



BCU

Informe de Política Monetaria

Cuarto trimestre 2019

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

La firma de la primera fase del acuerdo comercial entre Estados Unidos y China luego de casi un año y medio de conflicto generó condiciones financieras globales más benignas y expectativas económicas más alentadoras. Como parte del acuerdo, China se comprometió a aumentar las compras de bienes agrícolas, aunque no especificó montos, lo cual añadió cierta incertidumbre. Asimismo, el enlentecimiento de la actividad global en los meses precedentes llevó a los principales bancos centrales a profundizar el sesgo expansivo de su política monetaria, lo que también contribuyó a mejorar las condiciones financieras y el apetito por el riesgo por parte de los inversores. En ese contexto, los mercados accionarios exhibieron importantes ganancias, las tasas de interés de largo plazo se elevaron en Estados Unidos y el valor del dólar cedió respecto a otras divisas.

Tras la suba del riesgo país en las economías emergentes en noviembre, en parte como resultado de la demora en concretar el acuerdo comercial, las primas de riesgo soberano se redujeron, ubicándose en niveles inferiores a los del trimestre anterior. Del mismo modo, las monedas se recuperan frente al dólar desde inicios de diciembre, luego de haberse debilitado en los meses previos.

Los precios de los *commodities* subieron en el trimestre, también impulsados por la perspectiva del fin del conflicto comercial. Asimismo, cada producto específico se vio afectado de forma diferente según las condiciones de oferta y demanda en su mercado.

Actividad global

Las principales economías continúan exhibiendo bajo dinamismo y las proyecciones de crecimiento permanecen bajas. En la región, Argentina profundizó el control de cambios en un marco recesivo y en procura de la renegociación de su deuda, mientras que Brasil confirmó una moderada reactivación.

En Estados Unidos la actividad se expandió 2.1% en el tercer trimestre (tasa desestacionalizada y anualizada), cifra similar a la del segundo trimestre y superior a la esperada por los analistas. El consumo privado volvió a ser el componente más dinámico, mientras que el gasto público también contribuyó positivamente, aunque su efecto se sigue disipando conforme llega a su fin el actual plan de estímulos. Por su parte, las exportaciones netas y la inversión, componentes afectados por el conflicto comercial, volvieron a tener un aporte negativo. Los datos de

mayor frecuencia presentan señales mixtas en el cuarto trimestre, lo que anticipa que la actividad estaría creciendo a un ritmo similar al observado en el tercero. Asimismo, los datos del mercado laboral siguen mostrando fortaleza. El Fondo Monetario Internacional (FMI) recortó su proyección de crecimiento para 2019 (de 2.6% a 2.4%) y elevó la de 2020 (de 1.9% a 2.1%).¹

La actividad de la Zona Euro creció 0.2% desestacionalizado en el tercer trimestre, cifra idéntica a la del trimestre previo. Continúa preocupando el bajo dinamismo de Alemania, afectada por la caída en el comercio global, al tiempo que España se mantiene como la que más contribuye al crecimiento del bloque, pese a la incertidumbre política. Algunos conflictos políticos de larga duración, como el *Brexit*, comienzan a encaminar una solución o reducen su intensidad, como el presupuesto de Italia. De todos modos, la confianza de los agentes aún no se recupera, lo que impacta en las perspectivas de crecimiento. En tal sentido, el FMI bajó su proyección para 2019 (de 1.3% a 1.2%) y para de 2020 (de 1.6% a 1.4%).

En China la actividad creció 6.0% interanual (1.2% desestacionalizado) en el tercer trimestre, marcando una nueva desaceleración. Indicadores de alta frecuencia estarían señalando que la desaceleración continuó en el cuarto trimestre. El menor dinamismo obedece principalmente a factores domésticos, como la debilidad del consumo y la inversión y el proceso de saneamiento de la banca en las sombras. El conflicto comercial también tiene secuelas, las que no serán revertidas en el corto plazo pese al reciente acuerdo. En este marco, el gobierno tomó medidas fiscales y monetarias adicionales para apuntalar la actividad. Sin embargo, la preocupación por la estabilidad financiera y la aceleración de la inflación dado el *shock* de oferta ocasionado por la fiebre porcina limitan su capacidad de respuesta. El FMI revisó levemente a la baja sus proyecciones para 2019 (de 6.2% a 6.1%) y 2020 (de 6.0% a 5.8%).

Mercados financieros e inflación

El acuerdo de fase 1 entre Estados Unidos y China, junto a la profundización del sesgo expansivo de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales, impactó positivamente en el ánimo de los inversores. De esta forma, se incrementó el apetito por el riesgo, lo que condujo a una salida de los activos considerados más seguros en búsqueda de mayor rentabilidad, lo que presionó al alza a las tasas largas de los *Treasuries*.

¹ *Perspectivas de la economía mundial*. FMI, octubre de 2019.

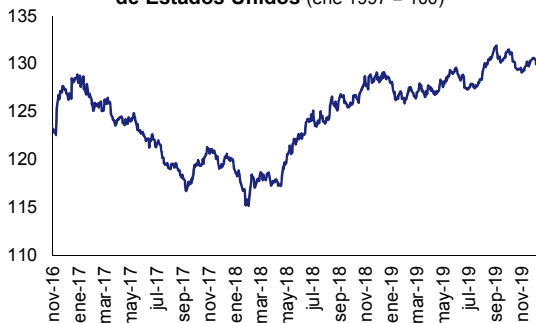
Tasa de retorno de los Treasuries
(promedio diario en %)



Fuente: Fed.

Paralelamente, el dólar revirtió la apreciación del trimestre anterior a nivel global.

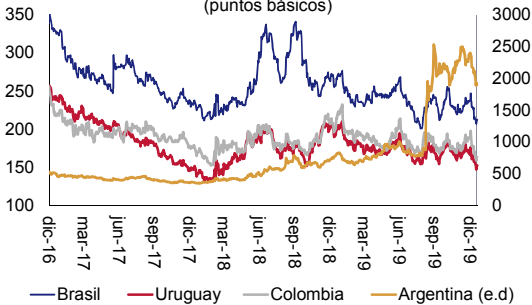
Dólar ponderado por comercio de Estados Unidos (ene 1997 = 100)



Fuente: Fed.

La menor aversión al riesgo se advierte también en las economías emergentes, conduciendo a un ingreso de capitales y a una reducción de su riesgo soberano durante las últimas semanas.

EMBI
(puntos básicos)



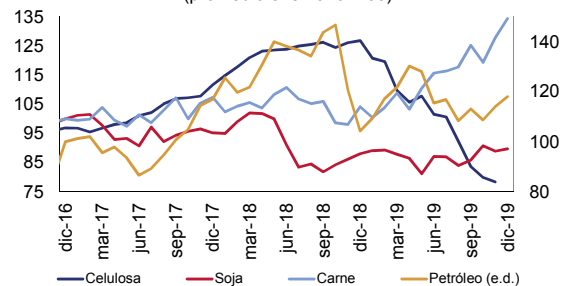
Fuente: Bloomberg.

Commodities

Al igual que otros activos, las materias primas muestran mejores perspectivas, más allá de la importancia de la condiciones de oferta y demanda en cada mercado específico. En particular, entre los *commodities* que Uruguay exporta, el precio de la carne continuó aumentando fuertemente por el efecto de la fiebre porcina en China, al tiempo que el precio de la soja se vio beneficiado por las expectativas de mayores compras por parte de China. Por el

contrario, el precio de la celulosa siguió cayendo ante una conjunción de demanda débil y exceso de oferta. Mientras tanto, el petróleo mostró cierto aumento en el trimestre.

Precio de commodities relevantes para Uruguay
(promedio ene 2016=100)

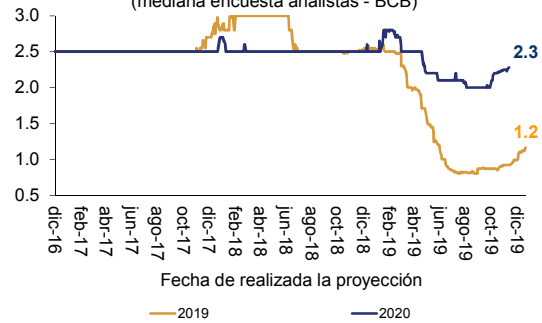


Fuente: Bloomberg e INAC

La región

En Brasil el PIB creció 0.6% desestacionalizado en el tercer trimestre, por encima de lo esperado por los analistas y sumando al aumento de 0.5% del segundo trimestre. El mismo fue impulsado por la industria y los servicios, mientras que por el lado del gasto el principal motor ha sido el consumo, apuntalado por el aumento del crédito y la liberación de fondos acumulados en forma obligatoria por los trabajadores asalariados (FGTS). Asimismo, la inversión se recuperó al influjo de la construcción, luego de dos años de estancamiento. Las perspectivas de crecimiento continuaron mejorando y se ubican actualmente en 1.2% para 2019 y 2.3% para 2020.

Brasil: crecimiento esperado
(mediana encuesta analistas - BCB)

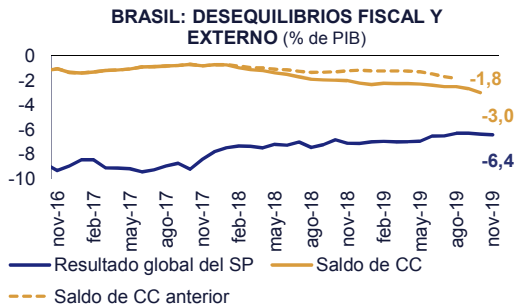


Fuente: BCB

La inflación interanual se aceleró en noviembre, impactada por el aumento del precio de la carne; de todas formas, se ubicó en 3.3%, por debajo del objetivo central del Banco Central de Brasil (BCB). En este contexto, en su reunión de diciembre el BCB volvió a recortar la tasa *Selic* en 50 pb por cuarta reunión consecutiva, alcanzando un mínimo histórico de 4.5%.

Del punto de vista de los desequilibrios macroeconómicos, se continuaron registrando mejoras en el resultado primario, con lo que se alcanzará con holgura la meta fijada para el año.

El resultado global permaneció estable, ya que se registró un aumento de gasto en intereses. Por su parte, cambios metodológicos en la estimación del saldo de cuenta corriente determinaron un déficit superior al que se registraba con la metodología previa: en el año móvil cerrado en setiembre el déficit externo en términos del PIB pasó de 1.8% según el guarismo anterior a 3.0% según la nueva metodología.



Fuente: BCB

Asimismo, tras la aprobación del proyecto de reforma de la seguridad social en el Congreso, hito importante hacia la corrección de mediano plazo de las cuentas públicas, el ejecutivo impulsa su agenda reformista, que incluye la creación de un Consejo Fiscal, la reformulación de la relación entre los Estados y la Federación y una reforma tributaria. De todos modos, es importante señalar que varias de estas reformas necesitan mayorías especiales por tratarse de enmiendas constitucionales.

En Argentina, el gobierno saliente tomó medidas tendientes a limitar la volatilidad financiera durante el período de transición, como la profundización del cepo cambiario y la reprogramación de las letras de corto plazo. De esta forma, se logró enlentecer sensiblemente la salida de depósitos en dólares y se frenó la caída de reservas en el corto plazo. Luego, el gobierno entrante aprobó un impuesto de 30% a la compra de dólar oficial y a las transacciones en el exterior, e implementó un ajuste fiscal. Más allá del efecto que tengan sobre la actividad, estas medidas fueron bien recibidas por los mercados, lo que se reflejó en un descenso del riesgo país de unos 500 pb.



Fuente: BCRA.

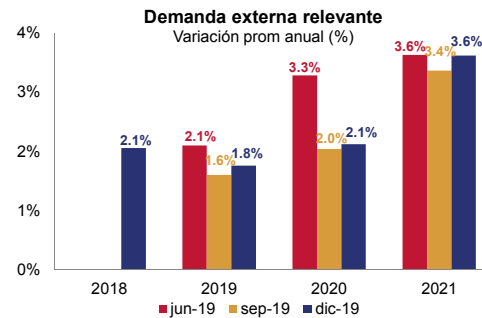
El PIB tuvo un crecimiento desestacionalizado de 0.9% en el tercer trimestre, tras seis caídas consecutivas. Esta expansión fue producto del crecimiento en dos sectores primarios; mientras tanto, todos los restantes sectores continuaron su caída. Entre los componentes del gasto, el crecimiento fue explicado por las exportaciones netas y en cierta medida por el consumo, mientras que la inversión se mantuvo estable en niveles casi un 30% por debajo de los de fines de 2017.

La inflación volvió a acelerarse en el margen, cortando la incipiente recuperación de los ingresos reales, lo que tendrá impactos negativos en el consumo privado. Asimismo, el cepo cambiario y los impuestos a la compra de dólares elevaron la brecha entre el tipo de cambio oficial y el informal, la que se ubica cercana a 20%. En este contexto, se espera una caída de la actividad tanto en 2019 (-2.9%) como en 2020 (-1.9%).

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”).

Se espera que la demanda externa relevante para Uruguay crezca a un ritmo levemente superior al previsto en el trimestre anterior, explicado por un crecimiento esperado más alto en Brasil que compensa la leve revisión a la baja del resto de los socios comerciales.



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

Crecimiento del PIB (en términos reales)

	2018	2019	2020
PIB externo relevante	2.0%	1.6%	2.0%
Economías avanzadas	2.3%	1.7%	1.7%
Estados Unidos	2.9%	2.4%	2.1%
Zona Euro	1.9%	1.2%	1.4%
Japón	0.8%	0.9%	0.5%
Economías emergentes	4.5%	3.9%	4.6%
China	6.6%	6.1%	5.8%
Brasil	1.1%	0.9%	1.8%
Argentina	-2.5%	-2.9%	-1.9%

Fuentes: FMI (World Economic Outlook), *Tendencias y Ecolatina*.

El escenario financiero internacional se presenta algo más favorable para las economías emergentes, como consecuencia de las bajas tasas de interés y el acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, aunque dicho acuerdo es limitado y deja fuera algunos de los temas más controvertidos, por lo que no se descartan nuevos períodos de confrontación en los próximos meses, que puedan impulsar la aversión al riesgo de los inversores. En este marco, se prevé estabilidad en los términos de intercambio para 2020 y 2021.

Riesgos sobre el Escenario Base

Este escenario base está sujeto a una serie de riesgos. A nivel global el principal riesgo está relacionado con nuevos episodios del conflicto entre Estados Unidos y China que podrían determinar una desaceleración más pronunciada de la economía china² y una recesión en algunas economías avanzadas. Eventos de esta naturaleza impactarían en forma negativa en el comercio mundial, los precios de los *commodities* y las condiciones financieras internacionales.

A nivel regional el principal riesgo continúa siendo el de un deterioro adicional de la situación de Argentina.

En caso de materializarse alguno de estos eventos tendría efectos adversos sobre el nivel de actividad, la senda prevista para la inflación, la evolución del tipo de cambio y de las demás variables macroeconómicas relevantes, por lo que son motivo de preocupación y monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

² A lo que pueden agregarse las consecuencias de la epidemia causada por el Coronavirus.

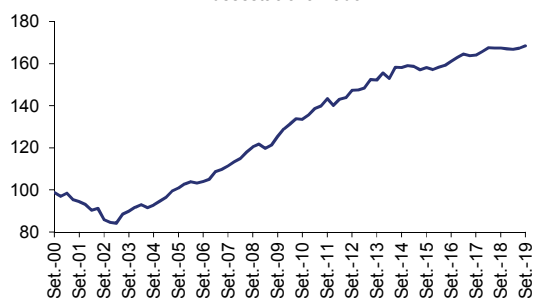
I.2. La economía uruguaya

I.2.1. Nivel de actividad y empleo

El tercer trimestre de 2019

A pesar del entrecimiento global referido anteriormente y de la inestabilidad y desequilibrios regionales, la actividad en el tercer trimestre presentó un incremento del 0.9% respecto al mismo trimestre del año anterior, mientras que se expandió 0.6% respecto a abril-junio en términos desestacionalizados, luego de exhibir un crecimiento moderado en el trimestre previo.

Evolución del PIB
IVF desestacionalizado



A nivel de sectores, los que mostraron una mayor expansión fueron *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (3.5%), *Industrias manufactureras* (2.7%) y *Suministro de electricidad gas y agua* (SEGA) (1.2%). En el primer caso, el incremento se debió a la expansión de las comunicaciones y en menor medida de los servicios de transporte y almacenamiento en el marco de una mejor zafra de cultivos de verano. El incremento en la *Industria manufacturera* se concentró en las ramas exportadoras como celulosa y jarabes y concentrados, que más que compensaron la caída en frigoríficos, mientras que el sector SEGA fue impulsado por la generación de energía con fuentes renovables.

Por otro lado, *Actividades primarias* (-7.8%) y *Construcción* (-3.6%) mostraron descensos. En el primer caso, se registró una menor producción en el sector pecuario que no fue compensada por la mayor producción en los sectores agrícola y silvícola. En el caso de la construcción, la caída se fundamenta en la menor construcción edilicia.

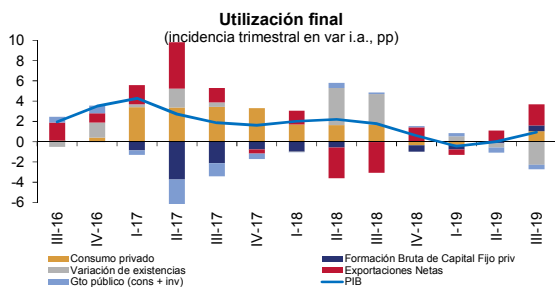
Asimismo, también se registró un aumento en las importaciones de bienes y servicios (1.6% respecto al mismo trimestre de 2018), por lo que la oferta final de la economía se expandió 1,1% en términos interanuales. Las mayores importaciones son explicadas por los servicios turísticos y en menor medida por los bienes de consumo y de capital.

Finalmente, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 9.3% interanual ante

mayores ventas de soja, mientras que las exportaciones de madera, ganado en pie y de servicios turísticos se redujeron.

Por otra parte, la demanda interna mostró una caída interanual de 1.1%, al influjo de la desacumulación de stocks de productos agrícolas terminados, principalmente soja, mientras que la *Formación bruta de Capital fijo* (FBKF) y el *Gasto de consumo final* presentaron leves incrementos.

A nivel sectorial, el aumento en la FBKF se compone de un incremento en el sector privado y un descenso en el sector público, mientras que a nivel de tipo de activo este incremento responde a *maquinaria y equipos*. En el caso del consumo, se verificó un aumento de 1.3% en el *Gasto de consumo final de hogares e IPSFL* junto a un *Gasto de consumo final de gobierno estable*.



Indicadores de actividad del cuarto trimestre de 2019

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

En octubre el Índice de Volumen Físico (IVF) de la Industria Manufacturera mostró una contracción de 8.8% interanual, tanto por una menor producción de las grandes ramas (-11%) como del IVF de exclusión (-7.8%). En el margen, la actividad de la industria también se redujo (-0.6% frente el mes previo, componente tendencia-ciclo (T-C)), explicado por el IVF de exclusión.

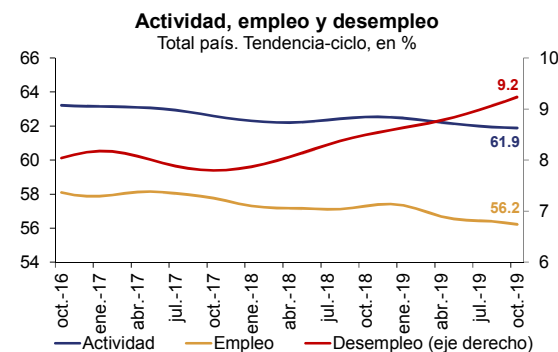
Paralelamente, el componente T-C de las importaciones de bienes intermedios sin energéticos muestra una tendencia a la baja, mientras que las importaciones de bienes de capital se mantienen estables en el margen, ambas en términos constantes.

Por su parte, las exportaciones de bienes medidas en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) muestran una tendencia al alza en los últimos meses, lideradas por la carne y la madera. Así, en el promedio octubre-noviembre las exportaciones en términos constantes aumentaron 1.4% frente al tercer trimestre en la medición T-C. Por el contrario, las exportaciones de servicios turísticos muestran una tendencia a la baja desde agosto. En el promedio octubre-noviembre el gasto de turistas en términos

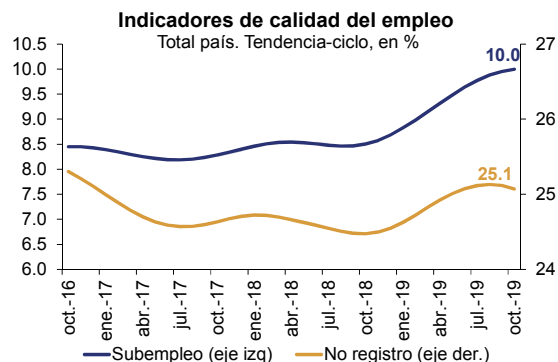
constantes se redujo 3% en relación a julio-setiembre (medición T-C), ante un menor gasto de turistas argentinos.

Finalmente, los indicadores del consumo muestran comportamientos disímiles: el componente T-C de las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en dólares constantes aumentó 1.1% (promedio octubre-noviembre frente al tercer trimestre), mientras que las ventas de autos 0 km se redujeron 2.6% en la misma comparación. Por último, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) en el promedio de octubre-noviembre se ubicó por encima del promedio del tercer trimestre, permaneciendo en zona de moderado pesimismo.

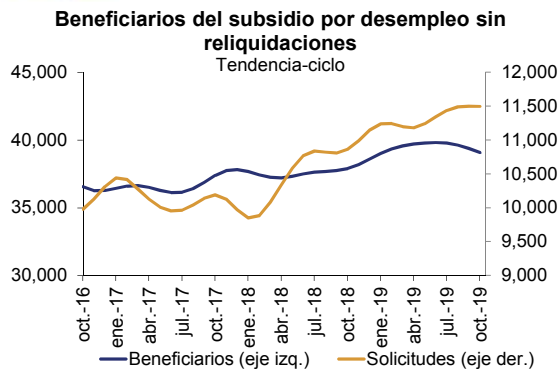
Empleo e ingresos



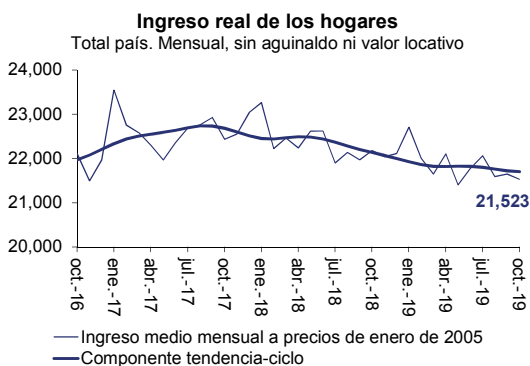
En octubre 2019 la tasa de empleo se ubicó en 56.5% de la Población en Edad de Trabajar (PET). En el mismo período la tasa de actividad presentó un descenso de ocho décimas, ubicándose en 62.0% de la PET. En ese marco, la desocupación mostró un aumento de dos décimas y se situó en 8.8% de la Población Económicamente Activa (PEA). En términos de cantidades, en el acumulado a octubre existen unos 5.000 puestos de trabajo menos respecto a igual periodo de 2018.



La información de BPS sobre seguro de desempleo muestra un mejor desempeño relativo, ya que en el margen las solicitudes otorgadas permanecen estables mientras que los beneficiarios presentan una tendencia a la baja, ambos en niveles más altos que los de 2018.



Finalmente, en el margen el poder adquisitivo de los hogares para el total del país se mantiene relativamente estable (datos a octubre en términos de T-C). Por fuentes de ingresos se observa un descenso de los ingresos salariales, un leve aumento de los ingresos por cuenta propia y estabilidad de las pasividades.

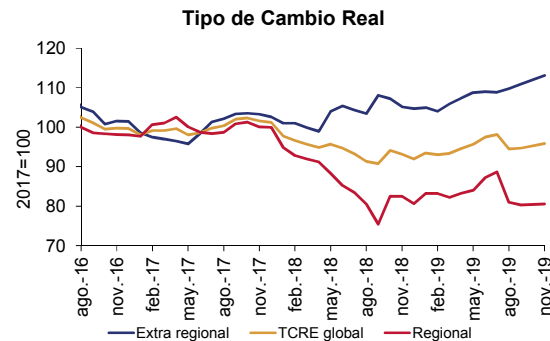


1.2.2. Sector externo

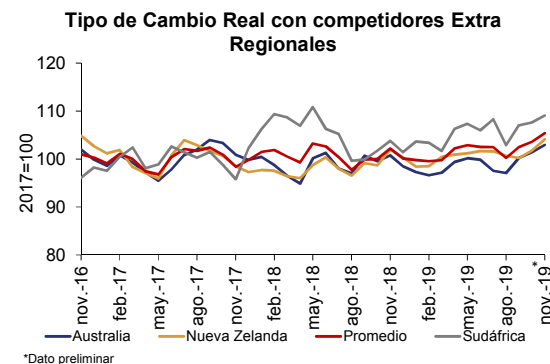
Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global mostró una leve depreciación de 0.6% en octubre-noviembre con respecto al promedio del tercer trimestre, impulsado por la extra-región (depreciación de 3.9%), mientras que se continuó observando una apreciación a nivel regional – en concreto, de 3.3% - al influjo de la relación bilateral con Argentina, país que exhibe una situación de alta volatilidad macroeconómica.

Por otro lado, en la comparación interanual se verifica una depreciación real de 3.9%, con los mismos determinantes: depreciación respecto a la extra-región (9.4%) y apreciación regional (2.3%).



Por su parte, en el mismo periodo el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos se depreció 2.7%. A nivel de país, en este lapso Uruguay se abarató 4.0% frente a Australia, 2.1% frente a Sudáfrica y 2.1% con respecto a Nueva Zelanda. En la comparación interanual se observa una depreciación de 3.1% en noviembre.



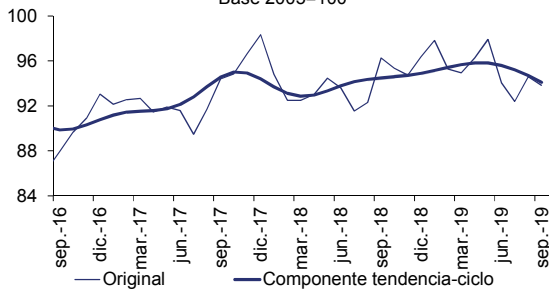
Asimismo, el TCR de fundamentos en términos desestacionalizados se depreció levemente en el último trimestre, como resultado del deterioro de los términos de intercambio y en menor medida del descenso de la relación gasto privado/PIB, parcialmente compensado por la productividad relativa y el aumento del gasto público/PIB.

Finalmente, el Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora³, que está disponible con mayor rezago, presentó una caída de 1.1% en el tercer trimestre frente al segundo en la medición T-C, mientras que en la comparación interanual se mantuvo estable (suba de 0.2% en el promedio de julio-setiembre).

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

Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora

Base 2005=100

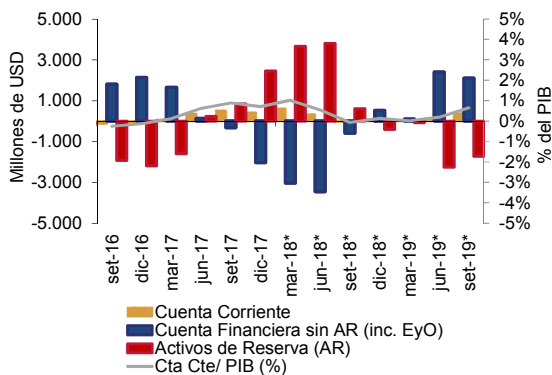


Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

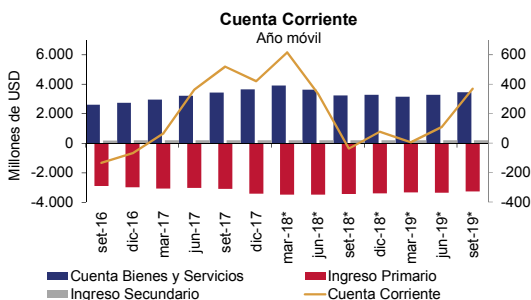
En el año culminado en setiembre 2019 la economía uruguaya presentó un superávit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 368 millones de dólares (0.6% del PIB), mientras que en igual trimestre del año anterior había registrado un déficit de 0.1% del PIB.

Principales componentes Balanza de Pagos

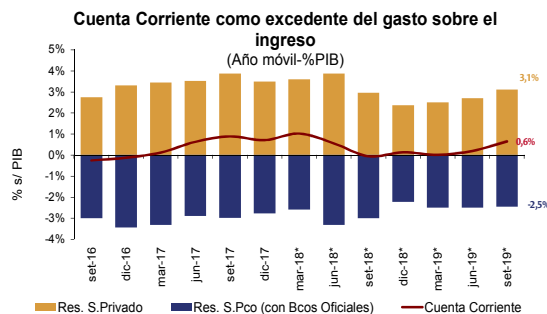
Año móvil



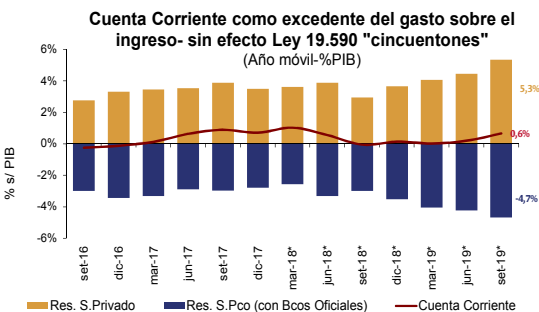
Este giro en el saldo de la Cuenta Corriente se originó por un mayor superávit de la cuenta de bienes, producto de menores importaciones y de la reducción del déficit del ingreso primario, principalmente del sector público. Ello fue compensando en parte por un menor saldo de la Cuenta de Servicios, ante la disminución de las exportaciones y el aumento de las importaciones de servicios turísticos.



A nivel institucional se observa un leve aumento del excedente del ingreso sobre el gasto del sector privado, al tiempo que el déficit del sector público (incluidos los bancos oficiales) se reduce en 0.6% del PIB. Cabe recordar que el déficit del sector público incluye la contabilización a partir de octubre de 2018 de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), según Ley 19.590.



En cambio, si se ajustan las cifras por el traspaso de fondos al FSS, se observa una profundización del déficit público (1.7 puntos del PIB) que es más que compensando por un aumento del superávit del sector privado (2.4% del PIB).

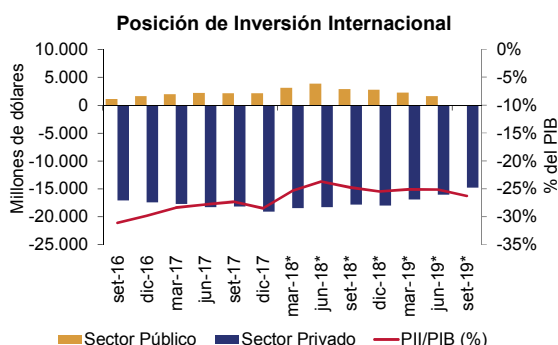


Por otra parte, se registró una salida neta de fondos por 384 millones de dólares (incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones)⁴, producto del préstamo neto del sector privado al resto del mundo (2.043 millones de dólares) compensado en parte por una entrada neta de capitales del sector público (1.659 millones de dólares). Estos movimientos financieros incluyen una reducción de Activos de Reserva del BCU (1.722 millones de dólares).

Finalmente, a setiembre 2019 la economía uruguaya registró una posición neta deudora de 14.935 millones de dólares (26.3% del PIB), un nivel similar al registrado un año atrás. Por sectores institucionales se destaca la menor posición deudora neta del sector privado, mientras

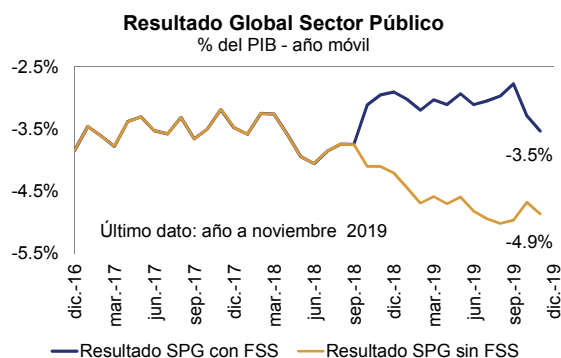
⁴ Se considera que los movimientos no registrados corresponden a flujos financieros, aunque también pueden computar transacciones no adecuadamente captadas en Cuenta Corriente.

que el sector público pasó de acreedor a deudor neto, ante la disminución de los Activos de Reserva y el aumento de los precios de los títulos públicos, que se registran a valor de mercado.



1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en noviembre 2019, el déficit del sector público global (SPG⁵) fue 3.5% del PIB, 0.6% del PIB superior al de un año atrás. Sin tener en cuenta las transferencias que desde octubre de 2018 recibe el Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) de los fondos acumulados por los llamados “cincuentones” que optaron por desafiliarse de las AFAP, este déficit se ubicó en 4.9% del PIB.



A nivel institucional, esta evolución fue el resultado de una disminución del déficit parafiscal y de la cuenta de intereses del Gobierno Central (GC), junto a una caída del resultado primario de GC-BPS, el aumento del déficit de las Empresas Públicas (EE.PP.) y el hecho de que los Gobiernos Departamentales se tornaran deficitarios.

El resultado primario de GC-BPS fue prácticamente nulo, lo que implica una reducción desde el superávit de 0.8% del PIB de un año atrás, debido tanto a una caída de los ingresos (-0.7%) como a un aumento de los egresos (2.0%), ambos en términos reales.

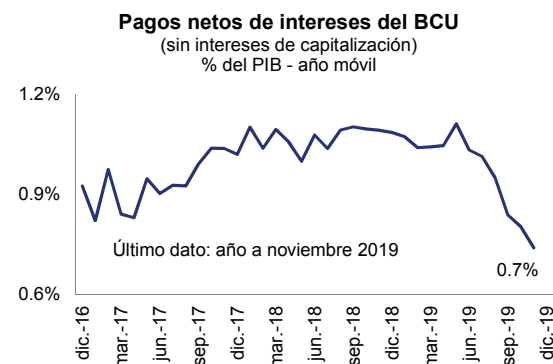
⁵ El sector público global incluye: GC, Banco de Previsión Social (BPS), EEPP, BCU, gobiernos departamentales y Banco de Seguros del Estado (BSE).

Del punto de vista de los ingresos se destaca la caída de 2.3% real en la recaudación neta de la DGI, en un marco de crecimiento económico moderado. Esta evolución superó los mayores ingresos del BPS y los ingresos en Rentas Generales de utilidades del BROU (0.3% del PIB) y de dividendos volcados por UTE (0.4% del PIB). A su vez, el aumento de los egresos fue impulsado por mayores pasividades (0.24% del PIB), remuneraciones (0.22% del PIB) y gastos no personales (0.14% del PIB).

La cuenta de intereses de GC-BPS representó 2.5% del PIB, 0.3% del PIB inferior a la de igual período del año anterior, debido a las ganancias financieras derivadas de la operación de deuda pública llevada adelante en octubre mediante la reapertura de series de bonos globales con cotización sobre la par.⁶

Las EE.PP. registraron un déficit de 0.5% del PIB, el que es superior al de igual período del año anterior, donde se destaca el aumento de las inversiones y los menores ingresos de UTE y la recomposición del *stock* de crudo de ANCAP.

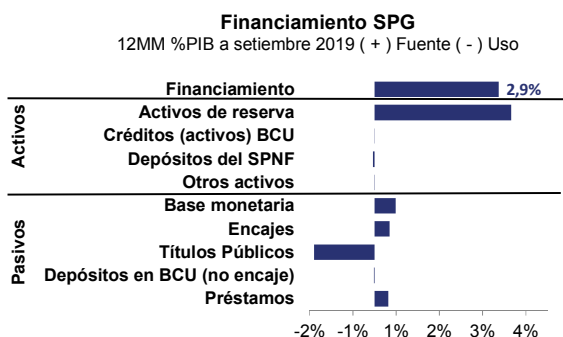
Finalmente, el déficit del BCU (incluyendo intereses de capitalización) fue 0.5% del PIB, inferior al registro de 0.9% del PIB de un año atrás, impulsado por una reducción del déficit en moneda nacional (MN), que pasa de 1.3% del PIB a 1.0% del PIB, en un marco de reducción del *stock* de Letras de Regulación Monetaria (LRM). Asimismo, se observó cierto aumento del superávit en moneda extranjera (ME), pese a la caída del *stock* de Activos de Reserva, al influjo de la suba del tipo de cambio respecto al dólar y del cobro de cupones a tasas mayores.



⁶ Esta la ganancia fue por 168 millones de dólares, dado que la prima por emisión llegó a los 158 millones de dólares, mientras que se cobraron intereses por 11 millones de dólares. Para un análisis más detallado, consultar https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/2019-12/Comunicado%20BCU%20MEF%20registro%20estad%C3%ADsticas%20fiscales%202019_1.pdf

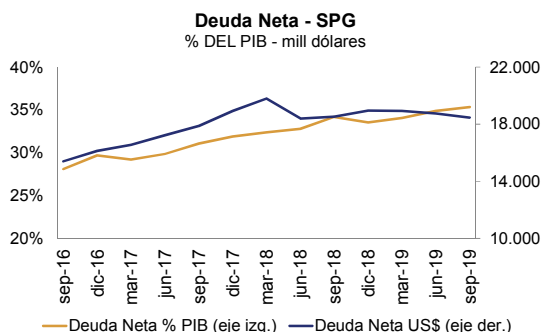
Al analizar las cifras de financiamiento y endeudamiento del sector público, también debe tenerse en cuenta el impacto del FSS⁷. En el año a setiembre 2019, dicho impacto en el resultado del SPG alcanzó 2.0% del PIB.

En este marco, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento fue 2.9% del PIB a setiembre 2019 (4.9% del PIB sin el FSS). La principal fuente de financiamiento fue la desacumulación de Activos de Reserva y en menor medida la base monetaria, los encajes y los préstamos. Mientras tanto, los títulos públicos muestran una amortización neta de 2 puntos del PIB, reflejo de la consolidación de los títulos que son activos del FSS y pasivos de GC y BCU.



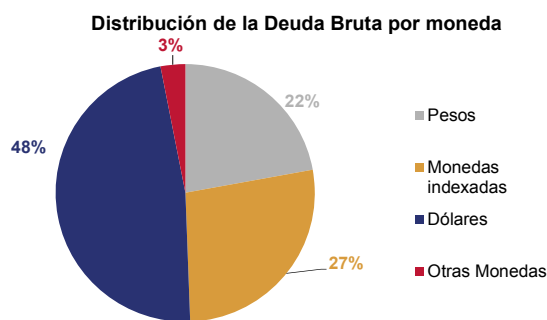
Asimismo, la deuda bruta del SPG a setiembre 2019 se ubicó en 36.723 millones de (70% del PIB), mientras que los activos llegaron a 18.255 millones de dólares (35% del PIB), por lo que la deuda neta registró un guarismo de 18.468 millones de dólares (35% del PIB).

De esta forma, la deuda neta aumentó 1.3% del PIB en el último año, producto del financiamiento del déficit y el efecto del aumento del tipo de cambio, los que fueron parcialmente compensados por el crecimiento económico.



⁷ Por más información consultar notas de publicación de Deuda Pública y Financiamiento del SPG (<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Financiamiento%20del%20Sector%20Pblico/resff.pdf>) y comunicado conjunto BCU y MEF (<https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/datos-y-estadisticas/datos/resultado-del-sector-publico-consolidado-octubre-2018>)

Analizando la composición de la deuda por moneda, se sigue observando una mayor participación relativa de la moneda nacional (nominal e indexada), pese al aumento de tres puntos porcentuales de la deuda en dólares respecto a setiembre 2018, la que se ubica actualmente en 48% del total. Paralelamente, la participación de la deuda en pesos nominales se reduce tres puntos, ubicándose en 22% en setiembre 2019, mientras que las monedas indexadas mantienen su participación en torno a 27%. Los factores que impulsaron esta dinámica han sido el aumento del tipo de cambio durante todo el año, una importante emisión internacional en dólares por el GC en enero⁸ y las ventas de divisas por parte del BCU a partir del segundo trimestre, tanto spot como con operaciones de canje⁹. Adicionalmente, el BCU vio aumentar sus pasivos en dólares por la decisión financiera de las AFAP de incrementar su liquidez en moneda extranjera en el BCU.



Finalmente, el nivel de Activos de Reserva (neto de los que tienen como contrapartida depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a setiembre 2019 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta octubre de 2020. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.191 millones de dólares (4.2% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2025.

⁸ Esta emisión alcanzó 1.250 millones de dólares, de los cuales 850 millones fueron a cambio de efectivo y el remanente con canje de bonos.

⁹ El canje realizado en mayo 2019 por BCU implicó unos 400 millones de dólares, a los que se adicionaron 215 millones como resultado de la operación conjunta con GC.

II. La política monetaria en el cuarto trimestre de 2019

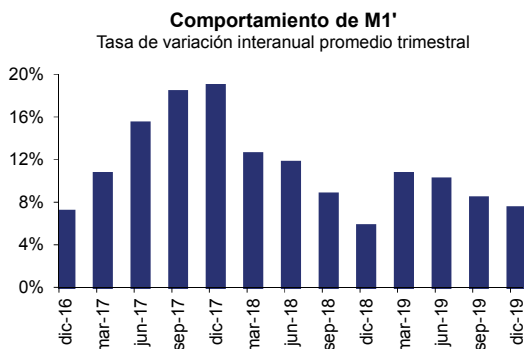
II.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

El 9 de octubre de 2019 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 de 2019. En función de esta referencia fue implementada la gestión de la política monetaria.

En un entorno internacional con un elevado grado de incertidumbre política y económica, el dólar continuó fortaleciéndose frente al peso uruguayo, registrando una depreciación superior a la de la mayoría de las monedas de economías emergentes y otras monedas relevantes de economías desarrolladas.

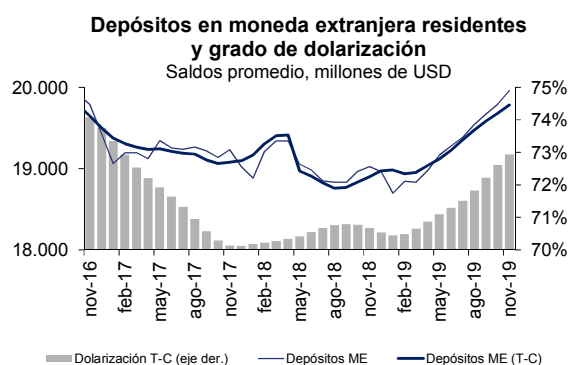
Asimismo, durante este trimestre se observaron nuevamente instancias de alta volatilidad en el mercado de cambios derivadas particularmente del entorno regional, con fuertes presiones compradoras de divisas. Ante esta situación el Banco Central intervino a efectos de evitar volatilidades excesivas, vendiendo en torno a 640 millones de dólares en el mercado *spot* (425 millones de dólares en octubre y 211 millones de dólares en noviembre), que tuvieron como contraparte a los bancos en un 70% y a las AFAPs en un 30%. Por otra parte, en diciembre el BCU intervino mínimamente, esta vez en la punta compradora, adquiriendo 2 millones de dólares en un contexto de presiones a la baja sobre el tipo de cambio.

En el promedio del trimestre el agregado creció a una tasa interanual de 7.3%, algo por encima del piso del rango indicativo anunciado, mostrando un comportamiento diferenciado a nivel mensual: mientras que en octubre y noviembre se comportó en línea con el anuncio, en diciembre creció por debajo de dicho rango, promediando una variación interanual de 5.4% en el mes.

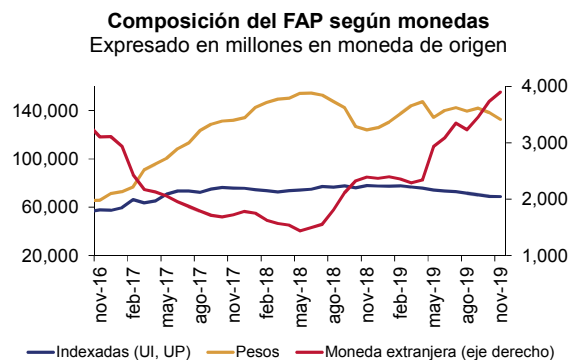


Por otra parte, se continuó observando un proceso de mayor preferencia por la ME, la que se verificó en varios indicadores, como el incremento de los depósitos en dólares del sector no financiero residente, el aumento de la posición en ME del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) y el mantenimiento de la posición de los bancos en niveles históricamente elevados.

Por un lado, los depósitos en dólares de los agentes residentes continuaron presentando una tendencia al alza, la cual se observa desde comienzos de año. Como resultado, el grado de dolarización de los depósitos continuó incrementándose, aun corrigiendo por el efecto del mayor tipo de cambio, ubicándose en noviembre cerca de 73%, unos dos puntos por encima que un año atrás (datos en T-C).



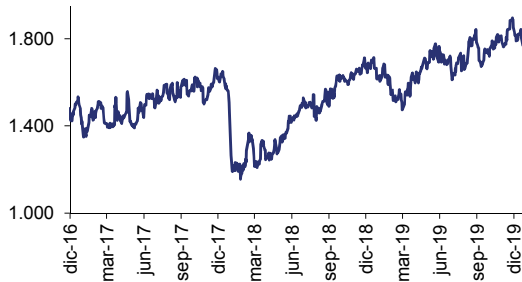
Igualmente, el FAP volvió a incrementar la participación de activos en dólares, volcándose hacia aquellos con una mayor liquidez, como los depósitos en el BCU. En contrapartida, redujo el peso de los activos en moneda nacional, principalmente LRM y en menor medida de los instrumentos indexados, que siguen representando la mitad de la cartera. De esta forma, los activos en ME del FAP se ubican en el 26% del portafolio total, mientras que en el trimestre anterior representaban 22%¹⁰.



¹⁰ Compuesto por los Sub-fondos de Acumulación y de Retiro.

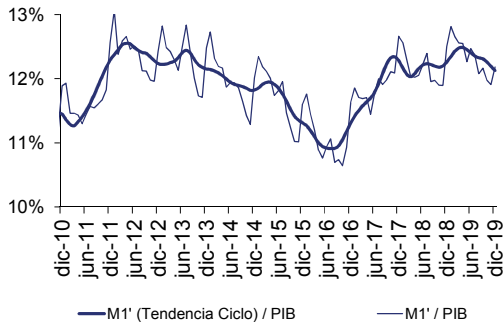
Finalmente, los bancos incrementaron su posición en ME en octubre y noviembre; luego deshicieron parte de su posición en un contexto de restricciones de liquidez. Así, en el promedio del trimestre esta posición se mantuvo relativamente estable.

Posición en moneda extranjera bancos
Millones de dólares



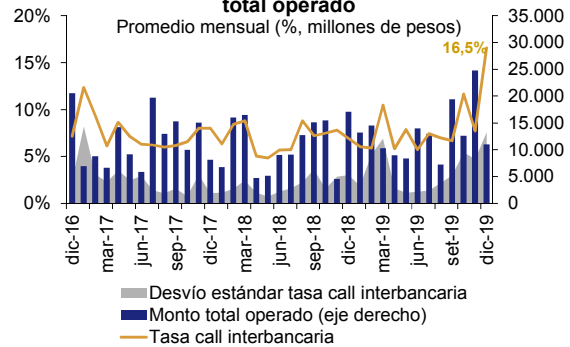
La mayor preferencia por activos denominados en ME incide en las decisiones de portafolio de los agentes, los cuales reducen su participación de activos en pesos. Como consecuencia, el grado de monetización ajusta a la baja en el año.

Grado de monetización
M1' en % del PIB centrado



Asimismo, esta mayor preferencia por la ME provocó eventos puntuales de restricciones de liquidez en el mercado de dinero a finales de noviembre y principios de diciembre. La misma se vio acentuada por los escasos vencimientos de títulos públicos en MN, producto de las operaciones de canje y recompra de estos títulos realizadas en mayo. De este modo, la tasa call ajustó al alza en unos 450Pbs. en el trimestre, ubicándose en 11.4%. El BCU intervino inyectando liquidez en esos momentos a tasas cercanas a la Lombarda (30%).

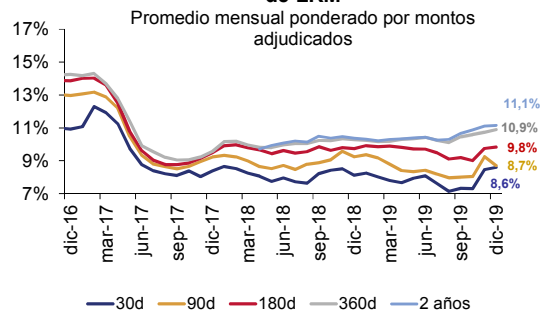
Tasa call interbancaria y monto de mercado total operado



En el mismo sentido, las tasas de interés de las LRM mostraron subas en el cuarto trimestre, principalmente en los tramos cortos. En efecto, el promedio ponderado de la curva de rendimientos aumentó 40Pbs. y se ubicó en 9.2%, mientras que en el tramo corto (hasta 180 días) hubo un ajuste al alza de 100 Pbs.

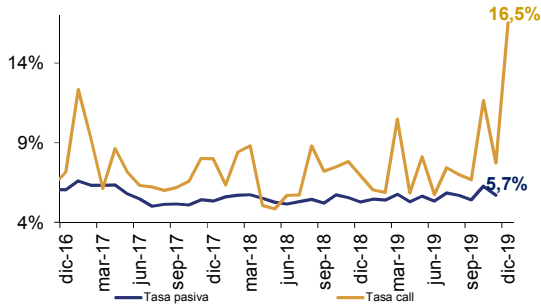
La restricción de liquidez referida anteriormente ocasionó que en la primera semana de diciembre el BCU colocó sólo a tramos cortos y durante la segunda se retiró del mercado. Luego, retornó gradualmente en la segunda quincena, manteniendo estable la tasa promedio de la curva durante diciembre.

Tasas adjudicadas en el mercado primario de LRM



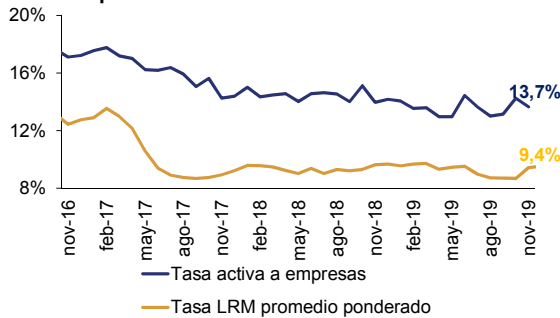
Por su parte, con datos a noviembre las tasas pasivas ajustaron al alza en 40 Pbs. respecto al trimestre anterior, siguiendo la tendencia de la tasa call, como consecuencia de la alta participación de los certificados de depósitos a plazos cortos en el flujo mensual de depósitos.

Tasa call y tasa pasiva promedio SNF en moneda nacional

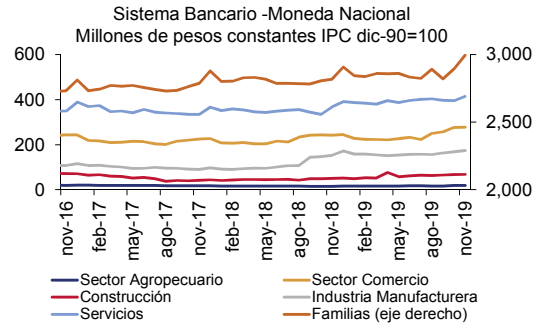


En el mismo sentido, las tasas activas bancarias ajustaron al alza 70 Pbs. en el bimestre octubre-noviembre respecto al trimestre anterior.

Tasa activa a empresas y tasa promedio ponderado de la curva de rendimientos

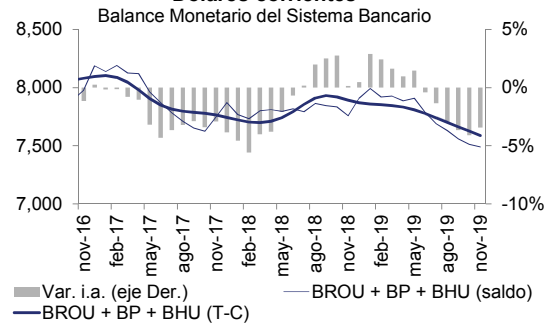


Créditos brutos SNF real por sector de actividad



A diferencia de ello, el crédito en ME continuó retrayéndose, registrando una caída interanual de 4.8% (promedio octubre-noviembre en dólares corrientes) y consolidando una tendencia a la baja iniciada a mediados de 2018.

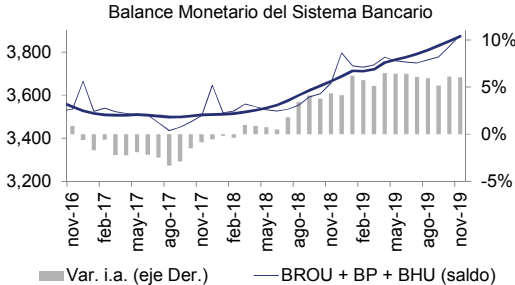
Crédito total sistema bancario en ME



II.2. Evolución del crédito

Durante el bimestre octubre-noviembre el crédito bancario en MN mostró una aceleración respecto a lo observado en el año, presentando una tasa de crecimiento de 6% interanual en términos reales.

Crédito Total Sistema Bancario en MN

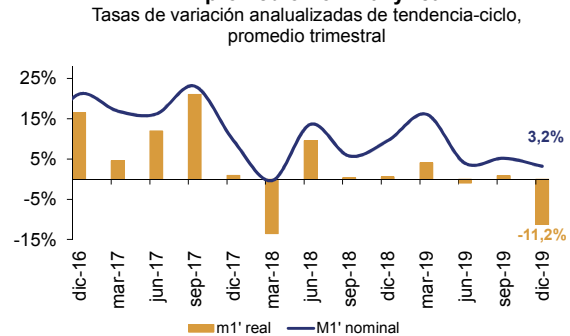


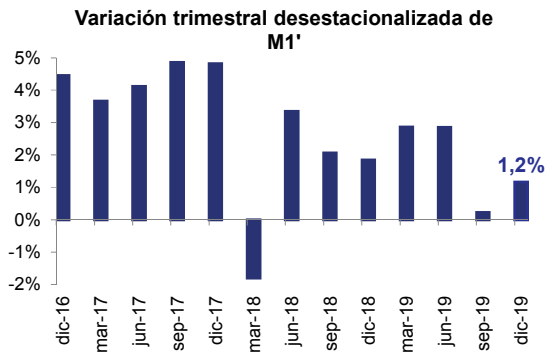
Este mayor dinamismo es impulsado por el crédito al consumo. Así, el crédito a familias es el que presenta mayor crecimiento, explicando dos terceras partes del total, lo cual se observa en banca oficial y en menor medida en banca privada.

II.3. Principales agregados monetarios

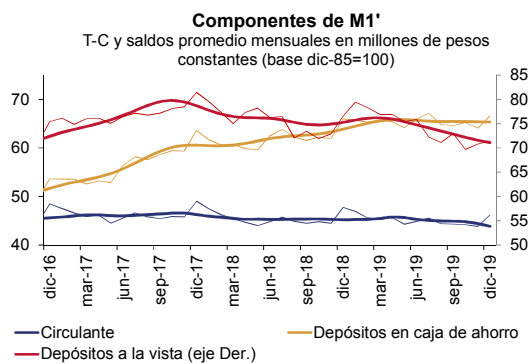
La variación interanual de M1' en el cuarto trimestre de 2019 promedió 7.3%. Esto implica un crecimiento desestacionalizado nominal de 1.2% y de 3.2% nominal de su componente T-C. Esta última representa una caída en términos reales, en línea con el estancamiento mostrado en los trimestres previos.

M1' promedio nominal y real





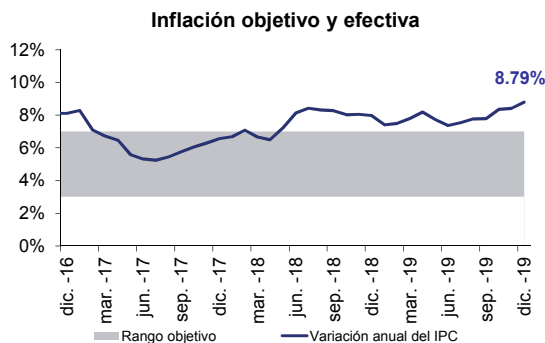
A nivel de componentes, se sigue observando una desaceleración en los depósitos vista, los que cayeron en términos reales en el promedio del trimestre, continuando con la tendencia decreciente observada en los últimos dos años. Por su parte, las cajas de ahorro se han mantenido estables desde el segundo trimestre, al tiempo que el circulante de monedas y billetes no presentó cambios significativos en términos reales.



III. Evolución de los precios

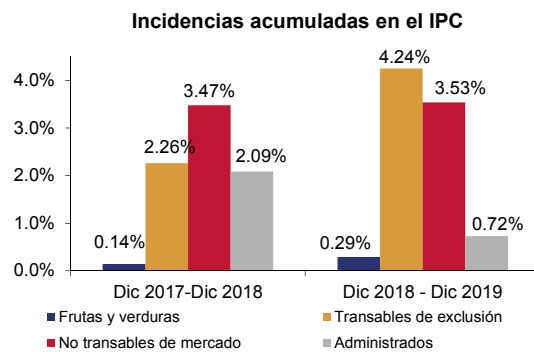
III.1 Análisis de la inflación por componentes

En el año móvil cerrado a diciembre 2019 la inflación *headline* se ubicó en 8.79%, un punto porcentual por encima del registro de setiembre y fuera del rango meta de 3% a 7% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM).



La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, también aumentó, ubicándose en 10.45%. A nivel de sus componentes, se verificó una mayor variación en los *Transables de Exclusión* (TX) al influjo del *shock* sobre el precio internacional de la carne vacuna y del aumento del tipo de cambio. Asimismo, los precios *No Transables de Mercado* (NTX) presentaron variaciones levemente mayores a las del trimestre anterior.

Por otra parte, el *IPC Resto* exhibió una variación interanual menor a la observada en setiembre, explicada por la evolución de los *Administrados*, donde se acumularon los efectos de los planes "UTE Primavera" y "UTE premia" sobre las Tarifas. Asimismo, frutas y verduras exhibieron mayores presiones que el año anterior, aunque su incidencia fue reducida.



Los precios TX registraron una variación interanual de 13%, impulsados por los precios de *Carnes y pescados*, que reflejan el aumento de los precios internacionales de la carne al influjo de la fiebre porcina que afecta a los países asiáticos, sumado a problemas de oferta local de carne vacuna. Estos factores han determinado una variación interanual de *Carnes y pescados* de 32.3% a diciembre, explicando la mayor parte de la aceleración del componente TX en el año e incidiendo 2.4 puntos porcentuales en la inflación de 2019¹¹.

¹¹ Un shock sobre carnes y pescados de esta magnitud no tiene antecedentes en la serie del IPC base marzo 1997.

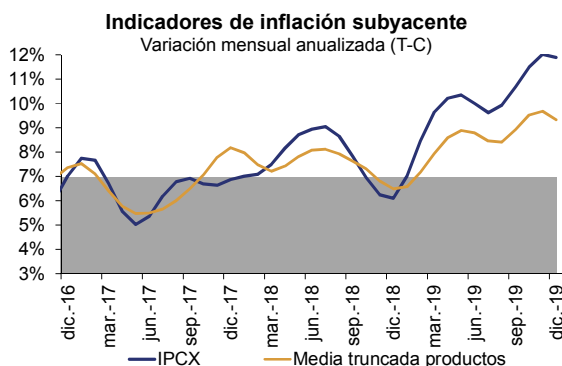
Incidencia según Componentes (var. i. a.)

Incidencias Variación Interanual			
	dic.-18	dic.-19	Diferencia
IPC	7.96	8.79	0.83
IPCX	5.73	7.78	2.05
NTX	3.47	3.53	0.06
Panes y cereales	0.44	0.28	-0.16
Alquileres	0.25	0.22	-0.02
Comidas y Bebidas FH	0.98	1.12	0.14
Bienes y Serv Diversos	1.20	1.30	0.10
Enseñanza	0.37	0.39	0.02
Servicio Doméstico	0.24	0.22	-0.02
TX	2.26	4.24	1.99
Alimentos y bebidas diversos	0.55	0.56	0.02
Carnes y Pescados	0.54	2.39	1.85
Bienes Manuf No Comes	1.00	1.16	0.16
Servicios transables	0.18	0.14	-0.04
IPC Resto	2.23	1.01	-1.22
Frutas y Verduras	0.14	0.29	0.14
Administrados	2.09	0.72	-1.36
Tarifas	1.12	-0.25	-1.36
Cigarrillos	0.32	0.20	-0.12
Resto Adm	0.65	0.77	0.13

Los NTX presentaron un aumento interanual de 8.46%, mostrando una leve aceleración en el margen, al influjo de *Comidas y bebidas preparadas fuera del hogar* debido a los efectos de segunda vuelta del aumento de *Carnes y pescados* y de la depreciación del peso, compensado en parte por la reversión del *shock* al rubro *Panes y cereales* ocurrido el año anterior.

III.2 Inflación subyacente y difusión

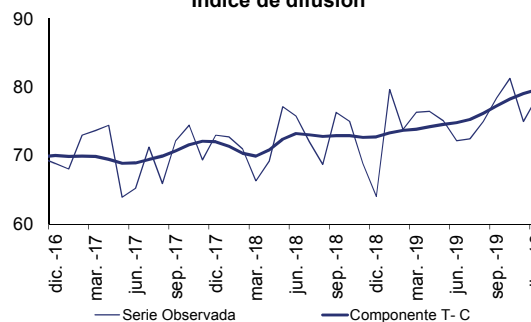
Los indicadores de inflación subyacente -variación mensual anualizada del componente T-C del IPCX y la media truncada- dan cuenta de una moderación en el margen luego del fuerte aumento mostrado a lo largo de la mayor parte del año.



Por otro lado, el índice de difusión¹² se ubicó en 79.6 en T-C en diciembre, manteniendo la tendencia al alza mostrada durante 2019.

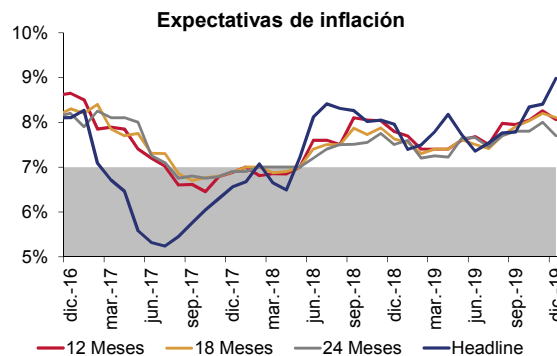
¹² ((% de precios con variación mensual positiva menos % de precios con variación mensual negativa) +100))/2

Índice de difusión



III.3 Expectativas de inflación

En el último trimestre se observó cierto aumento de la mediana de expectativas de inflación de los analistas recopilada por el BCU para los plazos más cortos (12 y 18 meses), pasando de 8.0% a 8.1% para el primero y de 7.9% a 8.1% para el segundo. Por su parte, para el horizonte de 24 meses, actual horizonte de política, existió una disminución de 10 puntos básicos, pasando de 7.8% en setiembre a 7.7% en diciembre.



IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Contexto internacional

El entorno económico internacional se mantiene caracterizado por un elevado grado de incertidumbre; sin embargo existen perspectivas más favorables desde el punto de vista financiero luego del acuerdo de primera fase entre Estados Unidos y China, y por el mantenimiento de la política monetaria laxa por parte de los principales bancos centrales. En este entorno, las proyecciones de actividad mundial se corrigieron levemente a la baja.

En un contexto de mayor apetito por el riesgo los principales mercados accionarios reaccionaron al alza, cayeron los precios de los activos más seguros (por ejemplo, subieron las tasas de los *Treasuries* a largo plazo) y la divisa norteamericana se debilitó levemente respecto a otras monedas. En los países emergentes, se

observó una caída en las primas de riesgo soberano y una apreciación de sus monedas.

Los precios internacionales de los *commodities* aumentaron en el trimestre, aunque la evolución por productos ha sido dispar, según las condiciones de oferta y demanda en cada mercado. Entre los *commodities* que Uruguay exporta se destaca el incremento del precio de la carne por el efecto de la fiebre porcina en China, al tiempo que el precio de la soja se vio beneficiado por expectativas de mayores compras de China. Por el contrario, el precio de la celulosa siguió cayendo por una conjunción de demanda débil y exceso de oferta.

En la región, la situación económica y financiera sigue mostrando volatilidad e incertidumbre en Argentina, mientras que en Brasil se verificó un mayor impulso a la agenda de reformas que podría implicar una mejora en las perspectivas de crecimiento económico.

El gobierno saliente argentino implementó medidas tendientes a reducir la volatilidad financiera durante la transición, como el control de cambios y la reprogramación de obligaciones de corto plazo. De esta forma, se logró frenar la salida de depósitos en dólares y la caída de reservas. El nuevo gobierno adicionó un impuesto de 30% a la compra de dólares en el mercado oficial y a las transacciones en el exterior. Este paquete de medidas fue bien recibido por los mercados, lo que se reflejó en un descenso del riesgo país.

En Brasil, el nivel de actividad aumentó en el tercer trimestre y lo habría seguido haciendo en el cuarto. El mantenimiento de la inflación por debajo del objetivo del BCB permitió en diciembre un recorte de la tasa *Selic* (tasa de política monetaria) por cuarta ocasión consecutiva. Por otra parte, continuó mejorando el resultado fiscal primario, mientras que cambios metodológicos en la estimación del saldo de la cuenta corriente determinaron un déficit superior al que se venía reportando, siendo actualmente de 3% del PIB según la nueva metodología.

Por último, tras la aprobación del proyecto de reforma de la seguridad social en el Congreso, el ejecutivo tiene por delante una agenda de reformas, la que plantea la creación de un Consejo Fiscal, la reformulación de la relación entre los Estados y la Federación y una reforma tributaria. Varias de estas reformas necesitan mayorías especiales por tratarse de enmiendas constitucionales.

IV.2 Contexto interno

El nivel de actividad de la economía uruguaya mostró signos de recuperación en el tercer trimestre, registrando un incremento de 0.9% en relación a igual periodo de 2018, mientras que se

observó un crecimiento desestacionalizado de 0.6% respecto al trimestre anterior.

El crecimiento fue impulsado por los sectores *Transporte, almacenamiento y comunicaciones, Industrias manufactureras, Suministro de electricidad gas y agua y Otras actividades*, mientras que desde la perspectiva de la demanda el dinamismo de las exportaciones netas compensó la menor demanda interna, en particular la caída de la inversión pública.

Los indicadores adelantados de actividad para el cuarto trimestre muestran señales mixtas. Así, los indicadores relacionados con las exportaciones de bienes muestran una evolución positiva, mientras que el IVF de la Industria Manufacturera y los indicadores del mercado laboral exhiben un desempeño menos alentador.

La cuenta corriente de la balanza de pagos mantiene un moderado superávit de 0.6% del PIB en el año móvil a setiembre. A nivel institucional, se sigue observando un aumento del ahorro del sector privado junto a cierto aumento del déficit del sector público (incluyendo bancos oficiales). Esta evolución es acompañada por una depreciación de nuestra moneda superior a la registrada por la mayoría de las monedas de economías emergentes y otras monedas relevantes de economías desarrolladas.

El TCRE global se depreció 0.6% en octubre-noviembre respecto al promedio del tercer trimestre, como resultado de una depreciación de 3.9% respecto a la extra-región y una apreciación de 3.3% con la región, determinada por Argentina, quien mantiene una situación de alta volatilidad macroeconómica. Por su parte, el TCR de fundamentos se depreció levemente en el último trimestre en términos desestacionalizados, al influjo de una caída de los términos de intercambio. Por su parte, en el mismo periodo el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos se depreció 2.7%.

Finalmente, el indicador IEBU, que mide la rentabilidad del sector exportador y está disponible con mayor rezago, presentó una caída de 1.1% en el tercer trimestre frente al segundo en la medición T-C.

En el frente fiscal, en el año culminado en noviembre 2019 el déficit del SPG fue 3.5% del PIB, mientras que sin tener en cuenta la transferencia al FSS por los llamados "cincuentones" el mismo se ubica en 4.9% del PIB. Por otra parte, el endeudamiento neto del sector público en términos del PIB, la participación de la MN en su composición por monedas, la madurez promedio de la deuda, la situación de liquidez internacional y la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano reflejan una situación confortable.

En este contexto global y doméstico, en el cuarto trimestre de 2019 la cantidad de dinero medida como M1' se expandió 7.3% interanual, algo por encima del piso del rango de referencia indicativo de 7%-9% anunciado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM. Este comportamiento tuvo lugar junto a un aumento de la preferencia por la ME.

Asimismo, durante el cuarto trimestre se observaron nuevamente instancias de alta volatilidad en el mercado de cambios derivadas del entorno global y en particular regional, con fuertes presiones compradoras de divisas, ante lo cual el Banco Central intervino a efectos de evitar volatilidades excesivas.

IV.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

Al cierre del cuarto trimestre de 2019 la inflación *headline* se ubicó en 8.79%, un punto porcentual por encima del registro de setiembre y fuera del rango meta de 3% a 7% fijado por el CCM.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX, también mostró un aumento en el trimestre, ubicándose en 10.45% al influjo del fuerte aumento del precio de los rubros cárnicos, mientras que el resto del IPC exhibió una variación interanual menor que la observada en setiembre, determinada por el efecto de los planes comerciales de UTE.

Los precios de los bienes TX exhibieron una tendencia ascendente, impulsados por el *shock* específico sobre el precio de la carne vacuna, que acumula una variación interanual de 32%, y por el mayor tipo de cambio. Los precios de los bienes y servicios NTX se aceleraron levemente en el margen. Por un lado, el moderado crecimiento económico y la reversión del *shock* específico sobre *Panes y cereales* presionaron estos precios a la baja, mientras que el *shock* sobre las carnes y más levemente la depreciación acumulada del peso ejercieron presión al alza. Así, se sigue observando un impacto limitado de la depreciación del peso sobre la inflación, en un marco de menores presiones de demanda doméstica y acuerdos salariales en línea con las pautas oficiales.

Por último, las expectativas de inflación a 24 meses tuvieron un descenso de 10 puntos básicos en el trimestre, ubicándose en 7.7% en la medición de diciembre (mediana de expectativas de inflación relevadas por el BCU).

IV.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base, que constituye el marco de referencia para la toma de decisiones de política

monetaria, la demanda externa relevante para la economía uruguaya mostraría un crecimiento similar al previsto en el trimestre anterior, derivado de una recuperación algo más acelerada de la economía brasilera que compensa la leve revisión a la baja del resto de las proyecciones de nuestros socios comerciales. En este marco, la demanda externa relevante para Uruguay crecería 2.1% en 2020. Asimismo, la incertidumbre respecto a la resolución de los conflictos comerciales y geopolíticos tendría una incidencia negativa en el comercio mundial y los precios de los *commodities*. A esto se suma la introducción de trabas comerciales y cambiarias por parte de Argentina, que afectan las exportaciones de bienes y servicios hacia ese país.

En el marco de este escenario externo, Uruguay tendría una aceleración en su crecimiento en 2020, al impulso de la expansión de la demanda interna, pautada por los proyectos del ferrocarril central, la planta procesadora de celulosa e inversiones en el esquema de Participación Público-Privada. Del lado de la oferta, la actividad sería sostenida por la construcción, transporte y comunicaciones y algunos servicios.

El mantenimiento de una política monetaria moderadamente contractiva consistente con la actual fase del ciclo económico incidirá sobre los canales de transmisión relevantes para la evolución de la inflación, en especial consolidando el acercamiento de las expectativas de inflación al rango-meta en el horizonte de política.

Este escenario base está sujeto a una serie de riesgos. A nivel global, el principal riesgo refiere a la implementación de políticas proteccionistas en las principales economías. Este evento podría determinar una desaceleración más pronunciada de la economía china junto a una recesión en algunas economías avanzadas, lo que impactaría en forma negativa en el comercio mundial, en los precios de los *commodities* y en las condiciones financieras internacionales.

A nivel regional, el principal riesgo se vincula a un deterioro adicional de la situación de Argentina, ante la eventualidad que el nuevo gobierno no logre renegociar su deuda con el sector privado ni el acuerdo con el FMI. En este marco, se observaría una mayor volatilidad financiera en dicho país.

En caso de materializarse alguno de estos eventos, ello tendría efectos adversos sobre el nivel de actividad, la senda prevista para la inflación, la evolución del tipo de cambio y las demás variables macroeconómicas relevantes. Por lo tanto, estos riesgos son motivo de preocupación y monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

IV.5 Decisiones de política monetaria

Tomando en consideración estos factores y la evolución esperada de la demanda de dinero, el BCU decidió fijar como referencia indicativa de crecimiento interanual de M1' para el primer trimestre de 2020 un rango entre 6% y 8%. Esta pauta es consistente con la convergencia de la inflación al rango meta de 3%-7% para los próximos 24 meses 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 trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría verse afectada por cambios en el entorno macroeconómico. De verificarse ese escenario, la respuesta de política monetaria continuará estando pautada por los criterios de convergencia al rango meta en el horizonte de 24 meses.

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. En este marco el BCU 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.