



BCU

Informe de Política Monetaria

Cuarto trimestre 2018

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

El contexto internacional se deterioró en el cuarto trimestre como consecuencia de la profundización de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, que llevó a un incremento de la volatilidad financiera global, a una mayor aversión al riesgo y a un menor crecimiento esperado. A nivel regional, se alcanzó cierta estabilización cambiaria en Argentina y mejoraron levemente las perspectivas de crecimiento en Brasil, en un marco donde persisten algunos riesgos.

Los mercados emergentes mostraron un aumento de sus primas de riesgo soberano, menores ingresos de capitales y un debilitamiento de sus monedas respecto al dólar. Por su parte, los precios de los *commodities* han mostrado una tendencia a la baja, donde los de origen agropecuario presentan un mejor desempeño que los metálicos y los energéticos.

Actividad global

Las proyecciones de la economía mundial para 2019 no sufrieron variaciones significativas respecto al trimestre anterior. Sin embargo, se espera que el crecimiento sea menos sincronizado y se perciben mayores riesgos a la baja.¹

En las economías avanzadas, Estados Unidos seguiría creciendo a buen ritmo, mientras que la Zona Euro (ZE) y Japón continuarían un proceso de desaceleración. La región crecería algo por encima a lo previsto en setiembre, con cierto rebalanceo entre países: se prevé una expansión algo mayor de Brasil y una caída más pronunciada de Argentina. De este modo, el crecimiento de los socios comerciales relevantes para la economía uruguaya sería similar a lo que se esperaba un trimestre atrás.



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

De acuerdo con las proyecciones del FMI, en el bienio 2018-19 la economía global mantendría un crecimiento un punto por debajo al de 2017, lo que supone una revisión a la baja respecto a los pronósticos de abril y julio. Esta revisión está explicada por las economías emergentes (revisión de 4.9% a 4.7% en 2018 y de 5.1% a 4.7% en 2019), al tiempo que las economías avanzadas mantienen las previsiones del trimestre anterior (2.4% en 2018 y 2.1% en 2019).

Los últimos datos del nivel de actividad del tercer trimestre confirman un desempeño desigual entre las economías avanzadas, donde la economía norteamericana mantuvo su dinamismo mientras que la ZE, China y Japón se desaceleraron. En la región, Argentina procesó una contracción, al tiempo que Brasil se aceleró de forma moderada.

En Estados Unidos la actividad se expandió 3.4% en el tercer trimestre (tasa desestacionalizada y anualizada), ritmo algo inferior al del trimestre anterior (4.2%), impulsado por la inversión privada, especialmente por la acumulación de inventarios, el consumo y en menor medida el gasto público. En contraposición, y pese a las medidas proteccionistas impulsadas, las exportaciones netas mostraron una contribución negativa de casi 2%, con aumento de importaciones y caída de exportaciones. El FMI mantuvo su proyección de crecimiento para 2018 (2.9%) y redujo levemente la de 2019 (de 2.7% a 2.5%), al incorporar el efecto negativo del aumento de los aranceles.

La actividad de la ZE mostró en el tercer trimestre un crecimiento de 0.2% (desestacionalizado y anualizado), con desaceleración del consumo, incidencia negativa de las exportaciones netas y mayor crecimiento de la inversión. Si bien el menor crecimiento fue bastante generalizado, preocupa la contracción de Alemania, la mayor economía del bloque. En este contexto, la tasa de desempleo detuvo su tendencia decreciente y permaneció estable en 8.1% desde julio. El FMI redujo las perspectivas de crecimiento para 2018

¹ *Perspectivas de la economía mundial*. Fondo Monetario Internacional (FMI), enero de 2018.

(de 2.2% a 2.0%) y mantuvo su proyección de 1.9% para 2019.

En China la actividad en el tercer trimestre creció 6.5% interanual (1.6% desestacionalizado), lo que marca cierta desaceleración respecto al trimestre anterior. El dato generó dudas entre analistas e inversores respecto al impacto que está teniendo sobre la actividad la llamada guerra comercial que mantiene con Estados Unidos. De acuerdo a los indicadores de mayor frecuencia, la economía se habría continuado desacelerando en el cuarto trimestre. El FMI proyecta un crecimiento de 6.6% en 2018 y revisó a la baja la proyección para 2019 (de 6.4% a 6.2%), al influjo de la escalada del conflicto comercial.²

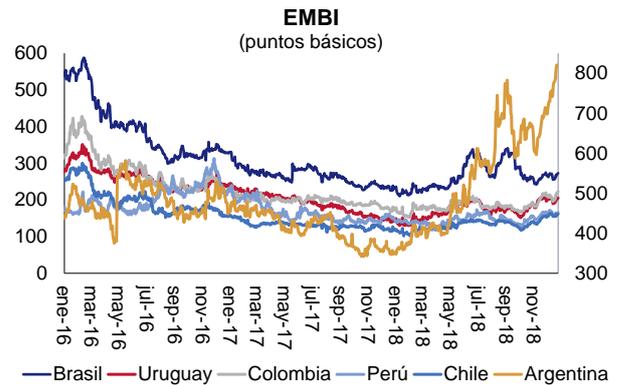
Mercados financieros e inflación

La incertidumbre derivada de la tensión comercial entre Estados Unidos y China, los comentarios formulados por el presidente Trump respecto al accionar de la Reserva Federal (Fed) y el cierre parcial del Gobierno Federal desde fines de diciembre condujeron a una mayor aversión al riesgo entre los inversores, fuertes caídas en los mercados bursátiles y una reducción de los rendimientos de los títulos largos del gobierno de Estados Unidos, dada su característica de activo de refugio.

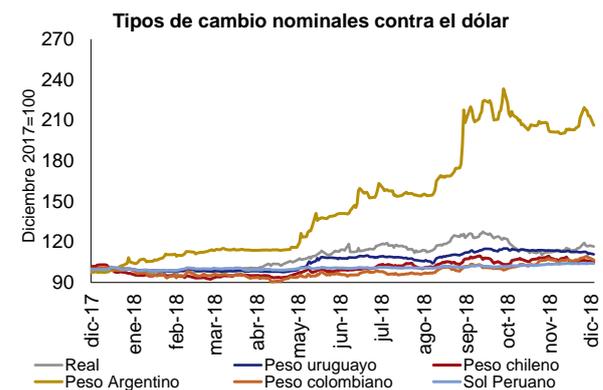


Al mismo tiempo en las economías emergentes se procesaba un aumento de las primas de riesgo y un menor influjo de capitales. En este contexto, factores domésticos llevaron a que el riesgo país en Argentina subiera más que el promedio.

² En setiembre el presidente Trump amplió en 200.000 millones de dólares la lista de productos importados de China a Estados Unidos, los que fueron gravados con un arancel del 10% que pasa a 25% a partir del 01/01/2019. Como respuesta, el gobierno chino fijó aranceles a productos importados de Estados Unidos por 60.000 millones de dólares.



Del mismo modo se mantuvo la tendencia al fortalecimiento global del dólar, aunque en forma más lenta que en el trimestre anterior, con movimientos dispares según país. En particular Brasil y especialmente Argentina vieron sus monedas fortalecidas en el trimestre.



Las menores presiones inflacionarias en la economía norteamericana, la pérdida de dinamismo en las economías avanzadas, los perjuicios generados por la guerra comercial y la mayor volatilidad financiera llevaron a la Fed a señalar en su último comunicado una menor cantidad de subas en su tasa de referencia y a rebajar la estimación de la tasa natural de interés. Sin embargo, como las expectativas eran de una política monetaria aún menos contractiva, este anuncio afectó a los mercados a fines de diciembre.

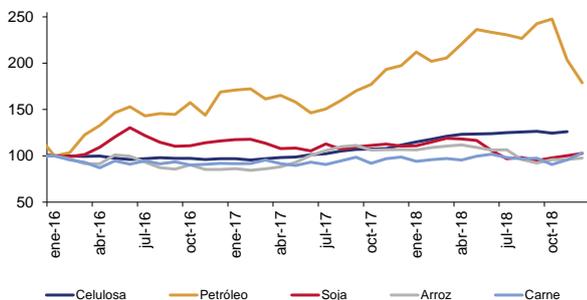
Commodities

Los precios de las materias primas en promedio mostraron una tendencia decreciente, al influjo del precio de los energéticos, principalmente el petróleo, que mostró una caída de casi 35% frente al trimestre anterior. Entre las causas que explican tal reducción está el aumento de la producción en Estados Unidos, las dudas respecto a la demanda mundial en los próximos años y la aversión al riesgo por parte de los inversores.

Los precios de los commodities que exporta Uruguay también bajaron, pero mostraron un mejor desempeño que los metálicos y los energéticos. En este marco, respecto al trimestre anterior la soja se mantuvo estable y el arroz se recupera cerca de 3%, aunque en ambos casos los niveles actuales están por debajo de los de principios de 2018. La carne y la celulosa exhibieron un desempeño muy superior al resto. Así, el precio de la carne registró una suba de 20% tanto respecto al trimestre anterior como a principio de año, explicado por la reanudación de las exportaciones a Japón. El precio de la celulosa se mantuvo estable frente al tercer trimestre, subiendo 10% respecto al inicio del año.

PRECIO DE COMMODITIES RELEVANTES PARA URUGUAY

promedio ene 2016=100



Fuente: Bloomberg e INAC

La región

Luego de un tercer trimestre con elevada volatilidad financiera, en los últimos meses del año la región se mostró más estable.

En Brasil los mercados respondieron en forma favorable a los primeros anuncios del gobierno electo y al nombramiento de ministros en el área económica. En este marco, el riesgo país se redujo y el dólar se ubicó al cierre del año 7% por debajo del valor previo a las elecciones. De todas formas, el gobierno electo enfrenta importantes desafíos en materia económica, especialmente en el frente fiscal.

El PIB se expandió en el tercer trimestre 0.8% desestacionalizado, guarismo favorecido por la reducida base de comparación, ya que en mayo se registró una huelga de camioneros que paralizó a

buena parte de los sectores. Del lado de la oferta los servicios fueron el sector más dinámico, al tiempo que la industria mostró una mejora acotada. Del lado de la demanda todos los componentes crecieron, destacándose la expansión de la inversión. Por otra parte, en los últimos meses se registró un sólido incremento en los indicadores de confianza, tanto de consumidores como de empresarios. Las expectativas de crecimiento se revisaron levemente a la baja para 2018 y levemente al alza para 2019.

BRASIL: CRECIMIENTO ESPERADO

(mediana encuesta analistas - BCB)



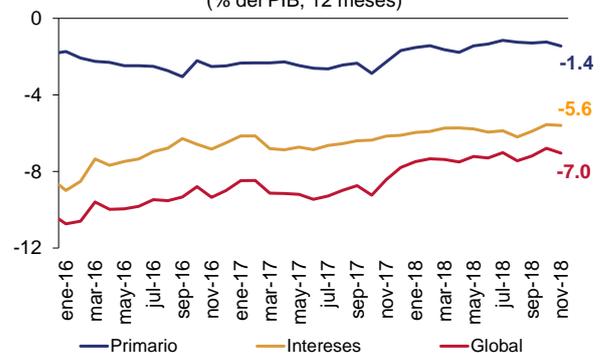
Fuente: BCB

La inflación mensual fue negativa en noviembre, con lo que la variación interanual se desaceleró y se ubicó en 4%. Las expectativas permanecen ancladas en torno al objetivo del Banco Central de Brasil (BCB), por lo que se espera se mantenga la política monetaria en los próximos meses, previéndose subas graduales en la tasa Selic recién hacia finales de 2019.

En las cuentas fiscales se registraron mejoras respecto al trimestre anterior al influjo de un menor pago de intereses, por lo que el cumplimiento de la meta para el año parece estar asegurado. Por otra parte el ratio deuda pública PIB retomó su trayectoria alcista, ubicándose en 77% (bruta) y 53% (neta).

BRASIL: RESULTADO FISCAL

(% del PIB, 12 meses)



Fuente: BCB

En Argentina, luego de la corrida de agosto-setiembre, la puesta en marcha del nuevo esquema monetario-cambiario logró estabilizar el mercado de cambios. En diciembre el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció modificaciones al esquema, entre las que se destacan: la reducción de la pendiente de los extremos de la “zona de no intervención” (3% a 2% mensual); una menor intervención del BCRA si el dólar se ubica por debajo del piso (de 150 millones a 50 millones de dólares diarios) y la eliminación del piso del 60% para la tasa de las letras de liquidez (LELIQ).

La crisis cambiaria tuvo un fuerte impacto en la actividad, que en el tercer trimestre cayó 3.5% interanual y 0.7% desestacionalizado. Por un lado, la aceleración de la inflación desde setiembre condujo a una importante contracción de salarios y prestaciones sociales, y por ende del consumo privado; el deterioro de las expectativas llevó a una fuerte reducción de la inversión y el ajuste de las cuentas públicas determinó una caída del gasto del gobierno. De este modo, el único componente de la demanda con una contribución positiva fueron las exportaciones netas, marcadas por el abrupto descenso de las importaciones y la leve suba de las exportaciones.

En este contexto, las proyecciones de caída del PIB se mantuvieron en -2.4% para 2018 y se ajustaron a la baja para 2019: -1.2% en diciembre vs -0.5% en setiembre (mediana de encuesta de analistas que releva el BCRA).

Como se comentara, la inflación volvió a acelerarse luego de la devaluación de agosto-setiembre, alcanzando un valor de 48% interanual a noviembre.



Fuente: INDEC.

Asimismo, comienza a manifestarse la incertidumbre política propia de un año electoral. Esas dudas se reflejan en la evolución del riesgo país, que subió más de 400 p.b. desde principios de año, y se ubica actualmente por encima de 800 p.b.

Escenario Base

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

En este marco se estima que la demanda externa relevante para Uruguay continuará creciendo a un ritmo similar al previsto en el trimestre anterior, aunque con algunos cambios en su composición: más crecimiento en Estados Unidos y Brasil y menor crecimiento en China y Argentina y el resto de países avanzados.

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2017	2018f	2019f
PIB externo relevante	3.7%	2.2%	2.6%
Economías avanzadas	2.3%	2.4%	2.1%
Estados Unidos	2.2%	2.9%	2.5%
Zona Euro	2.4%	2.0%	1.9%
Japón	1.7%	1.1%	0.9%
Economías emergentes	4.7%	4.7%	4.7%
China	6.9%	6.6%	6.2%
Brasil	1.0%	1.2%	2.0%
Argentina	2.9%	-2.3%	-1.4%

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

Asimismo, se espera cierta mejora en los términos de intercambio, tanto por una reducción de los precios de importación (petróleo y bienes importados desde Argentina) como por un aumento de algunos precios de exportación (carne y productos agrícolas).

Por otra parte, el escenario financiero internacional luce menos auspicioso para las economías emergentes, en un contexto de mayor incertidumbre global por la llamada guerra comercial entre Estados Unidos y sus socios comerciales, la que es compensada en parte por los anuncios de la Fed respecto a una normalización de la política monetaria más gradual. En términos netos, este escenario base supone un cierto endurecimiento en las condiciones financieras internacionales respecto al informe anterior.

Riesgos sobre el Escenario Base

Uno de los principales riesgos que se estarían consolidando en la economía global refiere a la profundización de las medidas proteccionistas, lo que elevaría la volatilidad financiera y afectaría

negativamente la inversión, el comercio y el crecimiento global.

En contraposición, el riesgo de mayores tasas de interés en Estados Unidos se redujo, especialmente para las de corto plazo, en virtud de las menores presiones inflacionarias y el menor dinamismo global. Sin embargo, los efectos sobre las tasas de largo plazo, si bien son inciertos, llevarían a incrementos en las primas de riesgo. Este escenario tendría efectos negativos para las economías emergentes: menor liquidez internacional, mayores costos de financiamiento, mayor riesgo soberano, mayor fortalecimiento del dólar y salidas de capitales.

Asimismo, en la región existe el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos provoquen nuevas salidas de capitales, presiones al alza sobre los tipos de cambio y los riesgos soberanos y caída de la actividad. A esto se suma en Argentina la incertidumbre asociada al proceso electoral de octubre 2019.

Finalmente, persisten otros factores de riesgos que pueden afectar a la economía uruguaya, que fueron identificados y analizados en informes anteriores. En primer lugar, aquellos 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, sobreendeudamiento del sector privado y de los gobiernos regionales, problemas financieros derivados de la llamada “banca en las sombras”, depreciación del yuan o la escalada del conflicto comercial. Por otra parte, en la ZE se mantiene el riesgo asociado a las negociaciones del *Brexit* y al rumbo que tome el gobierno en Italia, tercera economía del bloque, lo que podría aumentar el riesgo político del proyecto europeo.

Si bien la probabilidad de ocurrencia de estos eventos es relativamente 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.

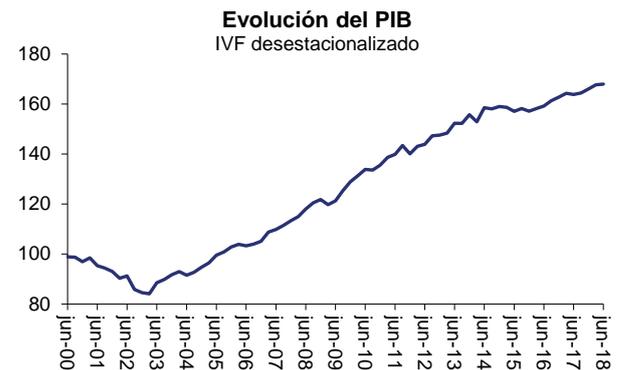
1.2. La economía uruguaya

1.2.1. Nivel de actividad y empleo

El tercer trimestre de 2018

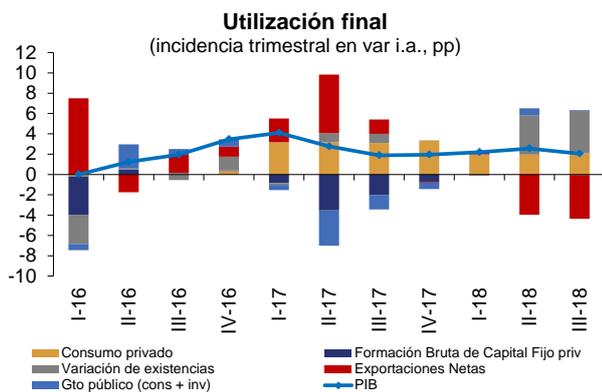
En el tercer trimestre el nivel de actividad se expandió 2.1% respecto a un año atrás, lo que representó una estabilidad respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados. A nivel de sectores, se verificó un incremento bastante generalizado en relación al tercer trimestre de 2017, destacándose *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* – liderada por estas últimas,

Industrias manufactureras y Actividades Primarias. En la industria el crecimiento obedeció a la reapertura de la refinería; sin considerar esta actividad el resto de la industria mostró un retroceso de -2.4%, al influjo de fabricación de pulpa de celulosa e industrias alimenticias. Finalmente, las *Actividades Primarias* crecieron 6.1% por mejores rendimientos de la zafra de invierno de trigo y cebada, aumento en la extracción de vacunos y mayor remisión de leche.



Por otra parte, se registraron descensos en los sectores de *Construcción y Comercio, Restaurantes y Hoteles*, reflejando una caída en los servicios de comercialización de vehículos y un deterioro en la demanda de turistas, principalmente argentinos. La oferta final también se expandió en comparación con un año atrás (2.3%), dado el incremento en las importaciones de bienes y servicios (3.3%). En el caso de los bienes, este resultado se explica por el comportamiento de los bienes de uso intermedio sin energéticos y en menor medida por los bienes de capital y de consumo. En cuanto a los servicios, se destaca un mayor gasto de turismo en el exterior realizado por los residentes de la economía, principalmente en Argentina.

Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció a impulso de la demanda interna, particularmente el *gasto de consumo final* (+2.6%) respecto a igual período del año anterior, tanto privado como del gobierno, acompañado por un fuerte aumento en la *formación bruta de capital* (33.1%), dada la menor desacumulación de stocks de productos agrícolas terminados, especialmente soja, mientras que la *formación bruta de capital fijo* se mantuvo estable. En este caso, la menor inversión en obras de construcción y exploración minera fue compensada por una mayor inversión en maquinaria y equipo. Asimismo, tanto la inversión fija del sector privado como del sector público permanecieron relativamente estables.



Finalmente, las *Exportaciones de bienes y servicios* se contrajeron 10.4% en términos interanuales, impulsadas principalmente por la caída en las ventas de bienes al exterior. Así, la retracción en bienes se explicó en gran medida por menores ventas de soja, cuya cosecha de la zafra 2017-2018 fuera afectada por la sequía, y por menores colocaciones de arroz y productos del malteo de cebada. Por otra parte, se observó un aumento en las ventas de vehículos automotores, productos farmacéuticos e industria frigorífica. A nivel de los servicios, dentro de la caída general respecto a julio-setiembre de 2017 se destaca el menor gasto de turistas, principalmente desde Argentina.

Indicadores de actividad del cuarto trimestre de 2018

Los indicadores parciales de actividad muestran señales mixtas para el cuarto trimestre.

Por un lado, el Índice de Volúmen Físico (IVF) de la Industria Manufacturera mostró en octubre un leve crecimiento en el margen en términos de tendencia-ciclo, tras haber caído desde diciembre 2017. Al mismo tiempo, el *IVF de exclusión* (sin Refinería, Pulpa de Papel ni Jarabes y Concentrados) se desacelera en el margen.

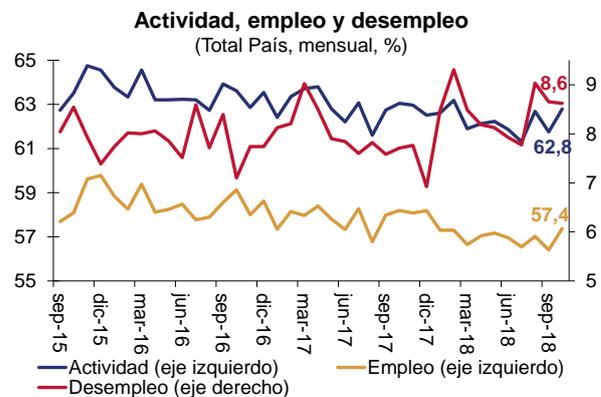
Las importaciones de bienes intermedios sin energéticos registraron una caída mensual anualizada de casi 3% en términos constantes (datos a octubre en tendencia-ciclo), luego de haber crecido en los meses anteriores. En la misma línea, con datos a noviembre, el componente tendencia-ciclo de las importaciones de bienes de consumo³ continúa mostrando caídas variaciones mensuales anualizadas desde julio. Por otra parte, en un contexto de menor incertidumbre cambiaría, las ventas de autos 0 km se estabilizaron en torno a las 3.500 unidades mensuales, deteniendo una caída iniciada a comienzos de 2016.

En noviembre el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) continuó situándose en la zona de “considerable pesimismo” mostrando un leve crecimiento a partir de setiembre. Por su parte, el crédito al consumo se mantuvo virtualmente estable en setiembre y octubre en términos de tendencia-ciclo.

Finalmente, las exportaciones de bienes medidas en dólares (fuente Aduana, sin incluir Zonas Francas) mostraron una marcada recuperación a partir de agosto, con aumentos de 20% en la variación mensual anualizada en tendencia-ciclo, al comenzar a diluirse el efecto irregular a la baja provocado por el efecto de la sequía en la cosecha de soja. Asimismo, el resto de las exportaciones también crecieron, al impulso de la industria frigorífica, los lácteos, aserraderos y algunas ramas químicas.

Empleo e ingresos

Con datos a octubre la tasa de desempleo para el total del país se ubicó en 8.6%, aumentando nueve décimas respecto al mismo mes del año anterior, como consecuencia de la caída en la tasa de empleo (la que pasó de 58.2% a 57.4%), la que fue compensada en parte por la leve reducción de la oferta de trabajo (la tasa de actividad se contrajo desde 63.1% a 62.8%).



El número de personas empleadas continuó mostrando caídas en el margen en tendencia-ciclo, ubicándose en niveles similares a los de comienzos de 2011.

³ Sin automóviles y en dólares constantes.

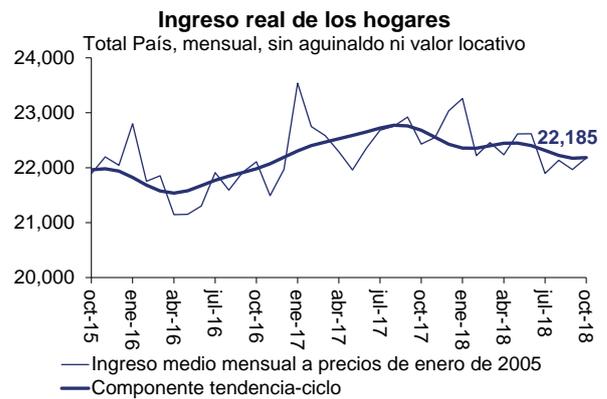


En tanto, la proporción de ocupados con problemas de subempleo (personas que declaran querer trabajar más horas de las que efectivamente trabajan) se mantuvo relativamente estable, afectando al 8.5% de los trabajadores.

Los beneficiarios efectivos del subsidio por desempleo a octubre 2018 mostraron en el margen una leve caída, manteniéndose en niveles de 37 mil personas desde fines de 2017. En tanto, el número de nuevas solicitudes se estabilizaron en niveles cercanos a las 11mil, luego del fuerte incremento verificado entre marzo y julio de 2018.



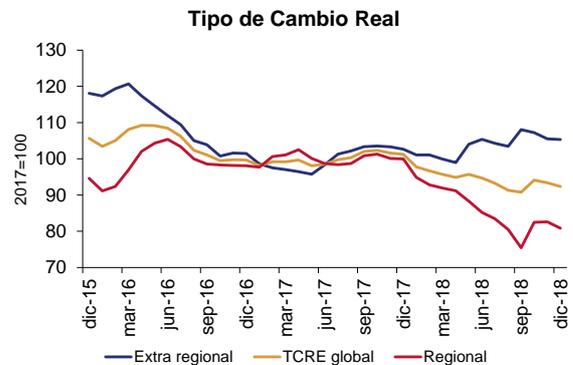
Finalmente, con datos a octubre el poder adquisitivo de los hogares para el total del país aumentó levemente respecto a setiembre en tendencia-ciclo, impulsado por sus tres componentes: salarios (+0.3%), pasividades (+0.6%) y por cuenta propia (+0.1%).



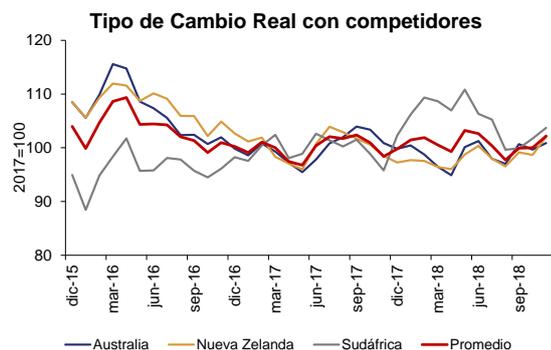
I.2.2. Sector externo

Precios relativos

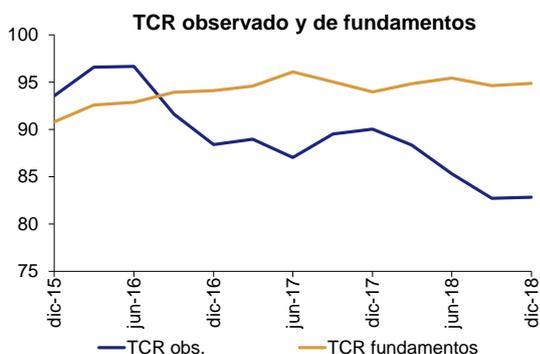
El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se depreció 1.8% en el cuarto trimestre de 2018 (datos a diciembre), impulsado por la depreciación frente a la región (7.2%) que compensó la apreciación de 2.5% con respecto a la extra-región. Esta evolución en el margen no revirtió la tendencia anterior, con lo que en el conjunto de 2018 se verificó una apreciación real de 8.8%, impulsada por un encarecimiento relativo frente a la región (-19.1%) y una depreciación del frente a los socios de la extraregión (2.6%).



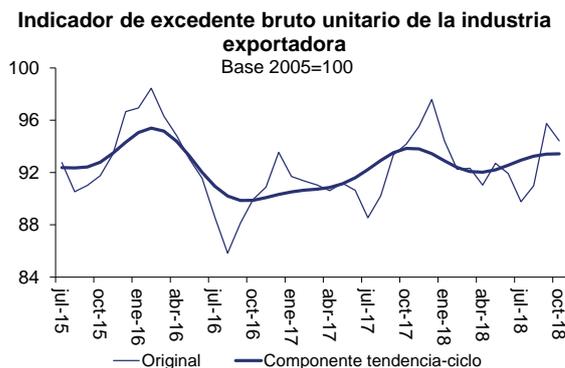
Por otra parte, el TCR bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos se depreció 2.4% durante 2018 (datos a noviembre, promedio simple). Este comportamiento fue liderado por el abaratamiento relativo frente Nueva Zelanda (4.9%), registrándose además una depreciación real de 1.4% respecto a Sudáfrica y 1.1% frente a Australia.



El TCR de fundamentos aumentó en el último trimestre, impulsado por la reducción del gasto privado en relación al PIB y el deterioro en los términos de intercambio⁴. Esto, unido a la depreciación del TCR efectivo, determinó una reducción de la brecha entre ambos.



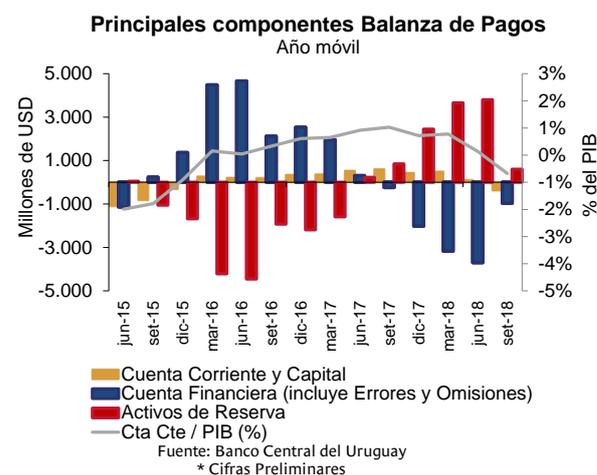
Finalmente, contando con datos a octubre el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora⁵ muestra una evolución creciente en tendencia-ciclo desde abril, impulsado en el margen por menores costos unitarios compensados en parte por una leve caída de los precios de exportación, ambos medidos en dólares.



En síntesis, el nivel del TCR se encuentra actualmente por debajo de su nivel de fundamentos. En el margen se destaca una depreciación del tipo de cambio real efectivo en el cuarto trimestre de 2018 que reduce la brecha respecto a su nivel de fundamentos, pauta por un abaratamiento frente a los socios regionales, mientras que la rentabilidad de la industria exportadora mantuvo su tendencia creciente de los últimos meses.

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

En el año móvil a setiembre de 2018 la economía uruguaya presentó un déficit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 408 millones de dólares (0.7% del PIB), implicando una variación de -1.7 puntos porcentuales respecto a igual período del año anterior.



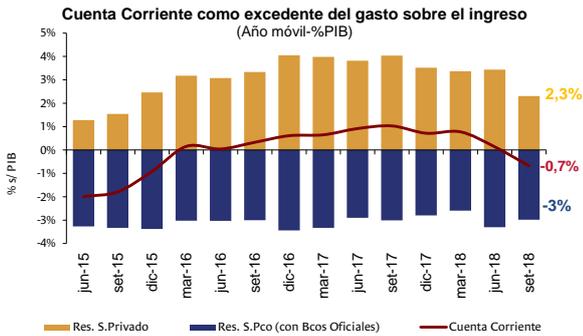
Esta reversión del resultado de la Cuenta Corriente y de Capital obedeció al mayor déficit del Ingreso Primario⁶, contrarrestado por el mayor superávit en la Cuenta de Bienes y Servicios y en menor medida del Ingreso Secundario.

⁴ Tanto el TCR efectivo como el de fundamentos están desestacionalizados. Ambos se construyen con la nueva serie de TCR base 2017, publicada por el BCU.

⁵ 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

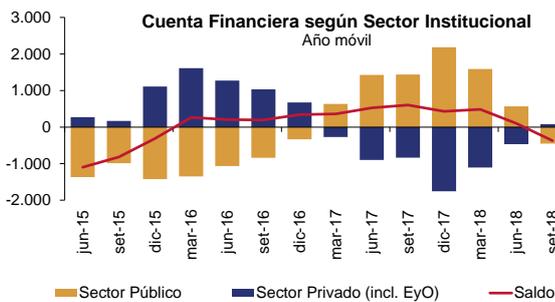
⁶ El "Ingreso Primario" según la 6ª Edición del Manual de Balanza de Pagos (FMI, 2008) comprende Remuneración de Empleados, Renta de la Inversión y Otro Ingreso Primario y es equivalente al rubro "Renta" del Manual de Balanza de Pagos 5ª Edición (FMI, 1993).

A nivel institucional, este ajuste se explicó en su totalidad por la reducción del excedente del gasto sobre el ingreso del sector privado, el que se ubica actualmente en 2.3% del PIB, mientras que el sector público (incluidos los bancos oficiales) continuó registrando un déficit de 3% del PIB.



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Como contrapartida, en el año móvil a setiembre de 2018 se registró una entrada neta de fondos por 372 millones de dólares (incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones⁷). La misma fue producto de un mayor endeudamiento neto del sector público (452 millones de dólares), compensado en parte por una moderada salida neta de capitales del sector privado (79 millones de dólares).



Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

Finalmente, a setiembre 2018 la economía uruguaya registró una posición neta deudora de 14.910 millones de dólares (24.7% del PIB), la que es inferior en unos 680 millones de dólares a la registrada un año atrás, en la medida que se acumularon activos por un monto mayor a la constitución de pasivos financieros con el resto del mundo.

⁷ Se supone que los movimientos no registrados corresponden a movimientos financieros, aunque también pueden existir transacciones no captadas en Cuenta Corriente.



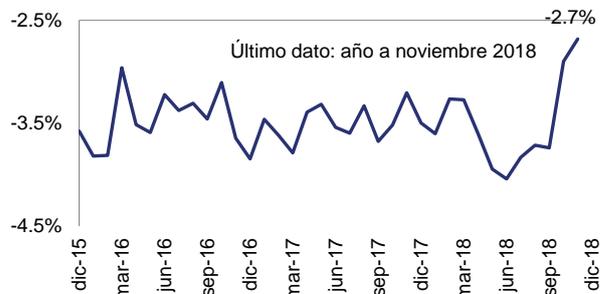
Fuente: Banco Central del Uruguay
* Cifras Preliminares

1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en noviembre de 2018, el déficit del sector público global (SPG⁸) fue 2.7% del PIB, 0.5 puntos porcentuales menor al de un año atrás. Esta evolución es explicada en buena medida por la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social de los fondos acumulados por los llamados “cincuentones” que optaron por desafiliarse de las AFAP, la que, siguiendo criterios metodológicos, significó un ingreso de 1.1% del PIB⁹.

RESULTADO GLOBAL SECTOR PÚBLICO

% del PIB - año móvil



Esta operación tuvo un efecto positivo en las finanzas de Gobierno Central y Banco de Previsión Social (GC-BPS) y compensó el deterioro de las empresas públicas (EEPP), que se volvieron deficitarias, y el mayor déficit del BCU.

En este marco, el resultado primario de GC-BPS aumentó 1.2% del PIB, registrando actualmente un superávit de 0.8% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos de

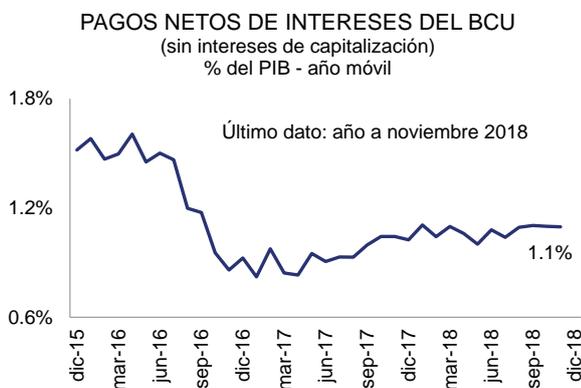
⁸ El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

⁹ Ley N° 19.590. Por más detalles respecto al tratamiento de esta operación, ver comunicado conjunto BCU-MEF en: <https://www.mef.gub.uy/innovaportal/file/25887/1/comunicado-registro-del-fss-mefybcu-version-final.pdf>.

6.0%, que incluyen el referido traspaso de fondos desde las AFAP, superior al aumento de los egresos de 2.1%. Asimismo, la recaudación de DGI y BPS sigue mostrando un enlentecimiento, en un escenario de menor crecimiento de la actividad económica. Por otra parte, se destaca el ingreso a rentas generales del excedente del Fondo de Estabilización Energética (0.3% del PIB). Del lado de los egresos, se registraron aumentos en pasividades (0.20% del PIB), transferencias (0.14% del PIB) y remuneraciones (0.12% del PIB).

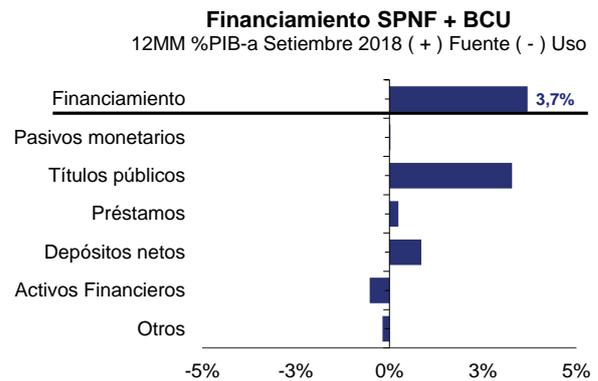
Las EEPP registraron un déficit de 0.2% del PIB, que contrasta con el superávit de 0.2% del PIB de igual período del año anterior, guiadas por la caída del superávit primario corriente y una menor desacumulación de stocks de ANCAP.

El déficit del BCU (incluyendo los intereses de capitalización) aumentó 0.06% del PIB respecto a un año atrás, ubicándose en 0.87% del PIB. Sin incluir dichos intereses, este déficit se mantuvo en 1.1% del PIB. Esta evolución se dio en un contexto en el cual el aumento de los ingresos en moneda extranjera fue similar al registrado por los intereses en moneda nacional sobre los instrumentos de esterilización, dado el carácter contractivo de la política monetaria. Asimismo, se registró un aumento en la remuneración de los depósitos de encaje en moneda extranjera.

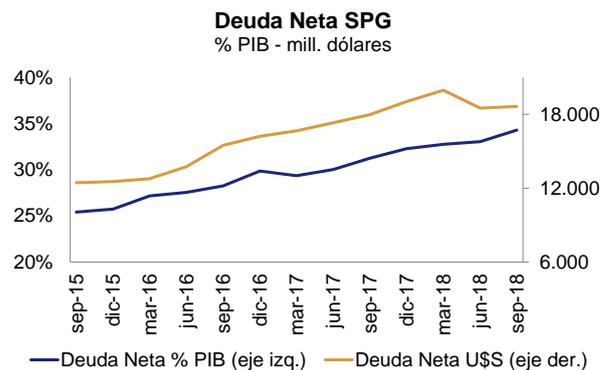


Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a setiembre 2018 el déficit del SPG fue 3.7% del PIB. Los títulos públicos constituyeron la principal fuente de financiamiento, destacándose la emisión internacional de abril de 2018¹⁰, los cuales, junto a un flujo positivo de los depósitos netos y de los préstamos, permitieron financiar el déficit y constituir Activos de Reserva.

¹⁰ El GC emitió en abril 2018 un bono global en dólares por USD 1.750 millones, con vencimiento en 2055 y tasa fija de 4.975%.



Por otra parte, la deuda bruta del SPG a setiembre de 2018 se ubicó en 38.320 millones de dólares (70% del PIB), mientras que los activos sumaron 19.674 millones de dólares (36% del PIB). De esta forma, la deuda neta alcanzó 18.645 millones de dólares (34% del PIB), aumentando unos 3 puntos en el año móvil, básicamente para financiar el déficit fiscal y siendo compensada en parte por el crecimiento del PIB.

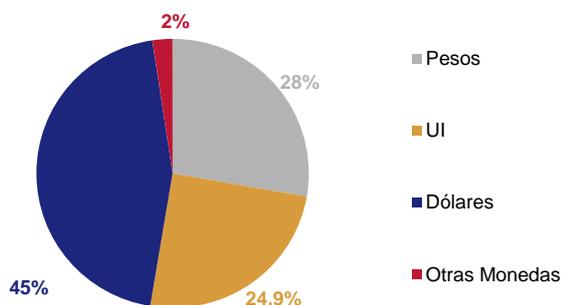


Asimismo, en la composición de la deuda por moneda se observa una disminución de la participación en pesos nominales desde el 31% en setiembre 2017 a 28% en setiembre de 2018, evolución que está influida en parte por la referida emisión global en dólares que el Gobierno realizara en abril y en parte por el efecto estadístico del aumento del tipo de cambio ocurrido en los últimos meses.

En el BCU también se observó una disminución de participación de la deuda en pesos, al influjo de la operación de recompra de Letras de Regulación Monetaria (LRM) de setiembre en la que se rescataron títulos en forma anticipada por unos 490 millones de dólares, entregando en contrapartida básicamente efectivo en dólares.

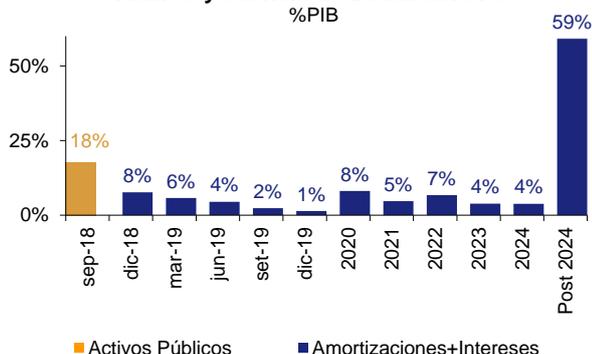
De todas formas, la deuda en moneda local (tanto nominal como indexada) del SPG sigue representando más de la mitad del total, ubicándose actualmente en 53%.

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 setiembre 2018 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG por unos nueve meses, hasta junio de 2019. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.437 millones de dólares (4,5% del PIB), lo que implica una cobertura hasta fin de 2019. Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda desde 2020 no muestra presiones puntuales: más de la mitad de la deuda deberá honrarse luego de 2024.

Activos y Servicio de Deuda del SPG
%PIB



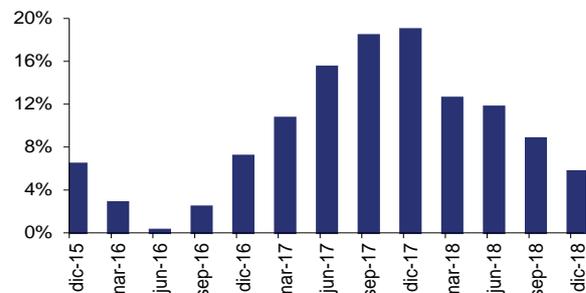
II. La política monetaria en el cuarto trimestre de 2018

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

El 10 de octubre de 2018 el Directorio del BCU, en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM), anunció un rango de crecimiento interanual de 7% a 9% como referencia indicativa para la evolución del agregado M1 ampliado (M1') para el cuarto trimestre del año. Posteriormente, una mayor preferencia por la moneda extranjera junto a un nivel de actividad levemente inferior a

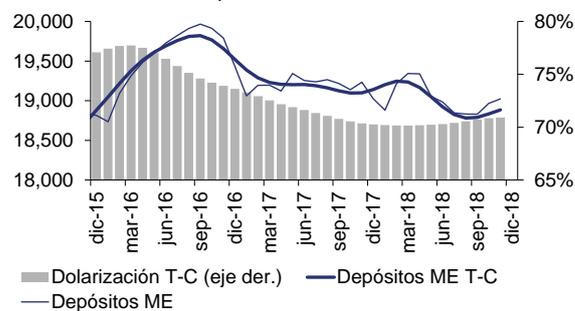
lo esperado dieron lugar a que el agregado creciera a una tasa interanual de 5.6% en el promedio del trimestre, algo inferior al referido rango indicativo.

Comportamiento de M1'
Tasa de variación interanual promedio trimestral



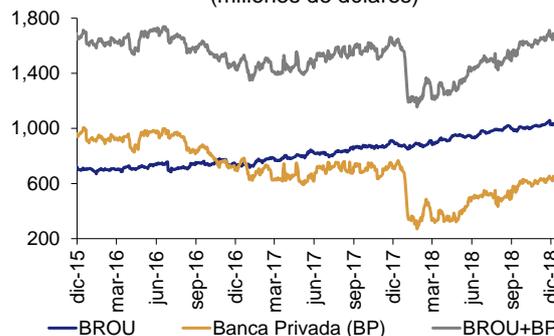
El contexto sigue mostrando indicios de una mayor preferencia por la moneda extranjera por los distintos actores del sector privado, tanto del no financiero como del sistema bancario y de los inversores institucionales. Así, se observó un aumento de los depósitos en dólares de los agentes residentes aumentando levemente el grado de dolarización (el cual se ubica en 71%).

Depósitos en moneda extranjera residentes y grado de dolarización
Saldos promedio millones USD



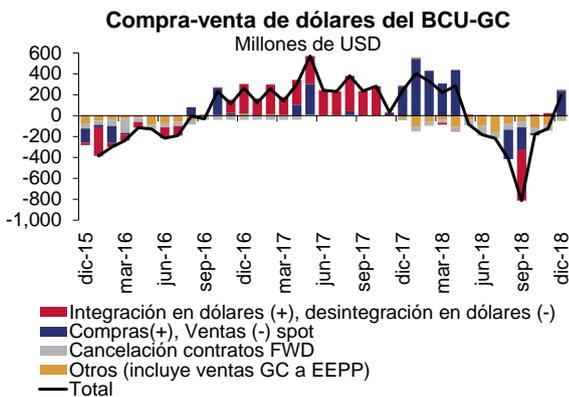
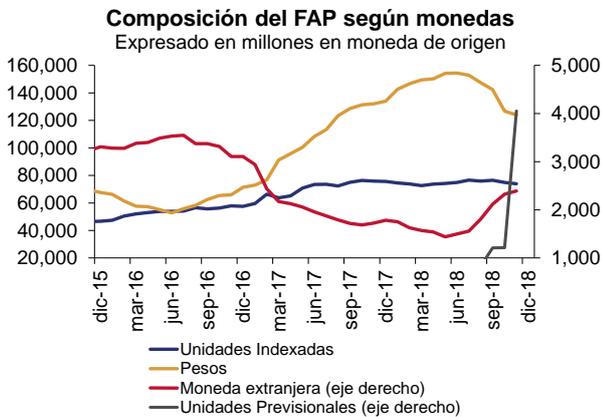
Asimismo, los bancos continuaron aumentando su posición en moneda extranjera, tanto la banca privada como el BROU.

Posición en moneda extranjera bancos
(millones de dólares)

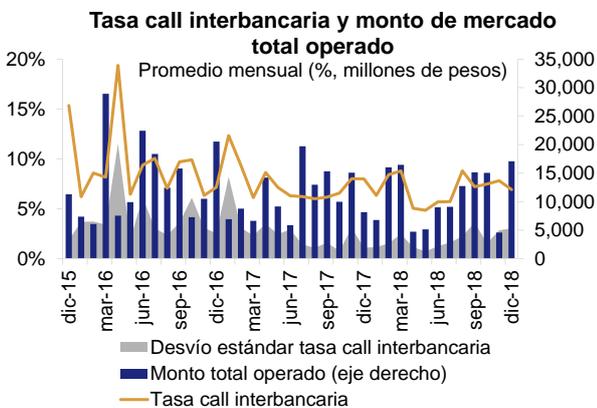


En el mismo sentido, se continuó observando un aumento de la participación de activos en dólares

en el portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP), la que se reflejó principalmente en un aumento de saldos en cuenta corriente en dólares en el BCU.

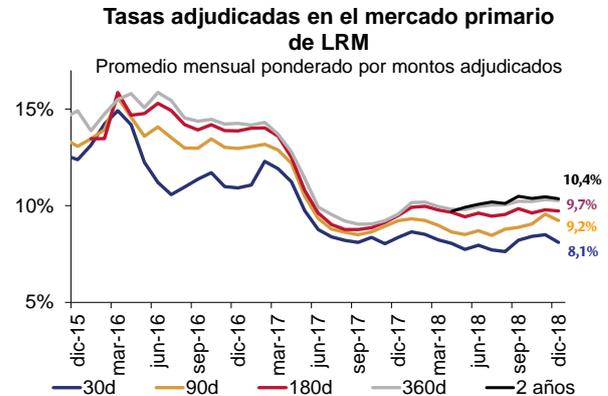


La tasa call interbancaria promedió 7.4% en el trimestre, aumentando en promedio unos 30 puntos básicos (p.b.) respecto al trimestre anterior, sin observarse valores atípicos, ni volatilidad elevada, ni un comportamiento fuera de lo normal en el cumplimiento de encaje de los bancos.

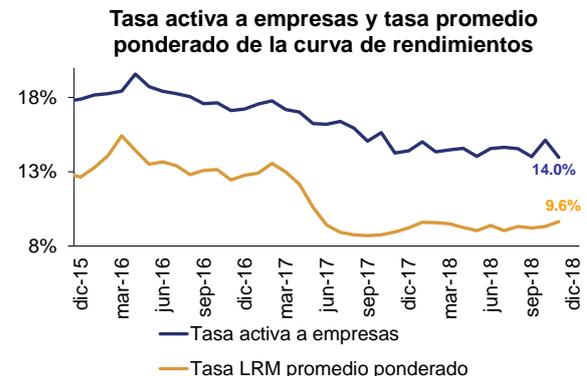
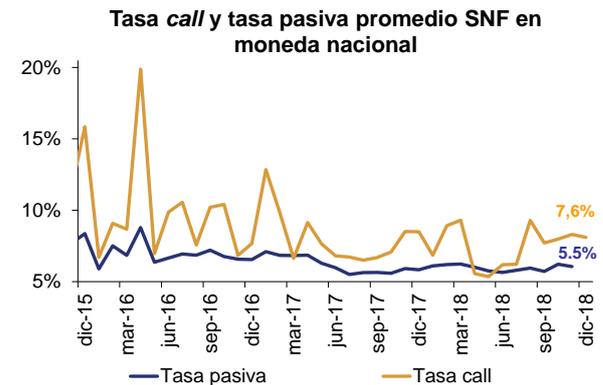


A su vez, la tasa promedio de la curva de rendimientos de las LRM se ajustó al alza en el promedio del trimestre, pasando de 9.2% a 9.5%.

Dicha evolución se focalizó en los plazos más cortos (hasta 180 días), manteniéndose las tasas a uno y dos años sin mayores cambios.



Por su parte, la tasa pasiva bancaria promedio en pesos presentó un ajuste al alza de unos 30 p.b., ubicándose en 5.5% en noviembre, mientras que la tasa activa bancaria promedio en pesos a empresas se mantuvo sin cambios significativos.

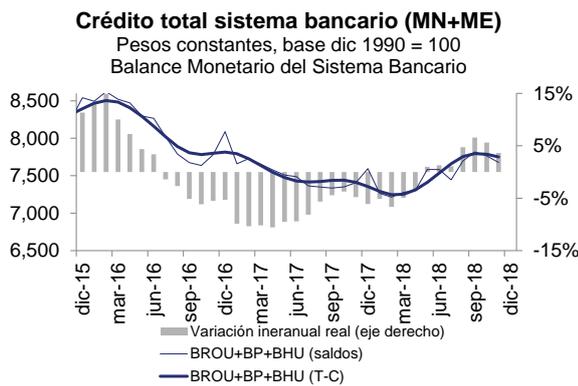


Finalmente, la tasa activa en dólares promedio otorgada a empresas se ubicó en 4.9% en noviembre, nivel similar al del trimestre

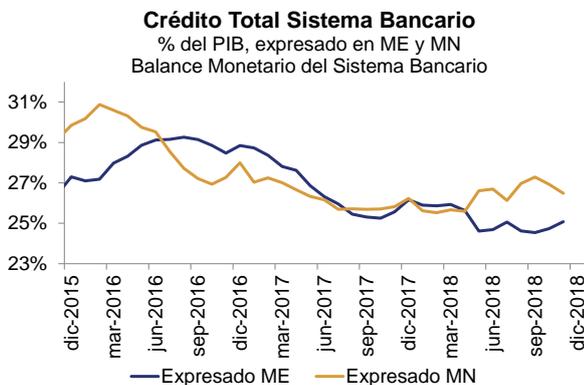
anterior¹¹. Un comportamiento análogo presentó la tasa pasiva promedio en dólares, la cual se ubicó en 0.9% en noviembre.

II.2. Evolución del crédito

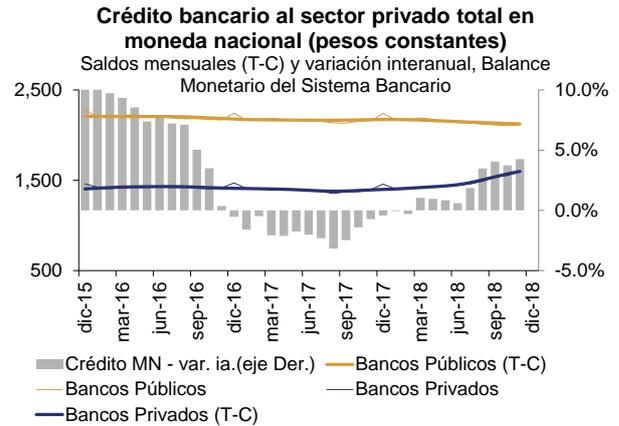
El crédito bancario medido en pesos estaría presentando una incipiente recuperación durante los últimos meses, tanto el concedido en moneda nacional como en dólares, y principalmente en la banca privada.



El crédito total medido en pesos constantes presentó un aumento interanual de 6% (promedio octubre-noviembre), mientras que medido en dólares muestra una retracción en términos reales durante el último año.

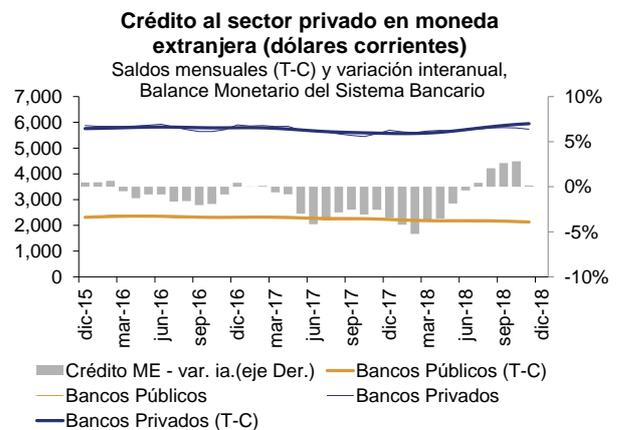


Analizando ambas monedas por separado se observa que en el bimestre octubre-noviembre el crédito en moneda nacional creció a una tasa interanual promedio de 4% en términos reales, tendencia iniciada a partir del tercer trimestre. La misma estaría siendo impulsada por el comportamiento del crédito empresarial e hipotecario, especialmente en la banca privada, mientras que en la banca oficial el crédito ajustó a la baja.



Asimismo, el crédito al consumo otorgado por los bancos también se presentó dinámico, mientras que el concedido por las empresas administradoras de crédito se habría mantenido relativamente estable.

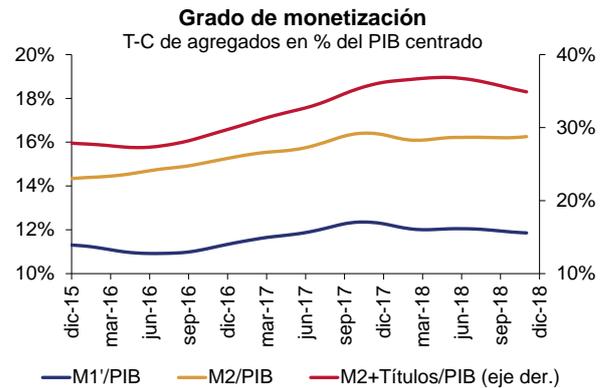
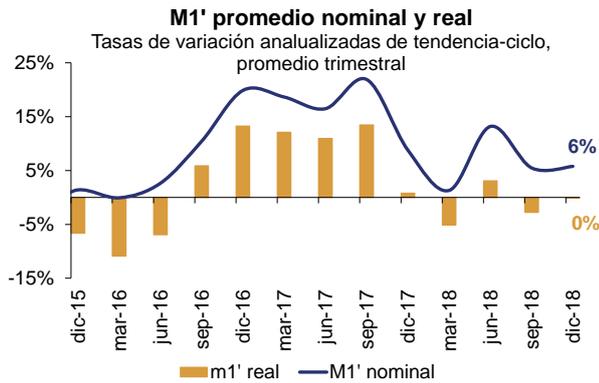
Por otra parte, el crédito en moneda extranjera medido en dólares corrientes aumentó en forma interanual 1.5% (promedio octubre-noviembre), también impulsado por la banca privada.



II.3. Principales agregados monetarios

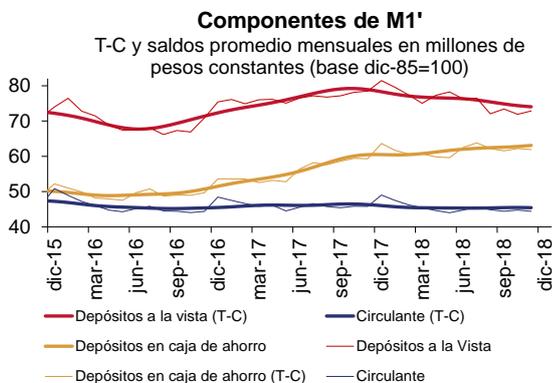
La variación interanual del agregado M1' en el cuarto trimestre promedió 5.6%, lo cual implicó que mantuviera un crecimiento cercano a 6% en tendencia ciclo y cercano a 0% en términos reales.

¹¹ Los picos registrados en la evolución de la tasa activa y en los flujos de crédito corresponden a la renegociación de contratos pactados a tasa variable.



Por otra parte, analizando datos desestacionalizados se constata que M1' presentó una tasa de crecimiento similar a la registrada en el trimestre anterior, la cual se estima en 1.6%.

Este comportamiento del agregado continúa siendo determinado por los depósitos vista, que caen en el promedio del trimestre a una tasa real anualizada de 6% (en tendencia-ciclo). Por otro lado, los depósitos en caja de ahorro continuaron creciendo a una tasa promedio real de 5%, mientras que el circulante se habría mantenido estable en el margen (ambos medidos en tendencia-ciclo).



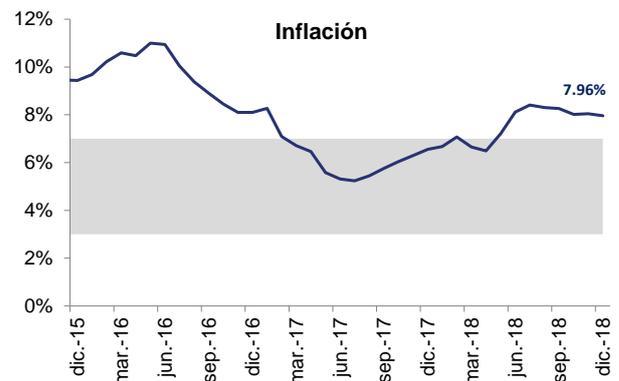
En contraposición, los depósitos a plazo continuaron mostrando una tendencia al alza, presentando un crecimiento real de 13.5% en T-C, impulsados por los depósitos superiores a los 30 días (certificados de depósito en UI y plazo fijo en MN y UI).

Este comportamiento de los agregados, consistente con la mayor preferencia por activos en dólares, implicó que el grado de monetización presentara cierto ajuste a la baja en todas sus mediciones, tanto en la más restringida (M1'/PIB) como en la más amplia (M2 y títulos locales en cartera de residentes).

III. Evolución de los precios

III.1 Análisis de la inflación por componentes

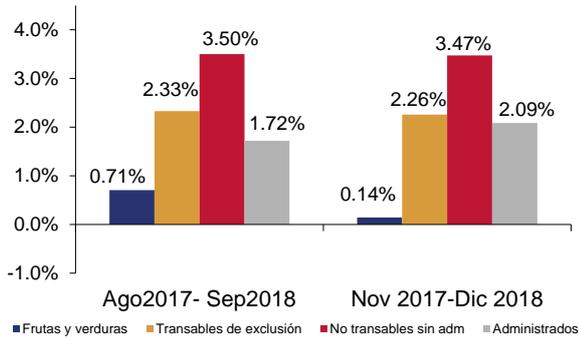
En el año móvil cerrado a diciembre 2018 la inflación *headline* se ubicó en 7.96%, manteniendo una tendencia decreciente desde el registro de julio y ubicándose por encima del rango meta de 3%-7% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM).



Asimismo, la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX también disminuyó levemente, ubicándose en 7.68%, por debajo de la inflación *headline*.

A nivel de componentes, prácticamente todos presentaron variaciones inferiores respecto a septiembre. Por un lado, el IPCX presentó una cierta moderación, al influjo tanto de los precios *No Transables de Mercado* (NTX) como *Transables de Exclusión* (TX) en la medida que los efectos de la depreciación del peso y los *shocks* específicos en algunos alimentos, como carnes y pescados, habrían comenzado a revertirse. Algo similar sucedió en el trimestre con *las frutas y verduras*, donde se diluyen los efectos inflacionarios de la sequía de la primera mitad del año, mientras que los precios *Administrados* actuaron en sentido opuesto, dado que la rebaja del plan "UTE premia" tuvo un impacto menor al del año anterior.

INCIDENCIAS ACUMULADAS EN EL IPC últimos 12 meses



Dentro de los TX se observó una disminución del crecimiento de *Bienes Manufacturados No Comestibles y Carnes y Pescados*, junto a una aceleración en *Servicios Transables y Comidas y Bebidas Diversos*. De esta forma, los TX cierran el año con una variación interanual de 6.84%.

Los NTX presentaron una variación interanual a diciembre de 8.34%, mostrando una leve desaceleración en el margen, al influjo del rubro *Comidas y Bebidas Preparadas Fuera del Hogar*, el donde no se estarían generando efectos de segunda vuelta de la depreciación cambiaría en un marco de demanda doméstica menos dinámica. Cabe destacar la sostenida desaceleración del precio de los *Alquileres*, los que se ubican en niveles compatibles con el centro del rango-meta.

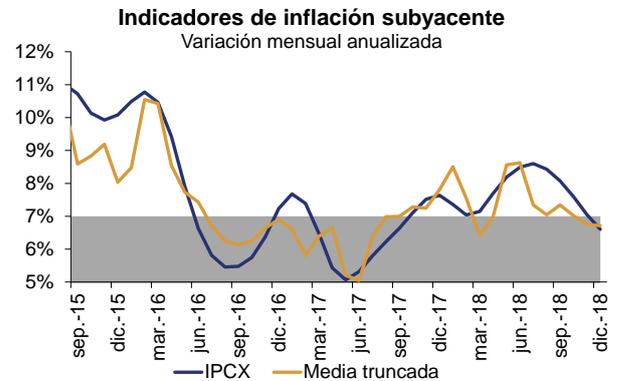
Incidencia según Componentes (var. i. a.)

Incidenias	Variación Interanual		
	sep.-18	dic.-18	Diferencia
IPC	8.26	7.96	-0.30
IPCX	5.83	5.73	-0.10
NTX	3.50	3.47	-0.03
Panes y cereales	0.41	0.44	0.03
Alquileres	0.25	0.25	-0.01
Comidas y Bebidas FH	1.04	0.98	-0.06
Bienes y Serv Diversos	1.19	1.20	0.01
Enseñanza	0.37	0.37	0.00
Servicio Doméstico	0.24	0.24	0.00
TX	2.33	2.26	-0.07
Alimentos y bebidas diversos	0.49	0.55	0.06
Carnes y Pescados	0.59	0.54	-0.05
Bienes Manuf No Comes	1.07	1.00	-0.07
Servicios transables	0.18	0.18	0.00
IPC Resto	2.43	2.23	-0.20
Frutas y Verduras	0.71	0.14	-0.56
Administrados	1.72	2.09	0.37
Tarifas	0.77	1.12	0.34
Cigarrillos	0.32	0.32	0.00
Resto Adm	0.62	0.65	0.03

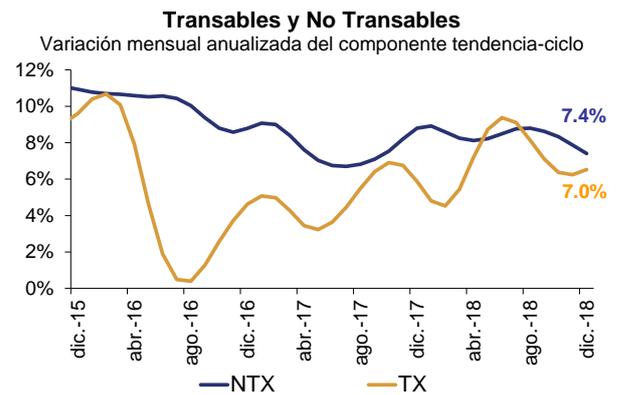
III.2 Inflación subyacente y difusión

Los indicadores más actualizados de inflación subyacente dan cuenta de una desaceleración en el trimestre. Esto se observa al analizar la variación mensual anualizada del componente tendencia-ciclo tanto del indicador de exclusión

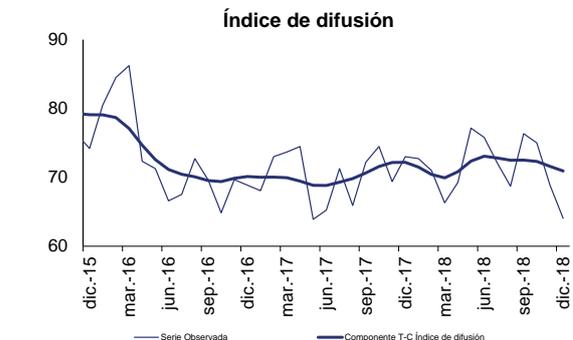
(IPCX) como de la media troncada, los cuales se ubican dentro del rango-meta en el margen.



Esta evolución del IPCX estaría impulsada por el componente NTX, al tiempo que los TX presentarían cierta estabilidad en el margen.



Por su parte, el índice de difusión¹² se ubicó en 71% en T-C en diciembre, mostrando una leve desaceleración en el margen.

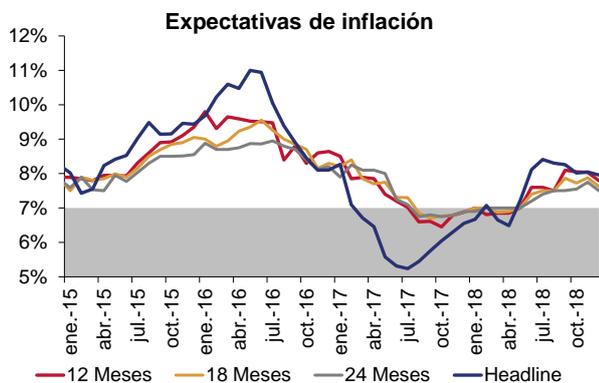


III.3 Expectativas de inflación

En el último trimestre se observó un descenso de la mediana de expectativas de inflación de los

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

analistas recopilada por el BCU para los plazos más cortos, que son los que presentan una mayor correlación con la inflación efectiva. En particular, la reducción para los horizontes de 12 y 18 meses fue de 30 puntos, pasando de 8,1% a 7.8% a 12 meses y de 7.9% a 7.6% a 18 meses), comparando diciembre con setiembre. Mientras tanto, para el horizonte de 24 meses (horizonte de la política monetaria) las expectativas se mantuvieron estables en 7.5% a pesar que la inflación *headline* se ha ubicado por encima de este valor desde la aceleración de mayo-junio 2018.



IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

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

Al cierre de 2018 la inflación *headline* se ubicó en 7.96%, disminuyendo respecto al registro de setiembre 2018 (8,26%) y manteniéndose por encima del rango-meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (3%-7%).

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX, también mostró una reducción en el trimestre y se ubicó en 7.68%, por debajo de la inflación *headline*.

La menor depreciación del peso respecto a trimestres previos, acuerdos salariales en línea con las pautas oficiales y la reversión de shocks específicos sobre alimentos determinaron una senda decreciente de la inflación en el trimestre. De esta forma, no se estarían registrando efectos de segunda vuelta de los shocks cambiarios anteriores.

Esto se ha reflejado en las expectativas de inflación, las que se mantienen incambiables respecto al trimestre anterior en 7.5% al final del horizonte de política según la mediana de las expectativas de inflación relevadas por el BCU. En este contexto, la consistencia de las políticas

macroeconómicas y el sesgo contractivo de la política monetaria resultan fundamentales para consolidar el proceso de convergencia de las expectativas al rango-meta.

IV.2 Contexto internacional

El contexto internacional se ha ido tornando más desfavorable en los últimos meses, pautado por el agravamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, el incremento de la volatilidad financiera global, el aplanamiento de la curva de rendimientos de los bonos americanos y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores, factores que solo se han compensado parcialmente por las señales de menores subas de tasas por parte de la Fed. En un marco de mayor pesimismo de los agentes económicos, las proyecciones de crecimiento mundial se han venido ajustando a la baja.

El deterioro de las condiciones económicas y financieras a nivel mundial ha afectado a las economías emergentes, provocando menores entradas netas de capitales (incluso salidas en algunos países) y un aumento de las primas de riesgo soberano, especialmente en aquellas economías con fundamentos más débiles.

Los precios de los commodities también están sufriendo presiones a la baja, influidos por las preocupaciones crecientes sobre el proceso de desaceleración de la economía china. En este contexto, es de destacar el mejor desempeño relativo de los productos alimenticios respecto a los energéticos y los metálicos.

A nivel regional se registran indicios de corrección de los desequilibrios macroeconómicos y una mayor tranquilidad en el mercado de cambios en Argentina, en un marco de caída de la actividad, mayor inflación, mayor percepción de riesgo y aumento de la incertidumbre política por el ciclo electoral relativo a las elecciones presidenciales de octubre. En este contexto se comenzó a evidenciar una corrección de precios relativos. En Brasil, el gobierno electo cuenta con la confianza de los mercados en el corto plazo, pero se enfrenta al desafío de la realización de reformas.

IV.3 Contexto interno

La economía uruguaya se expandió en el tercer trimestre del año 2.1% respecto a un año atrás, mientras que medido en términos desestacionalizados el nivel de actividad se mantuvo estable respecto al trimestre anterior.

Los sectores que más contribuyeron a esta expansión fueron “transporte almacenamiento y comunicaciones” y “actividades primarias”, en tanto que el resto de los sectores contribuyeron en forma negativa. Desde la perspectiva de la demanda, el motor de crecimiento continuó

siendo el consumo privado, destacándose la reducción de las exportaciones como resultado de la menor cosecha de soja derivada de la sequía.

La evolución de los indicadores adelantados del cuarto trimestre muestra señales mixtas: por un lado se observa cierta debilidad en los indicadores relacionados al consumo y caídas en las importaciones de bienes intermedios, mientras que se verifica un aumento en las exportaciones y una mejora en algunas ramas industriales. En base a estos indicadores, no es de esperar cambios significativos en la tendencia del PIB para el cuarto trimestre del año.

La cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un superávit de 1.0% del PIB en el año móvil a setiembre 2017 a un déficit de 0.7% del PIB en los 12 meses a setiembre de 2018, reflejando el ajuste gradual del exceso del gasto sobre el ingreso del sector privado, mientras que el déficit del sector público (incluidos los bancos públicos) se mantuvo en 3.0% del PIB.

El TCRE global, que mide la capacidad de competencia de los bienes y servicios uruguayos respecto a los principales socios comerciales, se depreció en el último trimestre del año 1.8% en promedio, guiado por la dinámica de los precios relativos en Argentina, pautados por una apreciación nominal y una elevada tasa de inflación. De esta forma, la brecha entre el tipo de cambio real observado y el nivel determinado por sus fundamentos macroeconómicos comenzó a corregirse. En tanto, la rentabilidad del sector exportador –medida por el IEPU– ha mostrado una leve tendencia creciente en los últimos meses, ubicándose en un nivel similar al de fines de 2017.

En el frente fiscal, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos del PIB como la composición de la deuda bruta por monedas y por plazos reflejan una situación fiscal confortable, la que coincide con la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano.

Finalmente, en el tercer trimestre la cantidad de dinero se expandió 5.6% interanual, algo por debajo del rango de referencia indicativo de 7%-9% anunciado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM. Esta desaceleración continuó reflejando una mayor preferencia por la moneda extranjera por parte de inversores institucionales y del sector privado no financiero. Puntualmente, durante diciembre se registró una presión vendedora estacional, por lo que el Banco Central adquirió dólares en el mercado a efectos de evitar presiones excesivas sobre el tipo de cambio. Sin embargo, el panorama general sigue marcando un cambio de portafolio hacia la moneda extranjera en un contexto de fortalecimiento global del dólar.

IV.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

El escenario base que constituye el marco para la toma de decisiones de política monetaria luce más desfavorable que el trimestre anterior, determinado por la profundización de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, las menores perspectivas de crecimiento de algunas economías y las vulnerabilidades macroeconómicas de algunas economías emergentes de gran tamaño. A esto se suma un contexto regional incierto, pautado por una recuperación incipiente de la economía brasilera, una caída adicional del nivel de actividad en Argentina y un mayor riesgo político asociado a las elecciones de octubre.

En este marco, se prevé que la economía uruguaya continúe creciendo, aunque a tasas inferiores a su crecimiento potencial, en virtud de las fortalezas que se han venido construyendo, como la diversificación de la producción y de las exportaciones, la reducida vulnerabilidad fiscal y financiera, y la estabilidad institucional.

Del lado de la oferta, los principales sectores que contribuirían al crecimiento serían el agropecuario, al revertirse el efecto negativo de la sequía ocurrida a fines de 2017 y principios de 2018), el transporte y comunicaciones y la construcción. Del lado de la demanda, el motor de crecimiento continuaría siendo el consumo privado, a lo que se agrega la inversión pública, impulsada por los proyectos de participación público privada en vialidad y el comienzo del proyecto del ferrocarril central, y en menor medida las exportaciones.

El mantenimiento del sesgo contractivo de la política monetaria y la implementación de los lineamientos del Poder Ejecutivo en la ronda de negociación salarial contribuirán a reducir las presiones inflacionarias y para que la inflación retorne al rango-meta en el horizonte de política.

Este escenario base está sujeto a una serie de riesgos. A nivel global los principales riesgos identificados refieren a una agudización de las tensiones comerciales y mayor incertidumbre y aversión al riesgo en los mercados financieros. Estos eventos tendrían impactos negativos en el comercio y el crecimiento mundiales, los precios de los *commodities* y las condiciones financieras internacionales, induciendo salidas de capitales de los mercados emergentes.

A nivel regional, el mantenimiento de los desequilibrios macroeconómicos y la dificultad de implementar reformas estructurales podrían determinar una reversión del proceso de recuperación económica en Brasil y una profundización del ciclo recesivo en Argentina.



Este escenario regional adverso estaría acompañado por mayor volatilidad financiera, salida de capitales, presiones al alza sobre los riesgos soberanos y ajustes adicionales de los precios relativos en detrimento de la economía uruguaya.

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

IV.5 Decisiones de política monetaria

Tomando en consideración el diagnóstico precedente y en 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 2019 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango de entre 6% y 8% interanual. Esta referencia es consistente con la convergencia de la inflación al rango meta y la evolución de la actividad en línea con el producto potencial en el horizonte de política monetaria.

IV.6 Gestión de la política monetaria

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

La trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría diferir de ésta 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.