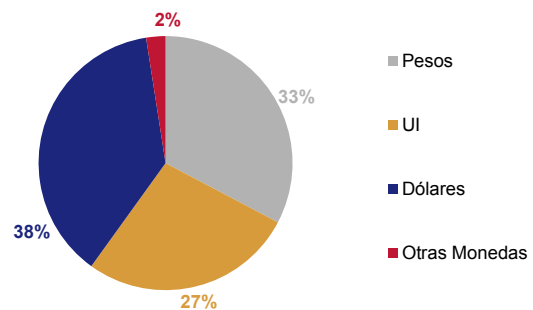
¹⁰ El GC emitió en junio 2017 un bono global en pesos nominales por el equivalente a 1.250 millones de dólares, con madurez de 5 años y tasa fija de 9.875% anual, mientras que en setiembre volvió a emitir un bono global en pesos nominales, esta vez por el equivalente a 1.100 millones de dólares, con vencimiento en 2028 y tasa fija de 8.500% anual.

En cuanto a la composición de la deuda por moneda, se observa un incremento de la participación de la deuda en pesos, que pasó de 22% en marzo 2017 a 33% en marzo 2018, al influjo de las emisiones internacionales del gobierno central de dos títulos en pesos mencionadas anteriormente.



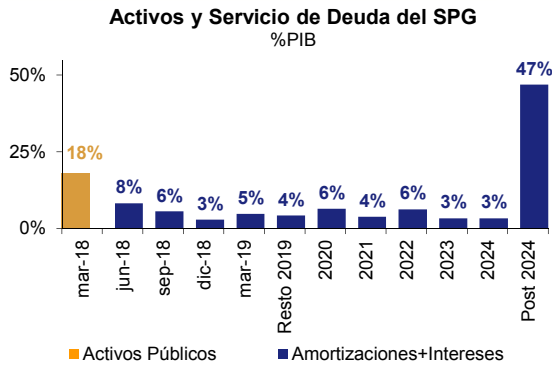
Finalmente, en la deuda del BCU hubo un aumento de la participación de la deuda en pesos, dado el mayor stock de LRM, que en marzo 2018 aumentó aproximadamente 3.520 millones de dólares respecto a marzo 2017 como consecuencia de las compras esterilizadas de divisas anteriormente referidas¹¹.

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 2018 permitía cubrir el servicio de deuda del SPG hasta enero de 2019. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.157 millones de dólares (3.5% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: aproximadamente la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2024.

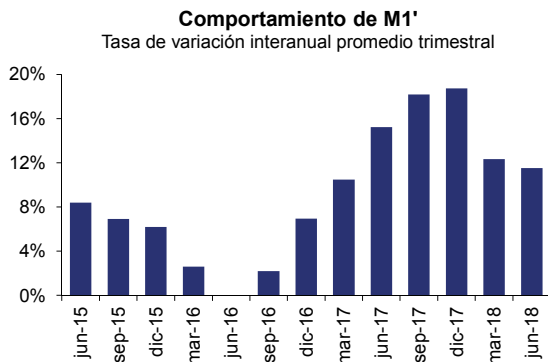
¹¹ Se considera la deuda en LRM consolidada a nivel del SPG. El stock total de LRM creció 4.320 millones de dólares en los 12 meses a marzo 2018.



II. La política monetaria en el segundo trimestre de 2018

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

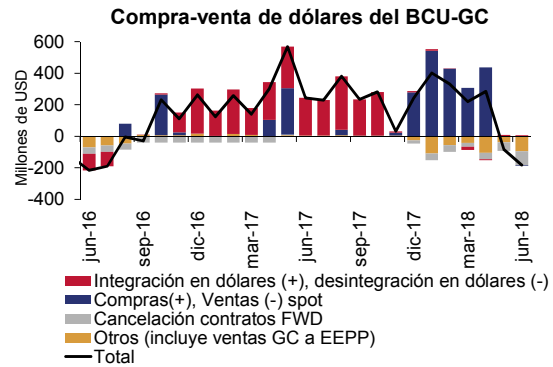
En la reunión trimestral del 6 de abril de 2018, el Directorio del BCU –en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM)– anunció un rango de crecimiento interanual de 11% a 13% como referencia indicativa de la evolución del agregado M1 ampliado (M1') para el segundo trimestre de 2018. Es así que, durante el período abril-junio, el M1' presentó una variación promedio interanual de 11,5%, en línea con la referencia anunciada.



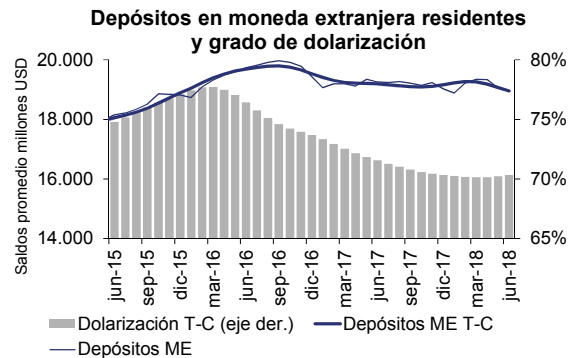
A comienzos de abril, continuó verificándose un aumento de la preferencia por la moneda nacional. En este contexto, en el acumulado enero-abril, el consolidado BCU-MEF realizó compras netas por más de 1.200 millones de dólares, siendo que las compras en el mercado *spot* superaron los 1.700 millones de dólares.

A partir de mediados de abril la economía uruguaya comenzó a operar en un contexto caracterizado por el fortalecimiento del dólar a nivel global, lo que se potenció por factores regionales, en particular la situación de Argentina. En consecuencia se produjo un quiebre en la tendencia del mercado de cambios, observándose una senda de depreciación del peso uruguayo. Así, mientras que el tipo de cambio en el primer trimestre del año promedió 28,5 pesos por dólar,

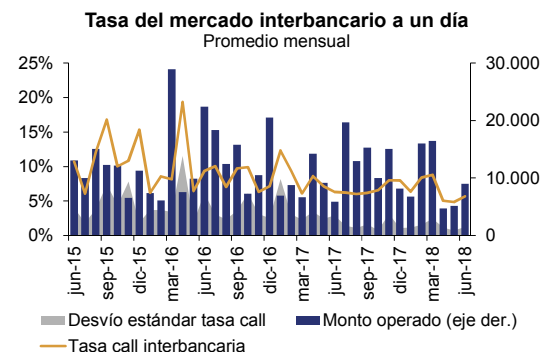
finalizó este trimestre superando los 31 pesos. En este nuevo marco, el BCU se retiró de la punta compradora del mercado *spot*, a la vez que realizó operaciones de venta *forward* y futuros por 64 millones de dólares.



Este nuevo contexto cambiario sin embargo no afectó a la preferencia relativa por la moneda nacional, lo cual se refleja en una nueva caída de los depósitos en moneda extranjera.

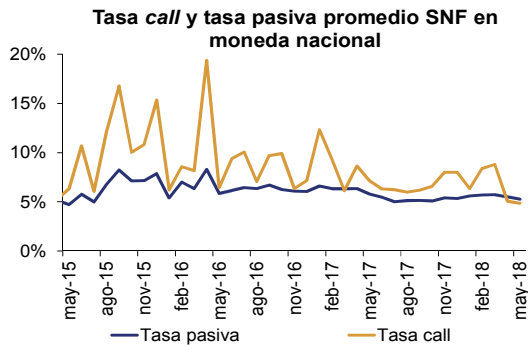


La tasa de interés a un día operada en el mercado interbancario –tasa *call*– promedió 5,2% en el segundo trimestre del año, registrando una caída de 270 Pbs. respecto al trimestre anterior. Sin embargo, en junio, la tasa a un día operó al alza respecto a los meses previos.

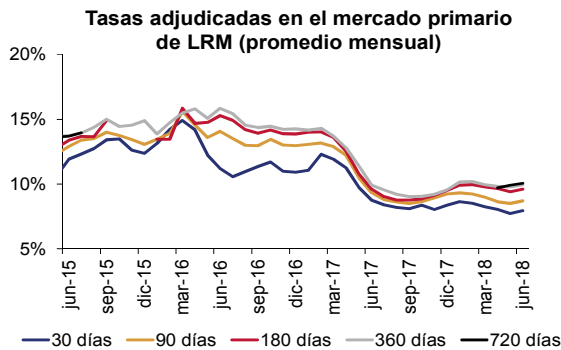


Este comportamiento se transmitió a las tasas pasivas que evidenciaron una caída de 30 Pbs. en

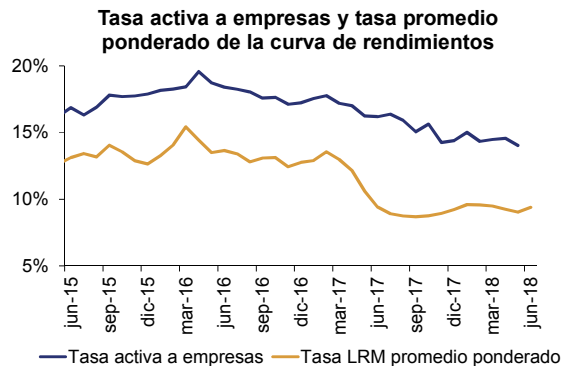
el promedio de abril y mayo (último dato disponible) respecto al primer trimestre del año.



Las tasas de las LRM también se ajustaron a la baja: el promedio ponderado por plazos cayó 40 puntos básicos, ubicándose en 9,2% en el segundo trimestre de 2018, implicando también un descenso de la tasa real (deflactada según las expectativas de inflación de analistas relevada por el BCU). Esta caída fue más importante en los plazos más cortos, lo cual es razonable en un contexto de mayor incertidumbre. Por otra parte, conviene destacar que a partir de mayo se volvió a emitir a un plazo de 2 años.

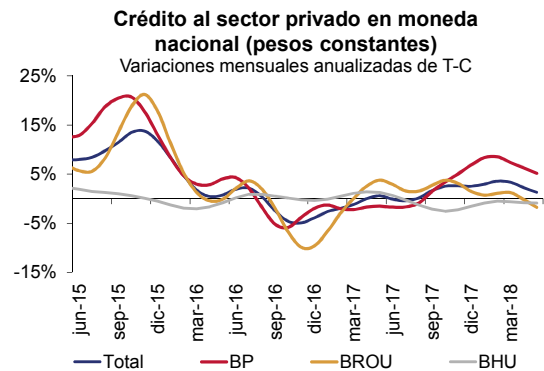


Finalmente, las tasas activas promedio en pesos pactadas con empresas también mostraron un leve descenso, ubicándose en 14,3% en el promedio de abril y mayo (último dato disponible).

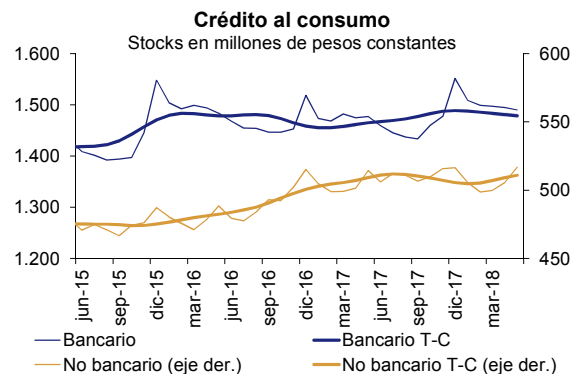
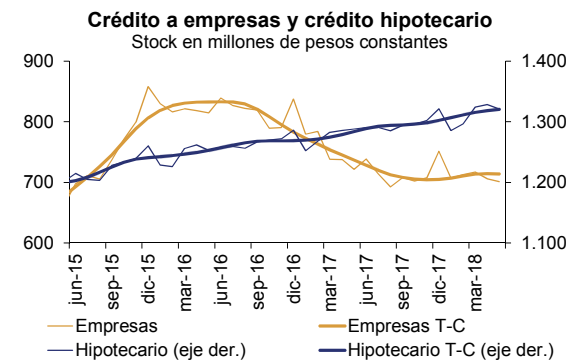


II.2. Evolución del crédito

El crédito en moneda nacional estaría creciendo a un ritmo anualizado de 1% real en el margen en tendencia-ciclo, con información a mayo, apuntalado por los bancos privados, aunque evidencia una desaceleración en el margen.

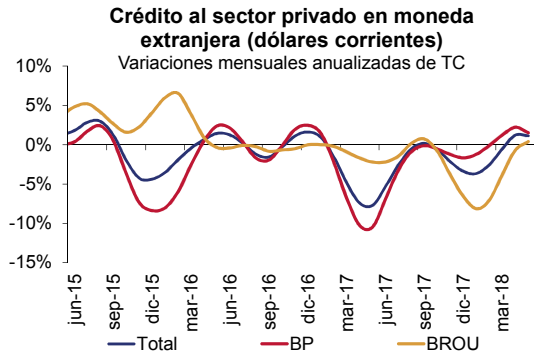


Esta evolución está determinada principalmente por el crédito hipotecario, ya que el crédito al consumo se mostró estable en el margen (caída del crédito bancario compensado por crecimiento del no bancario), mientras que el crédito a empresas reflejó una retracción medido en tendencia-ciclo.



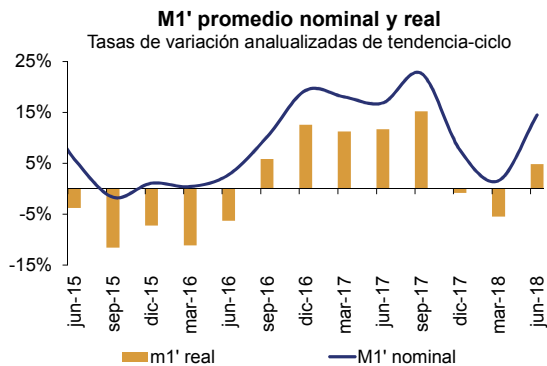
Finalmente, el crédito otorgado en moneda extranjera medido en dólares corrientes mostró

una recuperación en los últimos datos en términos de tendencia-ciclo, tanto en banca privada como en el BROU.

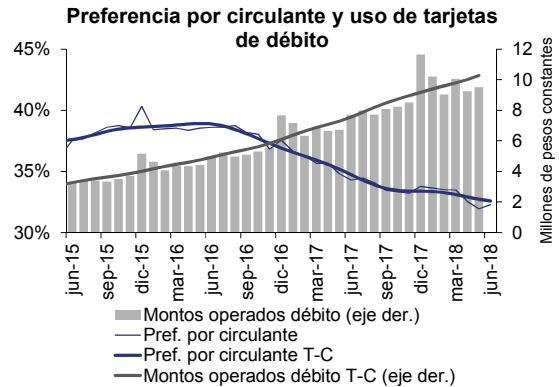


II.3. Comportamiento de los principales agregados monetarios

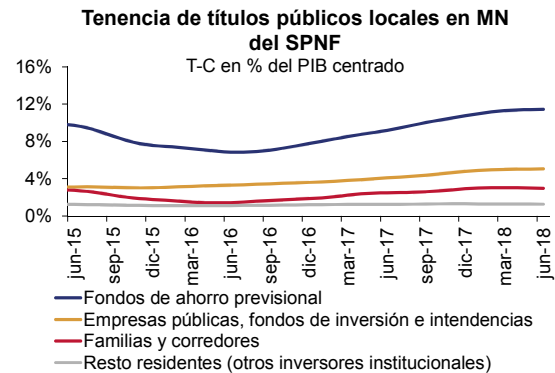
Como ya se mencionó, en el segundo trimestre de 2018 el agregado M1' promedió una variación interanual de 11,5%, lo que implicó una aceleración tanto real como nominal en tendencia-ciclo.



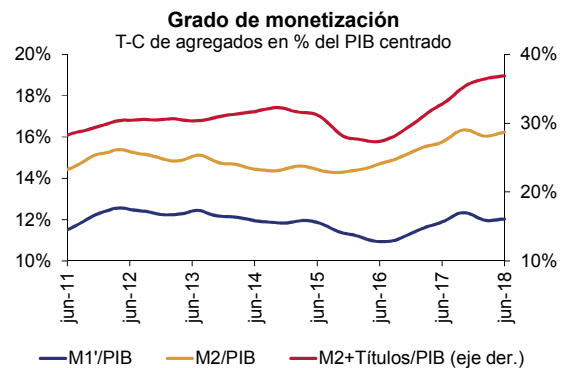
A nivel de componentes, se observó una aceleración en el crecimiento de los depósitos, tanto de las cajas de ahorro como de los depósitos a la vista, mientras que el circulante cayó en su medición real anualizada en tendencia-ciclo. El cambio de hábito generado como consecuencia de los efectos de la Ley de Inclusión Financiera continuó implicando mayores montos operados con tarjetas de débito, lo que seguiría impactando negativamente sobre la preferencia por circulante.



La mayor preferencia por instrumentos rentados en pesos determinó que la tenencia de títulos públicos locales continuara aumentando en el trimestre. Sin embargo, en los últimos meses el crecimiento se dio a un ritmo más suave ya que el aumento de las tenencias en términos de PIB de los Fondos de Ahorro Previsional y de EEPP se compensó en parte por la disminución de los demás agentes.



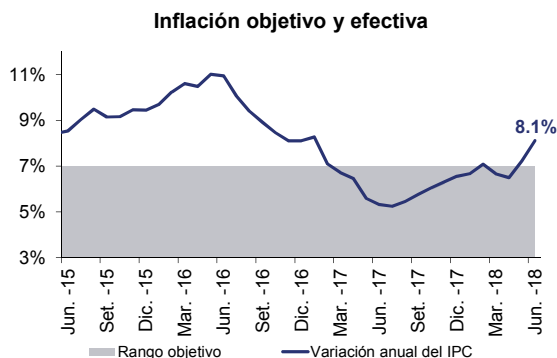
Dicho comportamiento determinó que el grado de monetización volviera a incrementarse en términos de tendencia-ciclo en todas sus mediciones, aunque a un ritmo suave.



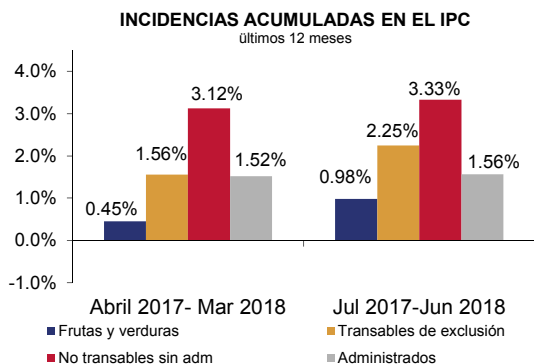
III. Evolución de los precios

III.1. Análisis de la inflación por componentes

En el año móvil cerrado a junio 2018 la inflación *headline* se ubicó en 8.1%, fuera del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) (3%-7%) por segundo mes consecutivo.



La variación interanual del IPC aumentó con respecto al registro de marzo 2018. Si bien todos sus componentes presentaron variaciones superiores, los rubros transables fueron los que ejercieron mayores presiones al alza. Esto se explica por la fuerte depreciación que ocurrió en el mes de mayo, fruto de un contexto regional más incierto, y por fenómenos climáticos que determinaron un crecimiento significativo en los precios de Frutas y Verduras.



El mayor incremento de Transables de Exclusión (TX) se asocia principalmente a la evolución del dólar y de los precios internacionales.

Por otra parte, el componente No Transable de Mercado (NTX) retomó niveles cercanos a 8% reflejando fundamentalmente el impacto de la suba del tipo de cambio en la formación de sus precios. El rubro Comidas y Bebidas Preparadas Fuera del Hogar presentó una incidencia mayor, tanto por el efecto del tipo de cambio como por el aumento de Frutas y Verduras. Panes y Cereales exhibió variaciones de precios de dos dígitos como

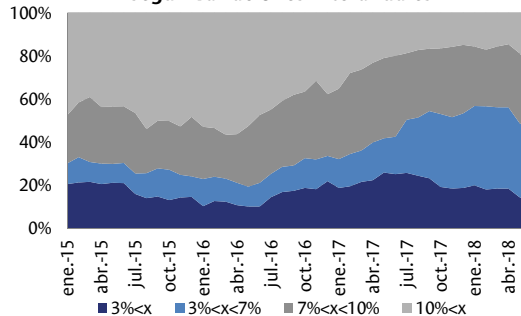
resultado del aumento del precio del trigo a nivel internacional, que se trasladó a los precios al productor. Finalmente, la sostenida desaceleración de Alquileres habría encontrado un mínimo y actualmente registra valores cercanos al centro del rango meta.

Variación interanual por incidencia

	mar.-18	jun.-18	Diferencia
IPC	6.65	8.11	1.46
IPCX	4.68	5.57	0.89
NTX	3.12	3.33	0.20
Panes y cereales	0.27	0.38	0.11
Alquileres	0.25	0.26	0.00
Comidas y bebidas FH	0.88	0.98	0.10
Enseñanza	0.37	0.37	0.00
Servicio Doméstico	0.25	0.25	0.00
Bienes y Servicios Diveros	1.10	1.10	0.00
TX	1.56	2.25	0.69
Alimentos y bebidas diversos	0.35	0.39	0.04
Carnes y Pescados	0.59	0.81	0.22
Bienes Manuf No Comes	0.57	0.89	0.32
Servicios transables	0.04	0.15	0.11
IPC Resto	1.97	2.54	0.57
Frutas y Verduras	0.45	0.98	0.53
Administrados	1.52	1.56	0.04
Tarifas	0.56	0.60	0.04
Resto Administrados	0.96	0.96	0.00

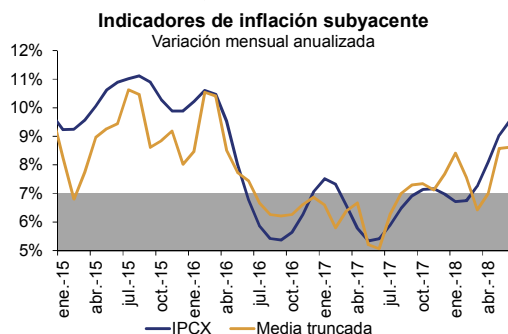
Se destaca que el 47% de la canasta de productos del IPC tiene un crecimiento por debajo del techo del rango meta, manteniéndose en niveles similares a los de 2017.

Descomposición de la canasta del IPC según variaciones interanuales

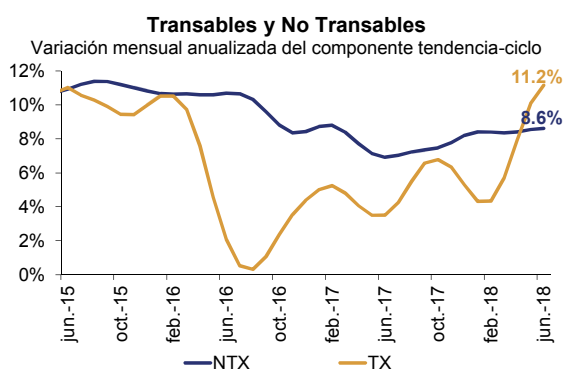


III.2. Inflación subyacente y difusión

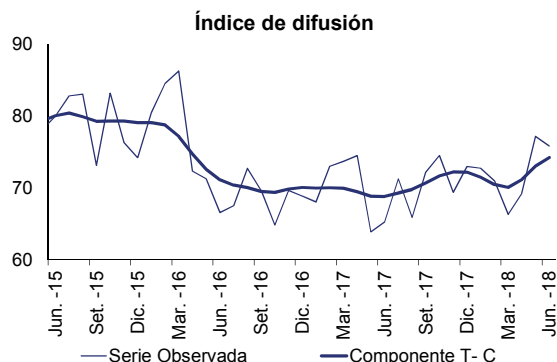
La variación promedio mensual anualizada del componente tendencia-ciclo del indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) aumentó entre marzo y junio de 2018. La media trunca transmite un mensaje similar.



A nivel de componentes, NTX se mantuvo estable en el margen, mientras que TX se habría acelerado. Así, la variación mensual anualizada de la tendencia-ciclo de los TX se ubicó en 11.2% y la de los NTX en 8.6%.



Por su parte, el índice de difusión¹² se ubicó en 74% en tendencia-ciclo en junio, mostrando una aceleración en el margen.



III.3. Evolución de las expectativas de inflación

En julio la mediana de expectativas de inflación de analistas recopilada por el BCU se mantuvo en el horizonte de 12 meses, donde se ubicó en 7.6%, mientras que aumentó para los horizontes de 18 y 24 meses (7.5% y 7.4% respectivamente).

Se destaca que frente a los shocks externos que se han producido en los últimos meses y que impactaron en el tipo de cambio, la expectativa a 24 meses se mantiene cerca del rango meta.

¹² Refiere al $((\% \text{ de precios con variación mensual positiva} - \% \text{ de precios con variación mensual negativa}) + 100) / 2$

IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

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

En el año móvil finalizado en junio de 2018 la inflación, medida como la variación interanual del IPC, mostró un incremento respecto al marzo de 2018, ubicándose en 8.1%.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, mostró un nuevo aumento, 7.5% a junio 2018, dejando el rango meta luego de haberse mantenido dentro por 15 meses consecutivos.

La evolución del IPC se explica, fundamentalmente, por el aumento de los precios de los bienes y servicios transables que estuvo asociado al incremento en la cotización del dólar y a un shock en Frutas y Verduras que redundaron en fuertes presiones al alza sobre el agregado.

Las expectativas de inflación para los próximos 24 meses relevadas por el BCU se ubicaron en julio en 7.4%, reaccionando a las novedades producidas en el mercado cambiario.

IV.2. Contexto internacional

El contexto internacional se tornó más complejo y más incierto en el segundo trimestre del año. Si bien el crecimiento global se mantuvo, hay señales de que se estaría alcanzando un pico, a partir del cual la economía mundial podría comenzar a perder dinamismo. Estados Unidos y China continúan siendo los motores de la expansión, pero sus tensiones comerciales pueden reducir su crecimiento e impactar negativamente en el crecimiento del resto del mundo.

El escenario financiero internacional luce menos favorable para las economías emergentes, entre otras razones, por la mencionada escalada de tensiones comerciales, que condujo a un fortalecimiento global del dólar y a una mayor aversión al riesgo de los inversores. Ello redundó en una reversión del flujo de capitales hacia emergentes y un aumento de las primas de riesgo soberano, especialmente en las economías con fundamentos más débiles.

Uruguay experimentó mejoras en los términos de intercambio en los últimos dos años. En 2017 la mejora obedeció a un encarecimiento superior de los precios de exportación a los registrados en los de importación. Para 2018 se espera una leve mejora adicional, mientras que en 2019 se aguarda un ligero deterioro. La evolución del precio del crudo constituye un riesgo, aunque

frenó su aumento luego de alcanzar en mayo su mayor nivel en tres años.

En la región, el crecimiento esperado se modifica a la baja tanto en Brasil como en Argentina. Las restricciones políticas que enfrenta la economía de Brasil podrían generar dificultades para aprobar las reformas necesarias para consolidar el crecimiento económico y prevenir la inestabilidad. En el caso de Argentina existe el riesgo de incumplimiento de las metas fiscales acordadas con el FMI, lo que podría provocar una salida de capitales y dificultades de financiamiento, lo que se reflejaría en presiones al alza adicionales sobre el tipo de cambio y en una disminución del crecimiento económico.

IV.3. Contexto interno

En el primer trimestre del año el nivel de actividad continuó creciendo y se expandió 2.2% respecto a un año atrás. Dicho crecimiento fue generalizado a nivel de sectores, mientras que desde la perspectiva del gasto se destaca el impulso del consumo privado y de las exportaciones netas. Sin embargo, se observó una reducción de la inversión en capital fijo, principalmente la del sector privado en maquinarias y equipos. Por su parte, la evolución reciente de los indicadores parciales de actividad del segundo trimestre sugiere que la economía habría desacelerado su ritmo de crecimiento en dicho período. En particular se observó una caída en los indicadores más relacionados al consumo, así como también en aquellos vinculados al comercio exterior y al nivel de actividad industrial.

La cuenta corriente de la balanza de pagos continuó siendo superavitaria y el saldo se mantuvo en 1.5% del PIB en los doce meses finalizados en marzo de 2018. En un marco de cierta reducción del déficit del sector público (incluido el BROU), que se ubica alrededor de 2.6% del PIB, este resultado implica que el sector privado ha generado un ahorro que supera a la inversión en poco más de 4% del PIB. Esta evolución es consistente con el ajuste del gasto interno respecto al PIB que se observa en los últimos trimestres, sobre todo en los gastos de inversión del sector privado.

El TCRE global se apreció 2% en el segundo trimestre de 2018, pautado por un encarecimiento relativo respecto a la región, en particular respecto a Argentina, debido al fuerte debilitamiento sufrido por el peso argentino respecto al dólar. Dicha tendencia se vio parcialmente compensada por una depreciación relativa frente al resto de los socios comerciales fuera de la región. Asimismo, el nivel del TCR ha tendido a ubicarse por debajo de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del

sector exportador (con datos a abril) ha mostrado una tendencia decreciente en el margen.

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

Durante el segundo trimestre del año la cantidad de dinero se expandió 11,5% interanual, en línea con el rango de referencia indicativo de 11%-13% anunciado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM.

Este incremento continuó reflejando un proceso de aumento de la preferencia por la moneda nacional. En este marco, el BCU continuó adquiriendo dólares en el mes de abril por un monto superior a los 400 millones de dólares en el mercado *spot* a efectos de evitar presiones excesivas sobre el tipo de cambio. No obstante, a partir de mediados de abril, la economía uruguaya comenzó a operar en un contexto caracterizado por el fortalecimiento del dólar a nivel global. En consecuencia, se produjo un quiebre en la tendencia del mercado de cambios, derivando en que el BCU se retirara del mercado *spot*.

IV.4. Escenario macroeconómico

El escenario base que constituye el marco para la toma de decisiones de política monetaria luce menos auspicioso que en el trimestre anterior. En efecto, como fuera mencionado anteriormente, en los últimos meses se ha incrementado la volatilidad financiera a nivel mundial, en un marco caracterizado por el fortalecimiento del dólar, la salida de capitales de los mercados emergentes (especialmente de aquellos con fundamentos más débiles) y la creciente incertidumbre provocada por la guerra comercial que se inició con la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos.

A esto se suma un panorama regional bastante más complejo. En el país norteno, el proceso de recuperación económica luego de la severa recesión sufrida en 2015-2016 está siendo más lento de lo esperado. A esto se suma la creciente incertidumbre electoral y las dificultades para reducir los desequilibrios macroeconómicos e implementar reformas estructurales. Como resultado de lo anterior, las expectativas de crecimiento se han venido ajustando fuertemente a la baja y el Real se ha depreciado significativamente, deteriorando las condiciones de competitividad de los productos uruguayos en dicho mercado.

Argentina, tras sufrir una corrida cambiaria y severas dificultades de financiamiento, alcanzó un acuerdo *stand by* con el FMI que si bien logró estabilizar los mercados financieros, conduciría en el corto plazo a un ajuste recesivo de la economía.

La demanda extra regional en cambio mantendrá un buen dinamismo en el horizonte de proyección, asociado al buen desempeño de la economía china, que continuará creciendo a tasas de 6,0%-6,5% anual, contribuyendo a sostener el precios de las materias primas, particularmente los alimentos que son los que mayormente exporta nuestro país. De este modo, se espera una cierta estabilidad en los términos de intercambio en el horizonte de política.

En un marco internacional menos favorable, la economía uruguaya continuará creciendo, aunque a tasas algo inferiores a su crecimiento potencial. En un período paudado por las severas dificultades que atraviesan tanto Argentina como Brasil, Uruguay mantendría un diferencial positivo de crecimiento respecto a la región.

Del lado de la oferta, los principales sectores que contribuirían al crecimiento serían el primario (principalmente por el efecto de recuperación tras la sequía ocurrida a fines de 2017 y principios de 2018), transporte y comunicaciones y la construcción. Del lado de la demanda, los motores del crecimiento vendrían dados por el consumo privado (aunque el mismo se desaceleraría respecto a los trimestres anteriores) y, en menor medida, la formación bruta de capital fijo, que continuaría atravesando una fase de recuperación desde los bajos niveles registrados en 2017.

En un contexto de desaceleración del gasto privado (especialmente consumo), e indicadores débiles en el mercado laboral, el sesgo contractivo de la política monetaria contribuiría a quebrar la tendencia ascendente de la inflación en los últimos meses, propiciando su retorno al rango meta en el horizonte de política.

El escenario base o más probable está sujeto a factores de riesgo que podrían determinar resultados diferentes a los arriba comentados. En particular, en lo que respecta a la economía global, en los próximos meses se podría concretar una escalada de medidas proteccionistas entre Estados Unidos y China con impactos muy significativos en el comercio mundial y en los precios de los *commodities*. La guerra comercial también podría afectar negativamente las condiciones financieras globales e inducir una reversión de los flujos de capitales desde los mercados emergentes hacia las economías centrales.

A nivel regional, como principal factor de riesgo se identifica el mantenimiento de importantes desequilibrios macroeconómicos en los países vecinos, que podría determinar una reversión del proceso de recuperación económica en Brasil y una profundización del ciclo recesivo en Argentina. Este escenario regional adverso, en caso de materializarse, estaría seguramente acompañado por una alta volatilidad financiera y un ajuste adicional de los precios relativos.

La probabilidad de ocurrencia de estos riesgos es motivo de preocupación y monitoreo permanente, dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía uruguaya en caso de su materialización.

IV.5. Decisiones de política monetaria

Tomando en consideración el diagnóstico precedente y 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 tercer trimestre de 2018 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango de 9%-11% interanual. De esta forma, el BCU mantiene el sesgo contractivo de la política monetaria a fin de incidir sobre los canales de transmisión, en particular el canal de las expectativas inflacionarias, afectando así la evolución futura de la inflación. La mencionada referencia de M1' se enmarca en una trayectoria en el horizonte de política monetaria que es consistente con la convergencia de la inflación al rango meta y la evolución de la actividad en línea con su nivel potencial.

IV.6. Gestión de la política monetaria

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

La trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría diferir si se verificasen cambios relevantes en el entorno macroeconómico.

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.