



Aniversario

BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

Informe de Política Monetaria

Tercer Trimestre 2017

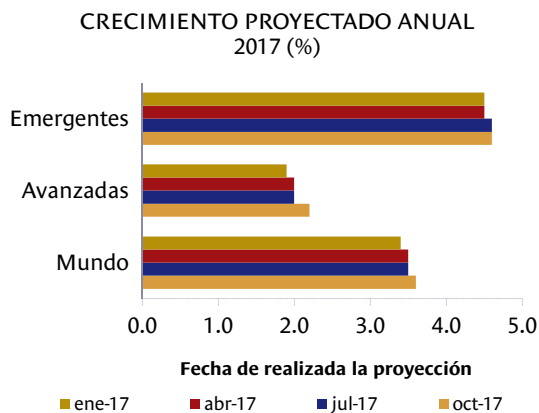
I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

Actividad global

La actividad global se mantuvo dinámica durante el primer semestre de 2017. Entre las economías avanzadas se destaca el crecimiento de Estados Unidos y de la Zona Euro, mientras que China mostró un crecimiento superior al esperado, aunque los datos de mayor frecuencia del tercer trimestre indican cierta desaceleración.

De acuerdo a las proyecciones del FMI¹ la economía global crecerá algo más que el año pasado, dado el crecimiento global esperado de 3.6% en 2017 y 3.7% en 2018, y la expansión efectiva de 3.2% en 2016. Estas proyecciones corrigen levemente al alza las realizadas en julio. Las economías avanzadas crecerían 2.2% en 2017 y 2.0% en 2018 (versus el crecimiento de 1.7% en 2016), mientras que las emergentes se expandirán 4.6% en 2017 y 4.9% en 2018, frente al 4.3% registrado en 2016.



Fuente: FMI

La región continúa dando señales de reactivación, luego de un período de contracción simultánea de Brasil y Argentina. En el caso de Brasil, el crecimiento del segundo trimestre consolidó la salida de una recesión que se extendió por ocho trimestres consecutivos, mientras que Argentina acumula cuatro trimestres de expansión en términos desestacionalizados. En ambas economías –especialmente Brasil– subsiste el riesgo proveniente del entorno político, que podría implicar cierta fragilidad a la recuperación.

¹ *World Economic Outlook*. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2017.

En Estados Unidos el nivel de actividad se aceleró en el segundo trimestre, mostrando un crecimiento de 3.1% (desestacionalizado y anualizado), luego del 1.2% observado en el primer trimestre. Esta aceleración estuvo liderada por un fuerte aumento del consumo y una recuperación de la inversión.

El mercado laboral siguió mostrando dinamismo. La tasa de desempleo alcanzó 4.2% en setiembre, el mínimo desde febrero de 2001, junto a un aumento de la tasa de actividad y del empleo. En el margen, el dato de setiembre mostró una destrucción de 33 mil puestos de trabajo, el que podría ser un atípico atribuido a la temporada de huracanes.

El desempeño reciente de la inversión y del consumo, los elevados índices de confianza de consumidores y empresarios y la evolución favorable de los mercados financieros conducen a los analistas a pronosticar que la economía mantendrá el dinamismo en los próximos trimestres. Por otra parte, la incertidumbre se mantiene en niveles elevados, especialmente en lo que refiere a la política fiscal. El FMI revisó las proyecciones de crecimiento a la baja respecto a las realizadas en julio, por el menor impulso fiscal esperado: 2.2% en 2017 y 2.3% en 2018.

En la Zona Euro la actividad creció 0.6% desestacionalizado en el segundo trimestre, lo que confirmó el moderado dinamismo por el que atraviesa el bloque: en los últimos tres años el crecimiento promedio anual se ubicó en 1.8%. Se espera que el crecimiento de este año sea superior al de 2016, impulsado por la mejora del sector externo y el fortalecimiento de la demanda doméstica, al tiempo que se desaceleraría levemente en 2018.

Analizado el comportamiento por países, España y Alemania continúan siendo los que más contribuyen con la expansión. Sin embargo, el crecimiento continúa siendo más generalizado, pues se extendió a países que venían mostrando menor dinamismo, como Francia e Italia.

El moderado crecimiento registrado en los últimos trimestres ha contribuido a una mejora relativa del mercado laboral, que muestra un descenso gradual en la tasa de desempleo hasta agosto, aunque mantiene una importante disparidad entre países. En particular, la tasa de desempleo permanece muy elevada en España y Grecia: 17.1% y 21.0% respectivamente.

En China, la actividad creció 1.7% desestacionalizado en el segundo trimestre, lo que marcó una aceleración respecto al trimestre

anterior. De esta forma, se concreta un crecimiento mayor al esperado en el primer semestre, como consecuencia del sesgo expansivo de políticas expansivas (fiscal y monetaria) aplicadas hacia el fin de 2016 y de algunas reformas implementadas por el lado de la oferta. Para 2018 se espera que las políticas continúen con un sesgo expansivo, en virtud de los anuncios de postergar el retiro de los estímulos. En este contexto, el FMI corrigió al alza su previsión de crecimiento, siendo actualmente 6.8% para 2017 y 6.5% para 2018.

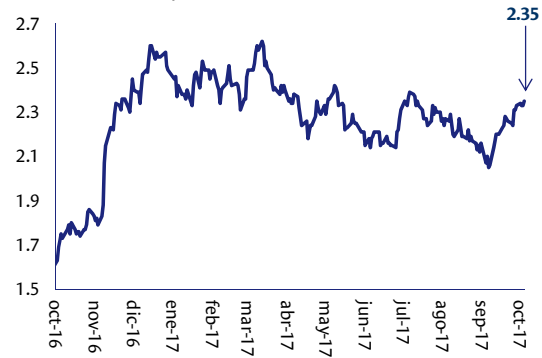
El retraso en el retiro de los estímulos mejora las perspectivas en el corto plazo pero implica mayores riesgos en el mediano plazo, uno de los cuales viene dado por el incremento de la deuda y del crédito bancario. En este sentido, la calificadora S&P se sumó a Moody's al recortar la calificación de la deuda china de AA- a A+.

Mercados financieros e inflación

Los mercados accionarios continuaron evolucionando al alza, al tiempo que la volatilidad se mantuvo baja, pese a los numerosos focos de incertidumbre global. Respecto a la política monetaria, la Reserva Federal (Fed) anunció en setiembre el inicio del proceso de reducción de su hoja de balance, aunque a un ritmo muy gradual. Del mismo modo, se espera una suba de su tasa de política en su reunión de diciembre, adicional a las dos ya implementadas en el año.

En la medida que los mercados incorporaron expectativas de una cadencia más gradual de normalización de la política monetaria mientras que las expectativas de expansión fiscal se redujeron, se observó una reducción de las tasas de los títulos a 10 años de Estados Unidos, desde los niveles alcanzados en marzo. No obstante, en el margen se observa una tendencia al aumento, el que estaría asociado a la reducción de las tenencias de activos por parte de la Fed.

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



Fuente: Fed.

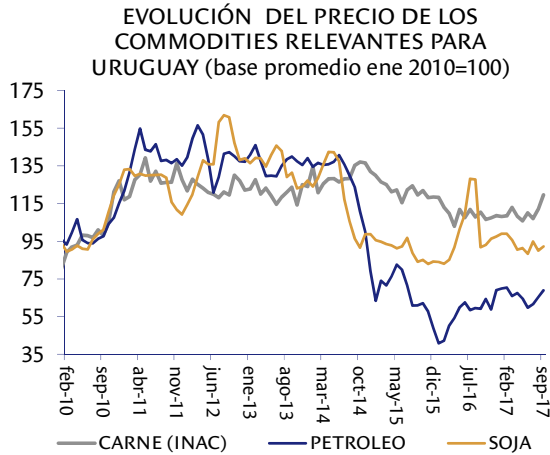
La política monetaria permaneció inalterada en el resto de las economías avanzadas relevantes. En particular, el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Central de Japón mantuvieron las tasas de interés y los programas de compra de activos. En la medida que la inflación muestra señales de acercarse al objetivo de los bancos centrales y que la actividad presenta un dinamismo razonable, se esperan anuncios respecto a la forma en que procesarán sus ajustes de política monetaria.

En un marco en el que las economías avanzadas muestran políticas monetarias laxas, bajos rendimientos en renta fija y un dólar depreciado, se continuaron observando ingresos de capitales y primas de riesgo soberano reducidas en economías emergentes.

Commodities

La tendencia general de los precios de las materias primas relevantes para Uruguay ha sido al alza, en la cual los precios de los energéticos mostraron una apreciación mayor que los agrícolas. En particular, el precio del petróleo se ve presionado al alza por la demanda china y factores de oferta, como el mantenimiento de los recortes en producción de la OPEP y las tensiones en Irak, cuyo gobierno implementó sanciones en el Kurdistán iraquí, región autónoma muy rica en hidrocarburos, que plantea un desafío independentista.

En el caso de los precios de los principales productos que Uruguay exporta, tanto la soja como la carne recuperan terreno.



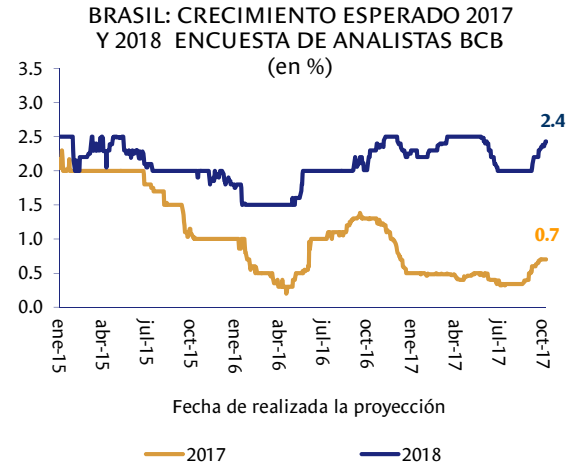
Fuente: Bloomberg e INAC.

La región

La economía brasileña creció levemente en el segundo trimestre (0.2% desestacionalizado), lo que, sumado al crecimiento del primero (1.0%), puso fin a ocho descensos consecutivos del nivel de actividad. Por el lado del gasto, la expansión fue liderada por el consumo privado y en menor medida las exportaciones netas, que compensaron las caídas del consumo del gobierno y la inversión. A nivel sectorial, la expansión fue impulsada por los servicios, mientras que el agro y la industria contribuyeron en forma negativa.

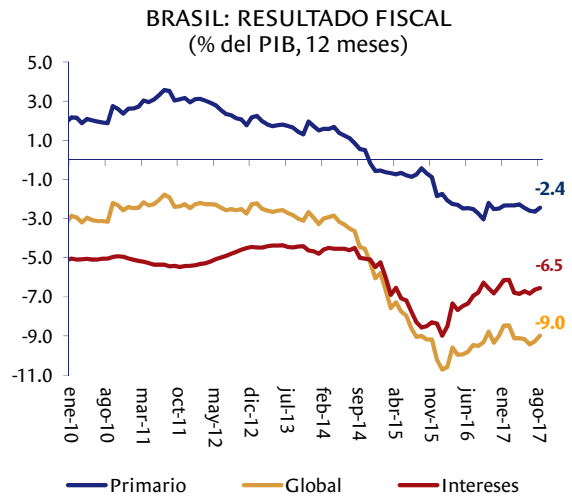
Los datos de mayor frecuencia muestran señales positivas e indican que la actividad se habría expandido a un ritmo moderado también en el tercer trimestre. Así, el índice de difusión la producción industrial alcanzó 67%, lo que indica que la mayoría de las ramas se expandieron; índice mensual de actividad del Banco Central de Brasil (BCB) (IBC-Br) se mantuvo estable; el crédito y el comercio minorista se recuperan en forma significativa y el mercado laboral se reactiva más rápido de lo previsto, tanto en empleo como en ingresos reales.

Estos datos alentadores se observan en un marco en el cual la crisis política permanece latente. De todos modos, los analistas relevados por el BCB corrigieron al alza sus proyecciones de crecimiento: 0.7% para 2017 y 2.4% para 2018.



Fuente: BCB.

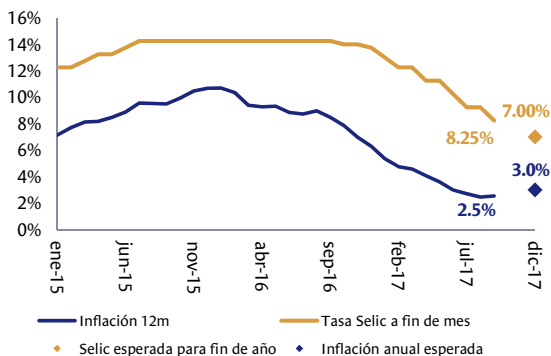
Desde el punto de vista macroeconómico, la situación fiscal continúa siendo el aspecto más vulnerable. Más allá de que en el margen el déficit se redujo impulsado por la recaudación y la menor cuenta de intereses, las modificaciones al alza en las metas implicaron una mala señal que da cuenta de dificultades políticas. Si bien por el momento los mercados continúan optimistas respecto a las cuentas públicas, existe el riesgo de que la persistencia de un déficit elevado acelere la senda creciente del ratio deuda-PIB.



Fuente: BCB.

Finalmente, la significativa reducción de la inflación y de las expectativas inflacionarias permitió al BCB recortar agresivamente su tasa de interés. Este descenso de la tasa de interés real junto al aumento de los ingresos reales impulsó la recuperación del consumo.

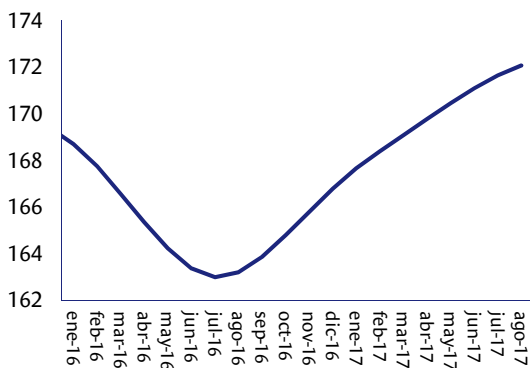
INFLACIÓN EN BRASIL (Rango meta %)



Fuente: BCB e IBGE.

En Argentina, el PIB volvió a crecer en el segundo trimestre (0.8% desestacionalizado), luego del 1.2% registrado en el primero, impulsado por el consumo privado y la inversión pública. De esta forma, el nivel de actividad volvió a los niveles pico de 2015, mientras que los datos de mayor frecuencia muestran que la reactivación se consolidó y que el crecimiento resultó generalizado entre los sectores. En este marco, se registra un mayor optimismo de los agentes respecto a las perspectivas económicas.

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



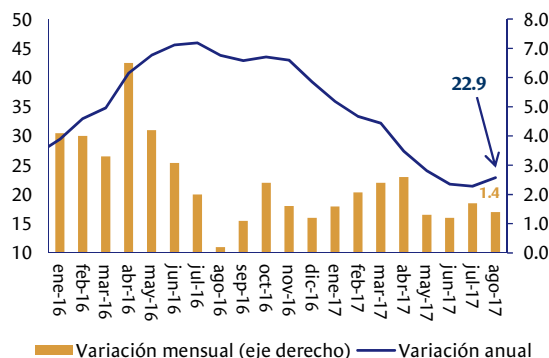
Fuente: Consultora OJF.

En base a las proyecciones de la consultora *Ecolatina*, se estima que la actividad crecerá 2.5% en 2017 y 2.0% en 2018.

Sin embargo, los desequilibrios macroeconómicos aumentaron: el déficit global del sector público - Nacional alcanzó 6% del PIB (datos a agosto) y el de Cuenta Corriente se ubicó en 4% del PIB al fin del segundo trimestre, implicando un marcado deterioro en ambos respecto a cuatro años atrás.

Finalmente, la inflación mensual mantiene una trayectoria descendente, aunque a un ritmo más lento que el esperado por el BCRA. En el margen, la inflación interanual se aceleró levemente en agosto, dado el bajo registro de agosto 2016, cuando se revirtieron de forma transitoria los aumentos de tarifas. Con estos niveles, al cabo del año se verificará una importante reducción de la inflación desde el 40% de 2016, aunque se ubicará por encima del techo del rango meta fijado por el BCRA para el año (12%-17%).

INFLACIÓN ANUAL EN ARGENTINA (% de variación interanual)



Fuente: Graciela Bevaqua e INDEC.

Escenario Base

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

Este escenario base resulta ser algo más favorable para la economía uruguaya respecto al esperado en el trimestre anterior.

La demanda externa relevante para la economía uruguaya mostraría en 2017 un dinamismo levemente por encima del que se esperaba el trimestre anterior (3.9%), debido a una mejora de las perspectivas de Brasil. Para 2018 se espera que la demanda relevante crezca a una tasa relativamente similar a 2017, donde la recuperación esperada de Brasil compensaría la desaceleración estructural de China.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2016	2017f	2018f
Economía global	3.2%	3.6%	3.7%
Socios comerciales (*)	1.8%	3.9%	4.1%
Economías avanzadas	1.7%	2.2%	2.0%

Estados Unidos	1.5%	2.2%	2.3%
Zona Euro	1.8%	2.1%	1.9%
Japón	1.0%	1.5%	0.7%
Economías emergentes	4.3%	4.6%	4.9%
China	6.7%	6.8%	6.5%
Brasil	-3.6%	0.7%	2.8%
Argentina	-2.3%	2.5%	2.0%

(*) Ponderado según la participación de los socios comerciales en el comercio exterior de Uruguay

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

En materia de términos de intercambio, Uruguay experimentó una fuerte mejora en el primer semestre del año, debido a la reducción de los precios de importación. Así, se registraría una mejora para el promedio del año, al tiempo que se espera un leve deterioro para 2018.

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

De acuerdo al consenso del mercado, se espera una suba adicional de la tasa de la Fed en lo que resta del año. Sin embargo, las tasas largas se mantienen estables, el dólar se debilita a nivel global y los capitales continuaron fluyendo hacia emergentes, por lo que las primas de riesgo se mantuvieron en niveles reducidos, constituyendo un contexto financiero auspicioso.

Más allá de este escenario, persisten focos de incertidumbre en el marco político internacional.

Riesgos sobre el Escenario Base

Los riesgos más importantes identificados en este informe se originan en algunas economías desarrolladas y en la región.

Por un lado, existe el riesgo que se implemente una combinación de políticas económicas que afecten negativamente el crecimiento y las condiciones financieras globales. Este escenario supondría efectos derrame negativos sobre el resto del mundo: el crecimiento mundial se vería resentido ante mayores restricciones comerciales y se observarían condiciones financieras más restrictivas.

Por su parte, las dificultades de índole política que enfrentan las economías de la región podrían representar un freno para una reactivación más vigorosa.

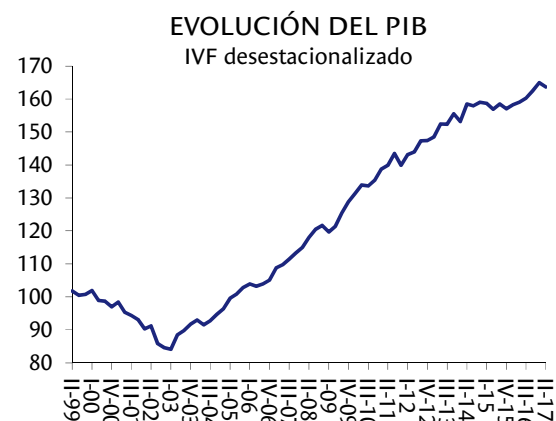
Por otra parte, pueden señalarse otros riesgos que ya venían siendo considerados en informes anteriores: mayores riesgos originados en la economía china, ya sea por una reducción significativa del crecimiento o por un aumento de la volatilidad financiera originada en diversos ámbitos: correcciones bursátiles abruptas, deuda de gobiernos regionales y empresas públicas, la banca en las sombras o la depreciación del yuan. Asimismo, en la Zona Euro persiste la incertidumbre producto de las negociaciones por el *Brexit*, mientras que se mantiene el riesgo político debido a los espacios ganados en diversos países por agrupaciones contrarias a la integración económica. Finalmente, podría darse un aumento de las tensiones geopolíticas que repercutan en forma negativa en los precios de las materias primas y/o en la volatilidad de los mercados financieros.

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

1.2 La economía uruguaya

El segundo trimestre de 2017

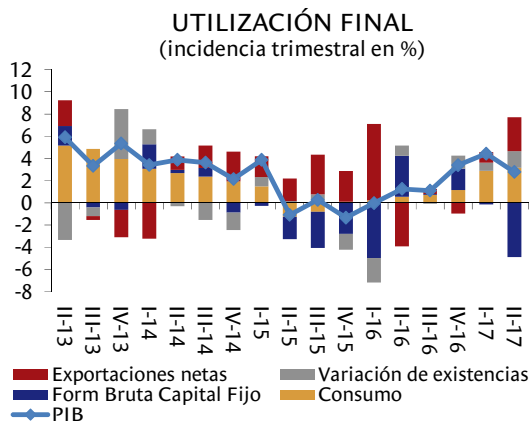
En el segundo trimestre el nivel de actividad se expandió 2.8% respecto a un año atrás, lo que en términos desestacionalizados implicó una caída de 0.8% respecto al trimestre anterior. Este descenso se explicó casi en su totalidad por la menor producción de *Industrias Manufactureras*, debido al cierre de la refinería de petróleo durante todo el trimestre.



La oferta final también se incrementó respecto a un año atrás pero menos que el PIB (1.8%), dado que las importaciones se redujeron -0.8%. Estas menores compras al exterior se explicaron por un

fuerte descenso en las importaciones de servicios (*Otros servicios*), parcialmente contrarrestadas por mayores compras de bienes, al influjo de las importaciones de bienes de consumo e intermedios, mientras que las compras de bienes de capital se redujeron.

Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció al impulso de la demanda externa y el consumo privado. Al mismo tiempo, el gasto interno se contrajo levemente respecto a un año atrás como consecuencia de un fuerte descenso de la *formación bruta de capital*, producto de la finalización de la instalación de parques eólicos, que había generado un fuerte incremento de la inversión en igual período de 2016. Asimismo, se observó una reducción del déficit de las transacciones con el exterior, por el efecto conjunto de la mencionada caída en las importaciones y aumento de exportaciones, tanto de bienes (soja, carne, arroz) como de servicios (turismo).



Indicadores de actividad del tercer trimestre 2017

La evolución reciente de los indicadores parciales de actividad muestra que la economía crecería en el tercer trimestre a tasas más moderadas que las observadas durante el primer semestre.

Las importaciones de bienes de consumo (volumen, sin automóviles), mantuvieron un fuerte crecimiento, bastante generalizado por categorías. Por su parte, las ventas de automóviles 0 km se mantuvieron relativamente estables, superando las 4.000 unidades mensuales (en tendencia-ciclo) y mostrando variaciones de dos dígitos en los primeros ocho meses de 2017.

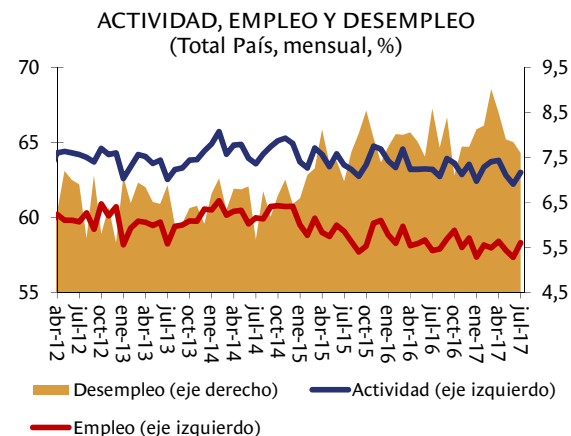
El ICC² se ha ubicado en niveles cercanos a la neutralidad en los primeros ocho meses de 2017, mientras que el *stock* de crédito al consumo continuó exhibiendo un moderado aumento real.

Por otra parte, los datos de exportaciones de bienes a julio 2017 presentan un fuerte crecimiento en volumen desde mediados de 2016 (fuente Aduana; no considera Zonas Francas).

Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial, que se había reducido tras el cierre de la refinera, insinuó en julio un leve repunte. Lo mismo sucedió con el IVF de exclusión (núcleo industrial que excluye la producción de la refinera, celulosa y jarabes), el cual mantiene cierta estabilidad durante 2017.

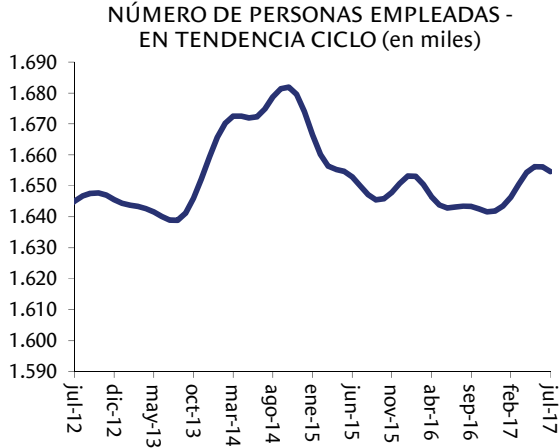
Empleo e ingresos

En el segundo trimestre de 2017 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 8.1%, aumentando tres décimas respecto al mismo trimestre del año anterior, como consecuencia de una reducción de la demanda de trabajo que no pudo ser compensada por la caída en la oferta. En concreto, la tasa de empleo se redujo respecto a un año atrás (57.8% versus 58.2%), mientras que la tasa de actividad pasó de 63.2% a 63.0%.

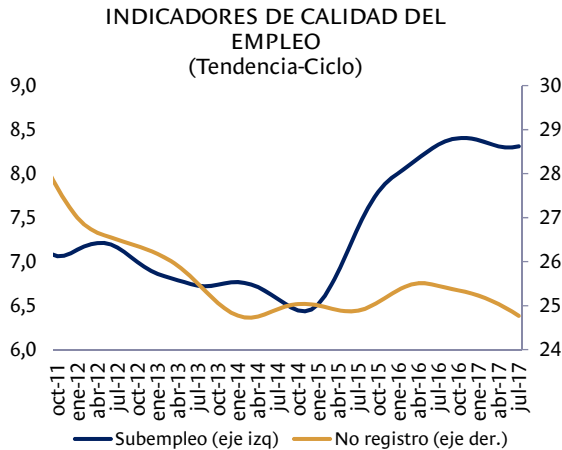


Los datos de julio muestran una inflexión: la tasa de desempleo se ubicó en 7.6%, un punto por debajo de la observada un año atrás, al tiempo que la tasa de empleo aumentó, mientras que la oferta continuó retrayéndose. De esta forma, en tendencia-ciclo el número de personas empleadas mostró un incremento en el margen.

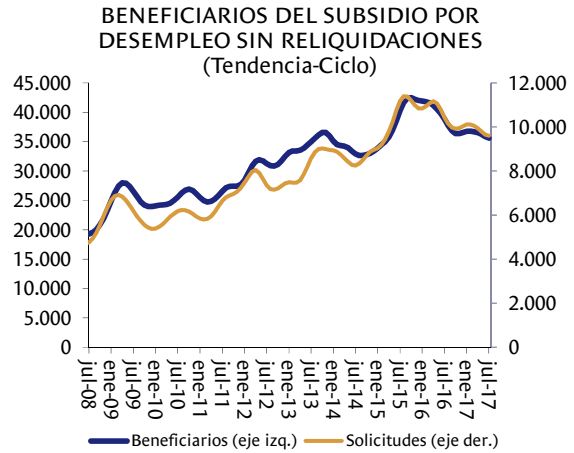
² Índice de Confianza del Consumidor, elaborado por la Cátedra SURA de Confianza Económica de la Universidad Católica junto a Equipos Consultores.



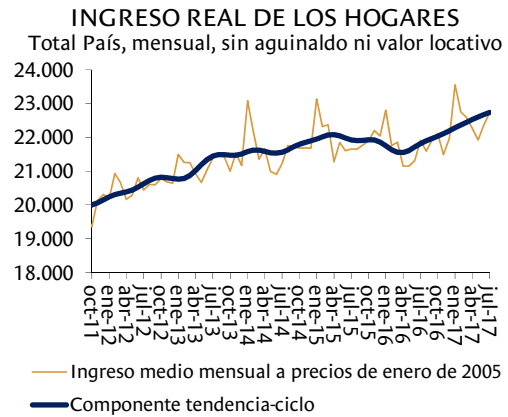
Asimismo, la calidad del empleo también mejora en el margen, observándose una senda a la baja en los ocupados no registrados en la seguridad social y una estabilidad en la cantidad de personas que presentan problemas de subempleo.



Por otra parte, la información del BPS a julio 2017 respecto al subsidio por desempleo muestra una leve caída tanto de los beneficiarios efectivos como de las nuevas solicitudes, lo que podría significar un descenso de los beneficiarios en los próximos meses.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país continuó creciendo en el año móvil a julio 2017 (en tendencia-ciclo), impulsado por todas las categorías: ingresos salariales (+2.2%), pasividades (+2.1%) e ingresos por cuenta propia (+3.5%).



En suma, en la primera mitad de 2017 el mercado laboral mostró un incremento en el desempleo, pese a la aceleración de la actividad económica, tendencia que parecería estar cambiando con los datos a julio. En una perspectiva de mediano plazo la economía continúa mostrando bajos niveles de desempleo, altos niveles de empleo y una tendencia creciente del ingreso real de los hogares.

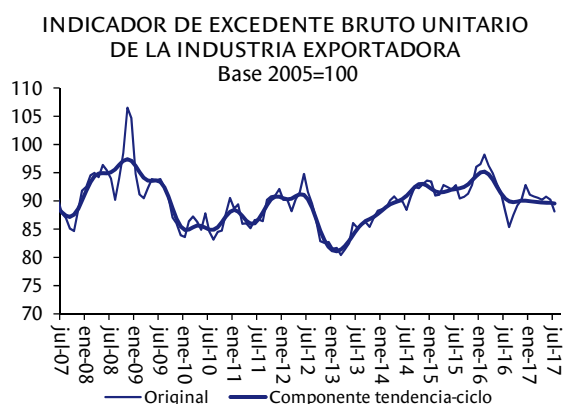
I.2.2 Sector externo

Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se mantuvo relativamente estable en los últimos meses, tras la apreciación observada a principios del año. Esta estabilidad fue el resultado de comportamientos heterogéneos según zonas geográficas: se verificó un abaratamiento relativo con la extrarregión (5.7%) y una moderada apreciación frente a la región (-2.9%), marcada por Argentina tras la depreciación de su moneda en los meses previos a las elecciones primarias (PASO).

Por otra parte, el TCR de fundamentos tendió a apreciarse en el segundo trimestre de 2017 al influjo de una mejora de los términos de intercambio y en menor medida de ganancias en la productividad relativa de la mano de obra. Ello fue compensado en parte por un ajuste del gasto respecto al PIB, liderado por la inversión.

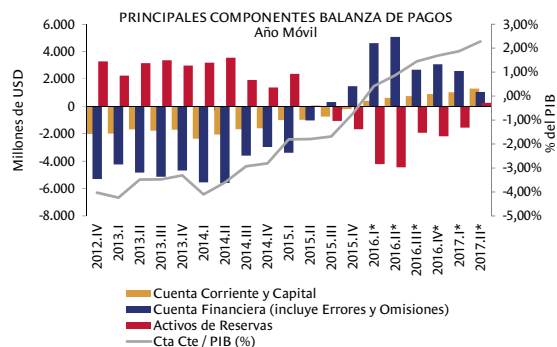
Por su parte, *el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora*³ ha mostrado una tendencia estable en tendencia-ciclo desde fines de 2016, ubicándose en niveles similares al promedio de los últimos 10 años. Esta estabilidad se da en un marco en el cual tanto los costos unitarios como los precios de exportación, ambos medidos en dólares, mostraron una tendencia a la baja a partir de junio.



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

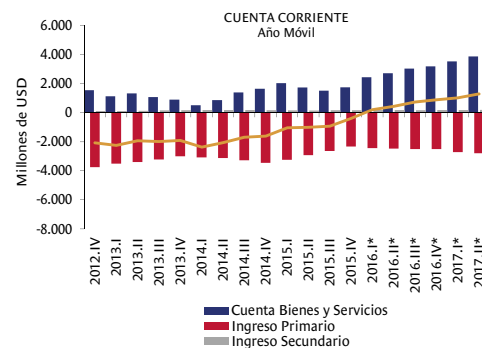
Balanza de Pagos

En el año finalizado en junio 2017 la economía uruguaya presentó un superávit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 1.300 millones de dólares (2.3% del PIB), manteniendo la tendencia de los últimos años.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

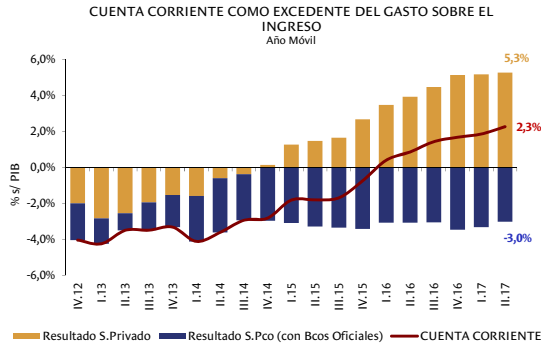
A nivel de componentes, este resultado se descompone en un superávit de la *Cuenta de Bienes y Servicios* (3.881 millones de dólares) y de un déficit del *Ingreso Primario*⁴ (2.778 millones de dólares), en ambos casos profundizando la tendencia de los trimestres anteriores.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

A nivel institucional, el ajuste del último año móvil se puede atribuir al ajuste del Sector Privado, quien exhibe un ahorro que supera a la inversión en 5.3% del PIB. Mientras tanto, el déficit del Sector Público mantuvo nuevamente una estabilidad en torno a los 3 puntos del PIB.

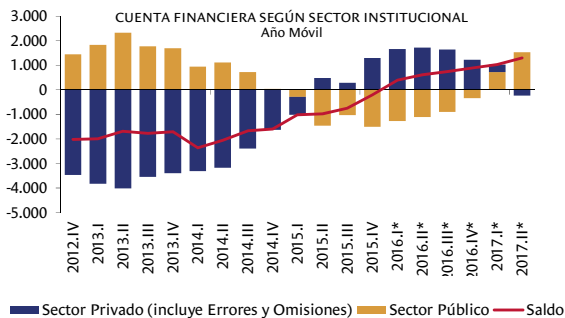
⁴El *Ingreso Primario* según la 6ª Edición del Manual de Balanza de Pagos (FMI, 2008) comprende: Remuneración de Empleados, Renta de la Inversión y Otro Ingreso Primario, y es equivalente al rubro *Renta* de la versión anterior (Manual de Balanza de Pagos 5ª Edición (FMI, 1993).



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

La salida neta de fondos (incluyendo los movimientos no registrados recogidos en *Errores y Omisiones*⁵), contracara del superávit en Cuenta Corriente, fue impulsada por el Sector Público, que mostró un préstamo neto en su Cuenta Financiera por unos 1.500 millones de dólares, versus el endeudamiento neto de un año atrás, a través del aumento de sus activos externos y de una disminución de sus pasivos (*Otra inversión*).

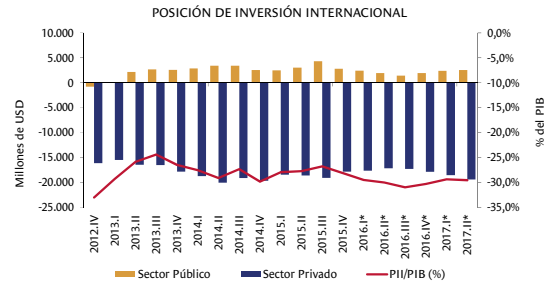
Por otra parte, el Sector Privado presentó un ingreso neto de fondos de 230 millones de dólares, explicado mayormente por movimientos financieros del sistema bancario.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Finalmente, la Posición de Inversión Internacional (PII) muestra que a junio de 2017 la economía uruguaya continúa registrando una posición neta deudora con el resto del mundo, la que se ubicó en 16.871 millones de dólares (29.6% del PIB), cifra que se ha mantenido relativamente estable en los últimos trimestres.

⁵ Se supone que los movimientos no registrados corresponden a movimientos financieros, aunque también podían existir transacciones no captadas de la Cuenta Corriente.

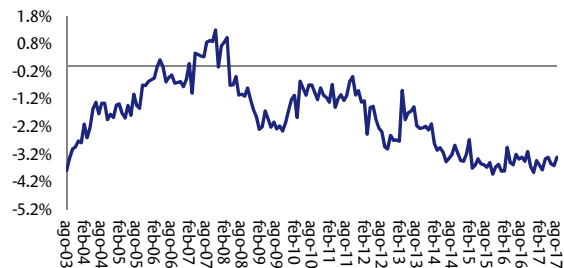


Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

1.2.3. Finanzas Públicas

El déficit del sector público global (SPG⁶) en el año culminado en agosto de 2017 fue 3.3% del PIB, similar al de un año atrás. A nivel institucional, mejores cifras de GC-BPS y BCU son compensadas por un deterioro de EEPP.

RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO
% del PIB - año móvil



El déficit primario de GC-BPS cayó 0.2% del PIB, ubicándose en 0.5% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos (5.0%) que superó al de los egresos (4.2%). En un contexto donde el ciclo económico no contribuye al dinamismo de la recaudación, se destaca el impacto de las medidas de consolidación fiscal, en especial el aumento de tasas del IRPF, que han contribuido a aumentar los ingresos.

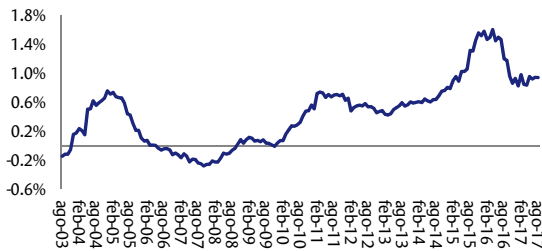
Por otra parte, el superávit de EEPP se redujo 0.6% del PIB, siendo actualmente 0.2% del PIB, guiado por un menor superávit primario corriente.

Finalmente, el déficit del BCU se redujo 0.3% del PIB, ubicándose en 0.8% del PIB. Esta dinámica está asociada a un menor pago de intereses en moneda nacional por los instrumentos de

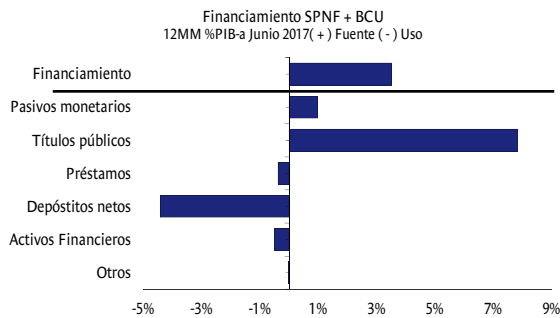
⁶ El sector público global incluye: GC, BPS, gobiernos departamentales, EEPP, BSE y BCU.

esterilización, en un marco de caída de tasas nominales ante la caída de la inflación y de sus expectativas.

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

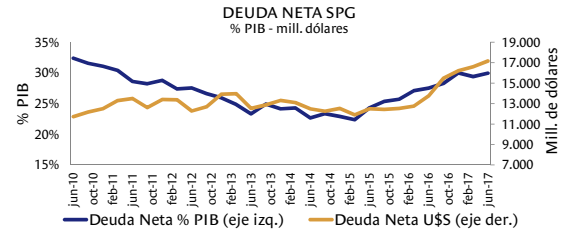


Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a junio 2017 el déficit del SPG fue 3.5% del PIB. La principal fuente ha sido los títulos públicos, destacándose la emisión internacional de junio, la primera en pesos nominales en los mercados internacionales⁷. Éstos, junto con el aumento de los pasivos monetarios, permitieron financiar el déficit y la caída de depósitos en el BCU, y en menor medida amortizar préstamos y acumular activos de reserva. Estos últimos pasan a constituir un uso, revertiendo la tendencia anterior, en la que significaban una fuente de financiamiento.



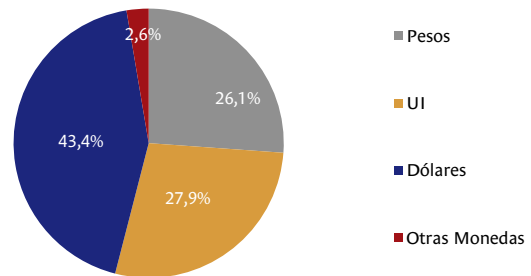
Por otra parte, la deuda bruta del SPG a junio 2017 asciende a 35.313 millones de dólares (62% del PIB), en tanto que los Activos se ubican en 18.152 millones de dólares (32% del PIB). Por ende, la deuda neta se ubica en 17.161 millones de dólares (30% del PIB). De esta forma, la deuda neta aumenta 2,4% del PIB respecto a un año atrás, manteniendo valores históricamente bajos.

⁷ El GC emitió un bono global en pesos nominales por el equivalente a USD 1.250 millones, con madurez de 5 años y tasa fija de 9.875% anual.

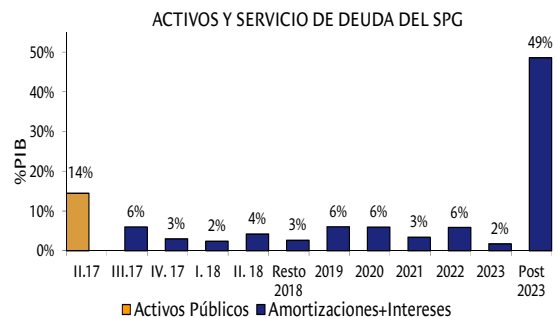


Asimismo, en su composición por moneda se observó una considerable disminución de la participación de la moneda extranjera en el SPG, que pasó de 56% a 46% en el último año a junio 2017. En esta evolución incidió el aumento de la deuda en pesos del GC a través de la mencionada emisión internacional, junto con un aumento del stock de letras de regulación monetaria y una disminución de la deuda en dólares del BCU (que pasó de 46% a 16% en el mismo periodo).

DISTRIBUCIÓN DE LA DEUDA BRUTA POR MONEDA



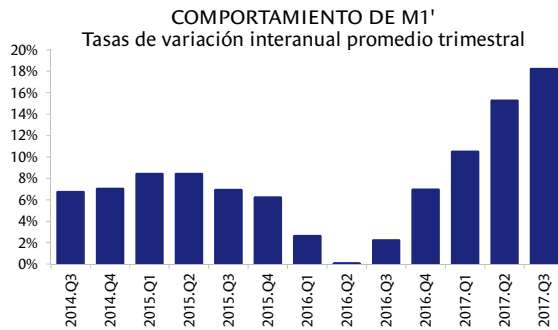
Finalmente, el nivel de Activos de Reserva (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a junio 2017 permitía cubrir el servicio de deuda del SPG hasta mayo 2018 (11 meses de cobertura). Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.417 millones de dólares (4.2% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años, siendo que la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2023.



II. La política monetaria en el tercer trimestre de 2017

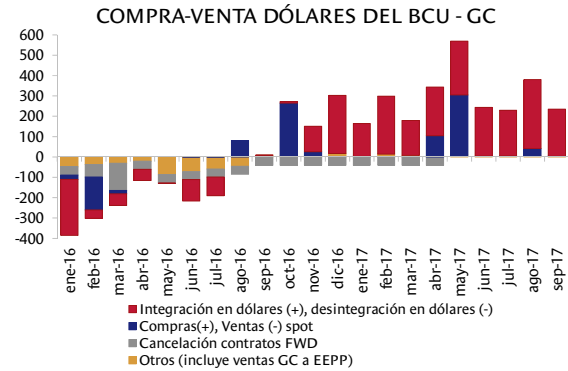
II.1. Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

En la reunión trimestral del 10 de julio de 2017, 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 del agregado M1 ampliado (M1') para el tercer trimestre de 2017. No obstante, el agregado superó esta referencia, registrando un crecimiento interanual de 18.2%.

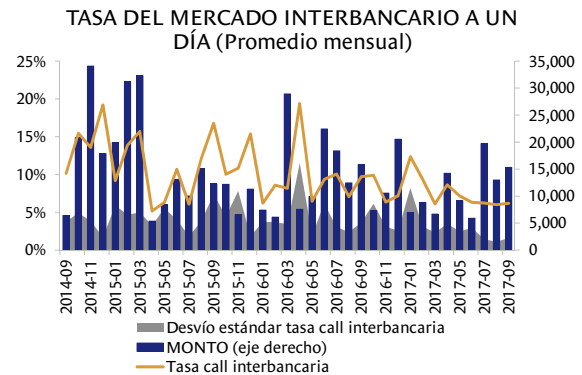


La demanda de dinero continuó incrementándose por encima de lo esperado, asociado principalmente a una mayor preferencia de los agentes por la moneda nacional, en un contexto de menor inflación, conjuntamente con moderadas expectativas de depreciación del peso uruguayo.

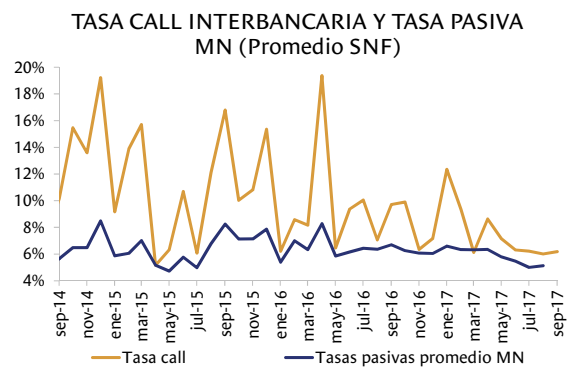
Durante el trimestre, la autoridad monetaria emitió letras de regulación monetaria (LRM) que facilitaron canalizar los excedentes de liquidez hacia instrumentos de ahorro en moneda nacional. Por otra parte, el consolidado BCU-MEF realizó compras netas de divisas por 850 millones de dólares, básicamente bajo la modalidad de integración en dólares de títulos públicos⁸, en respuesta al aumento de la preferencia por activos en moneda nacional.



La tasa de interés a un día operada en el mercado interbancario –la llamada tasa call– se mantuvo relativamente estable en el trimestre, promediando 6.2% en el período julio–setiembre de 2017.



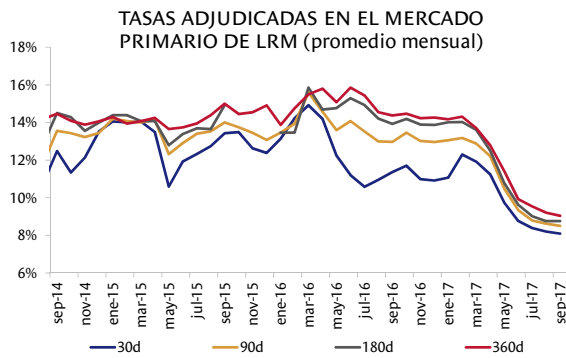
Por su parte, el comportamiento de las tasas pasivas en MN promedio se mantuvo relativamente estable en el bimestre julio-agosto, acompañando, como lo hace habitualmente, el comportamiento de la tasa call.



A su vez, las tasas de las LRM continuaron descendiendo a lo largo del tercer trimestre en todos los tramos de la curva. En este marco, la tasa

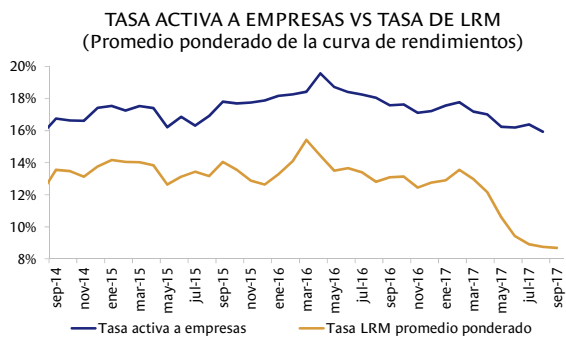
⁸ El 94% de lo adquirido fue por concepto de integraciones.

promedio ponderado de la curva de rendimientos en el período analizado se situó en 8.7%.

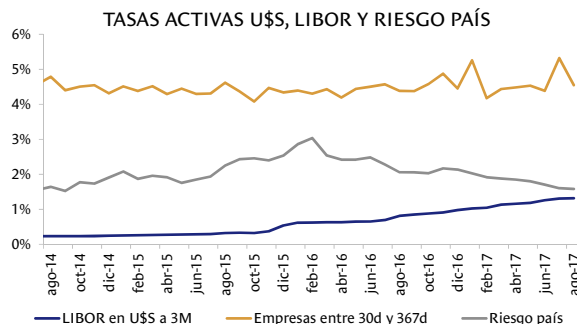


El mismo fenómeno sucede al considerar la tasa real promedio ponderado de la curva de rendimientos, utilizando como deflactor las expectativas de la encuesta de analistas que releva el BCU.

Por su parte, las tasas activas a empresas muestran cierta rigidez a la baja, manteniéndose prácticamente incambiadas a pesar de la caída registrada por la curva de rendimientos.

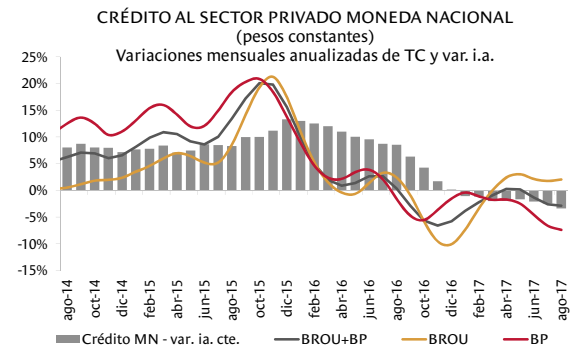


Por su parte, las tasas activas en dólares pactadas con empresas, para plazos entre 30 y 367 días, si bien crecieron en el mes de julio, retornaron a sus niveles promedio en agosto.

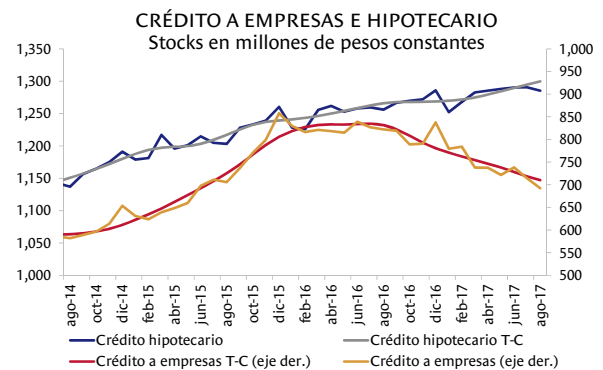


II.2. Evolución del crédito

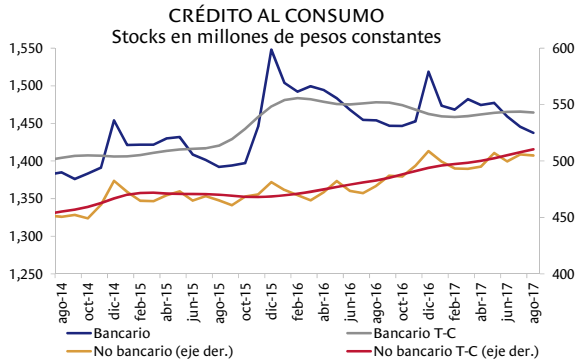
El crédito en moneda nacional continuó presentando tasas de crecimiento interanuales negativas en términos reales. En su medición en tendencia-ciclo (T-C), el crédito registró una caída real anualizada de 3%, básicamente debido al comportamiento de la banca privada.



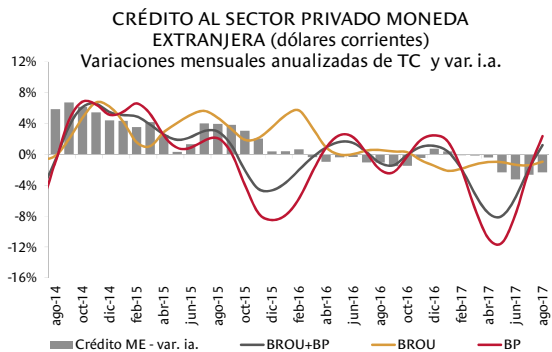
En este marco, el crédito empresarial continuó retrayéndose en tendencia-ciclo, mientras que el crédito hipotecario siguió evidenciando una tendencia creciente. Por otro lado, el crédito al consumo no bancario continuó presentando una tónica creciente, mientras que el bancario se mantuvo relativamente estable en el margen⁹.



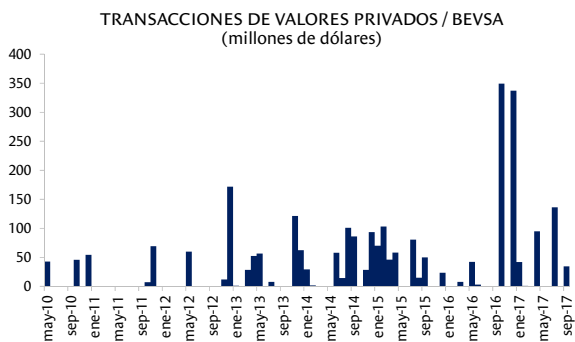
⁹ El crédito no bancario corresponde al otorgado por las administradoras de crédito.



El crédito en moneda extranjera, medido en dólares corrientes en términos de T-C, repuntó en los últimos meses luego de la profunda caída experimentada en el correr del año, comportamiento que estuvo explicado por el desempeño de la banca privada.



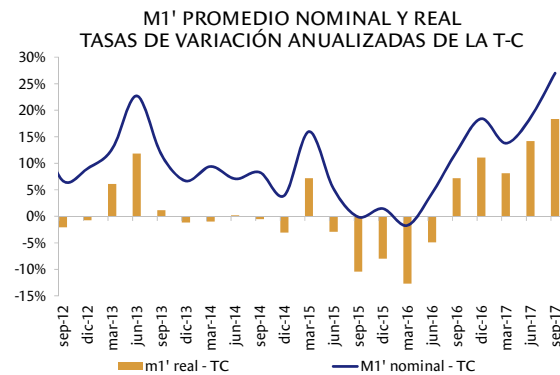
El retroceso del crédito empresarial sería consistente con una mayor operativa en el mercado de capitales. De acuerdo a datos de BEVSA, durante los últimos meses se observó un mayor dinamismo en las emisiones de valores privados.



II.3. Comportamiento de los principales agregados monetarios

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

En este contexto, el agregado M1' se presentó muy dinámico en el trimestre, promediando una variación interanual de 18.2%. En tendencia-ciclo este comportamiento implicó crecimientos importantes en términos nominales como reales, presentando variaciones que superaron las del período previo al cambio de instrumento de política.



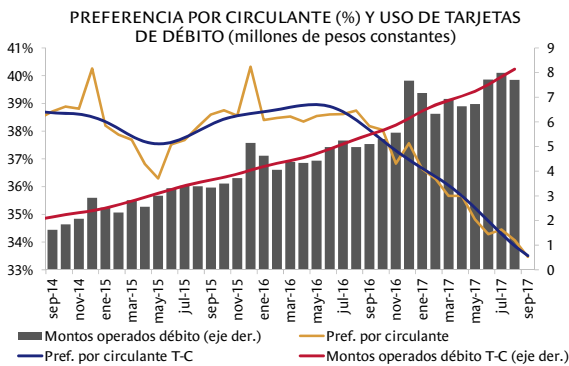
Desde el punto de vista de la oferta monetaria, este gran dinamismo de los medios de pago se explica, en julio y agosto, por el dinamismo de la oferta primaria de dinero. En efecto, la base monetaria creció cerca de 19% interanual en estos meses, lo que en el marco de una caída de 1% del multiplicador monetario, habría determinado el crecimiento de 17.7% que evidenció el M1' en el promedio del bimestre. Esta dinámica es consistente con un contexto en el cual, como se analizó anteriormente, el crédito bancario mostró escaso dinamismo.

A diferencia del bimestre julio-agosto, en setiembre la base monetaria creció a un ritmo mucho menor (9.3% interanual), debido principalmente a la reducción de las obligaciones de encaje en moneda nacional que se dispuso a partir de principios de mes. Esta menor oferta primaria, conjugada con un multiplicador que evidenció gran dinamismo (9% de crecimiento respecto a igual mes de 2016), determinó una oferta de medios de pago que creció 19.2% en el mes. En este contexto, es de esperar que el

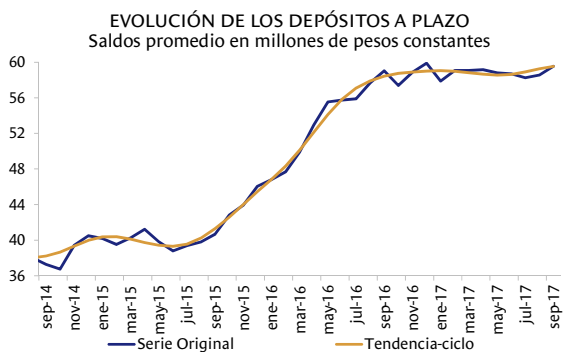
comportamiento del crédito haya sido más dinámico en este último mes.

A nivel de los componentes del agregado monetario M1', se observó una aceleración de los depósitos a la vista y en caja de ahorro (con variaciones nominales interanuales de 20% y 24% respectivamente para el promedio del trimestre), mientras que el circulante creció 8% respecto al mismo período de 2016.

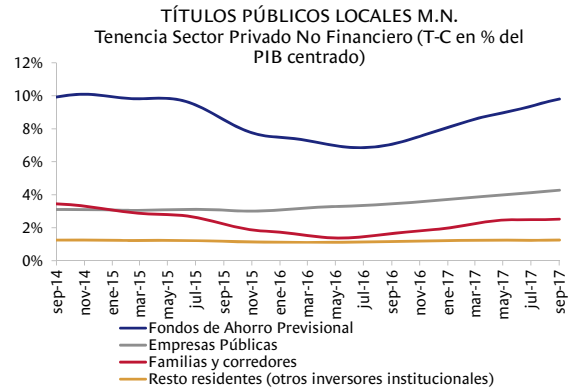
El cambio de hábito en el uso de tarjetas de débito respecto al circulante continuaría impactando a la baja en la preferencia por circulante, comportamiento que se pudo haber profundizado luego de la entrada en vigencia de la obligatoriedad de cobrar en una cuenta o en una Institución Emisora de Dinero Electrónico (IEDE) a partir de mayo de este año¹⁰.



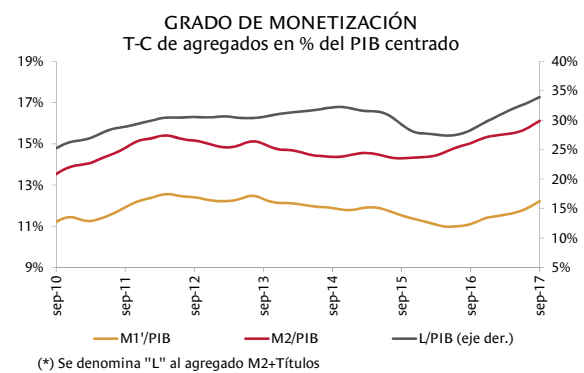
Por otro lado, los depósitos a plazo evidenciaron un leve incremento en el margen. Esto se explica por un comportamiento creciente tanto de los depósitos a plazo fijo como de los certificados de depósitos (CDs), particularmente de corto plazo.



La tenencia de títulos públicos locales continuó creciendo el trimestre, tanto en niveles como en porcentaje del PIB.

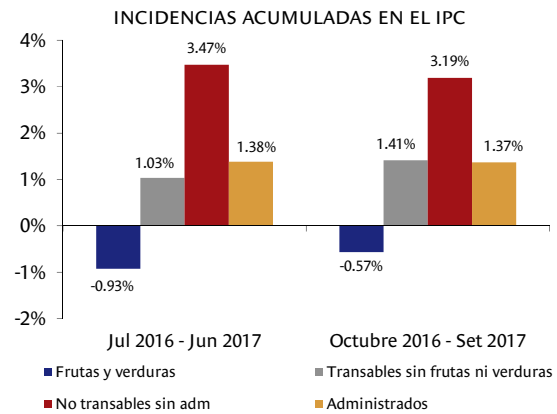
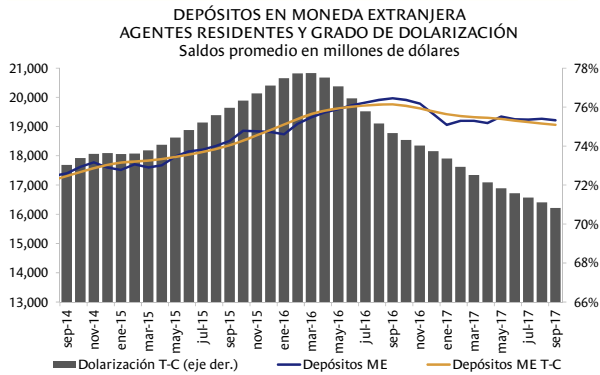


En este contexto, el grado de monetización en sus diferentes mediciones continuó incrementándose en términos de tendencia-ciclo. El crecimiento más pronunciado se evidenció en los agregados que incluyen, además del M1', los depósitos a plazo y los títulos locales adquiridos por parte de los agentes residentes no financieros, comportamiento que sería consistente con una mayor preferencia por activos denominados en moneda nacional. En este sentido, cabe señalar que el cambio que implicó en el escenario macroeconómico el hecho de pasar a una situación de baja inflación, podría estar potenciando el fenómeno de remonetización.



En este contexto, los depósitos en moneda extranjera presentan una tendencia levemente decreciente, a la vez que el grado de dolarización de los depósitos continuó ajustando a la baja, descendiendo, ubicándose por debajo de 71%.

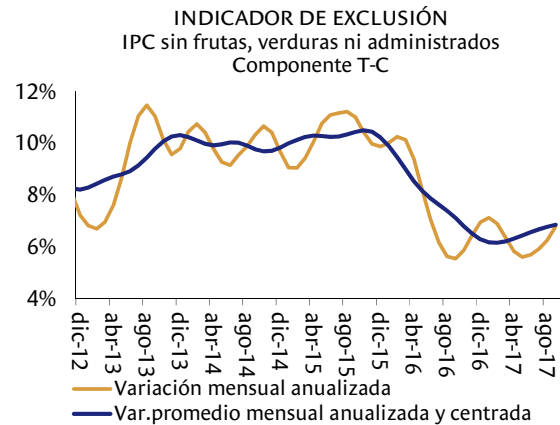
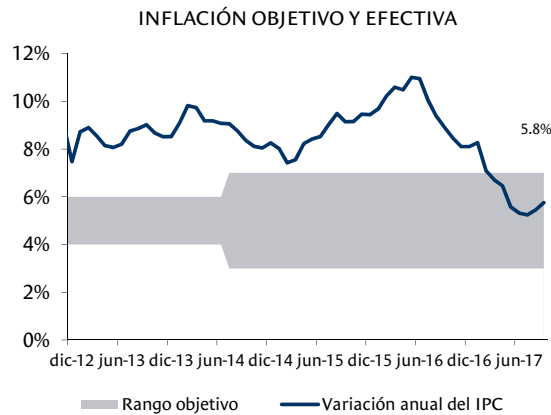
¹⁰ Salvo algunas excepciones, como por ejemplo el servicio doméstico.



III. Evolución de los precios

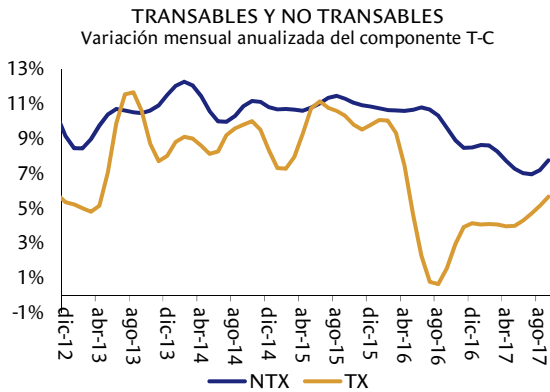
III.1 Análisis de la inflación

En el año móvil cerrado a setiembre 2017 la inflación *headline* se ubicó en 5.8%, incrementándose respecto al registro de junio 2017 (5.3%), aunque manteniéndose en el rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%).

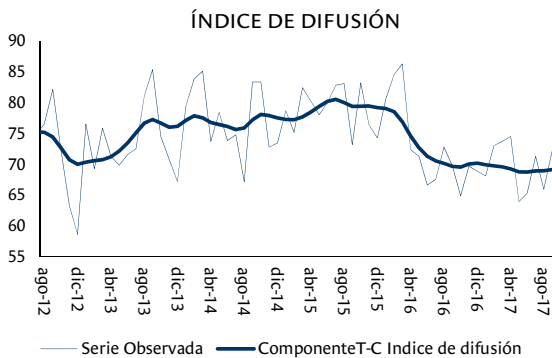


La aceleración se explica por una menor caída de frutas y verduras, sumada a un mayor crecimiento de los bienes y servicios transables de exclusión (TX). Los bienes y servicios no transables de mercado (NTX) mostraron una menor variación a setiembre, mientras que los bienes administrados crecieron a un ritmo similar. En el caso de TX, el mayor incremento se asocia a la evolución de los precios de la carne y, en particular, la carne de ave. Por otra parte, en el caso de NTX, el menor crecimiento es un comportamiento generalizado dentro de este tipo de bienes. En este sentido, estaría siendo relevante la caída de las expectativas de inflación.

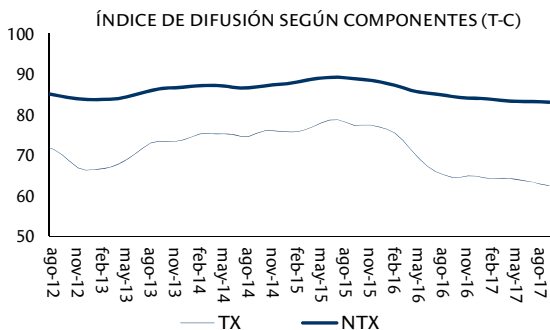
A nivel de componentes, tanto TX como NTX muestran una aceleración en el margen. Así, la variación mensual anualizada de la T-C de los TX se ubicó en 5.7% y la de los NTX en 7.7%.



En setiembre el índice de difusión¹¹ se ubicó en 69% en T-C, manteniéndose en niveles inferiores a los observados un año atrás.



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



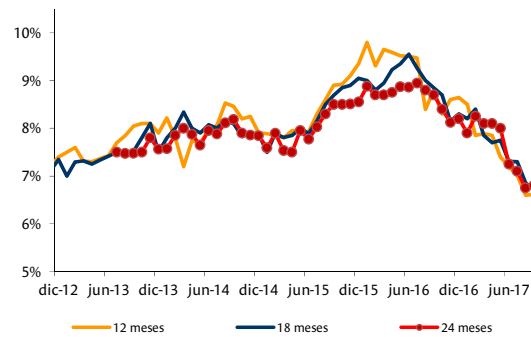
¹¹ Este indicador se calcula como: $((\% \text{ precios con variación mensual positiva} - \% \text{ precios con variación mensual negativa}) + 100) / 2$

III.2 Expectativas de inflación

En setiembre la mediana de expectativas de inflación de analistas recopilada por el BCU se mantuvo estable o se redujo en los horizontes relevantes. En concreto, en el horizonte de política se mantuvo en 6.8% y a 12 meses se mantuvo en 6.6%, mientras que a 18 meses pasó de 6.9% en agosto a 6.7% en setiembre. Cabe mencionar que al momento de recabar las expectativas no se conocía el dato de inflación de setiembre.

Como surge de lo anterior, la mediana se ubicó por debajo de 7% en todos los horizontes, lo que constituye una señal positiva para la estabilidad de precios, en caso de consolidarse la situación actual en los próximos meses.

Expectativas de inflación



IV Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Desempeño reciente de la inflación y expectativas inflacionarias

En el tercer trimestre del año la inflación, medida a través de la variación interanual del IPC, se aceleró ubicándose en el año móvil finalizado en setiembre de 2017 en 5.8%, superando el registro observado en junio (5.3%), aunque manteniéndose dentro del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%).

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, se ubicó también dentro del rango, aunque algo por encima de la inflación headline (6.25%).

Dentro de la evolución del IPC sigue destacándose el comportamiento de los precios de los bienes no transables. Este componente de la canasta, ha mostrado en el último año un quiebre del comportamiento de persistente rigidez que lo había caracterizado en los últimos años habiendo experimentado un notorio descenso, como



consecuencia de la caída en las expectativas de inflación y la moderación en los acuerdos salariales.

En este último sentido, merece subrayarse el comportamiento seguido por las expectativas de inflación. En efecto, las expectativas de inflación para los próximos 24 meses se ubicaron en setiembre en 6.8%, alineándose en el trimestre con el rango meta vigente, lo que constituye una señal positiva para la estabilidad de precios.

IV.2 Escenario internacional y su impacto interno

La actividad global creció en el segundo trimestre del año especialmente en las economías avanzadas. Por otra parte, China creció a un ritmo superior al esperado, aunque existen signos de cierta desaceleración para el tercer trimestre. Las proyecciones de crecimiento a nivel global se han corregido levemente al alza, ubicándose en 3.6% para 2017 y 3.7% para 2018.

El trimestre se ha caracterizado por una menor volatilidad en los mercados financieros y mercados accionarios que evolucionaron al alza. Las perspectivas son de una cadencia gradual de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, donde la Fed anunció en setiembre un proceso paulatino de reducción de su tenencia de activos y se espera que en diciembre decida una suba de la tasa de política. Por su parte, en el resto de las economías avanzadas la política monetaria se ha mantenido inalterada.

En este marco externo, en el que las economías avanzadas muestran políticas monetarias laxas, se observan bajos rendimientos en renta fija y el dólar se debilita a nivel global, los capitales continuaron fluyendo hacia las economías emergentes y las primas de riesgos soberano se mantuvieron en niveles reducidos, lo que constituye un contexto financiero auspicioso.

La región continúa dando señales de reactivación. En el caso de Brasil, el desempeño de la actividad en el segundo trimestre consolidó la salida de una recesión económica que se extendió durante dos años. Por su parte, Argentina acumula cuatro trimestres de expansión en términos desestacionalizados. De todas formas, en ambas economías, especialmente en Brasil, subsiste el riesgo proveniente del entorno político, lo que podría implicar cierta fragilidad de este proceso de recuperación.

IV.3 Escenario interno

La economía uruguaya creció en el segundo trimestre 2.8% en términos interanuales, lo que en términos desestacionalizados implica una caída de 0.8% respecto al trimestre anterior. Este crecimiento se produjo al impulso de la demanda externa y el consumo privado, en un contexto de importante caída de la Formación Bruta de Capital, debido a la finalización de obras de infraestructura. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre apuntan a una evolución más moderada de la economía a partir de la segunda mitad del año.

La cuenta corriente de la balanza de pagos continuó siendo superavitaria en el segundo trimestre del año. En términos de años móviles, ese superávit de cuenta corriente, en un marco de estabilidad del déficit del Sector Público en el entorno de 3% de PIB, implica un ajuste del Sector Privado, cuyo ahorro supera a la inversión en 5.3% de PIB.

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

El TCR global se mantuvo relativamente estable en los últimos meses, tras la apreciación observada a comienzos del año. Este comportamiento refleja conductas heterogéneas según área geográfica: se verificó un abaratamiento con la extrarregión, mientras que se observó una moderada apreciación respecto a la región, marcada fundamentalmente por el ciclo electoral en Argentina. La rentabilidad del sector exportador ha mostrado una tendencia estable desde fines de 2016, ubicándose en niveles similares al promedio de los últimos diez años.

Durante el segundo trimestre la cantidad de dinero se expandió 18.2% interanual, por encima del rango de referencia indicativo de 11%-13% fijado por el Directorio de la Institución en el anterior COPOM. En un contexto de menor inflación y con moderadas expectativas de depreciación, se habría generado una mayor preferencia por la moneda nacional que se reflejó en una demanda de dinero con un dinamismo superior al proyectado. Frente a este comportamiento el BCU ajustó el manejo de la base monetaria convalidando un mayor crecimiento de la oferta primaria principalmente mediante la no esterilización total vía colocación de LRM del importante volumen de compras netas



de divisas que en el trimestre realizó el conjunto BCU-GC (U\$S 850 millones).

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 levemente por encima del que se esperaba en el trimestre anterior, principalmente debido a mejores perspectivas para la región, particularmente en Brasil. Este comportamiento de la región compensaría la desaceleración que se estaría previendo para China, mientras que las previsiones para las economías avanzadas se corrigieron levemente al alza respecto al COPOM anterior.

Los términos de intercambio experimentarían, en términos promedio, una mejora durante 2017, para luego experimentar un leve deterioro durante 2018.

Desde el punto de vista financiero se continuará configurando un escenario más auspicioso que lo que se preveía en trimestres anteriores. De todas formas, en este escenario persisten focos de incertidumbre derivados del contexto político, tanto a nivel global como regional.

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

Sin embargo, existen algunos riesgos provenientes tanto de la economía global como de la regional. Existe la posibilidad de que se implementen una serie de medidas que redunden en menores niveles de crecimiento global y que afecten negativamente las condiciones financieras globales. Otro factor de riesgo es la posible agudización de las dificultades de las economías de la región para efectuar los ajustes macroeconómicos necesarios para consolidar su recuperación. Asimismo –aunque con un menor grado de probabilidad– se mantienen los riesgos de una brusca desaceleración de la actividad económica en China y de un aumento de la incertidumbre en la Unión Europea como consecuencia de las negociaciones del *Brexit* o por mayores riesgos políticos derivados de los movimientos contrarios a la integración económica. Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos acontecimientos es baja, serán motivo de un monitoreo permanente dados los efectos

negativos que generarían sobre el desempeño de la economía en caso de materialización.

IV.5 Decisiones de política monetaria

En base al diagnóstico precedente y considerando el contexto macroeconómico proyectado, el Directorio del BCU en el marco del COPOM decidió ratificar la instancia contractiva de la política monetaria y fijar para el trimestre octubre-diciembre de 2017 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral que se ubica en el rango 13%-15% interanual. Esta referencia toma en consideración la fortaleza que ha venido mostrando el proceso de remonetización de la economía uruguaya y se enmarca en una trayectoria de la cantidad de dinero convergente con los compromisos establecidos en materia inflacionaria y con el crecimiento del producto potencial en el mediano plazo.

IV.6 Gestión de la política monetaria

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

El BCU, a efectos de manejar la política monetaria, seguirá recurriendo a la emisión de LRM y Notas a distintos plazos, así como a la utilización de instrumentos de corto plazo para la extracción/inyección de liquidez.