



BCU

Informe de Política Monetaria

Tercer Trimestre 2016

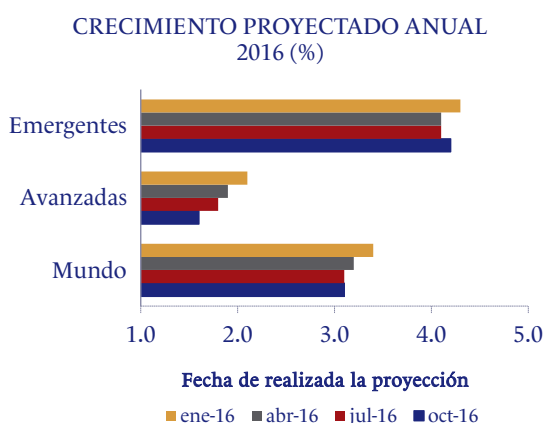
BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

Actividad global

En el segundo trimestre de 2016 la actividad global continúa creciendo a un ritmo bajo. Dentro del G3, Estados Unidos se aceleró levemente, mientras que Europa y Japón mostraron desaceleración. Mientras tanto, las economías emergentes siguen exhibiendo desempeños heterogéneos: Brasil continúa en recesión, Rusia muestra signos de estabilización y China logró crecer en el primer semestre en torno a 6.7%, que es el objetivo del gobierno para el año.



Fuente: FMI

De acuerdo con las proyecciones del FMI,¹ la economía global crecerá 3.1% en 2016 y 3.4% en 2017. Estas proyecciones se mantienen respecto a las de julio, las que fueron corregidas a la baja respecto a abril. No obstante, cambia la distribución: ahora se espera un mejor desempeño de emergentes y un menor dinamismo de las avanzadas.

Las economías avanzadas crecieron 2.1% en 2015, y crecerían 1.6% en 2016 y 1.8% en 2017. Por su parte, las emergentes se acelerarían respecto a 2015, cuando crecieron 4%: se expandirán 4.2% en 2016 y 4.6% en 2017.

¹ World Economic Outlook. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2016.

El nivel de actividad en Estados Unidos se aceleró levemente en el segundo trimestre (1.4% en términos desestacionalizados y anualizados) luego de tres caídas consecutivas. Sin embargo, el dato fue sensiblemente menor a lo proyectado por el consenso de los analistas, lo que condujo a una corrección a la baja en la proyección del crecimiento anual. El componente del gasto que mostró mayor dinamismo volvió a ser el consumo privado, mientras que la inversión tuvo una incidencia significativamente negativa, guiada por la formación de inventarios, lo que preocupa a algunos analistas, dado los bajos niveles de inversión y productividad de la economía. Pese al escaso dinamismo de la actividad, el mercado laboral permanece robusto: la tasa de desempleo en setiembre se ubicó en 5%, registro similar al de agosto y próximo a las estimaciones de pleno empleo. Por otra parte, la Reserva Federal (Fed) ha dado señales de mayor gradualismo en el ciclo de aumento de tasas, tanto por factores de corto plazo, como el *Brexit*, como por elementos de mediano plazo, como la revisión a la baja del crecimiento potencial de la economía. El FMI proyecta un crecimiento del PIB de 1.6% en 2016 y 2.2% en 2017.

En la Zona Euro la actividad se desaceleró levemente en el segundo trimestre, creciendo 0.3% desestacionalizado. España volvió a ser la economía más dinámica del bloque, al tiempo que Francia e Italia permanecieron estancadas. La tasa de desempleo promedio se mantiene estable en niveles elevados (10.1% desde abril) y muestra descensos muy lentos en las economías con mayores registros, como España. La inflación a setiembre mostró un leve repunte y se ubicó en 0.4%, lejos del objetivo del BCE. El FMI proyecta un crecimiento del PIB de 1.7% en 2016, con una leve corrección al alza, y 1.5% en 2017.

En China el PIB creció 1.8% en el segundo trimestre, marcando una aceleración respecto al trimestre anterior, por lo que en el semestre el crecimiento se ubicó en el rango objetivo del gobierno para el año, que es 6.7%. Este crecimiento fue impulsado por la inversión en infraestructura (+20% interanual



en enero-agosto 2016), en especial, del sector público, mostrando cierta dificultad en rebalancear la fuente de crecimiento hacia el consumo privado. Asimismo, el Banco Central de China está implementando una política monetaria expansiva, que se refleja en la expansión del crédito. Según el FMI, China crecería 6.5% en 2016 y 6.3% en 2017.

Mercados financieros

Los mercados accionarios evolucionaron al alza durante el trimestre, como consecuencia de la respuesta de los principales bancos centrales al resultado del referéndum en el Reino Unido (*Brexit*), destacándose el ya comentado caso de la Fed. Asimismo, el buen desempeño de la economía china y la perspectiva de recuperación del precio del petróleo, que daría impulso a la inflación en las economías avanzadas, actuaron en el mismo sentido.

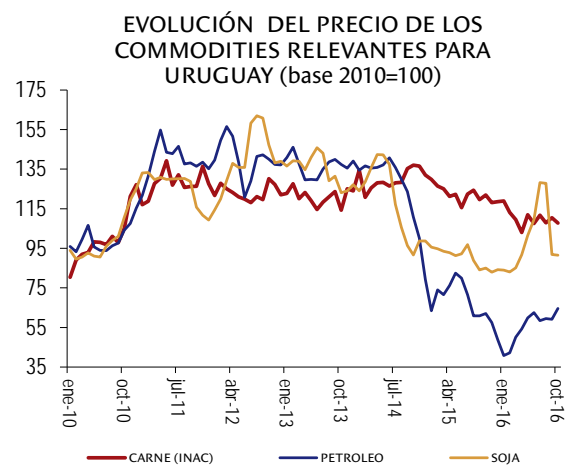
El contexto actual muestra una menor aversión al riesgo por parte de los inversores, perspectivas de mejora en algunas economías emergentes y un ciclo de tasas bajas por parte de la Fed. Estos factores han determinado una reversión de la apreciación global del dólar y un retorno de capitales a emergentes.

Más allá de la estabilidad relativa de los mercados, existen algunos factores de riesgo, especialmente en Europa. Por un lado, en el sistema bancario europeo la situación de los algunos bancos italianos genera preocupación, y podría expandirse a otros países del bloque, dados sus vínculos con el resto del sistema. Por otra parte, el anuncio del gobierno del Reino Unido de que iniciará el proceso de separación de la Unión Europea a principios de 2017 condujo a una depreciación adicional de la libra esterlina.

Commodities

La pausa en el proceso de apreciación del dólar redujo la presión a la baja de los precios de las materias primas. Asimismo, los precios se vieron influidos por factores más puntuales de oferta y demanda de cada mercado. En particular, la perspectiva de un acuerdo entre

países productores de petróleo miembros y no miembros de la OPEP para recortar la producción está impulsando al alza su precio. Por el lado de la soja, las proyecciones de cosecha récord del Departamento de Agricultura de Estados Unidos han determinado una caída de 8% en el trimestre móvil cerrado en octubre 2016, aunque se ubica 20% por encima del trimestre móvil a octubre 2015. Asimismo, más allá de la tendencia global, el precio de la carne relevante para Uruguay podría aumentar si se concretan ventas de ganado en pie a Medio Oriente.

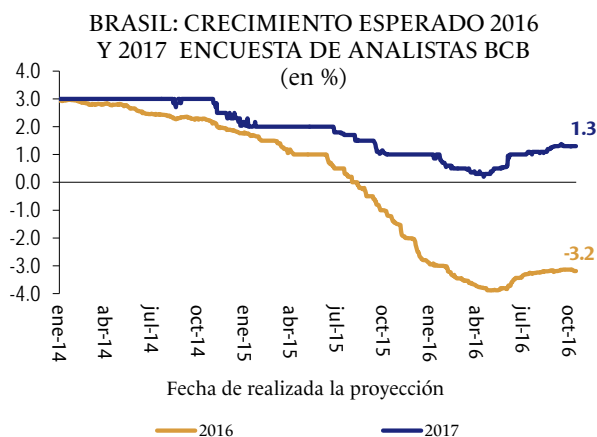


Fuente: Bloomberg e INAC.

La región

La economía brasileña se contrajo 0.6% desestacionalizado en el segundo trimestre, profundizando la caída respecto al primero, aunque resultó menor a la registrada en cualquiera de los trimestres del año pasado. Asimismo, de acuerdo a los datos de mayor frecuencia, la economía no estaría mostrando una reactivación significativa en el tercer trimestre. En particular, la producción industrial cayó 3.8% desestacionalizado en agosto, luego de cinco subas consecutivas. Sin embargo, este dato se vio fuertemente influenciado por factores irregulares. Asimismo, el IBC-Br (índice mensual de actividad del BCB) volvió a caer en julio, aunque se ubica en niveles similares a los febrero de 2010. El dato más alentador surgió de las expectativas, tanto de consumidores

como de empresarios, que muestran una sensible recuperación. Del mismo modo, los analistas consultados por el BCB también muestran mejores proyecciones tanto para 2016 como para 2017 respecto a lo esperado tres meses atrás.



Fuente: BCB.

El desempleo siguió subiendo y alcanzó una tasa de 11.8% en agosto.

El déficit fiscal primario volvió a aumentar y se ubicó en 2.8% del PIB en los 12 meses a agosto. El déficit global mostró una leve reducción ante la caída de los intereses, y se ubicó en 9.6% del PIB, reflejando la menor incertidumbre política, la confianza de los inversores en la consolidación de las cuentas públicas por parte del nuevo gobierno, y el efecto de la apreciación del real en los retornos ligados al tipo de cambio.

La inflación continúa desacelerándose, situándose en 8.5% en setiembre, al tiempo que las proyecciones privadas y oficiales para 2016 y 2017 continúan reduciéndose.

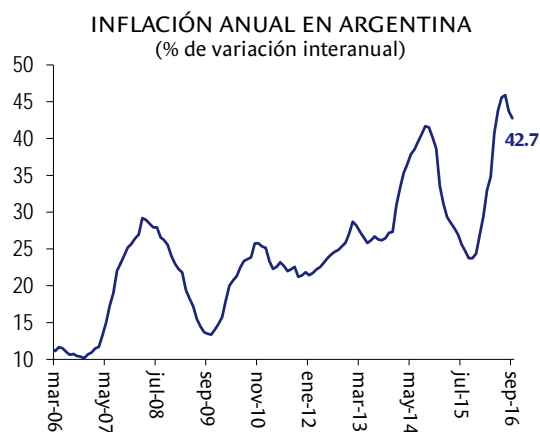
Con este trasfondo, el último comunicado del COPOM volvió a explicitar los factores que el BCB evalúa para considerar una flexibilización de la política monetaria: que los componentes más sensibles del IPCA a la política monetaria muestren una adecuada desinflación y que se despeje la incertidumbre respecto a la aprobación de las medidas fiscales y su consiguiente impacto sobre la inflación.

En Argentina, el PIB profundizó su caída en el segundo trimestre y se contrajo 2.1% en términos desestacionalizados, luego de caer

0.5% en el primero. Los datos de mayor frecuencia muestran una estabilización de la actividad en el tercer trimestre. La construcción se reactiva, impulsada por la obra pública, la que a su vez impulsa otras industrias, como la producción de minerales no metálicos. Asimismo, la industria automotriz, la de maquinaria agrícola y la producción agropecuaria se recuperan en el margen. Del lado del gasto, si bien el consumo privado continúa en retroceso, se espera que se dinamice, habida cuenta de la mejora de la confianza del consumidor en el margen, y de cierta recomposición del salario real, conforme la inflación continúa desacelerándose y los ajustes salariales se cierran con referencia a la inflación pasada, más elevada.

Estos planes del gobierno de impulsar la actividad mediante el gasto en infraestructura posterga el ajuste de las cuentas públicas, en un contexto donde el déficit primario se ubicó en 2.3% del PIB en el acumulado a agosto.

La inflación volvió a reducirse en setiembre, manteniendo niveles elevados (42,7%). Los mencionados acuerdos salariales con referencia a la inflación pasada suponen un elevado nivel de indexación que dificultará la convergencia de la inflación.



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 algo superior al que se esperaba un trimestre atrás. En particular, la región comenzaría a estabilizarse hacia fines de 2016 y mostraría un crecimiento moderado en 2017. Por su parte, Estados Unidos continuaría creciendo a un ritmo moderado, mientras que China continuaría su proceso de desaceleración estructural, aunque mantendría un crecimiento superior al 6%. Europa seguiría mostrando una expansión modesta, con varios riesgos a la baja.

Crecimiento del PIB (términos reales, %)

	2015	2016f	2017f
Economía global	3.2%	3.1%	3.4%
Economías avanzadas	2.1%	1.6%	1.8%
Estados Unidos	2.6%	1.6%	2.2%
Zona Euro	2.0%	1.7%	1.5%
Japón	0.5%	0.5%	0.6%
Economías emergentes	4.0%	4.2%	4.6%
China	6.9%	6.6%	6.2%
Brasil	-3.8%	-3.1%	1.5%
Argentina	2.5%	-1.7%	3.0%

Fuentes: FMI, *Tendencias y Ecolatina*.

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

El escenario financiero luce más favorable que en los meses previos, debido a que se espera que las economías avanzadas implementen una normalización más gradual de su política monetaria. En el caso de Estados Unidos, la trayectoria más lenta de aumentos de tasas por parte de la Fed determinará una menor apreciación global del dólar y una reducción en los costos financieros de emergentes respecto a lo esperado en el informe anterior. Ello se refleja en la evolución a la baja del riesgo soberano de emergentes.

Un dólar menos apreciado implica que los socios comerciales de Uruguay están experimentando una inflación en dólares algo mayor a la que se proyectaba. A su vez, la inflación en dólares de los socios comerciales sería –en promedio– sensiblemente menor en 2017, producto de la fuerte apreciación del real y la estabilización del peso argentino en el marco de una inflación elevada. Esta evolución se vería en parte compensada por una leve deflación en dólares de los socios comerciales de fuera de la región.

Este escenario se presenta como algo más benigno para la economía uruguaya de lo que se preveía el trimestre pasado. En materia de actividad, el crecimiento esperado de los principales socios comerciales impulsaría a la economía uruguaya en forma moderada. La evolución de los precios en dólares de los socios comerciales constituiría cierta presión sobre la inflación doméstica. Este proceso podría verse amortiguado por la menor apreciación del dólar, asociado a condiciones financieras internacionales más benevolentes.

Riesgos sobre el Escenario Base

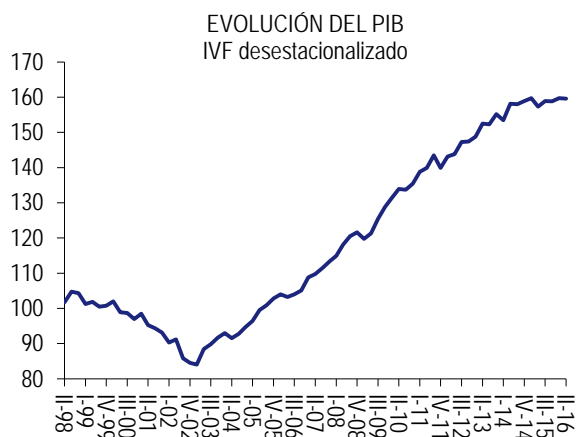
Finalmente, se continúan identificando algunos riesgos en la economía global y regional. Entre ellos se destacan: mayores dificultades de la economía china, ya sea por una reducción significativa del crecimiento o por un aumento de la volatilidad financiera originada por una agudización de los problemas bursátiles, la deuda de los gobiernos regionales, la banca en las sombras o la depreciación del yuan; incertidumbre electoral en Estados Unidos; mayores tensiones financieras en Europa como resultado de las negociaciones por el *Brexit*, la situación de algunos bancos italianos, la posible insuficiencia de las medidas tomadas por el BCE y la crisis de los refugiados; y una agudización de los desequilibrios macroeconómicos en las economías de la región. Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría un impacto negativo sobre el equilibrio macroeconómico esperado en este escenario base, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

I.2 La economía uruguaya

I.2.1 Nivel de actividad y empleo

El segundo trimestre de 2016

En el segundo trimestre del año el nivel de actividad se expandió 1.4% respecto a un año atrás, en tanto que permaneció estable respecto al trimestre anterior (en términos desestacionalizados). La variación interanual se explicó fundamentalmente por el desempeño del sector Electricidad, Gas y Agua, debido a la mayor generación de energía hidráulica y eólica en comparación con el segundo trimestre de 2015, cuando el impacto de la sequía determinó una mayor proporción de generación de energía térmica, con menor valor agregado.

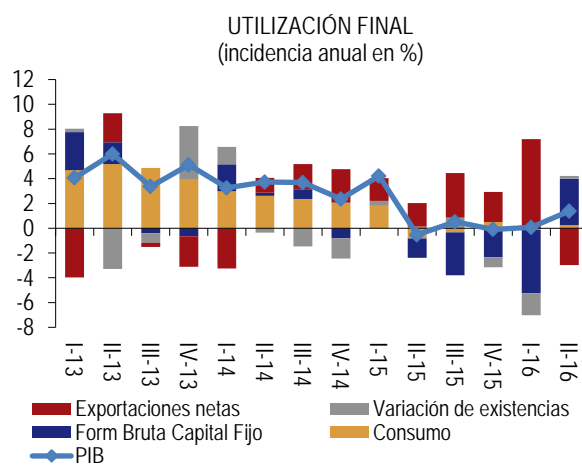


La oferta final de la economía también se expandió 1.4%, lo que se debió al crecimiento del nivel de actividad junto con mayores importaciones (1.6%). El aumento de las compras al exterior obedeció a un incremento en las importaciones de bienes, ya que las compras de servicios se redujeron. En relación a las primeras, se observaron mayores compras de bienes de consumo (principalmente de tipo duradero) y de bienes de capital. En tanto que las menores compras de servicios se explicaron por caídas en el turismo emisor y en otros servicios.

Desde la perspectiva del gasto, el mayor nivel de actividad fue el resultado de una expansión de la demanda interna, compensada por menores exportaciones netas en volumen físico, tanto por mayores

importaciones como por menores exportaciones de bienes y servicios.

La expansión de la demanda interna respondió a la mayor formación bruta de capital (22.9% interanual), asociada a mayores compras de maquinaria y equipos por la instalación de parques eólicos. Asimismo, el gasto de consumo final mostró un leve incremento (creciendo 0.3%).



Finalmente, la caída en las exportaciones fue consecuencia de menores ventas de bienes y de servicios. Se destacan las caídas de soja y autopartes, y los aumentos de lácteos y celulosa. En tanto, las ventas de servicios al exterior se redujeron tanto en turismo receptivo como en otros servicios.

Indicadores de actividad del tercer trimestre

La evolución reciente de indicadores parciales de actividad habría mostrado cierta mejoría en el tercer trimestre.

Las importaciones de bienes de consumo sin automóviles se mantuvieron estables en tendencia-ciclo (datos a julio), mientras que las ventas de autos 0 km muestran una tendencia al alza desde mayo (datos a agosto). Esta evolución es consistente con la mejora en el indicador de confianza del consumidor (ICC) elaborado por Equipos Mori, en particular con el subíndice referido a la intención de compra de bienes durables. Asimismo, el crédito a las familias en moneda nacional mostró cierto repunte en tendencia-ciclo en julio y agosto, tras haberse

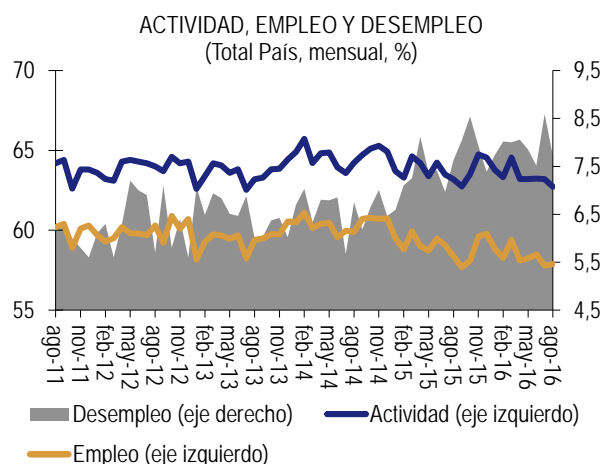
mantenido estable durante el segundo trimestre.

En cuanto a la demanda externa, en el promedio de julio y agosto las exportaciones de bienes (fuente Aduana, sin incluir ventas desde Zonas Francas) medidas en volumen crecieron 7.4% interanual, luego de la caída del segundo trimestre, y evolucionaron al alza en tendencia-ciclo.

Desde el punto de vista de la oferta, los datos de la industria manufacturera de julio indican que el componente tendencia-ciclo continuó mostrando variaciones mensuales positivas en los últimos ocho meses, impulsado por la producción de celulosa y en menor medida jarabes y concentrados. Por su parte, el indicador de exclusión (que no considera refinería, celulosa ni jarabes y concentrados) que hasta mediados de año acumulaba casi dos años de caídas mensuales, en los últimos dos meses se mantuvo estable.

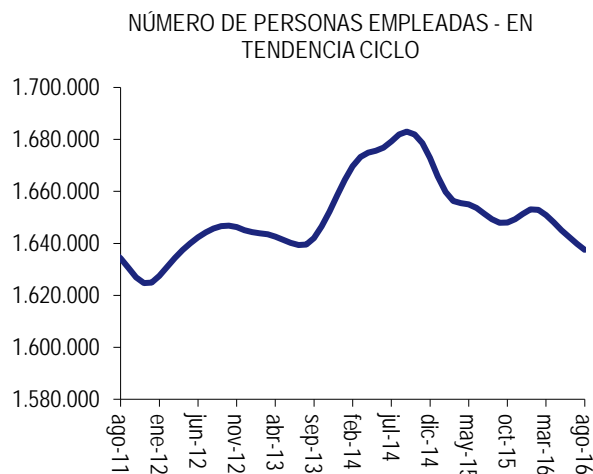
Empleo e ingresos

La tasa de desempleo para el total del país se ubicó en agosto en 7.7%, nivel similar al de un año atrás. Esta evolución se explica por una disminución de medio punto porcentual tanto de la demanda de trabajo (la tasa de empleo pasó de 58.4% a 57.9%) como de la oferta laboral (la tasa de actividad pasó de 63.2% a 62.7%).



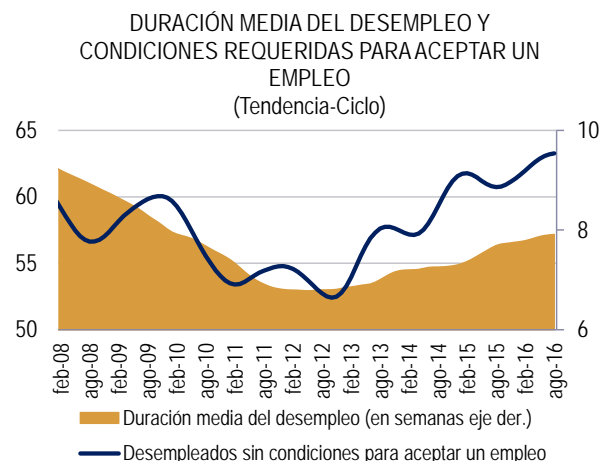
Si se corrige la cantidad de ocupados por efectos irregulares y estacionales, en los primeros ocho meses de 2016 se habrían perdido unos 11 mil puestos de trabajo en el

total del país en relación a los mismos meses de 2015.

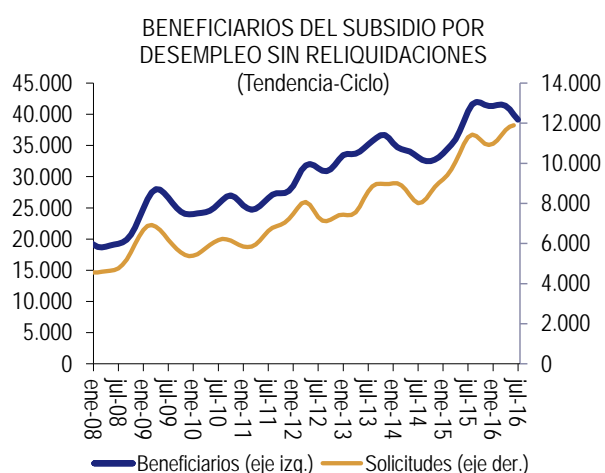


En un mercado laboral menos dinámico se observó un leve deterioro en la calidad del empleo. La tasa de subempleo se incrementó casi un punto respecto a agosto de 2015 y abarcó al 8.7% de la población ocupada, siendo este un nivel reducido en una perspectiva de más largo plazo. Por su parte, el no registro se mantuvo relativamente estable en lo que va del año, pero en niveles superiores a los observados en 2015 (25.3% en enero-agosto 2016 contra 24.8% en los mismos meses de 2015).

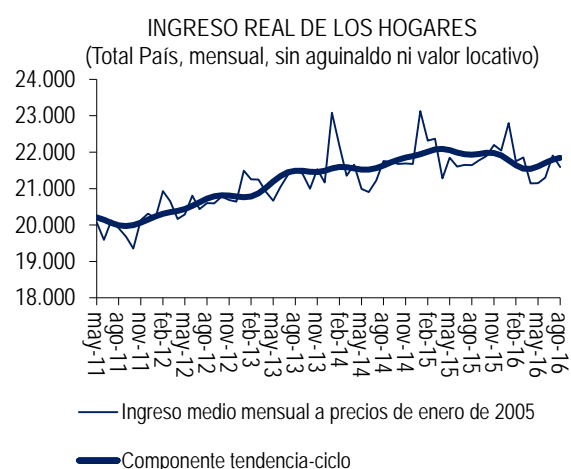
Asimismo, se observa una tendencia creciente en el número de personas que no imponen exigencias para aceptar un empleo, al tiempo que la duración media del desempleo lleva casi dos años con una tendencia creciente, ubicándose en casi 8 semanas, un punto por encima de los mínimos de fines de 2012.



Por otra parte, la información del BPS a julio 2016 muestra una disminución en el número de beneficiarios del subsidio por desempleo a partir de abril, mientras que las solicitudes muestran una tendencia creciente desde diciembre, lo que indicaría nuevos aumentos de beneficiarios del seguro de desempleo en los próximos meses.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país se mantuvo relativamente estable en el año cerrado a agosto 2016 (-0.5%). Por fuentes de ingreso, esto se explicó por cierta caída de los ingresos de los empleados por cuenta propia (-0.9%) y de los ingresos salariales (-0.4%), contrarrestados por un aumento en las pasividades (1.4%).



En suma, la situación del mercado laboral durante 2016 siguió mostrando los signos de enlentecimiento que surgieron en 2015, en consonancia con la desaceleración de la

actividad económica. En una perspectiva de mediano plazo, la economía mantiene niveles de desempleo bajos, niveles de empleo altos, al tiempo que comenzó a observarse una estabilización del salario real y el ingreso real de los hogares.

I.2.2. Sector externo

Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) se apreció en los primeros ocho meses de 2016 respecto al fin de 2015 (1.8%), producto de una depreciación respecto a la región (4%) y un encarecimiento relativo con el resto del mundo (10.9%).²

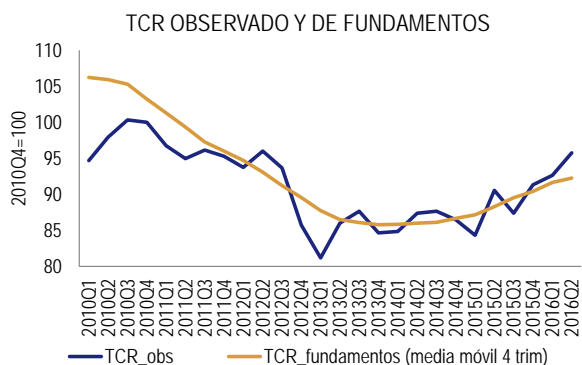
A su vez, al interior de la región se observó un abaratamiento relativo respecto a Brasil, al influjo de la fuerte apreciación del real a partir de marzo, guiado por una mayor confianza de los mercados respecto a la resolución de la crisis política y, en los últimos meses, por la depreciación del dólar a nivel global. Esto resultó en una mejora del TCRE bilateral con dicho país desde diciembre 2015 (14.2%).

Por otra parte se observó un encarecimiento relativo frente a Argentina, donde la aceleración de la inflación se vio parcialmente compensada por la depreciación del peso. De este modo, respecto a diciembre 2015 el TCRE bilateral con Argentina se depreció levemente (1.7%).

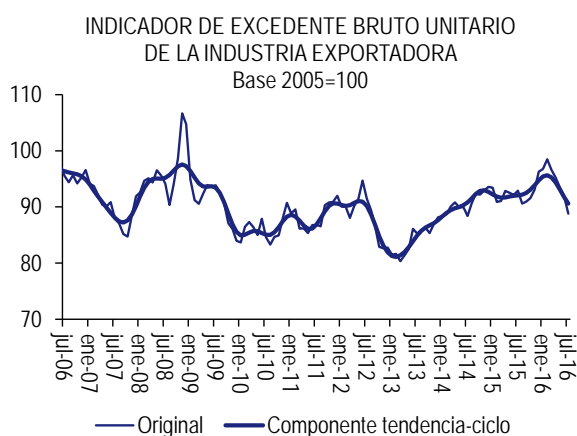
El TCR de fundamentos viene procesando una depreciación desde 2014, al influjo de un ajuste del gasto doméstico respecto al PIB (inversión y en menor medida consumo privados), compensado en parte por cierta mejora de los términos de intercambio, al tiempo que la productividad relativa de la mano de obra estaría operando en forma neutra. Asimismo, el TCR observado en el

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

segundo trimestre de 2016 se ubicó algo por encima de su nivel de fundamentos³.



Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora (IEBU)⁴ mostró una trayectoria a la baja en tendencia-ciclo desde marzo 2016, ubicándose en niveles similares a los de mediados de 2014. Esta evolución obedeció tanto a una reducción de los precios de exportación como a un incremento en los costos unitarios de producción, ambos medidos en dólares.



En síntesis, el nivel del TCR se encuentra actualmente algo por encima de su nivel de

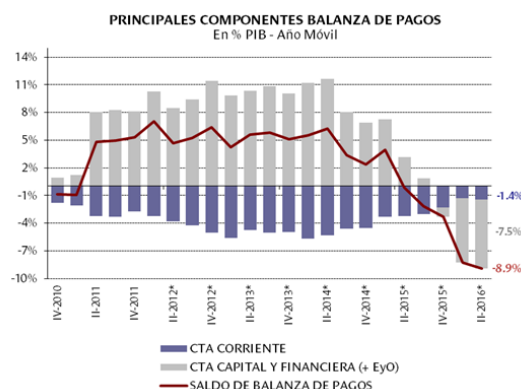
³ El mismo se construye como insumo para los modelos macroeconómicos manejados por los servicios, y no necesariamente coincide con el TCRE comentado en el párrafo anterior.

⁴ Mide la relación entre el índice agregado de precios de exportación y el índice agregado de costos unitarios de todas las ramas industriales cuyas exportaciones superaban el 10% de su producción en el año base 2005. La metodología puede consultarse en: http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf

fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador mostró una tendencia decreciente pero continúa en niveles razonables respecto al promedio de los últimos 10 años. En el margen se destaca la depreciación del TCRE en los primeros ocho meses de 2016, al influjo de la fuerte inflación en dólares que registró Brasil.

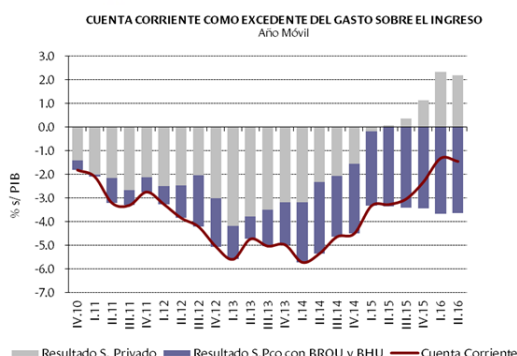
Balanza de Pagos

En el año móvil finalizado en junio de 2016 continuó el ajuste del déficit de la Cuenta Corriente, el cual alcanza 1.4% del PIB. Asimismo, la salida de capitales vía movimientos financieros se mantuvo en el entorno de 7.5% del PIB, implicando una caída de Activos de Reserva que se estabiliza en el entorno de 9% del PIB.



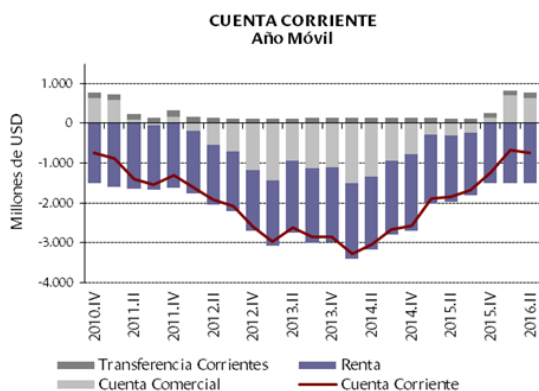
Esta reducción del déficit en Cuenta Corriente en comparación con un año atrás sigue siendo liderada por el ajuste del sector privado, tanto en consumo como en inversión, determinando un superávit de 2 puntos del PIB.

Por otra parte, el déficit del sector público se mantuvo en el entorno de 3.5% del PIB, nivel similar al de un año atrás, donde el mejor resultado de Empresas Públicas (EPP) compensó el mayor déficit tanto del Gobierno General (GC) como del BCU, este último vía el aumento de los intereses pagados por las Letras de Regulación Monetaria (LRM) en el marco de una política monetaria contractiva.



Asimismo, a nivel de componentes la disminución del déficit de Cuenta Corriente obedeció al giro en el saldo de la Cuenta Comercial en el año móvil (déficit de 313 millones de dólares a junio de 2015; superávit de 640 a junio 2016), impulsado por una caída de importaciones más profunda que la reducción de exportaciones: -21% y -12% respectivamente en valores corrientes. Buena parte de este ajuste fue causado por la caída en los precios más que por la disminución de volúmenes.

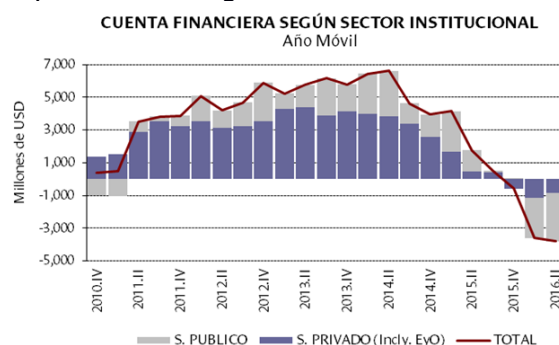
Esta tendencia fue acompañada por la reducción del déficit de Renta de la Inversión.



La Cuenta Capital y Financiera mostró una salida de capitales, reflejando principalmente un fortalecimiento de la posición del sector público con el exterior, producto de una mayor caída de sus pasivos con el exterior con respecto a la reducción de su tenencia de activos externos.

Así, se verificaron amortizaciones netas de títulos en poder de no residentes, tanto del GC (bonos locales en UI y globales en dólares) como del BCU.

Por otra parte, el sector privado también experimentó salida de capitales en el año móvil a junio 2016, al influjo de: un menor ingreso de IED (350 millones de dólares); una mayor salida neta del sistema financiero (370 millones de dólares); y a una salida neta de otros capitales, incluyendo los movimientos no registrados (550 millones de dólares). En el margen, se observa un ingreso neto de capitales en el segundo trimestre de 2016.



Finalmente, en este trimestre la banca privada volvió a aumentar su posición neta con no residentes a través de un incremento de sus activos externos, contrapartida de una disminución de su posición con residentes, particularmente BCU y sector privado no financiero.

1.2.3. Finanzas Públicas

El déficit del sector público global (SPG⁵) en el año móvil culminado en agosto 2016 fue 3.3% del PIB, inferior en 0.4% del PIB al de un año atrás.

Cuando se ajustan estas cifras por los principales efectos irregulares⁶, y se extrae el componente cíclico del resultado primario consolidado de GC y BPS, el déficit estructural pasa de 5.2% del PIB a 4.1% del PIB, implicando una caída aún mayor. Esta dinámica fue guiada por la reducción del

⁵ El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

⁶ Principales irregulares del período: sobrecosto o subcosto energético, transacciones con el Fondo de Estabilización Energética (FEE), transferencias a los partidos políticos por elecciones y ganancia financiera por cancelación anticipada de deuda de ANCAP con la empresa petrolera venezolana PDVSA.

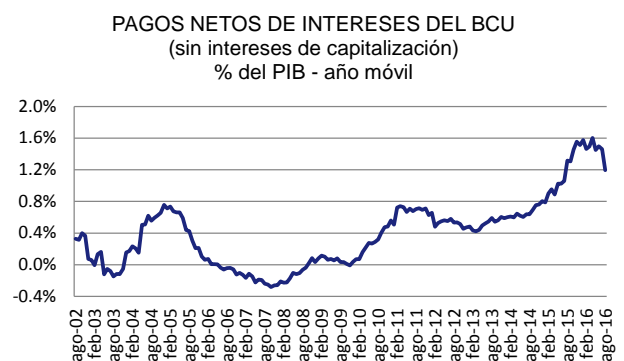
déficit estructural de GC-BPS y un superávit en las EEPP.



Los datos estadísticos muestran que el déficit primario de GC-BPS aumentó 0.5% del PIB, ubicándose actualmente en 0.7% del PIB. Esta evolución se explica por el aumento en términos reales de los egresos (1.3%) junto a la caída de los ingresos reales (0.5%), en un contexto en el que la menor contribución del ciclo económico afectó la recaudación de DGI y BPS.

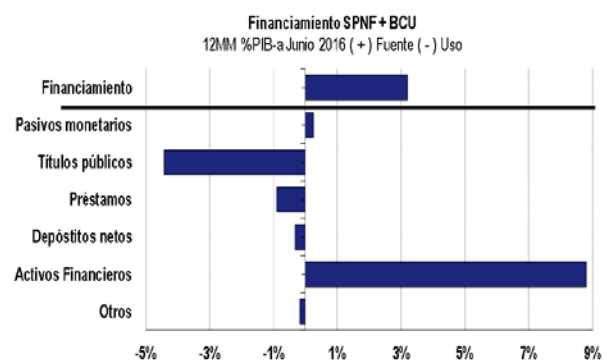
El superávit de las EEPP se explica por ganancias financieras extraordinarias y la moderación de las inversiones.

El déficit del BCU se redujo, ubicándose en 1% del PIB. Esta evolución se origina en la caída de los egresos en moneda nacional, dado que en agosto 2015 hubo un importante pago de intereses en el marco de una operación de canje y emisión de deuda llevada a cabo en conjunto con el MEF.



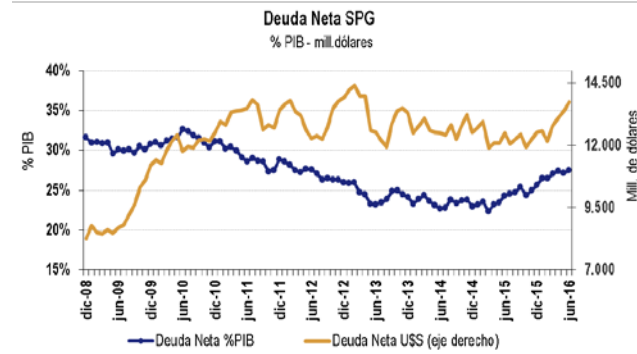
Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a junio 2016 el déficit del SPG fue

3.2% del PIB. La principal fuente de financiamiento continuó siendo los Activos de Reserva, producto de las operaciones de reducción de la hoja de balance del BCU a fines de 2015. Estas fuentes permitieron financiar el déficit y amortizar pasivos (títulos públicos y préstamos).



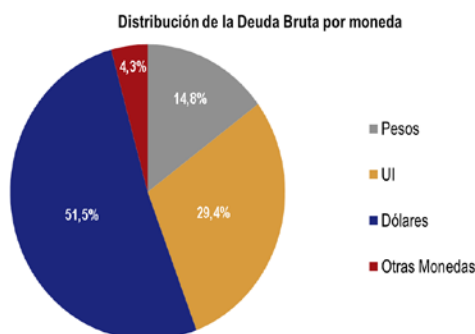
Los últimos datos oficiales muestran que la deuda bruta del SPG a junio 2016 asciende a 30.920 millones de dólares (62% del PIB), en tanto que los Activos se ubican en 17.190 millones de dólares (34% del PIB). Por ende, la deuda neta se ubica en 13.730 millones de dólares (27% del PIB), algo por encima del mínimo histórico que tenía un año atrás.

Este aumento del ratio deuda-PIB se explica por el financiamiento del déficit y pérdidas patrimoniales, principalmente por inflación y tipo de cambio ("otros flujos económicos"), los que fueron contrarrestados por el crecimiento del PIB nominal.

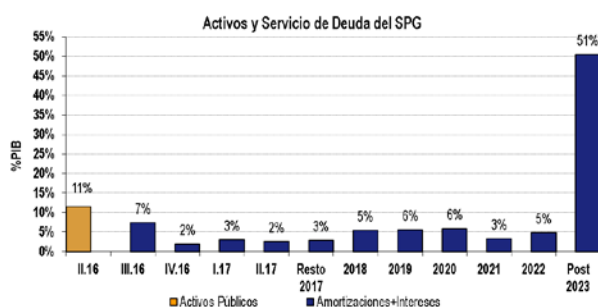


Por otra parte, si bien se observa un leve aumento en la participación de la deuda en moneda extranjera debido a la reducción de la deuda en pesos del BCU, el riesgo

cambiarlo y de descalce de monedas se mantiene acotado.



Finalmente, el nivel de Activos de Reserva del sector público (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a junio 2016 permitía cubrir el servicio de deuda del SPG hasta febrero 2017. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.417 millones de dólares (4.7% del PIB) y en julio se realizó una emisión internacional que amplió el margen de pre-financiamiento⁷. Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2023.



En síntesis, el financiamiento de un déficit que se mantuvo estable presionó a un mayor endeudamiento neto, el que no afecta la sólida estructura financiera del sector público, como lo refleja la serie de indicadores reseñados. Esta visión es compartida por las calificadoras de riesgo, las

⁷ Reapertura de los bonos 2027 y 2050 por 1.147 millones de dólares. Unos 400 millones correspondieron al bono 2027 y el monto restante a la del vencimiento 2050.

que han ratificado el *grado inversor* de la deuda soberana⁸.

II. La política monetaria en el tercer trimestre de 2016

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

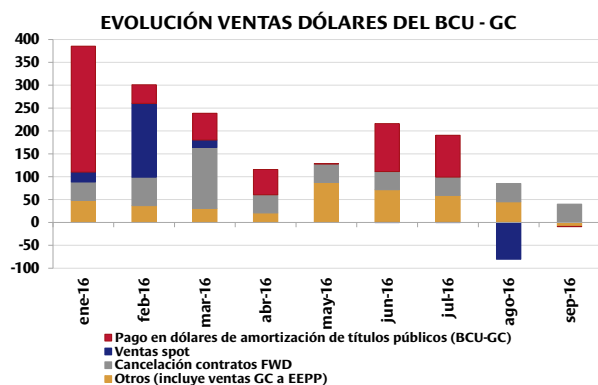
En la reunión trimestral del 7 de julio de 2016, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió reducir la referencia para el crecimiento interanual del agregado M1 ampliado (M1'), anunciando un rango indicativo de 1% a 3% para el tercer trimestre de 2016.

La política monetaria fue implementada de manera de alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM. A medida que avanzó el tercer trimestre fue consolidándose, a nivel de los agentes domésticos, una menor preferencia por la moneda extranjera relativa a la moneda nacional, en línea con las novedades del contexto financiero internacional.

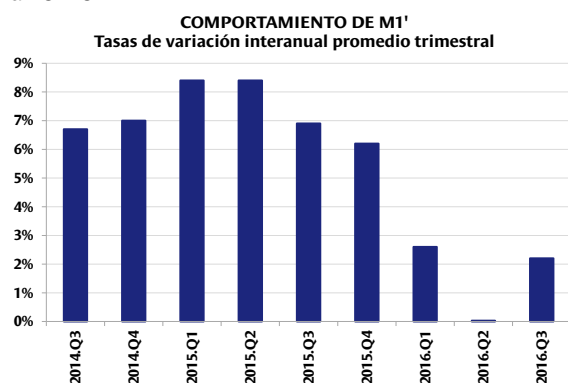
En este marco, la esterilización en el trimestre se realizó fundamentalmente mediante la colocación de LRM, reduciéndose la participación de las ventas de divisas con su efecto implícito esterilizador. Si bien durante el mes de julio el BCU-MEF realizó ventas de divisas por 190 millones de dólares (asociadas en buena medida a pagos en dólares de amortizaciones de títulos públicos), dicha operativa tendió a revertirse durante agosto, mes en el cual se registraron compras de divisas en el mercado spot por 81 millones de dólares. A fin de suavizar las presiones a la baja en el mercado de cambios, el BCU eliminó la opción que tenían los tenedores de títulos de elegir el dólar estadounidense como moneda de pago de las amortizaciones de títulos en pesos y UI, tal como se establece en comunicaciones del 28 de julio y del 30 de agosto. A ello se agregó a partir de septiembre la decisión de que las EEPP, que hasta la fecha abastecían sus

⁸ Informes de Moodys (julio 2016) y FITCH (octubre 2016).

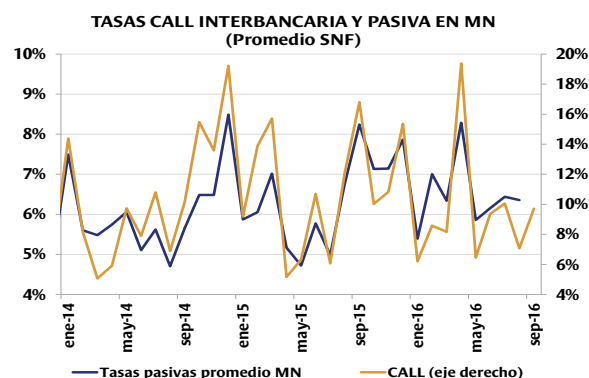
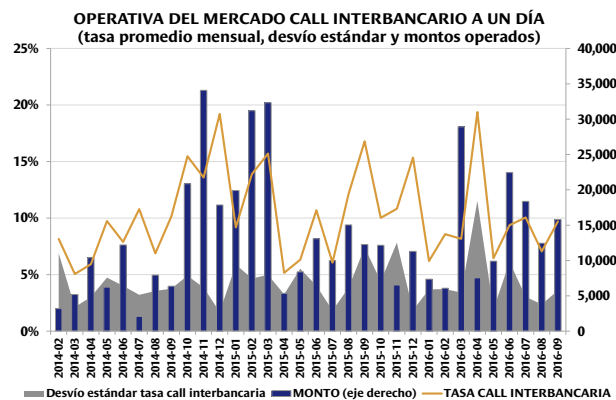
necesidades de divisas con el MEF, volvieron a operar directamente a través del mercado de cambios, de acuerdo a comunicado del MEF del 22 de agosto de 2016. De esta forma en septiembre solo se registraron ventas de dólares como consecuencia de la cancelación de contratos forward previamente establecidos.



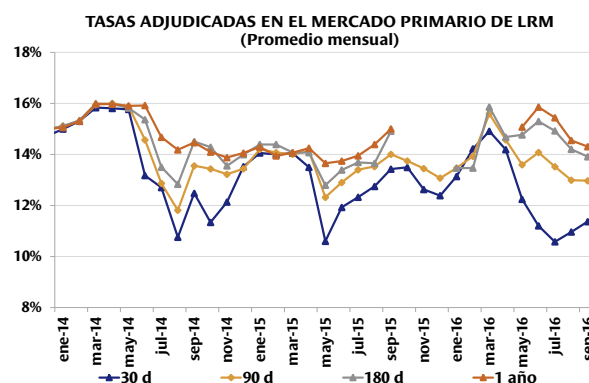
Como consecuencia de la política llevada a cabo durante el tercer trimestre de 2016 el agregado monetario M1' presentó una tasa de crecimiento interanual promedio de 2.2%, alineado con la referencia indicativa del anunciada por el COPOM (1%-3%). La dinámica del agregado se fue amplificando durante el trimestre, potenciada por el crecimiento de los depósitos vista y caja de ahorro.



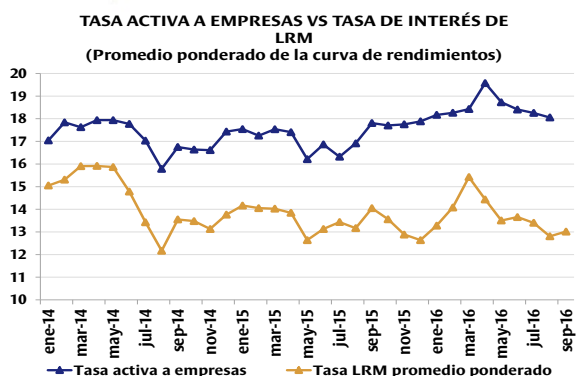
Durante el trimestre en curso la tasa de interés a un día se mantuvo relativamente estable. En este marco, las tasas pasivas en pesos no registraron movimientos significativos.



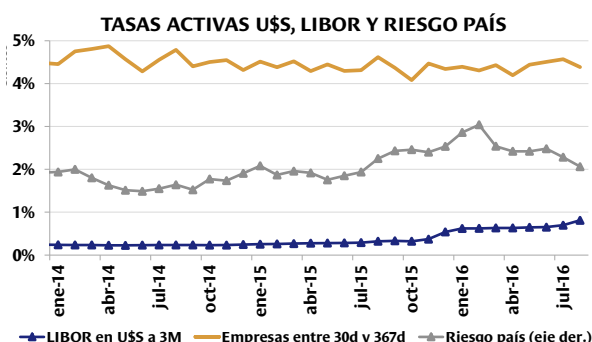
Las tasas de las LRM tendieron a reducirse durante el trimestre, con excepción del tramo a 30 días que revirtió su tendencia a partir de agosto, luego del fuerte ajuste a la baja verificado en el segundo trimestre.



Las tasas activas a empresas exhibieron una tendencia decreciente durante el bimestre julio-agosto, aunque en menor proporción que el registrado por la curva de rendimientos.

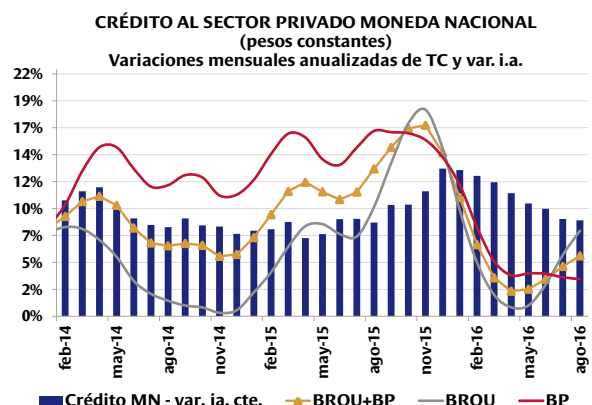


A su vez, las tasas activas en dólares pactadas con empresas, para plazos entre 30 y 367 días, se mantuvieron estables, promediando 4.5% en el bimestre julio-agosto.



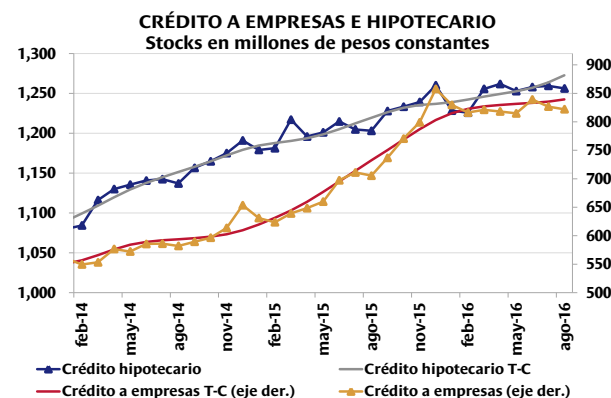
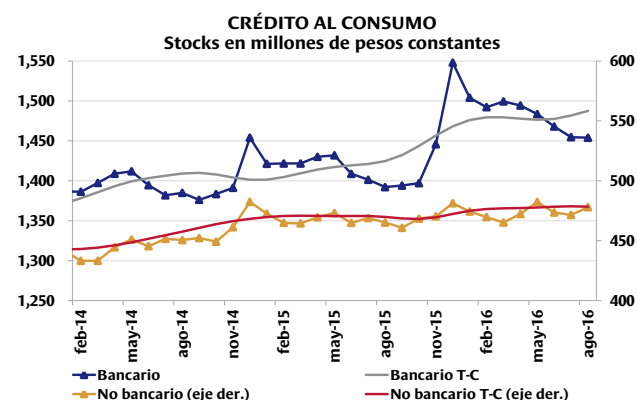
II.2. Evolución del crédito y de los principales agregados monetarios

El crecimiento del crédito en moneda nacional se aceleró en el trimestre medido en tendencia ciclo, alcanzando un crecimiento anualizado promedio del entorno del 5% real. El mayor dinamismo se observó en el BROU.

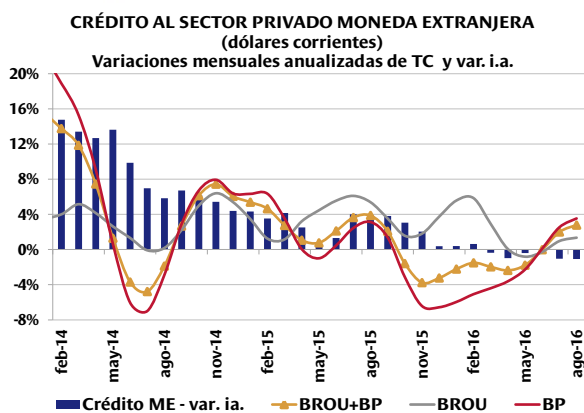


La expansión del crédito bancario se observó tanto a nivel de familias como de empresas, destacándose la aceleración registrada por el crédito al consumo, luego de la relativa estabilidad del primer semestre del año. Dicho comportamiento estaría dando indicios de una cierta recuperación del consumo durante el tercer trimestre, en respuesta al mayor poder de compra en dólares asociada al fortalecimiento de la moneda doméstica y a una leve mejora en el margen de las expectativas de los consumidores.

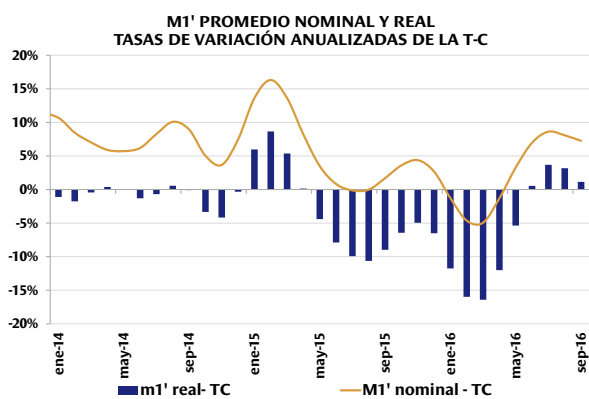
El crédito no bancario, por su parte, se mostró relativamente estable.



Finalmente, el crédito en moneda extranjera, medido en dólares corrientes, habría mostrado una incipiente recuperación, expandiéndose a un ritmo anualizado del entorno del 3% medido en dólares corrientes, en términos de tendencia-ciclo.



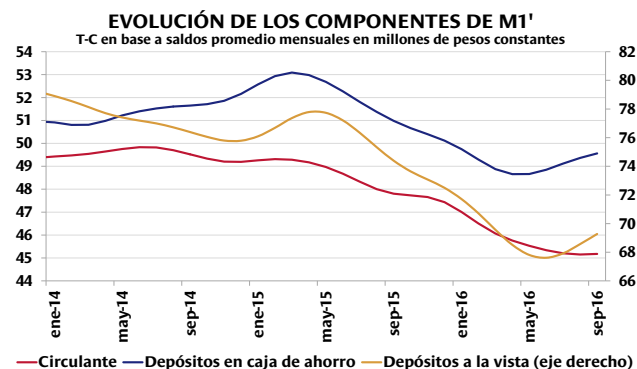
En este marco, el agregado monetario M1' fue cobrando dinamismo con el transcurso de los meses, pasando de una variación interanual de 0.9% en julio a 4% en septiembre. En tendencia-ciclo este comportamiento implicó un crecimiento tanto nominal como real, revirtiendo la tendencia de caídas reales reportadas en trimestres anteriores.



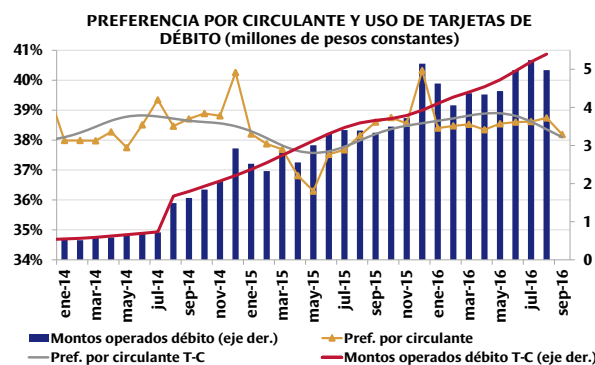
El crecimiento de M1' estuvo impulsado por la evolución de los depósitos líquidos, destacándose la aceleración de los depósitos a la vista en septiembre. En este sentido, los depósitos a la vista, que venían presentando caídas interanuales desde abril, alcanzaron una variación interanual de 3.4% nominal en septiembre, liderado por la banca privada.

El impulso de los depósitos a la vista y caja de ahorro podría asociarse a un ajuste en el proceso de cambio de portafolio, el cual sería más suave, como respuesta a la apreciación del peso experimentada durante el trimestre y las menores expectativas de depreciación. En este contexto, la apreciación del peso habría

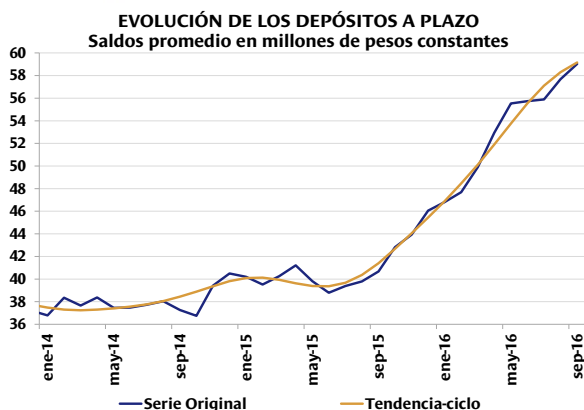
influido en suavizar la caída real del agregado.



A su vez, se aceleró el crecimiento del uso de tarjetas de débito, impactando a la baja en la preferencia por circulante. Esto estaría dando cuenta de un cambio de hábitos en el uso del dinero, a pesar de la eliminación de los incentivos fiscales de reducción del IVA, vigente a partir del 1° de agosto (en aplicación del decreto N° 203/014).

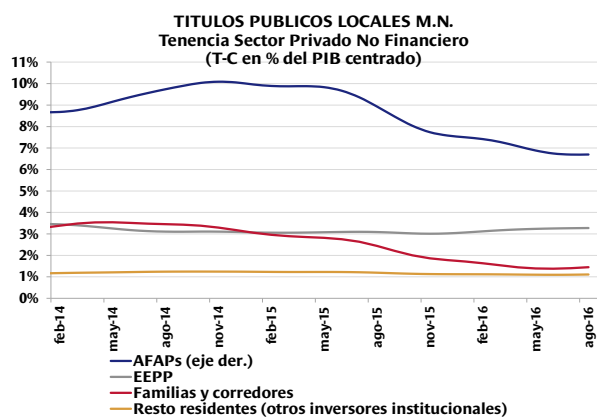


Los depósitos a plazo retomaron su crecimiento vigoroso en agosto y septiembre, exponiendo una variación interanual promedio real de 44% en el tercer trimestre. El incremento de los depósitos a plazo respondió principalmente a la evolución de los depósitos a plazo fijo. Su mayor dinamismo se observó tanto a nivel de BROU como de la banca privada, a diferencia de lo observado durante los trimestres previos.



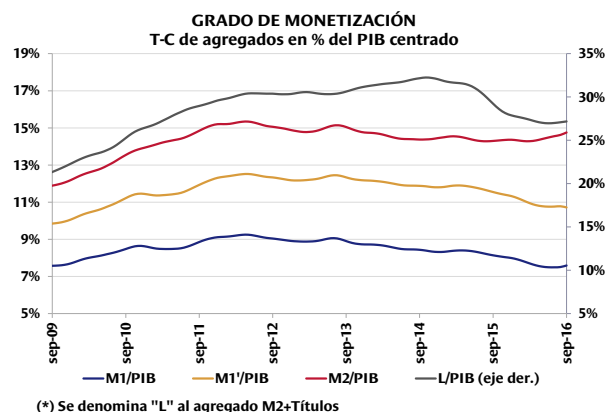
La tenencia de títulos públicos locales por parte de las familias creció en agosto tanto en niveles como en porcentaje del PIB, revirtiendo la tendencia observada hasta el momento. La apreciación del peso y las menores expectativas de depreciación generadas en un contexto financiero internacional menos desfavorable para las economías emergentes podrían haber influido en este comportamiento, al tornar las inversiones en moneda nacional más atractivas.

A su vez, la tenencia de las AFAPs dejó de caer como porcentaje del producto y aumentó en niveles, a diferencia del comportamiento que se ha venido observando desde mediados de 2015. Este cambio continuó observándose en septiembre, impulsado por el incremento de la tenencia de LRM.

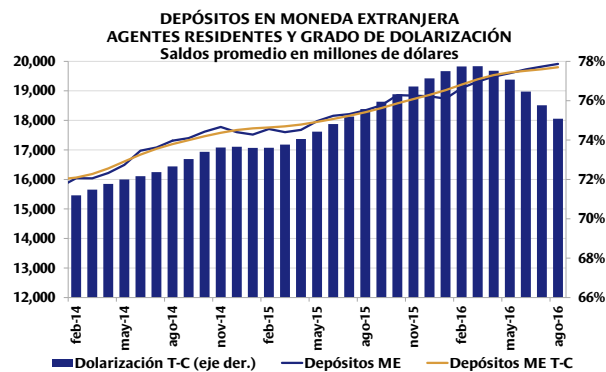


En este contexto, el grado de monetización medido como el ratio M1' a PIB se mantuvo relativamente estable, presentando una caída leve medido en tendencia-ciclo. A su vez,

tanto los ratios M1, M2 y M2+títulos como porcentaje del PIB presentaron variaciones positivas en el margen, dando cuenta de un aumento de la preferencia por activos denominados en MN.



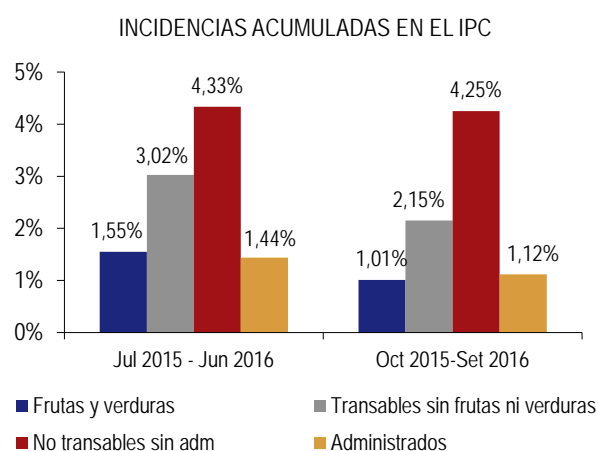
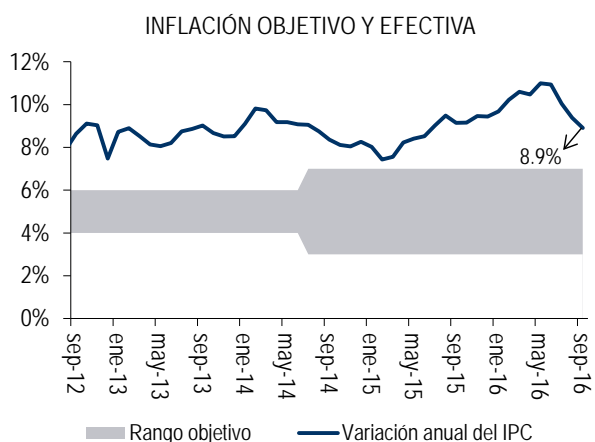
De forma consistente con la retracción de la preferencia por la moneda extranjera, el ritmo de crecimiento de los depósitos en moneda extranjera tendió a moderarse. En este contexto, el grado de dolarización de los depósitos continuó reduciéndose.



III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación

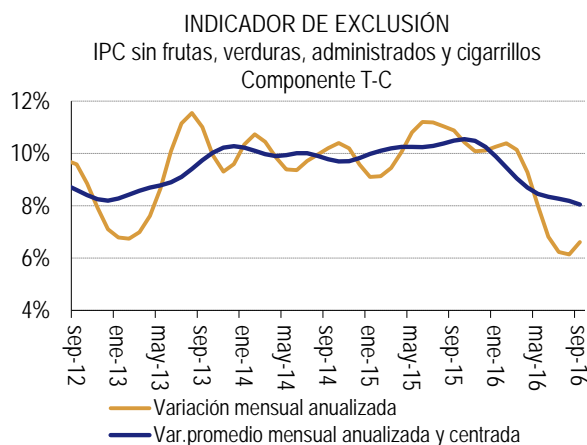
En el año móvil cerrado a setiembre 2016 la inflación headline se ubicó en 8.9%, descendiendo dos puntos respecto al registro de junio (10.94%) y manteniéndose por encima del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) (3%-7%).



La desaceleración fue generalizada a nivel de componentes, destacándose la moderación en el ritmo de incremento de los bienes transables de exclusión (TX)⁹ al influjo de la depreciación del dólar, en un contexto global de un sesgo más expansivo en la política monetaria de Europa y Estados Unidos.

En tanto, se observó una leve desaceleración en el ritmo de incremento de los bienes y servicios no transables de exclusión (NTX), mientras que los precios administrados tuvieron una menor incidencia debido a que este año no se incrementó el precio de los combustibles (que había aumentado en agosto del año pasado). Finalmente, en relación al trimestre cerrado en junio, las frutas y verduras también tuvieron una menor incidencia, dado que en julio-agosto 2015 se habían observado incrementos de precios importantes por problemas climáticos, que no se repitieron este año.

En el margen el indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) se desaceleró entre marzo y setiembre, tanto si se considera la variación promedio mensual anualizada y centrada del componente tendencia-ciclo, como la variación anualizada (que mostró un leve repunte en el margen).¹⁰ Asimismo, ambos indicadores sitúan la inflación subyacente por debajo de la headline.

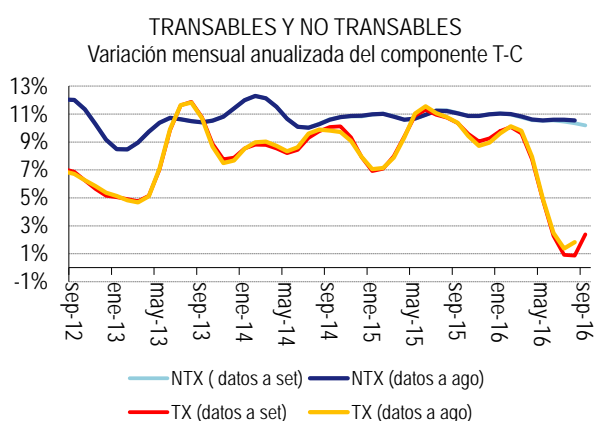


Esta desaceleración se vio reflejada en la evolución de sus dos componentes (NTX y TX), aunque con comportamientos diferentes. Los TX mostraron una fuerte tendencia decreciente en la primera mitad del año, al influjo de la apreciación del peso frente al

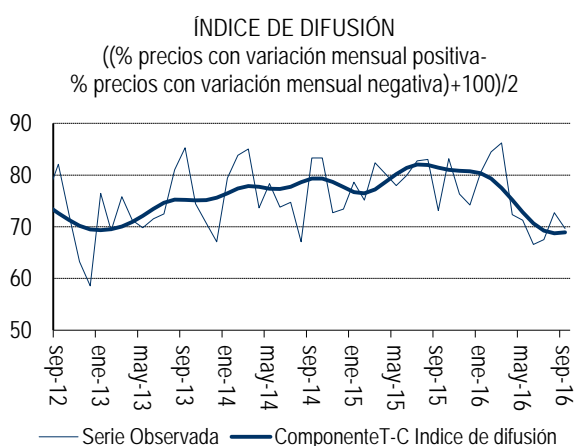
⁹ TX corresponde al IPC de Bienes Transables sin frutas, verduras ni cigarrillos; NTX corresponde al IPC de Bienes No Transables sin Administrados.

¹⁰ El indicador basado en la variación mensual anualizada es más rugoso y más sensible a la incorporación de datos. Permite captar oportunamente los cambios de tendencia, pero puede transmitir una señal equivocada cuando los cambios son transitorios.

dólar y en menor medida por una caída moderada en el precio de los commodities. De esta forma, alcanzaron una variación mensual anualizada de 2.4% en setiembre. Mientras tanto, la variación mensual anualizada de los NTX, si bien se desaceleró en el margen, se mantuvo en por encima del 10%.



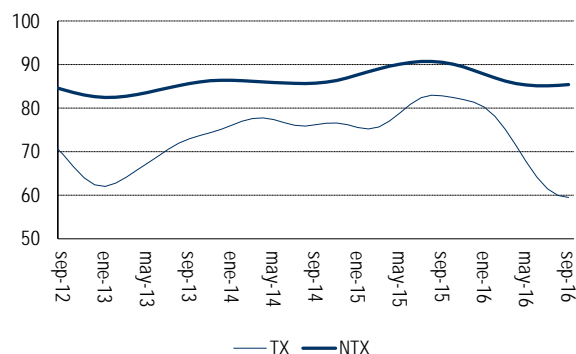
El incremento de precios continúa siendo bastante generalizado. En setiembre el índice de difusión se ubicó en 68.9% en tendencia-ciclo. Sin embargo, este índice ha mostrado una marcada tendencia a la baja desde su máximo relativo a mediados de 2015, ubicándose casi trece puntos por debajo del registro de un año atrás.



Esta reducción obedece al comportamiento de los TX, mientras que los NTX se mantuvieron relativamente estables en el margen, en niveles unos cinco puntos por debajo de los de un año atrás, impulsados por el debilitamiento de la demanda interna y un mayor alineamiento a las pautas propuestas

por el gobierno en los Consejos de Salarios. Igualmente, la proporción de precios que se ajustaron al alza siguió ubicándose en niveles elevados: 85.4% en los NTX y 59.5% en los TX.

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



III.2 Expectativas de inflación

En setiembre la mediana de expectativas de inflación de analistas compilada por el BCU se moderó en los horizontes a 18 y 24 meses. En particular, para el horizonte de política las mismas pasaron de 8.8% en agosto a 8.7% en setiembre, mientras que para el horizonte a 18 meses se redujeron desde 9.2% a 8.85%. Cabe mencionar que al momento de recabar las expectativas no se conocía el dato de inflación de setiembre.

Por otra parte, el mínimo se ubica por encima de 7% en todos los plazos, pautando que los analistas esperan que la inflación se mantenga por fuera del rango meta al menos por 2 años. Esto dificulta la convergencia de la inflación, dada la existencia de factores que generan inercia inflacionaria.

IV Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias

En el tercer trimestre de 2016 la tasa de inflación interanual disminuyó respecto al trimestre anterior, alcanzando 8.9%.



La inflación subyacente, medida a través del IPCX se ubicó en 8.7%, por debajo de la inflación headline.

El incremento de precios continuó siendo bastante generalizado, pese a que el índice de difusión (TC) disminuyó nuevamente respecto al trimestre anterior, ubicándose en 68.9%.

Por su parte, las expectativas de inflación en el horizonte relevante para la política monetaria se ajustaron levemente a la baja, ubicándose la mediana en 8.7%.

IV.2 Escenario internacional y su impacto interno

La actividad global continuó creciendo a un ritmo bajo en el segundo trimestre del año. El crecimiento del PIB de Estados Unidos se aceleró en el segundo trimestre luego del enlentecimiento de los 3 trimestres anteriores. Por su parte, Europa y Japón mostraron desaceleración en el segundo trimestre. En las economías emergentes, se verificó un panorama heterogéneo: China creció de acuerdo al objetivo gubernamental, Brasil sigue en recesión y Rusia parecería estabilizarse. De acuerdo a las proyecciones del FMI se espera – a nivel global – un crecimiento de 3.1% para 2016 y 3.4% para 2017.

Los mercados financieros experimentaron una mejora, como resultado de la política desarrollada por los bancos centrales después del referéndum en el Reino Unido (*Brexit*).

En este contexto, los inversores muestran una menor aversión al riesgo, mejoran las perspectivas de algunas economías emergentes y se espera un ciclo de tasas bajas por parte de la Fed. Como resultado, se observa una reversión de la apreciación global del dólar y un retorno de capitales a mercados emergentes.

En la región, durante el segundo trimestre Brasil tuvo una caída del PIB, menor a la registrada en los trimestres previos, al tiempo que las expectativas de los agentes muestran

una importante recuperación. En Argentina el PIB profundizó su caída en el segundo trimestre, observándose cierta estabilización del nivel de actividad en los últimos meses. La inflación se está desacelerando pero continúa en niveles elevados (42.7% a setiembre).

IV.3 Escenario interno

La economía uruguaya creció en el segundo trimestre del año 1.4% en términos interanuales y se presume que seguiría creciendo en el tercero. Es de destacar un aumento de la demanda interna. La tasa de desempleo mostró una cierta estabilidad, fruto de una caída en los puestos de trabajo ocupados combinada con una disminución de la oferta de trabajo.

En este contexto el gasto en consumo aumentó 0.3% en el segundo trimestre, habiéndose verificado un aumento del 22.9% en la inversión. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, continuó disminuyendo, a junio de 2016, respecto al año anterior como consecuencia, fundamentalmente de la reducción de la brecha entre ingreso y gasto del sector privado. Pese al contexto internacional, el país no enfrentó dificultades para financiar este exceso de gasto. La caída de los activos de reserva se debió principalmente a la amortización de títulos en poder de no residentes tanto por el Gobierno como por el BCU.

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

El TCRE global se apreció en los primeros 8 meses del año 1.8 % con respecto a diciembre. Esto surge como resultante de una depreciación de 4% respecto a la región y de una apreciación de 10.9% respecto al resto del mundo.¹¹ El nivel del TCR ha tendido a

¹¹ Para este cálculo se ha tomado en consideración que la unificación cambiaria en Argentina afecta sólo a una parte del comercio de bienes y servicios con este país.



ubicarse algo por encima de su nivel de fundamentos.

La colocación de LRM fue el principal instrumento utilizado por el BCU para lograr alcanzar una base monetaria consistente con el anuncio del COPOM. Los agregados monetarios se expandieron 2.2% durante el tercer trimestre en línea con el rango de referencia indicativo de 1%-3%, oportunamente fijado por el Directorio de la Institución. El crecimiento del agregado monetario fue mostrando un dinamismo creciente a lo largo del trimestre a medida que se iba consolidando una mayor preferencia por la moneda nacional en el marco de las novedades en el plano financiero internacional.

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 algo mayor al previsto en el trimestre anterior. El cambio estaría asociado a mejores perspectivas para la región. Por su parte, China seguiría creciendo a buen ritmo, aunque a tasas menores que las registradas en el pasado, al tiempo que la economía de Estados Unidos se mostraría más dinámica.

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

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

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

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

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

IV.5 Decisiones de política monetaria

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

IV. 6 Gestión de la política monetaria

La implementación de la política monetaria a nivel operativo se realizará en base a la referencia establecida por el BCU, y consiste en adecuar la trayectoria de la oferta primaria de dinero con la mencionada referencia de M1', mediante la utilización de instrumentos de regulación monetaria.



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

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