



BCU

Informe de Política Monetaria

Cuarto trimestre 2017

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY



I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

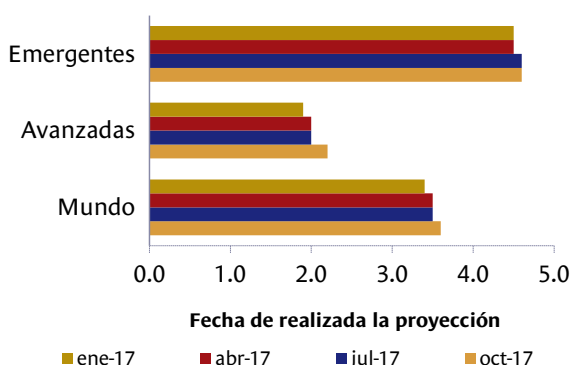
I.1 La situación internacional y regional

Actividad global

La actividad global en el tercer trimestre mostró a todas las economías avanzadas creciendo a tasas elevadas. Mientras tanto China muestra cierta desaceleración, aunque mantiene un crecimiento cercano a 7% anual.

De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)¹, luego de haberse expandido 3.2% en 2016, la economía global mostraría mayor dinamismo: 3.6% en 2017 y 3.7% en 2018, corrigiendo levemente al alza las proyecciones de julio. Las economías avanzadas crecerían 2.2% en 2017 y 2.0% en 2018 (el crecimiento de estas economías fue 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.

CRECIMIENTO PROYECTADO ANUAL
2017 (%)



Fuente: FMI.

La región continuó reactivándose en el tercer trimestre y al inicio del cuarto, luego del período de contracción observado simultáneamente en Brasil y Argentina. En Brasil el crecimiento del tercer trimestre fue muy bajo, pero se corrigió al alza la estimación de los dos primeros trimestres, luego de la recesión que se extendió por 8 trimestres consecutivos. En Argentina la actividad acumula cinco trimestres consecutivos de expansión (en términos desestacionalizados). Asimismo, se observan riesgos en ambas

economías, derivados de la permanencia de desequilibrios macro.

En Estados Unidos la actividad se expandió 3.2% en el tercer trimestre (desestacionalizado y anualizado), tasa muy similar a la del trimestre anterior. El crecimiento contó con una contribución menor del consumo privado y mayor de la inversión, beneficiada por el ciclo de inventarios.

El mercado laboral continuó mostrando robustez. La tasa de desempleo se ubicó en 4.1% en octubre y noviembre, cifra que no se observaba desde 1999. Asimismo, se continúa registrando una recuperación en la creación de empleos, luego del descenso como consecuencia de los huracanes.

Este contexto de actividad y mercado laboral contrasta con la evolución de los salarios, que continúan sin generar presiones inflacionarias pese a su crecimiento, lo que permite a la Reserva Federal (Fed) mantener su estrategia de ajuste gradual de la política monetaria.

Finalmente, el FMI revisó a la baja en forma leve las proyecciones de crecimiento para 2017 y 2018, siendo actualmente 2.2% y 2.3%.

En la Zona Euro la actividad en el tercer trimestre creció 0.6% desestacionalizado, manteniendo un dinamismo moderado en los últimos tres años, periodo en el cual el crecimiento promedio anualizado se ubicó en 1.8%.

A nivel de países, pese a que España y Alemania continúan siendo los que más contribuyen, el crecimiento se extendió a países que venían mostrando menor dinamismo como Francia e Italia. Este crecimiento moderado ha permitido un descenso gradual de la tasa de desempleo hasta agosto, manteniendo una fuerte disparidad entre los países miembros.

Asimismo, si bien se ha reducido el riesgo de deflación, la inflación aún se ubica lejos del objetivo de 2% del Banco Central Europeo (BCE). En consecuencia, se espera que las tasas continúen en los bajos niveles actuales, al tiempo que el programa de compra de activos continuaría hasta setiembre de 2018 en los actuales montos de 30 mil millones de euros mensuales.

Finalmente, la situación política volvió a tensarse luego de las elecciones en Alemania, con la pérdida de votos del oficialismo que le imposibilita de momento formar gobierno.

En China la actividad en el tercer trimestre creció 1.7% desestacionalizado, lo que marcó una leve desaceleración respecto al trimestre anterior. En la primera mitad del año el crecimiento fue mayor al esperado, como consecuencia del sesgo expansivo de las políticas fiscal y monetaria de

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

finales de 2016 y de reformas del lado de la oferta. Sin embargo, en esta segunda mitad del año comienzan a advertirse los efectos de una política monetaria algo más restrictiva junto a las regulaciones en los mercados inmobiliario y crediticio, con el propósito de mitigar los riesgos de burbujas especulativas. Asimismo, esta combinación de políticas contribuyó a fortalecer la moneda china en los últimos meses.

En este contexto, el FMI proyecta un crecimiento de 6.8% y 6.5% para 2017 y 2018 respectivamente.

Mercados financieros e inflación

Los mercados accionarios continuaron evolucionando al alza, al tiempo que la volatilidad se mantuvo baja.

La Fed elevó su tasa de referencia en 25 p.b. en su reunión de diciembre, tal como esperaba el mercado. La nominación de Jerome Powell para suceder a Janet Yellen al frente de la Fed a partir de febrero de 2018 no supone un cambio en la orientación de la política monetaria, por lo que los mercados continúan esperando un ajuste gradual de sus tasas de interés.

El contexto general está signado por políticas monetarias aún laxas y rendimientos bajos en renta fija en las economías avanzadas, junto a un dólar depreciado a nivel global. Estos factores determinan un importante flujo de capitales hacia economías emergentes.

Sin embargo, la aprobación a fin de 2017 de la reforma fiscal en Estados Unidos representa un riesgo al alza para las tasas de interés, tanto de corto como de largo plazo. Por un lado, el mayor déficit fiscal esperado implicará una mayor emisión de deuda pública, lo que presionaría al alza las tasas de largo plazo. Por otro lado, este impulso fiscal expansivo podría resultar en mayor inflación y forzar a la Fed a incrementar el ritmo de subas de las tasas cortas.

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



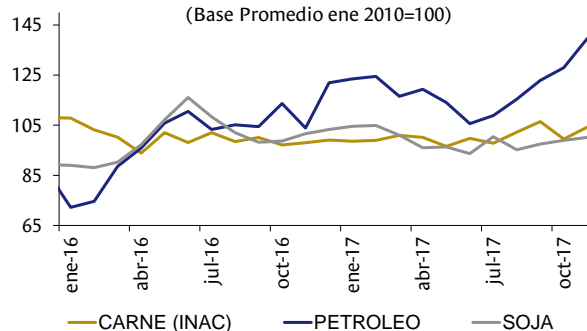
Fuente: Fed.

Commodities

Los precios de las materias primas relevantes para Uruguay se han mostrado al alza, aunque los precios de energéticos continuaron fortaleciéndose más que los agrícolas. En particular, el precio del petróleo mostró presiones al alza, tanto por la mayor demanda esperada como por el acuerdo entre OPEC y otros importantes productores como Rusia (que se extendió hasta fines de 2018-).

Los precios de los principales productos que exporta Uruguay han permanecido relativamente estables, con la soja recuperando terreno perdido y la carne estable en los últimos dos años.

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LOS
COMMODITIES RELEVANTES PARA URUGUAY
(Base Promedio ene 2010=100)



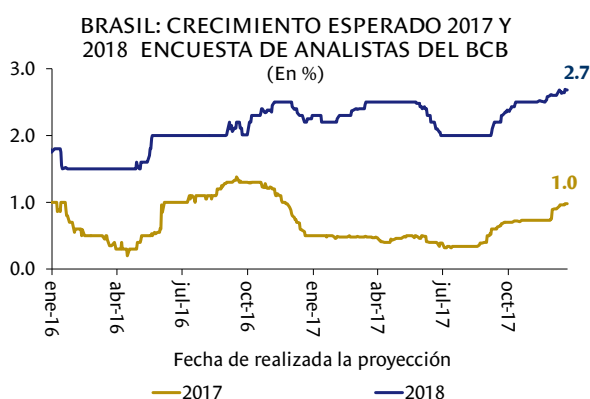
Fuente: Bloomberg e INAC.

La región

La economía brasileña creció en el tercer trimestre 0.1% desestacionalizado y se corrigieron al alza los datos de crecimiento de los dos primeros trimestres. El componente del gasto que dio mayor impulso volvió a ser el consumo, al tiempo que se registró un fuerte aumento de la inversión, que acumulaba 15 trimestres de contracción.

Asimismo, los servicios y la industria fueron los sectores que lideraron la expansión, mientras que el agro tuvo una contribución negativa.

El consumo se vio incentivado por el aumento de los ingresos reales, producto de una reactivación más acelerada del mercado laboral, y por la caída de las tasas de interés reales, debido al impulso de reiterados recortes de la tasa de política monetaria del Banco Central de Brasil (BCB) en un marco de fuerte reducción de la inflación y de las expectativas.

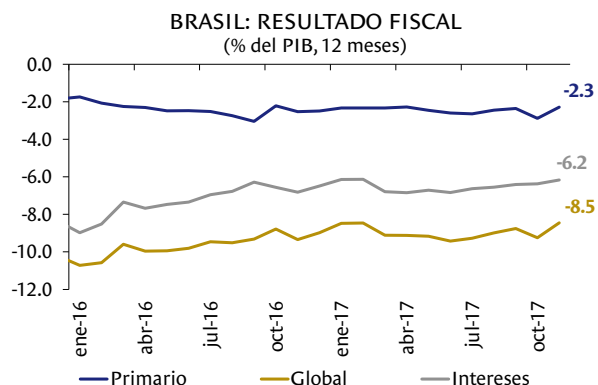


Fuente: BCB.

Los analistas relevados por el BCB corrigieron al alza sus proyecciones de crecimiento, siendo actualmente 1.0% para 2017 y 2.7% para 2018.

En una visión del mediano plazo, el gobierno ha logrado pasar algunas reformas que contribuyen a elevar el crecimiento potencial. Sin embargo, no ha podido avanzar en la reforma de la Seguridad Social, dados los tiempos políticos, la cual es juzgada como condición necesaria para la sostenibilidad de las cuentas públicas.

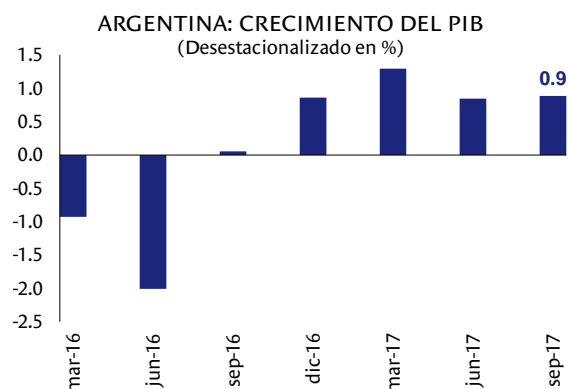
La situación fiscal continúa siendo el aspecto más vulnerable desde el punto de vista macro, ya que si bien la recaudación se recuperó y se observó cierta contención de los gastos discrecionales del gobierno central, tanto el déficit global como el primario continúan en niveles altos. Asimismo, la reducción global de los últimos meses está ligada a los menores intereses como consecuencia de los recortes en la tasa Selic antes mencionados.



Fuente: BCB.

En Argentina, la actividad continúa creciendo desde fines de 2016; así, el PIB creció en el tercer trimestre 0.9%, luego del 0.8% registrado en el segundo (desestacionalizados). Este crecimiento ha sido impulsado por la inversión y el consumo público, compensando caídas de consumo privado y exportaciones netas, donde las importaciones aumentaron en mucho mayor medida que las importaciones.

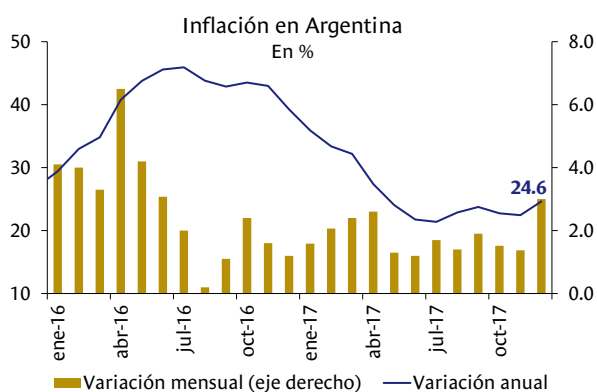
En base a las proyecciones de la consultora *Ecolatina*, se estima que la actividad crecerá 2.7% y 2.5% en 2017 y 2018, lo que implicaría el primer crecimiento durante dos años consecutivos desde 2010-2011.



Fuente: INDEC

Por otra parte, se siguen profundizando los desequilibrios en el frente fiscal -que alcanzaría los 6 puntos del PIB en 2017, sin computar al Banco Central de la República Argentina (BCRA)- y en la cuenta corriente, que cerraría 2017 con un déficit por encima de 4% del PIB. Esta situación implica riesgos para el crecimiento esperado, en el caso que las condiciones financieras globales sean más duras o de dificultades crecientes en el ajuste de las cuentas públicas.

La inflación por su parte se mantiene en niveles superiores a las metas anunciadas por el gobierno. En noviembre la inflación interanual fue 22.4%, estimándose un cierre de 2017 en cifras cercanas a 25%. En este marco, el equipo económico anunció una trayectoria más gradual de reducción de las metas de inflación para los próximos años, pasando de un rango 8% - 12% a una meta puntual de 15% en 2018 y de 4% - 6% a una meta de 10% en 2019, dejando una meta de 5% a partir de 2020. Luego de este anuncio se ha registrado una política monetaria más laxa, observándose tasas un poco más bajas, que impactaron en un fortalecimiento del dólar.



Fuente: 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 se caracteriza por una demanda externa relevante para la economía uruguaya mostrando un dinamismo levemente por encima del que se esperaba el trimestre anterior, donde la recuperación esperada de Brasil compensaría la desaceleración estructural de China.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2016	2017f	2018f
PIB externo relevante	1.8%	4.0%	4.3%
Economía global	3.2%	3.6%	3.7%
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%	1.0%	2.8%
Argentina	-2.3%	2.5%	2.0%

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

Uruguay experimentó una mejora importante en los términos de intercambio en 2016 debido a una reducción significativa de los precios de importación. Para 2017 se observará una mejora adicional, mientras que para 2018 se espera un leve retroceso asociado a la estabilidad de los precios de importación.

El escenario financiero internacional aún luce auspicioso para nuestra economía, aunque persiste incertidumbre derivada del contexto político, tanto a nivel global como regional. Asimismo, de acuerdo con lo esperado por el mercado en 2018 la Fed realizaría dos subas de 25 p.b. en su tasa, las que se suman a las tres realizadas en 2017. Las tasas largas se mantuvieron estables, al igual que el dólar a nivel global, al tiempo que los capitales continuaron fluyendo hacia emergentes. Se espera que este escenario se mantenga en el horizonte de política.

Riesgos sobre el Escenario Base

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

Asimismo, las condiciones políticas que enfrentan las economías de la región podrían generar dificultades para las reformas fiscales necesarias para ajustar estos desequilibrios y consolidar el crecimiento económico.

Por otra parte, pueden señalarse otros riesgos que ya venían siendo considerados en informes anteriores: mayores riesgos originados en la economía china, ya sea por una reducción significativa del crecimiento o por un aumento de la volatilidad financiera originada en diversos ámbitos: correcciones bursátiles abruptas, deuda de los gobiernos regionales y las empresas

públicas, la banca en las sombras o depreciación del yuan). En la Zona Euro persiste el riesgo de tensiones financieras asociadas a las negociaciones del *Brexit*, al tiempo que dificultades para formar gobierno en Alemania podrían aumentar el riesgo político del proyecto europeo. Finalmente, podría verificarse un aumento de las tensiones geopolíticas que afecten negativamente los precios de las materias primas y la volatilidad de los mercados financieros.

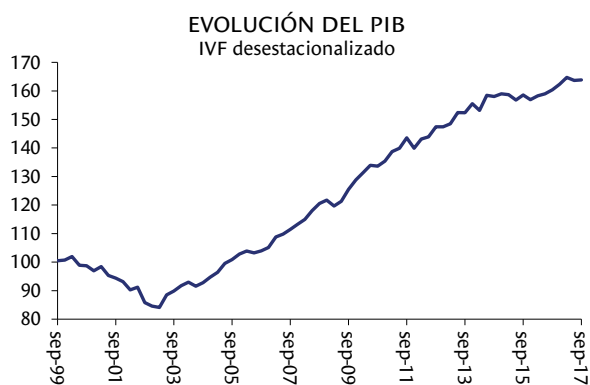
Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es baja, en caso de materializarse alguno de ellos tendría un impacto negativo sobre el equilibrio macroeconómico esperado, por lo que son motivo de un monitoreo permanente.

1.2 La economía uruguaya

1.2.1 Nivel de actividad y empleo

El tercer trimestre de 2017

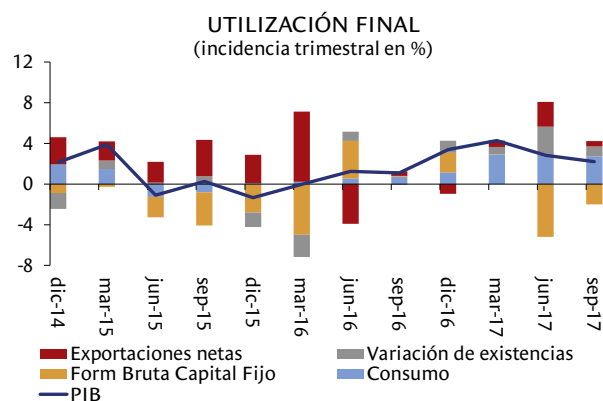
En el tercer trimestre el nivel de actividad se expandió 2.2% respecto a un año atrás, lo que implicó una variación de 0.1% respecto al trimestre anterior (cifras desestacionalizadas). A nivel sectorial se destaca el desempeño positivo de *Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles y Transporte, almacenamiento y comunicaciones*, compensando las caídas en *Actividades primarias y Suministro de electricidad, gas y agua*.



Asimismo, las importaciones de bienes y servicios aumentaron 6.8%, por lo que la oferta final se incrementó 3.3% respecto a un año atrás.

Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció al impulso del consumo privado y la demanda externa. Mientras tanto se observó un retroceso en la *Formación Bruta de Capital* respecto a un año atrás, producto de la finalización de la instalación de parques eólicos. El aumento de las

exportaciones netas se dio en un marco de suba tanto en las ventas de bienes como de servicios. En particular, las exportaciones de bienes fueron impulsadas por soja y cría de ganado y las de servicios por turismo, mientras que las mayores importaciones se registraron en bienes de consumo y de uso intermedio, compensando caídas en bienes de capital y servicios (turismo emisoro y *Otros servicios*).



Indicadores de actividad del cuarto trimestre 2017

La evolución reciente de los indicadores adelantados muestra que la economía crecería en el cuarto trimestre a tasas similares a las observadas recientemente.

Las importaciones de bienes de consumo (volumen, sin automóviles), mantuvieron un fuerte crecimiento generalizado a nivel de categorías. En tanto, las ventas de automóviles 0km mostraron un leve retroceso en el margen, partiendo de niveles elevados (más de 4.000 unidades mensuales en tendencia-ciclo) y con variaciones de dos dígitos en el acumulado a noviembre. Los datos de exportaciones de bienes a noviembre 2017 mantienen un fuerte crecimiento en volumen desde mediados de 2016 (fuente Aduana). El ICC² se ha ubicado en niveles cercanos a la neutralidad en los once meses de 2017, mientras que el crédito al consumo recuperó dinamismo, exhibiendo en noviembre un aumento real de 4.9% (anualizado, tendencia-ciclo).

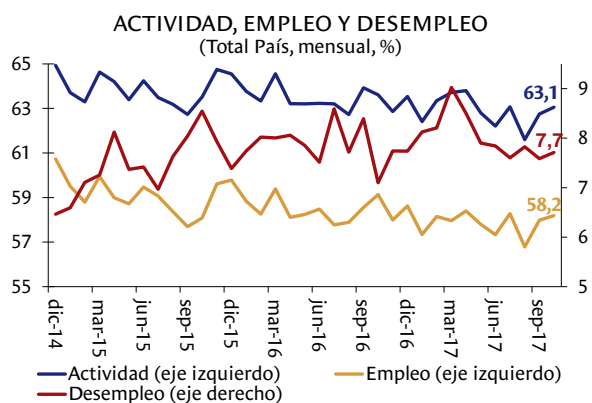
Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial se mantuvo relativamente estable en octubre. Es de esperar un crecimiento desestacionalizado en el cuarto trimestre, producto de la reapertura de la refinera.

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

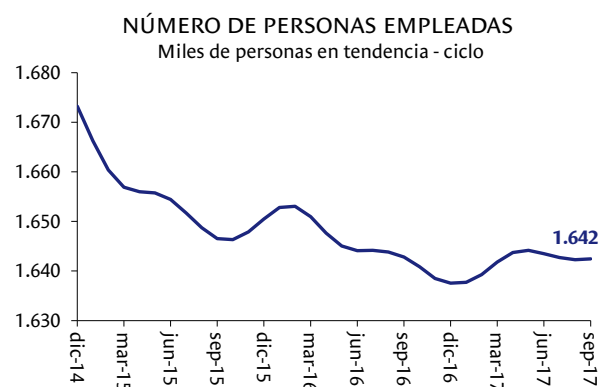
Finalmente, el IVF de exclusión (IVF sin refinería, celulosa y jarabes) mantuvo cierta estabilidad durante 2017, reflejando escaso dinamismo en el resto de las ramas industriales.

Empleo e ingresos

Con datos a octubre 2017 la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 7.7%, ubicándose seis décimas por encima de la cifra de un año atrás y manteniéndose estable en los últimos meses. Por otra parte, tanto la oferta de trabajadores (tasa de actividad) como la tasa de empleo continuaron retrayéndose en la comparación interanual.



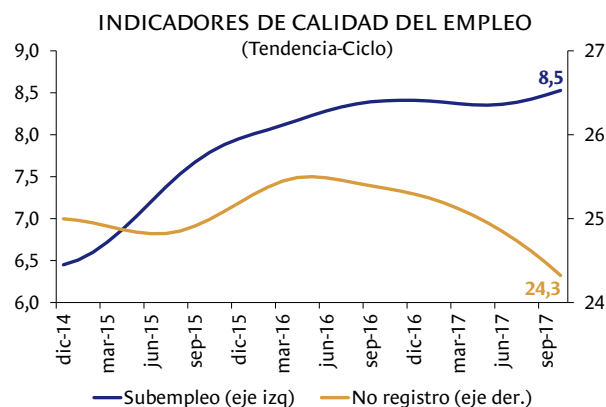
Por otra parte, tras aumentar en la primera parte del año, el número de personas empleadas muestra caídas desde mayo (tendencia-ciclo).



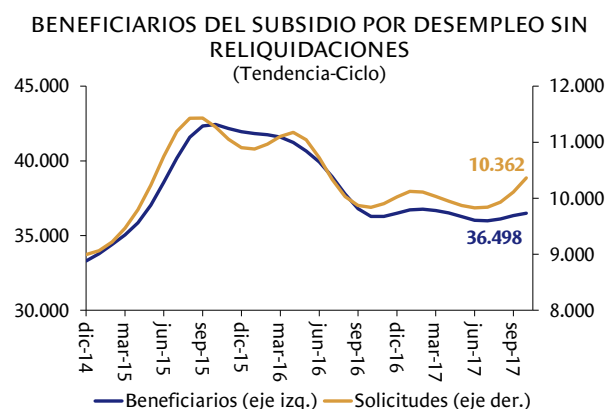
La proporción de ocupados que presentan problemas de subempleo (personas declaran querer trabajar más horas de las que efectivamente trabajan), volvió a incrementarse en el margen, ubicándose en octubre en 8.5% de los trabajadores en términos de tendencia-ciclo.

En contraposición, la calidad del empleo continuó mostrando señales de mejora, al mantenerse la

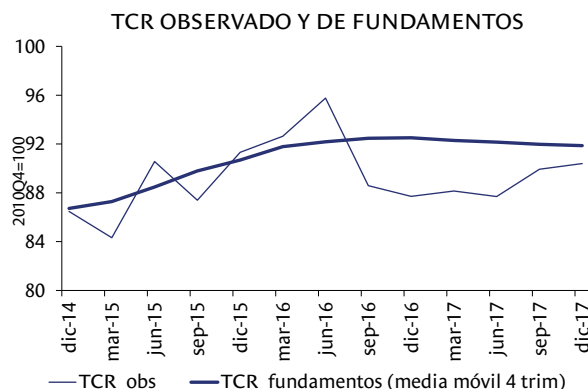
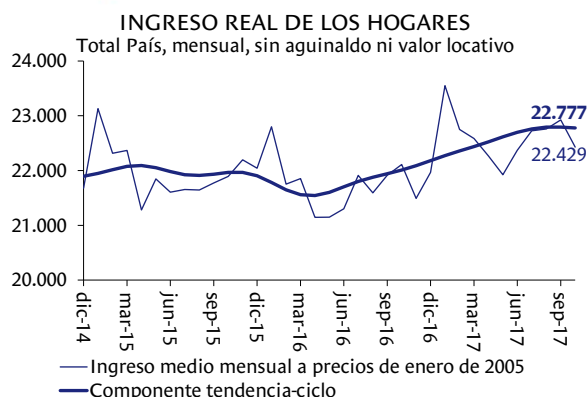
senda decreciente en los ocupados no registrados en la seguridad social.



Asimismo, se continuó observando un incremento de solicitudes por subsidio de desempleo (datos de BPS a octubre). De todas formas, en los últimos meses estas solicitudes no se han traducido en mayores beneficiarios efectivos, los que se han mantenido relativamente estables en 2017.



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país continuó creciendo en el año móvil a octubre 2017 (tendencia-ciclo), impulsado por todas las categorías: ingresos salariales (+2.9%), pasividades (+3.8%) e ingresos por cuenta propia (+6.4%). En el margen, el ingreso de los hogares en términos reales se ha mantenido estable desde julio.



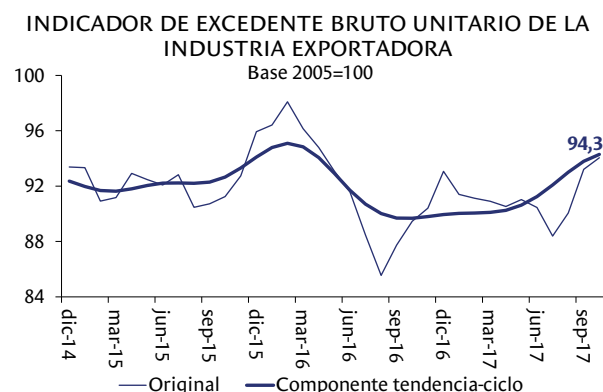
En suma, en la segunda mitad de 2017 se habría consolidado una tendencia a la baja, tanto en la oferta de trabajo como en la tasa de empleo, pese a que la actividad económica se mantuvo dinámica. En este marco, la mayor retracción de la oferta de trabajadores compensó en gran medida la caída en el nivel de empleo, determinando que la tasa de desempleo se ubicara en magnitudes similares a las observadas en los mismos meses de 2016. 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.

Por su parte, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora ha mostrado una tendencia creciente en tendencia-ciclo desde abril 2017, ubicándose algo por encima del promedio de los últimos 10 años. Este crecimiento es determinado por una reducción de los costos unitarios junto a un aumento de los precios de venta, ambos medidos en dólares.

1.2.2 Sector externo

Precios relativos

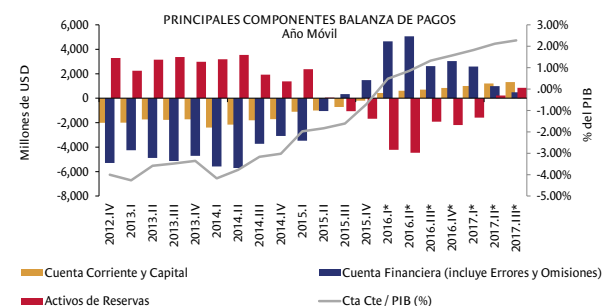
El tipo de cambio real efectivo global se mantuvo relativamente estable en los últimos meses (-0.5% frente a setiembre), tras la depreciación observada en el tercer trimestre. Esta estabilidad fue generalizada a nivel de los principales socios comerciales, destacándose una leve apreciación frente a la región (-0.9% frente a setiembre), marcada por un abaratamiento relativo frente a Argentina (1.4%) y una apreciación respecto a Brasil (-2.9%).



Balanza de Pagos

En el año móvil finalizado a setiembre de 2017 la economía uruguaya presentó un superávit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 1.323 millones de dólares (2,3% del PIB).

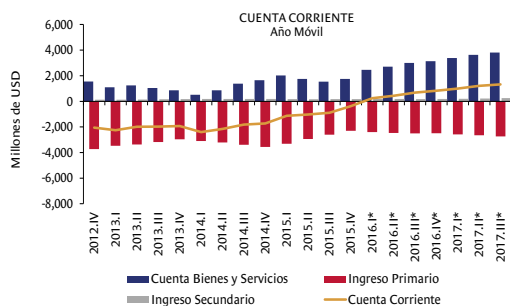
Por otra parte, el tipo de cambio real de fundamentos tendió a apreciarse en el cuarto trimestre de 2017, al influjo de una mejora de los términos de intercambio y en menor medida de ganancias en la productividad relativa de la mano de obra. Ello fue compensado en parte por un ajuste del gasto respecto al PIB, liderado por la inversión. Asimismo, se mantiene una tendencia a cerrar la brecha del tipo de cambio real observado respecto de su nivel de fundamentos en los últimos dos trimestres; actualmente, el desalineamiento es reducido.



Fuente: Banco Central del Uruguay

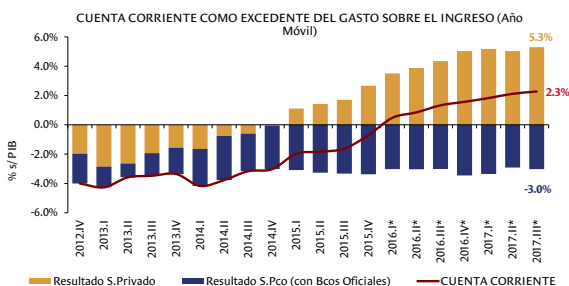
* Cifras Preliminares

Esta cifra supone un aumento del superávit de un punto porcentual del PIB con respecto al año anterior y se debió al aumento del superávit de la Cuenta de Bienes y Servicios junto a un menor aumento del déficit del Ingreso Primario.



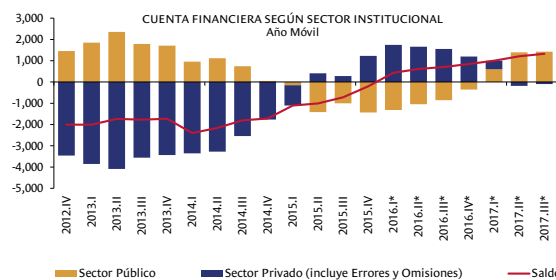
Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Asimismo, este ajuste de la Cuenta Corriente sigue siendo atribuido al sector privado, el que generó un ahorro que superó a la inversión en 5.3% del PIB. Mientras tanto, el déficit del sector público se mantuvo estable en torno a 3% del PIB.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

El superávit de Cuenta Corriente determinó un préstamo neto en la Cuenta Financiera liderado por el sector público. Así, si se incluye en ella el rubro Errores y Omisiones, la salida de capitales del sector público se ubicó en unos 1.400 millones de dólares (2,4% del PIB), al influjo del aumento de los Activos de Reserva y en menor medida de la disminución de los pasivos externos (por Otra Inversión e Inversión de Cartera). Esto fue compensado en forma muy parcial por el ingreso neto de fondos del sector privado por casi 100 millones de dólares, contrastando con lo que sucedía en el año móvil a setiembre 2016, cuando presentaba una salida neta de fondos de 1.500 millones de dólares.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Finalmente, la Posición de Inversión Internacional muestra que a setiembre 2017 la economía uruguaya exhibe una posición neta deudora con el resto del mundo de 29% del PIB, la que se reduce un punto respecto a setiembre 2016, en un marco en el cual la disminución de los pasivos netos con el resto del mundo fue menor a la caída de los activos financieros.

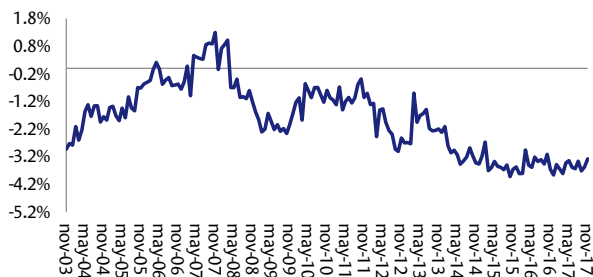


Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

1.2.3 Finanzas Públicas

En el año culminado en noviembre de 2017 el déficit del Sector Público Global (SPG)³ alcanzó 3.3% del PIB, cifra 0.4% del PIB inferior al de un año atrás.

RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO % del PIB - año móvil



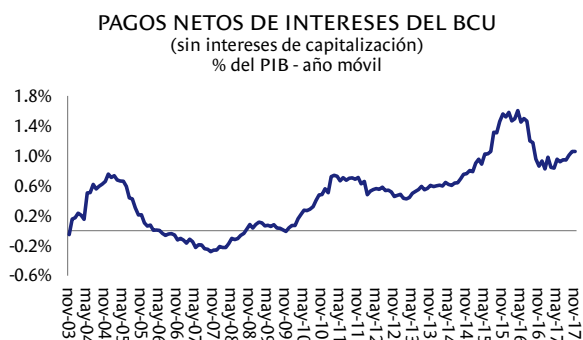
³ El Sector Público Global (SPG) incluye: Gobierno Central (GC), Banco de Previsión Social (BPS), Empresas Públicas (EPP), Banco Central (BCU), Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado (BSE).

A nivel institucional este resultado se obtiene por una reducción del déficit primario de GC-BPS, mientras que las EEPP y en menor medida el BCU evolucionaron en sentido inverso.

Así, el déficit primario de GC-BPS se redujo 0.6% del PIB, ubicándose en 0.4% del PIB, impulsado por un aumento en términos reales de los ingresos (5.6%) que superó al de los egresos (3.3%). El crecimiento del PIB y de la masa salarial, junto a las medidas impositivas implementadas en 2017, explican el crecimiento de los ingresos; mientras tanto, el aumento de los gastos estuvo determinado por pasividades y transferencias.

El superávit de las EEPP se redujo 0.3% del PIB y se ubicó en 0.2% del PIB. Esta evolución se explica por la caída del superávit primario corriente (0.7% del PIB), contrarrestada parcialmente por un menor gasto en inversión.

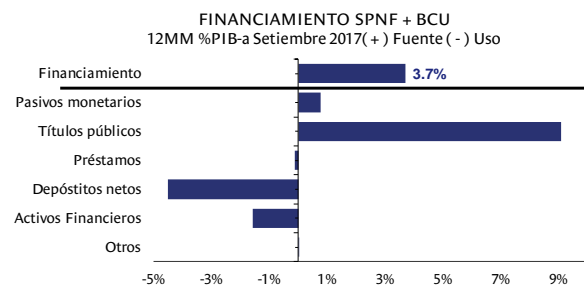
Finalmente, el déficit del BCU se incrementó 0.1% del PIB, con lo que llegó a 0.8% del PIB. La fuente de esta dinámica ha sido el aumento del stock de Letras de Regulación Monetaria (LRM) y de las tasas pagadas por las mismas, en un marco de sesgo contractivo de la política monetaria y de remonetización de la economía, determinando compras de divisas por parte del BCU por unos 3.500 millones de dólares.



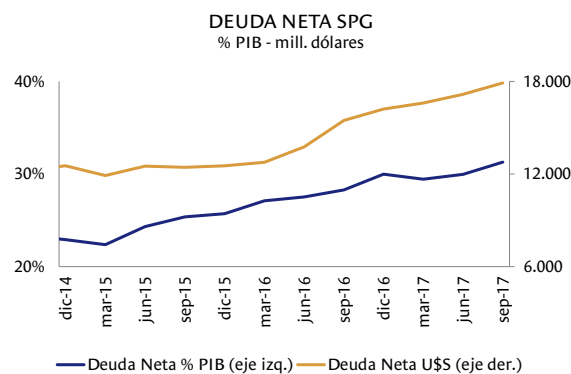
Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a setiembre de 2017 el déficit del SPG fue 3.7% del PIB. La principal fuente de financiamiento fueron los títulos públicos, destacándose las emisiones de junio y setiembre, por ser las primeras emisiones internacionales en pesos nominales de la historia⁴. Éstos, junto con el

⁴ El GC emitió en junio 2017 un bono global en pesos nominales por el equivalente a 1250 millones de dólares, a 5 años y tasa fija de 9.875% anual. Posteriormente, en setiembre emitió un bono global en pesos nominales por el equivalente a

aumento de los pasivos monetarios producto de la remonetización, permitieron financiar el déficit y la caída de depósitos en el BCU tras la liberación de encajes y constituir activos de reserva.



Por otra parte, la deuda pública bruta del SPG alcanzó 37.392 millones de dólares a setiembre de 2017 (65% del PIB), mientras que los activos sumaron 19.490 millones de dólares (34% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta llegó a 17.901 millones de dólares, equivalentes a 31% del PIB, aumentando unos 3 puntos del PIB en el último año, producto básicamente del financiamiento del déficit. Este moderado aumento determina un ratio deuda-PIB relativamente bajo en una perspectiva histórica, siendo un nivel manejable y aún lejano a los umbrales de solvencia.

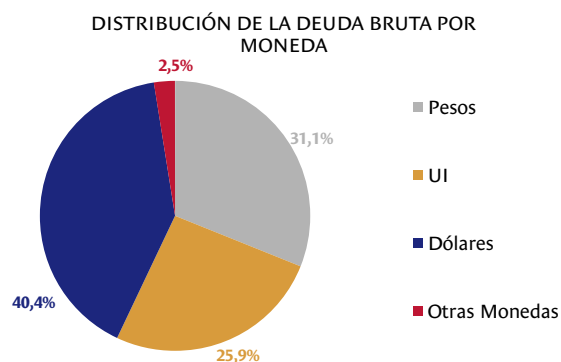


En cuanto a la composición por moneda, estas emisiones internacionales determinaron un incremento de la participación de la deuda en pesos nominales, la cual pasó de 17% en setiembre de 2016 a 31% en setiembre de 2017, disminuyendo el riesgo cambiario. Esta tendencia ha sido fortalecida por el aumento del stock de LRM nominales del BCU junto a la disminución de los depósitos bancarios en dólares en el BCU. De esta forma, sumando la deuda nominal e

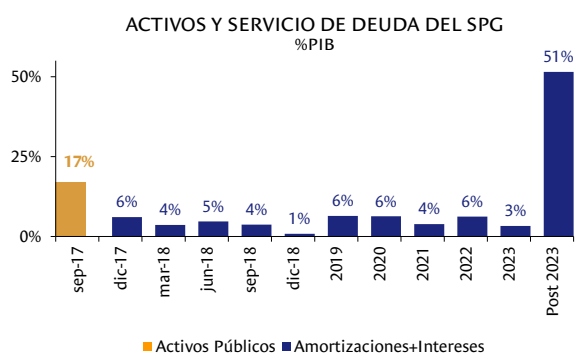
1100 millones de dólares, con vencimiento en 2028 y tasa fija de 8.5% anual.



indexada, la participación de la moneda nacional llega a casi 60% del stock de deuda bruta.



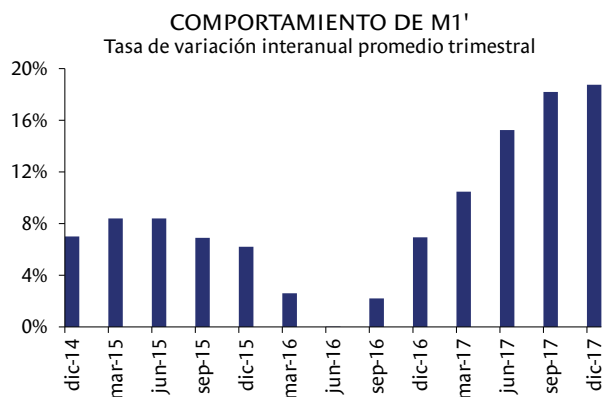
Finalmente, los riesgos de renovación y de liquidez permanecen en niveles bajos. Así, a setiembre de 2017 los Activos de Reserva del BCU (netos de los depósitos en dólares del sector bancario) permitían cubrir el servicio de deuda del SPG hasta agosto de 2018. Por otra parte, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.417 millones de dólares (4.2% del PIB), mientras que el perfil de vencimientos de la deuda determina una situación confortable: en los próximos cinco años no se observan montos elevados y la mitad del servicio de deuda deberá honrarse luego de 2023.



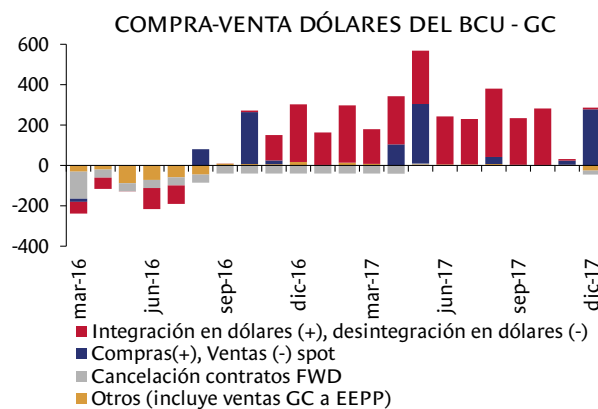
II. La política monetaria en el cuarto trimestre de 2017

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

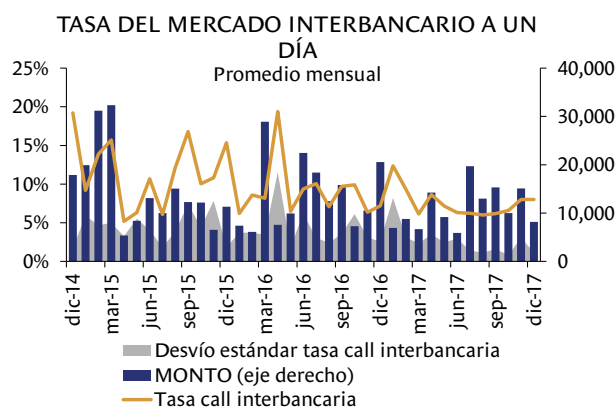
En la reunión trimestral del 6 de octubre de 2017, el Directorio del BCU en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció como referencia indicativa del agregado M1 ampliado (M1') un rango de crecimiento interanual de 13% a 15% para el cuarto trimestre de 2017. Los datos efectivos mostraron un crecimiento interanual de 18.7%, lo que implica un aumento de 4,7% desestacionalizado respecto al trimestre anterior.



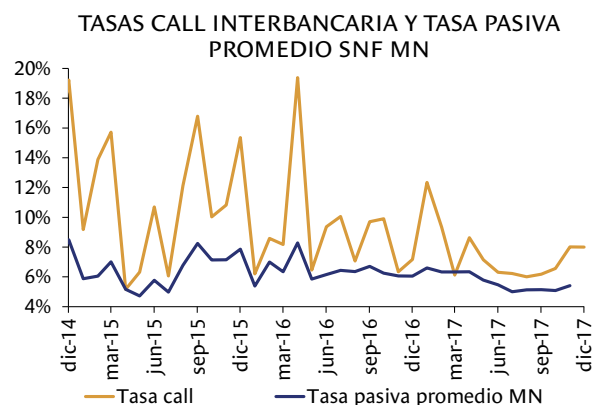
Durante el trimestre la autoridad monetaria emitió LRM que facilitaron canalizar los excedentes de liquidez hacia instrumentos de ahorro en moneda nacional. Por otra parte, el consolidado BCU-MEF realizó compras netas de divisas por 555 millones de dólares. Las mismas se realizaron básicamente a través de la integración en dólares de títulos públicos en el mes de octubre, opción que el BCU dejó sin efecto a partir de noviembre, con lo que en los meses siguientes las compras fueron directamente en el mercado *spot*. De esta forma, en el año el BCU ha adquirido alrededor de 3.300 millones de dólares (más de 6% del PIB), siendo el 80% por concepto de integraciones.



La tasa de interés a un día del mercado interbancario –tasa *call*– se ubicó en promedio en 7.5%, aumentando respecto al trimestre anterior, cuando era 6.1%.

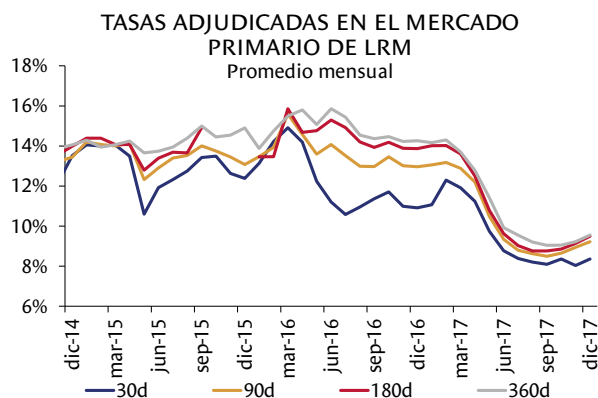


El comportamiento de la tasa *call* se transmitió parcialmente a las tasas pasivas en moneda nacional, que presentaron un leve incremento en el mes de noviembre (último dato disponible).



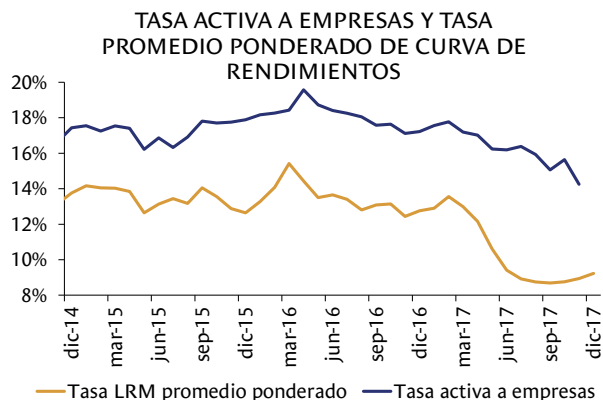
Por otra parte, las tasas de las LRM presentaron un leve repunte en el promedio del trimestre, particularmente en los tramos más largos de la curva de rendimientos, determinando que la tasa

promedio ponderado de la curva se situara en 9.0%, por encima del promedio del trimestre anterior (8.8%). Es de hacer notar que la evolución mensual de dicha tasa en el trimestre ha sido creciente.

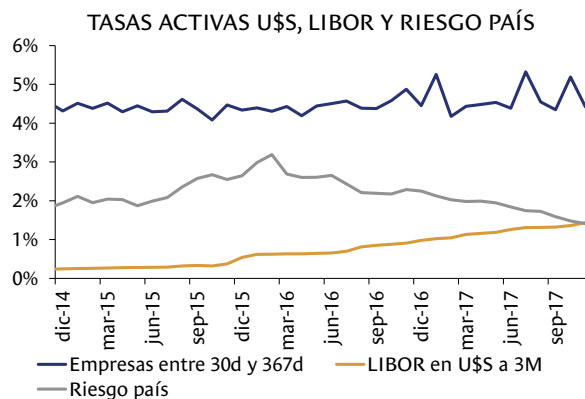


El mismo fenómeno sucedió al considerar la tasa real *ex ante* promedio ponderado de la curva de rendimientos, utilizando como deflactor las expectativas de la encuesta de analistas que releva el BCU.

Por su parte, las tasas activas a empresas cayeron en noviembre (último dato disponible), a pesar de la suba registrada en la curva de rendimientos, lo cual podría explicarse por el rezago con que opera la transmisión de la política.

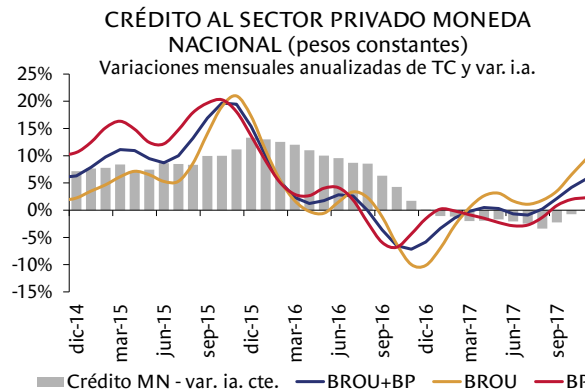


Finalmente, las tasas activas en dólares a empresas para plazos entre 30 y 367 días se mantuvieron estables en el bimestre octubre-noviembre (último dato disponible), en un contexto de aumento de la tasa Libor y descenso del riesgo soberano de Uruguay.



II.2 Crédito

El crédito en moneda nacional volvió a crecer en los últimos meses, presentando un crecimiento real de 6% (anualizado, tendencia-ciclo) liderado por el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), aunque la banca privada también mostró tasas positivas.

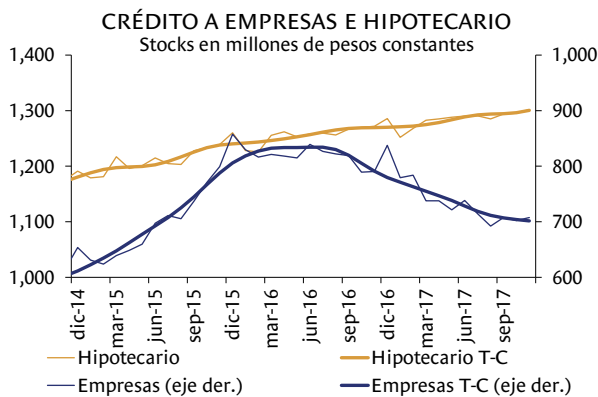
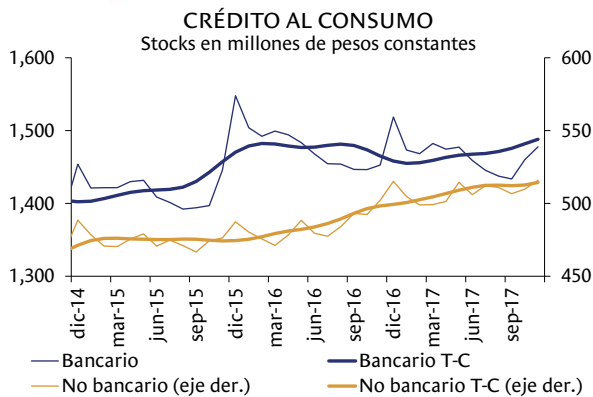


Esta dinámica se basa en el crédito al consumo, el cual se expandió en noviembre 5% real (anualizado, tendencia-ciclo), y al impulso del crédito bancario y no bancario⁵. Por otra parte, el crédito empresarial continuó retrayéndose, mientras que el crédito hipotecario consolida una tendencia creciente.

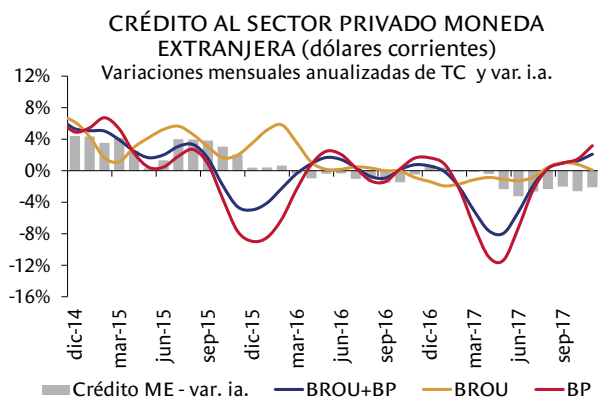
⁵ El crédito no bancario corresponde al otorgado por las administradoras de crédito.



BCU

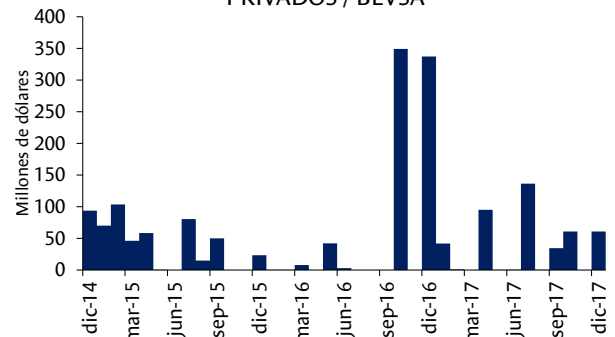


El crédito en moneda extranjera (dólares corrientes, variación mensual anualizada de la tendencia-ciclo) también volvió a aumentar en los últimos meses, luego de la caída en la primera parte del año, impulsado por la banca privada.



El comportamiento del crédito empresarial se observa en un contexto de dinamismo de la operativa en el mercado de valores, lo cual estaría reflejando un uso complementario entre estas fuentes de financiamiento.

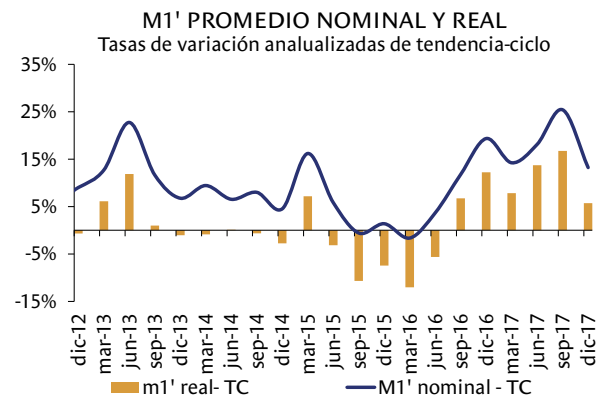
EMISIONES PRIMARIAS DE VALORES PRIVADOS / BEVSA



II.3 Principales agregados monetarios

La evolución de los agregados monetarios se enmarca en los comportamientos antes reseñados de actividad económica, tasas de interés y crédito, junto a las preferencias del público.

En este contexto, el agregado M1' se presentó muy dinámico en el trimestre, promediando una variación interanual de 18.7%. No obstante, en tendencia-ciclo, el comportamiento evidenció una desaceleración, tanto en términos nominales como reales, respecto a trimestres anteriores. Lo mismo puede decirse al analizar la variación trimestral desestacionalizada: en el trimestre la expansión de M1' fue de 4.7%, cifra menor al aumento de 5.2% del trimestre anterior.



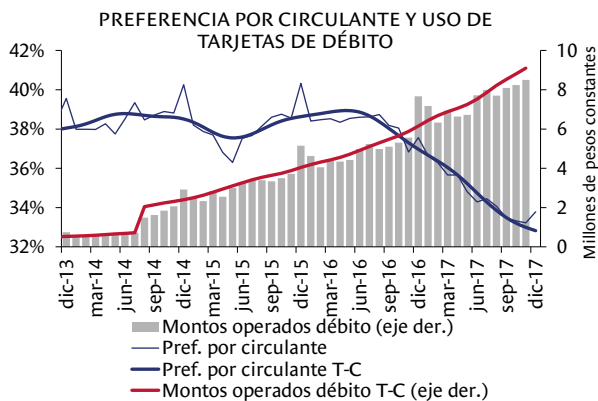
A diferencia de los trimestres anteriores, el dinamismo de los medios de pago puede explicarse no sólo por la oferta primaria, sino también por el multiplicador.

La base monetaria se desaceleró fuertemente en el último trimestre, pasando de un crecimiento interanual de 15% hasta setiembre a la actual variación de 7%. Esto respondió a la reducción de las obligaciones de encaje en moneda nacional que se dispuso a partir de setiembre, junto a la

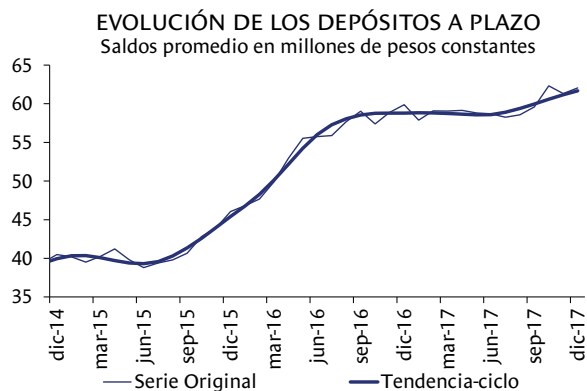
posterior eliminación de la opción de integración en dólares de las emisiones de LRM a partir de noviembre, lo que a su vez supuso una gestión más eficiente de la base monetaria.

Por otra parte, el multiplicador evidenció gran dinamismo en el trimestre, creciendo en promedio 11% respecto a igual período de 2016, consistente con el mayor crédito en moneda nacional.

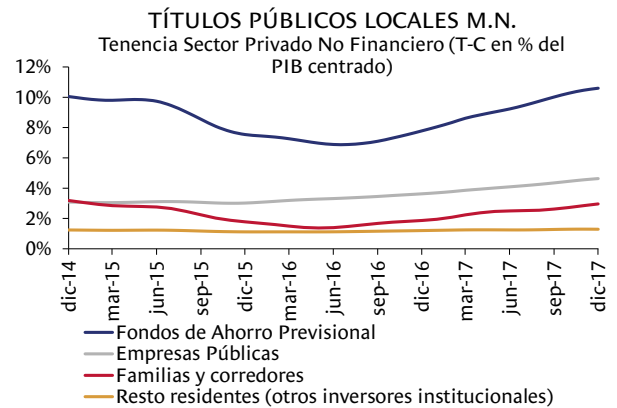
A nivel de componentes de M1', se observó una aceleración de los depósitos a la vista y en caja de ahorro (variaciones nominales interanuales de 18% y 27% respectivamente) y en menor medida del circulante, que creció 9% respecto al mismo período de 2016. El cambio de hábito en el mayor uso de tarjetas de débito continuaría impactando a la baja a la preferencia por circulante, la que se encuentra en mínimos históricos.



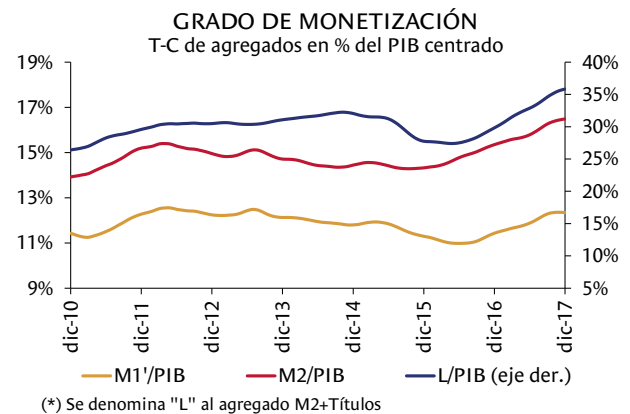
Por otro lado, los depósitos a plazo continuaron incrementándose, al impulso de los depósitos a plazo fijo y de los certificados de depósitos.



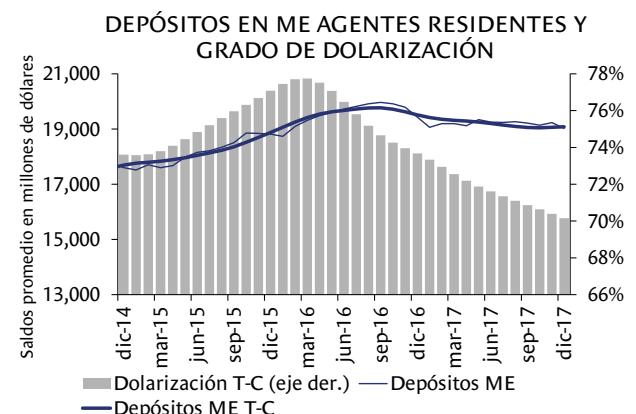
Asimismo, la tenencia de títulos públicos locales continuó creciendo, tanto en niveles como en términos del PIB.



Esto determinó que el grado de monetización en sus mediciones más amplias -que incluyen depósitos a plazo y títulos locales- continuara incrementándose en términos de tendencia-ciclo. Sin embargo, el indicador en su medición más transaccional (M1'/PIB) estaría en una meseta, lo que reflejaría un menor vigor del proceso de remonetización.



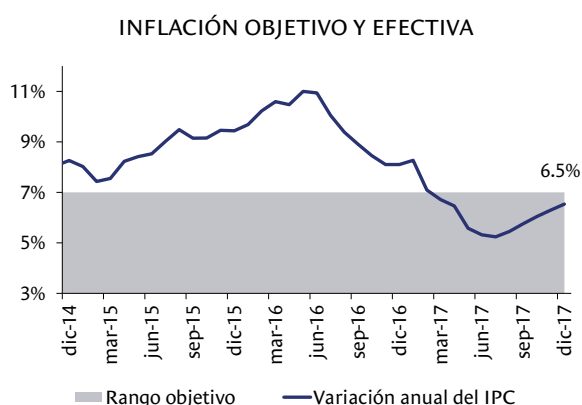
Consistentemente, los depósitos en moneda extranjera presentaron una leve suba en el margen, contraponiéndose con la tendencia decreciente evidenciada desde fines de 2016.



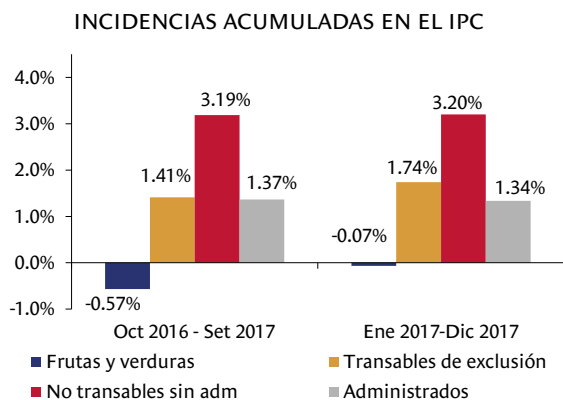
III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación

En el año móvil cerrado a diciembre 2017 la inflación *headline* se ubicó en 6.6%, incrementándose respecto al registro de setiembre (5.8%), aunque manteniéndose por décimo mes consecutivo en el rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%).

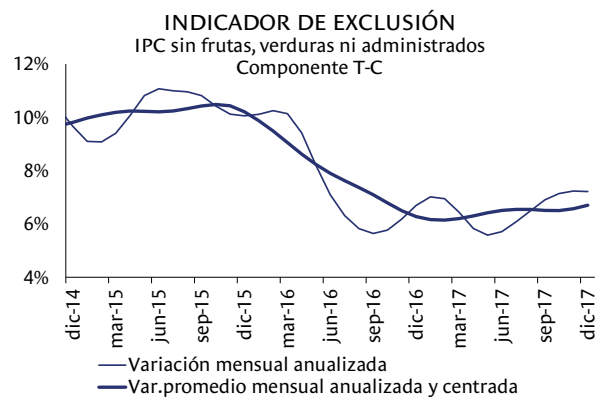


La aceleración se explica por una menor caída de frutas y verduras junto a un mayor crecimiento de los bienes y servicios transables de exclusión (TX), impulsados por los precios de la carne. Mientras tanto, los bienes y servicios no transables de mercado (NTX) y los precios administrados mostraron una incidencia similar respecto al trimestre anterior. Cabe destacar que el nivel de inflación actual del componente NTX es unos tres puntos porcentuales menor que el promedio de los últimos años.

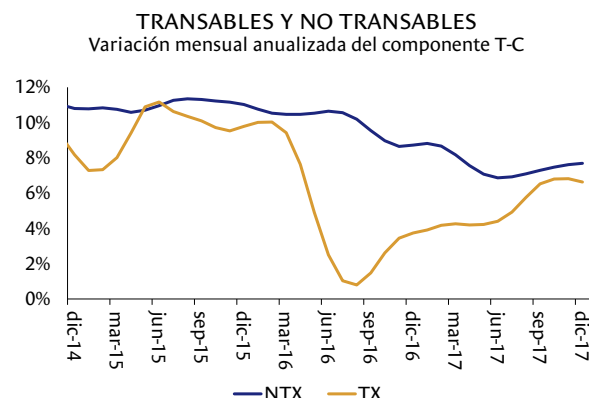


Si se considera la variación promedio mensual anualizada del componente tendencia-ciclo (T-C), el indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) se incrementó entre setiembre y diciembre. Esto también se cumple, aunque en menor

medida, al tomar en cuenta la variación mensual anualizada y centrada. Ambos indicadores se ubican algo por encima de la inflación *headline*.

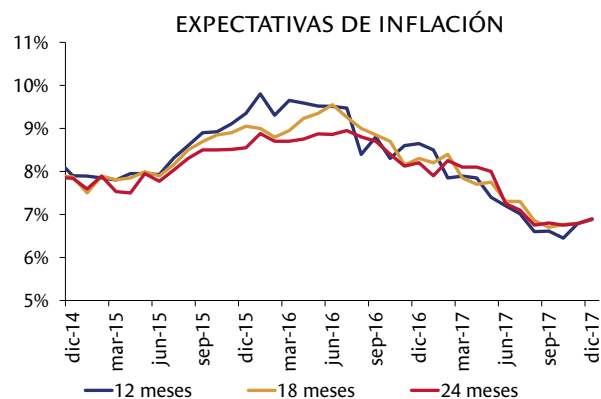
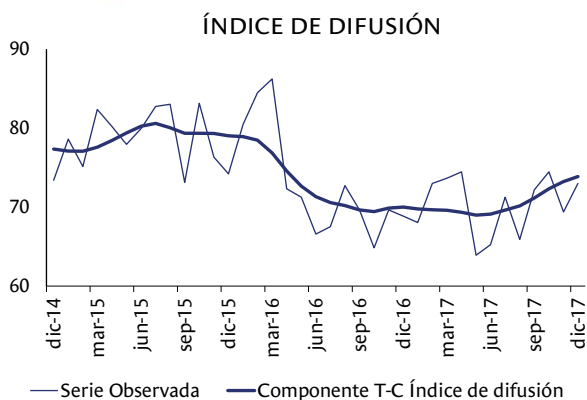


A nivel de componentes, tanto TX como NTX muestran una aceleración en el margen. La variación mensual anualizada de la T-C de los TX se ubicó en 6.6% y la de los NTX en 7.7%.



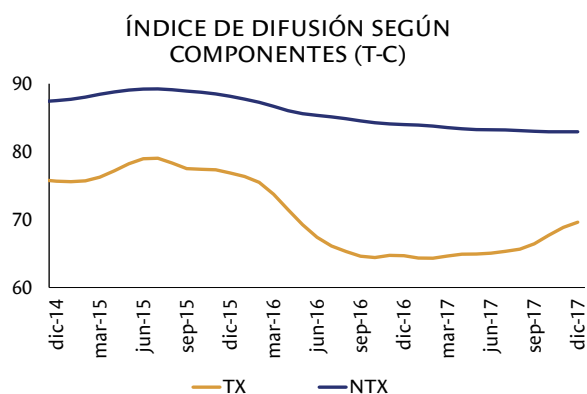
El incremento de precios continúa siendo bastante generalizado. En diciembre el índice de difusión⁶ se ubicó en 74% en T-C, mostrando cierta aceleración en el margen.

⁶ $(\% \text{ precios con variación mensual positiva} - \% \text{ precios con variación mensual negativa}) + 100) / 2$.



Al desagregar este índice por componentes se observa que, partiendo de valores altos, NTX mantiene una tendencia parsimoniosa a la baja, quebrando la inercia de los últimos años; actualmente este índice se ubica en 83% (T-C).

Por otra parte, TX explica la aceleración de los últimos meses, alcanzando un valor de 70% en T-C.



III.2 Expectativas de inflación

En diciembre la mediana de expectativas de inflación de analistas recopilada por el BCU se incrementó levemente, manteniéndose dentro del rango por quinto mes consecutivo en los horizontes relevantes. En concreto, pasó de ubicarse en niveles de entre 6.6% y 6.8% en setiembre (según el horizonte considerado) a 6.9% en diciembre para todos los horizontes relevantes.

El hecho que la mediana se continúe ubicando por debajo de 7% en todos los horizontes constituye una señal positiva para la estabilidad de precios y contribuye al objetivo de mantener la inflación dentro del rango en los próximos meses.



IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

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

En el año móvil finalizado en diciembre de 2017 la inflación, medida como la variación interanual del Índice de Precios al Consumo (IPC), se aceleró levemente ubicándose en 6.6%, por encima del registro de setiembre (5.8%) y manteniéndose dentro del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%) por décimo mes consecutivo.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, tuvo una evolución similar, ubicándose en 6.6% y por ende manteniéndose dentro del rango, aunque con cierto aumento en el margen.

Dentro de la evolución del IPC sigue destacándose el comportamiento de los precios de los bienes y servicios no transables de mercado. Este componente ha mostrado un cambio estructural, quebrando su rigidez característica de los últimos años con variaciones por encima de 10% interanual hasta ubicarse actualmente por debajo de 8%. Este proceso es consecuencia en buena medida de la evolución a la baja de las expectativas de inflación, lo cual es necesario continuar consolidando.

En este sentido, las expectativas de inflación para los próximos 24 meses relevadas por el BCU se ubicaron en diciembre en 6.9%, alineándose con el rango meta por quinto mes consecutivo, lo que constituye una señal positiva para la estabilidad de precios.

IV.2 Contexto internacional

En la segunda mitad de 2017 la economía mundial continuó creciendo a buen ritmo y se espera que esta tendencia continúe en 2018. La expansión de la actividad ha sido generalizada, tanto a nivel de los países avanzados como de emergentes. Se destaca el crecimiento de Estados Unidos (3,2% en el tercer trimestre), uno de los principales motores de la demanda global.

A nivel financiero, los mercados de capitales han continuado mostrando alzas en los indicadores bursátiles y reducida volatilidad. Esta dinámica no se ha visto afectada, ni por la suba de tasas de la Fed, ni por la aprobación de la reforma fiscal en

Estados Unidos, ambas en diciembre 2017. No deben subestimarse los riesgos implícitos de esta exuberancia de los mercados financieros, dado que el ajuste de precios de activos deberá procesarse de alguna manera. El marco en las economías avanzadas sigue siendo de políticas monetarias expansivas que determinan rendimientos muy bajos, promoviendo un flujo neto de capitales hacia las economías emergentes.

Los precios internacionales han permanecido estables, especialmente para los *commodities* exportados por Uruguay. En los últimos dos años se observó una importante mejora en los términos de intercambio de nuestro país, marcados por la leve recuperación de precios de exportación y la fuerte caída de precios de importación.

En la región, en los últimos trimestres se ha venido consolidando un escenario más favorable al crecimiento. A esto se suma una evolución de precios relativos –especialmente con Argentina – que determina condiciones favorables para la exportación de bienes y servicios hacia ese país.

Sin embargo, tanto en Argentina como en Brasil persisten desequilibrios macroeconómicos que, de no corregirse a tiempo, suponen un riesgo a este proceso de recuperación de la actividad.

IV.3 Contexto interno

La economía uruguaya creció 2.2% en términos interanuales en el tercer trimestre, lo que en términos desestacionalizados implicó estabilidad respecto al trimestre anterior. Este crecimiento se produjo al impulso de la demanda externa y el consumo privado, junto a una caída de la formación bruta de capital debido a la finalización de obras de infraestructura (parques eólicos). Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre señalan que el crecimiento se mantendría en niveles cercanos al 2% interanual.

La cuenta corriente de la balanza de pagos continuó siendo superavitaria, alcanzando un nivel de 2.3% del PIB en el año móvil a setiembre 2017. En un marco de estabilidad del déficit del sector público en el entorno de 3% de PIB, este resultado implica que el sector privado ha generado un ahorro que supera a la inversión en 5.3% de PIB. Esta evolución es compatible con el crecimiento más moderado del gasto interno respecto al PIB que se observa en los últimos trimestres.



El TCR global se mantuvo relativamente estable en los últimos meses, tras la depreciación observada en el tercer trimestre. Este comportamiento fue generalizado según área geográfica; en particular, se observó una leve apreciación frente a la región marcada por la relación con Brasil, al tiempo que se registró una depreciación real respecto a Argentina. El nivel del TCR ha tendido a ubicarse algo por debajo de su nivel de fundamentos, cerrando buena parte de la brecha en los dos últimos trimestres, mientras que la rentabilidad del sector exportador ha mostrado una tendencia creciente desde el segundo trimestre y se ubica algo por encima del promedio de los últimos 10 años.

Por otra parte, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos del PIB, como su composición por monedas y por vencimiento residual, como la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano reflejan una situación confortable.

Durante el cuarto trimestre la cantidad de dinero se expandió 18.7% interanual, por encima del rango de referencia indicativo de 13%-15% fijado por el Directorio de la Institución en el anterior COPOM. Este incremento es consistente con el proceso de cambio de portafolio favorable a la moneda nacional evidenciado durante 2017 y con la expansión del crédito en moneda nacional de los últimos meses. En tal sentido, en un contexto en el cual la base monetaria mostró un comportamiento más moderado, se evidenció un gran dinamismo del multiplicador monetario.

IV.4 Escenario macroeconómico

En el horizonte de política monetaria el contexto externo continuaría siendo favorable para Uruguay. Se espera que continúe el proceso gradual y previsible de normalización de las políticas monetarias en las economías desarrolladas, por lo que se mantendrían las condiciones de acceso fluido a los mercados de capitales con costos de financiamiento bajos desde una perspectiva histórica.

En este escenario base, que constituye el marco para la toma de decisiones de política monetaria, la demanda externa relevante para Uruguay mostraría un dinamismo algo superior al de 2017, asociado a la recuperación de las economías de la región. Por otra parte la continuidad del crecimiento de China a tasas del 6,5%-7,0% anual y la consolidación gradual del cambio en su modelo de desarrollo con mayor énfasis en el consumo, presionarían al alza a los precios internacionales

de las materias primas, particularmente los alimentos que son los que mayormente exporta nuestro país.

A nivel doméstico, se prevé una expansión del gasto privado a tasas similares a la del PIB. El consumo de las familias continuaría siendo un motor de crecimiento, impulsado por el aumento de los ingresos de los hogares, la baja de la inflación y el abaratamiento de los precios de los productos importados. La formación bruta de capital comenzaría una fase de recuperación, asociada al ciclo económico y a mejores perspectivas de los agentes.

En este escenario se espera que la economía uruguaya continúe creciendo a tasas en línea con su crecimiento potencial, cerrando la brecha de actividad. Este factor, junto a la evolución del mercado laboral y el mantenimiento del sesgo contractivo de la política monetaria, contribuirá a mantener la inflación dentro del rango meta en el horizonte de política.

Este escenario base presenta una serie de riesgos, tanto en la economía global como regional. Entre los primeros se destaca el riesgo que la reforma tributaria en Estados Unidos conduzca a mayores presiones inflacionarias que obliguen a la Fed a acelerar la normalización de su política monetaria y a que se eleven las tasas de largo plazo por mayores necesidades de financiamiento, lo que afectaría negativamente las condiciones financieras globales y redundaría en un menor crecimiento global. A nivel regional, el principal factor de riesgo es el mantenimiento de los desequilibrios macroeconómicos que podría conducir a una reversión del proceso de recuperación económica, mayor volatilidad financiera y cambios fuertes de precios relativos. La probabilidad de ocurrencia de estos riesgos es motivo de preocupación y de monitoreo permanente, dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía uruguaya en caso de su materialización.

IV.5 Decisiones de política monetaria

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 primer trimestre de 2018 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango de 14%-16% interanual. Esta referencia se enmarca en una trayectoria de la



cantidad de dinero que toma en cuenta el proceso de remonetización de la economía y es consistente con el compromiso del BCU 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 se adecuará a la referencia establecida por el BCU, guiando la trayectoria de la oferta primaria de dinero mediante instrumentos de regulación monetaria. Cabe recordar que la trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría diferir si se verificasen cambios en el entorno macroeconómico que no comprometan el compromiso asumido en materia inflacionaria.

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.