



BCU

Informe de Política Monetaria

Tercer trimestre 2018

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY



BCU

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

El contexto internacional se tornó más desfavorable al cabo del tercer trimestre debido principalmente a la mayor inestabilidad regional. Asimismo, las perspectivas de crecimiento de la economía global fueron revisadas a la baja, al tiempo que las condiciones financieras internacionales tendieron a mostrarse un poco más restrictivas para las economías emergentes, en particular para aquellas con fundamentos macroeconómicos más débiles. En este contexto, 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. A nivel regional se observó un deterioro de ambas economías, junto a una nueva revisión a la baja de sus perspectivas de crecimiento en el horizonte de proyección.

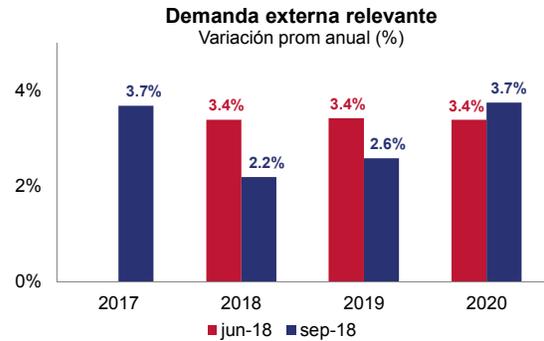
Todo ello, junto a los demás factores de riesgo del entorno internacional que se desarrollan más adelante, determina un balance de riesgos externos para la economía uruguaya con un sesgo a la baja.

Actividad global

Las proyecciones de la economía mundial para 2018 y 2019 se revisaron a la baja respecto a lo que se esperaba en el trimestre anterior. Se espera además que el crecimiento sea más desincronizado entre los países, al tiempo que se perciben mayores riesgos a la baja que pueden afectar este escenario base.¹

Por un lado, se espera una mejora del desempeño de las economías avanzadas de la mano del buen comportamiento de Estados Unidos, mientras que la Zona Euro (ZE) y Japón mostrarían cierta desaceleración respecto a 2017. Por otra parte, se prevé que en los próximos dos años las economías regionales tengan un comportamiento más débil que el previsto en el trimestre anterior. De este modo, el crecimiento de los socios comerciales relevantes para la economía uruguaya sería más moderado respecto a lo que se esperaba un trimestre atrás.

¹ *Perspectivas de la economía mundial*. Fondo Monetario Internacional, octubre de 2018.



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

De acuerdo con las actuales proyecciones del FMI, en 2018 y 2019 la economía global mantendría un crecimiento algo por debajo al de 2017, lo que supone una revisión a la baja respecto a lo proyectado en los informes de abril y julio. Esta revisión está explicada por las economías emergentes (de 4.9% a 4.7% en 2018 y de 5.1% a 4.7% en 2019), al tiempo que para las economías avanzadas se mantuvieron las previsiones del trimestre anterior (2.4% en 2018 y 2.1% en 2019).

Durante el segundo trimestre de 2018 las economías mostraron un desempeño desigual. Por un lado, la economía norteamericana mantuvo un muy buen desempeño, mientras que la ZE mostró un menor dinamismo, China continuó creciendo a buen ritmo y en la región Argentina experimentó una reducción de la actividad y Brasil permaneció estancado.

En Estados Unidos la actividad se expandió 4.2% en el segundo trimestre (desestacionalizado y anualizado), guarismo que resultó superior al del trimestre anterior (2.2%). Este crecimiento fue impulsado por la expansión del consumo privado al influjo del programa de estímulo fiscal, las exportaciones netas y la inversión no residencial, al tiempo que se observó una reducción de los inventarios. Por otro lado, el mercado laboral continuó mostrando dinamismo: la tasa de desempleo en setiembre se ubicó en mínimos históricos (3.7%) y, si bien en dicho mes se crearon menos empleos que los esperados - en buena parte por el efecto irregular del huracán *Florence* -, se observa un mayor incremento de los costos salariales (2.8% en setiembre respecto a un año atrás), lo que puede constituir un alerta de futuras presiones inflacionarias. 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



BCU

aranceles a las importaciones sobre el nivel de actividad.

La ZE creció en forma moderada en el segundo trimestre (1.6% desestacionalizado y anualizado), tasa similar a la registrada en el trimestre anterior, guiada por el consumo privado y la inversión fija, mientras que las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa. Se destaca nuevamente la heterogeneidad del crecimiento, siendo España y Alemania los países que más contribuyeron, mientras que Italia y Francia se expandieron mínimamente. En este marco, la tasa de desempleo ha continuado reduciéndose en forma gradual (8.1% en agosto), registrándose aquí también una fuerte disparidad entre los países miembros. El FMI redujo las perspectivas de crecimiento del bloque para 2018 (de 2.2% a 2.0%) debido al desempeño ya observado en el primer semestre y mantuvo su proyección de 1.9% para 2019.

En China la actividad en el segundo trimestre creció 6.7% interanual (1.8% desestacionalizado), guarismo similar al registrado en el trimestre anterior y algo por encima del objetivo del gobierno de 6.5% para el año. 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 entre China y Estados Unidos.²

Mercados financieros e inflación

Las economías avanzadas se ubican en fases diferentes del ciclo económico, lo que se refleja en las diferentes presiones inflacionarias que enfrentan. En Estados Unidos, en agosto la inflación *headline* se ubicó en 2.7% y la inflación subyacente en 2.2%, ambas por encima del 2%, zona de confort de la Reserva Federal (Fed). Mientras tanto, en la ZE la inflación *headline* fue de 2% anual en agosto, impulsada por el aumento de los precios energéticos, al tiempo que el núcleo subyacente se mantuvo cercano a 1%. Algo similar sucede con las expectativas de inflación: en Estados Unidos señalan una senda creciente y por encima del objetivo de la Fed, mientras que en la ZE se mantienen por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE).

² En setiembre el presidente Trump amplió en 200.000 millones de dólares la lista de productos importados de China (prácticamente la mitad de las exportaciones 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.

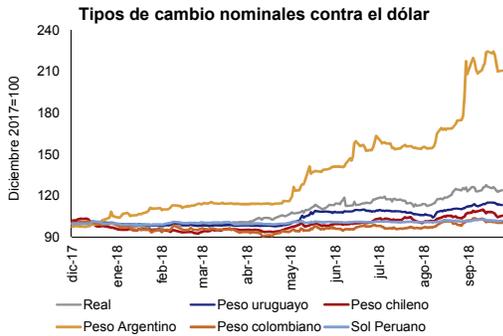
En este marco, la instancia de política monetaria continuó mostrando sesgos diferentes entre las economías avanzadas. Por un lado, la Fed continúa con el proceso gradual de suba de su tasa de referencia (25 puntos básicos en marzo, junio y setiembre), al tiempo que se espera un aumento adicional en lo que resta del año y tres en 2019; paralelamente, ha continuado reduciendo el tamaño de su hoja de balance. En Europa, el BCE ha señalado que las tasas de interés no comenzarían a subir antes del segundo semestre de 2019, al tiempo que extendió su programa de compras de activos para el resto del año, si bien a partir de octubre se reduce a la mitad. En Japón en tanto la tasa de referencia se mantiene en -0.1% desde enero 2016, mientras que sigue vigente el programa de compra de activos.

Asimismo, en Estados Unidos también se incrementaron las tasas de los *Treasuries* a más largo plazo, ante la percepción del mercado de mayores necesidades de financiamiento de la economía norteamericana debido al programa de estímulos fiscales, que aumentó el gasto y redujo los impuestos.

Los diferenciales de tasas de interés y de crecimiento esperado, junto a los temores de una guerra comercial entre Estados Unidos y algunos socios comerciales y mayores riesgos políticos en Europa determinaron el fortalecimiento del dólar a nivel global. En particular, las monedas emergentes tendieron a depreciarse frente al dólar y aumentaron sus primas de riesgo soberano, principalmente en aquellas economías con fundamentos macroeconómicos más débiles, destacándose los casos de Argentina y Turquía.

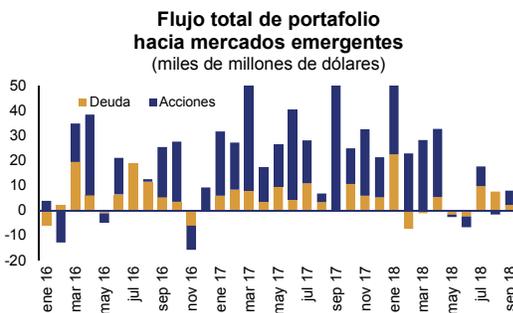


Fuente: Fed



Fuente: Bloomberg

Asimismo, se observó un menor flujo de capitales hacia las economías emergentes y un aumento moderado de la volatilidad en los mercados financieros.



Fuente: IIF

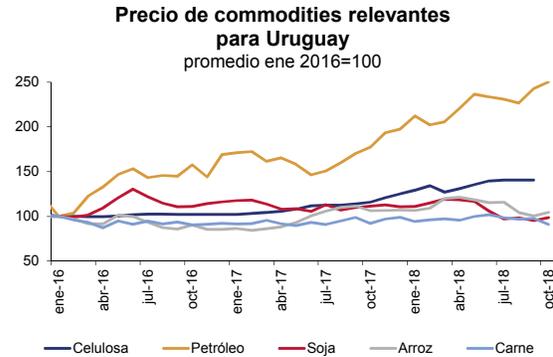
Commodities

Los precios de las materias primas aumentaron en el tercer trimestre impulsados por los energéticos, principalmente petróleo, ante una reducción de la oferta, debido a la expectativa de menores exportaciones de Irán, fruto de las sanciones que aplicó Estados Unidos, y pese a la decisión de los países productores de aumentar su producción.

Por otra parte, el índice de precios agrícolas elaborado por el FMI se redujo en el trimestre, recibiendo el impacto de las tensiones comerciales y de las dudas acerca de la fortaleza de la economía global. Los precios de los metales también cayeron al influjo de la menor demanda de China, las medidas arancelarias aplicadas por Estados Unidos a la importación de acero y aluminio y a las sanciones impuestas a Rusia.

En este marco, los principales precios de exportación uruguayos tuvieron una evolución mixta. Por un lado, los precios del arroz y la soja tendieron a reducirse, este último afectado por el conflicto comercial entre Estados Unidos y China.

Por otro lado, el precio de la carne permaneció relativamente estable, al influjo de una demanda firme por parte de China. Asimismo, el precio de la celulosa se incrementó sustancialmente a lo largo del año, estabilizándose en el margen debido a una desaceleración estacional de la demanda de los países europeos.



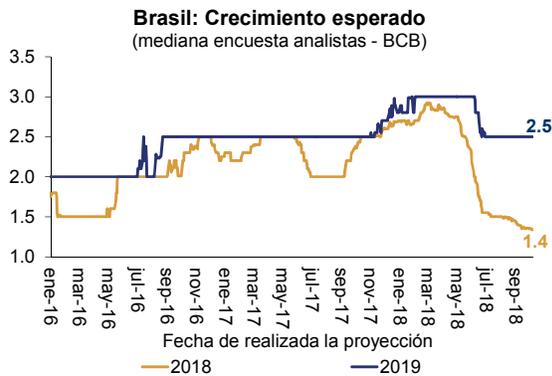
Fuente: Bloomberg e INAC.

La región

En un marco de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y mayor incertidumbre política doméstica, la economía brasileña sufrió nuevas tensiones financieras, las que se reflejaron en una depreciación de su moneda respecto al dólar (8.5% en el tercer trimestre) y la permanencia del riesgo soberano en niveles relativamente elevados (alrededor de 320 puntos básicos). Por otro lado, se mantuvo la incertidumbre acerca de la resolución de sus desequilibrios macroeconómicos, especialmente en el frente fiscal.

En el segundo trimestre la economía permaneció estancada (se expandió 0.2% desestacionalizado respecto al trimestre anterior), afectada por el impacto negativo de la huelga de los camioneros, el escenario externo más desafiante y la incertidumbre política. Del lado de la oferta, los servicios se expandieron respecto al trimestre anterior, el sector agropecuario se mantuvo estable y la industria se retrajo. A nivel de componentes de la demanda se destaca la moderada expansión del consumo del gobierno y la estabilidad del consumo privado, mientras que las exportaciones netas y la inversión incidieron negativamente.

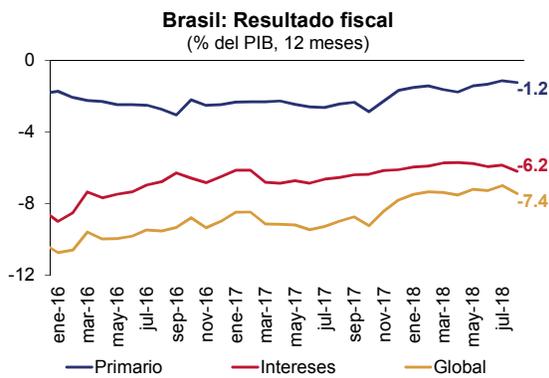
En este marco, las expectativas de crecimiento para el año en curso se han revisado a la baja en casi un punto porcentual en los últimos meses (1.4% en octubre versus 2.5% en mayo), mientras que para 2019 se mantienen estables en 2.5%.



Fuente: BCB

La inflación interanual se aceleró en setiembre, ubicándose en 4.5%, en un marco de depreciación de la moneda y aumento del precio de los combustibles. De todas formas, se encuentra dentro del rango establecido por el Banco Central de Brasil (BCB). En consecuencia, el BCB mantuvo su tasa de interés de referencia y señaló que podrían observarse aumentos en caso de una nueva desvaloración del real frente al dólar.

En el frente fiscal, en agosto el resultado global mostró un leve deterioro y se situó en niveles similares a los de enero (7.4% del PIB), al influjo de un aumento en el pago de intereses, mientras que la deuda pública se mantuvo estable (77.3%).



Fuente: BCB

Por otra parte, en un contexto financiero internacional más adverso para las economías emergentes con mayor debilidad en sus fundamentos, la economía argentina volvió a experimentar fuertes tensiones en el mercado cambiario en agosto. Frente a ello inicialmente se tomaron nuevas medidas, como subas adicionales de los encajes bancarios y aumento de las tasas de interés. Sin embargo, las mismas no lograron encauzar las expectativas, observándose una depreciación del peso argentino de un 30% entre

fines de junio y fines de agosto, al tiempo que el riesgo país aumentó 160 puntos básicos.

En consecuencia, en setiembre el gobierno volvió a negociar un nuevo acuerdo *stand by* con el FMI con un nuevo programa económico. El acuerdo alcanzado asegura el financiamiento del sector público hasta fines de 2019 sin necesidad de colocar nuevos títulos en el mercado internacional, siempre que el gobierno logre cumplir las metas fiscales: equilibrio fiscal primario en 2019 y superávit primario de 1% del PIB en 2020. Esto se logró mediante la ampliación del préstamo original en 7 mil millones de dólares y el adelanto de parte de los desembolsos para 2018 y 2019.

Asimismo, el programa establece un nuevo esquema monetario-cambiario. En el mercado de cambios se implementa un esquema de bandas de libre flotación (entre 34 y 44 pesos por dólar al cierre de este informe), cuyos límites se ajustarán 3% mensual hasta fin de 2018. Estas bandas no suponen un compromiso estricto con la defensa de la moneda en caso de que las presiones fueran elevadas, pues se establece que si el tipo de cambio supera el techo de la banda el Banco Central de la República Argentina (BCRA) podría vender, aunque no está obligado, hasta 150 millones de dólares diarios.

En cuanto a la política monetaria, se sustituyó el esquema de metas de inflación por un compromiso con la base monetaria; en particular, se estableció un crecimiento nominal de 0% hasta junio de 2019. Esto significa que el BCRA deberá convalidar la tasa de interés que demande el mercado para sus letras de liquidez (LELIQ), que al inicio del plan se ubicaban en 60% anual, para poder cumplir con su objetivo de base monetaria. Todo este esquema supone un importante sesgo contractivo de la política monetaria, que implica asumir un mayor riesgo de recesión.

Los desarrollos macroeconómicos recientes muestran que la actividad se ha resentido, al tiempo que la inflación se ha acelerado.

En el segundo trimestre el PIB mostró una contracción de 4% desestacionalizado respecto al trimestre anterior, mientras que los datos más recientes señalan una nueva reducción en el tercer trimestre. Asimismo, se estima que el salario real se reduciría al cabo del año, lo que junto al encarecimiento del crédito y la suba del tipo de cambio tenderá a deprimir al consumo privado. En este contexto, las proyecciones de crecimiento se han ajustado nuevamente a la baja, mostrando valores en setiembre de -2.5% para 2018 (en junio era de 0.5%) y de -0.5% para 2019 (1.6% en junio),



BCU

de acuerdo a la mediana de la encuesta de analistas que releva el BCRA.

La inflación se aceleró en los últimos meses debido a la fuerte depreciación de la moneda y al ajuste de precios regulados, ubicándose en agosto en 34% anual. Esta evolución afectó negativamente a las expectativas para 2018: la mediana de los analistas pasó de 30% en junio a 45% en setiembre.



Fuente: INDEC.

Finalmente, con datos a junio se observa que los déficit fiscal y externo siguen en niveles elevados. El déficit fiscal mostró cierta reducción y se ubicó en 5.2% del PIB (sin computar la carga de intereses del BCRA), mientras que el déficit en cuenta corriente alcanzó a 5.8% del PIB.

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”).

Este escenario se caracteriza por un menor dinamismo esperado de la demanda externa relevante para Uruguay respecto al trimestre anterior, debido al ajuste a la baja de las perspectivas de las economías regionales.

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%	1.4%	1.8%
Argentina	2.9%	-2.4%	-1.3%

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

Para 2018 y 2019 se espera una mejora adicional en los términos de intercambio de Uruguay, debido principalmente a la reducción de los precios de importación.

El escenario financiero internacional luce menos auspicioso para las economías emergentes, en un contexto de mayor incertidumbre global por la guerra comercial entre Estados Unidos y sus socios comerciales. Asimismo, se espera que la normalización de la política monetaria en Estados Unidos continúe siendo gradual a lo largo del horizonte de proyección. Estos factores suponen cierto endurecimiento en las condiciones financieras internacionales respecto al informe anterior.

Riesgos sobre el Escenario Base

Uno de los principales riesgos sobre la economía global es la profundización de las tensiones comerciales, lo que podría aparejar un aumento de la incertidumbre acerca de la implementación de políticas, aumentar la volatilidad financiera y afectar negativamente la inversión, el comercio y el crecimiento global.

También debe señalarse el riesgo de mayores tasas de interés en Estados Unidos, tanto de corto plazo, derivadas de mayores presiones inflacionarias que motiven a la Fed a acelerar el ciclo al alza de su tasa de referencia, como de largo plazo, motivadas por mayores necesidades de financiamiento. Este escenario tendría efectos negativos para las economías emergentes: menor liquidez internacional, mayores costos de financiamiento, mayor riesgo soberano, mayor fortalecimiento del dólar y salidas de capitales.

Asimismo, en la región existe el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos acumulados no puedan ser resueltos en forma ordenada, causando salida de capitales, presiones al alza sobre los tipos de cambio y los riesgos soberanos y caída de los niveles de actividad. Además, en Argentina existe un riesgo político asociado al proceso electoral de octubre 2019.

Finalmente, se identifican otros riesgos ya mencionados 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:



BCU

correcciones bursátiles abruptas, deuda de los gobiernos regionales y las empresas públicas, banca en las sombras, depreciación del yuan o la ya mencionada escalada del conflicto comercial con Estados Unidos. Por otra parte, en la ZE persiste el riesgo asociado a las negociaciones del *Brexit*, al tiempo que se generan dudas acerca del rumbo que tome el gobierno en Italia, tercera economía del bloque, afectando el riesgo político del proyecto europeo. Finalmente, se verifica un aumento de las tensiones geopolíticas, las que podrían afectar negativamente los precios de las materias primas y/o acrecentar la volatilidad en los mercados financieros.

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.

I.2. La economía uruguaya

I.2.1. Nivel de actividad y empleo

El segundo trimestre de 2018

En el segundo trimestre el nivel de actividad se expandió 2.5% respecto a un año atrás, lo que en términos desestacionalizados representó un crecimiento de 0.2% respecto al trimestre anterior. A nivel de sectores el crecimiento fue bastante generalizado, con la excepción de *Actividades Primarias* y *Suministro de Electricidad, Gas y Agua*.

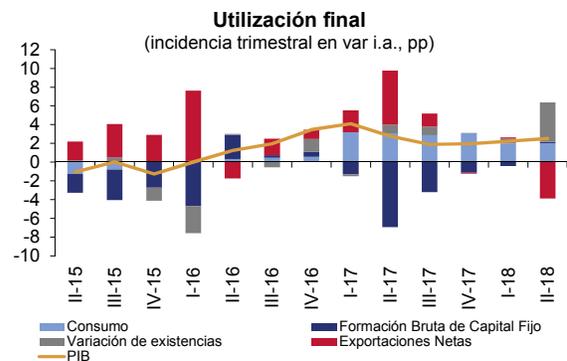


Por el lado de los sectores que crecieron, se destacan *Transporte, almacenamiento y comunicaciones*, al influjo de estas últimas, e *Industrias manufactureras*, impulsadas por la reapertura de la refinera; sin considerar esta actividad el resto de la industria mostró un retroceso de 1.8%, guiada por la caída en la

producción de los frigoríficos. En tanto, el valor agregado de *Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles* registró un crecimiento de 2.3%, explicado por el desempeño de la actividad comercial en un marco de mayores ventas de productos importados. Finalmente, el valor agregado de la *Construcción* aumentó gracias a una mayor actividad del sector privado.

La oferta final de la economía también se expandió en comparación con un año atrás (3.2%), dado que también se registró un aumento de las importaciones de bienes y servicios (5.6%). En el caso de los bienes, esta dinámica se explica tanto por las importaciones de bienes de capital como de consumo. En cuanto a los servicios, se destaca un mayor gasto de turismo en el exterior realizado por los residentes de la economía.

Desde la perspectiva del gasto, la actividad creció al impulso de la demanda interna. En particular, el aumento continuó siendo liderado por el *Gasto de consumo final* (2.4%), tanto privado como del gobierno, acompañado por un fuerte aumento en la *Formación Bruta de capital* (32.8%). Esta última se explica principalmente por una menor desacumulación de inventarios de productos agrícolas terminados, especialmente de soja, junto a un leve crecimiento en la *Formación bruta de capital fijo* (0.8%), impulsado por Maquinarias y Equipos Informáticos por parte del sector público.



Finalmente, las *Exportaciones de bienes y servicios* se contrajeron 6.7%, debido a menores ventas de soja, cuya cosecha 2017-2018 fue afectada por la sequía, y en menor medida por las menores colocaciones de los frigoríficos y de arroz. Éstas fueron parcialmente compensadas por un aumento en las ventas al exterior de ganado en pie, automotores, malteadas y lácteos. En tanto, las exportaciones de servicios también mostraron caídas, como resultado de un menor gasto de los turistas.



BCU

Indicadores de actividad del tercer trimestre de 2018

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

Por un lado, los datos a julio del IVF de la Industria Manufacturera registraron una menor caída en tendencia-ciclo, producto de un leve crecimiento del IVF de exclusión (sin Refinería, Pulpa de Papel ni Jarabes y Concentrados). En la misma línea, las importaciones de bienes intermedios sin energéticos mostraron tasas de crecimiento algo mayores a 2% mensual entre junio y agosto, en términos constantes y en tendencia-ciclo.

En sentido contrario, con datos a agosto el componente tendencia-ciclo de las importaciones de bienes de consumo sin automóviles se desaceleró fuertemente en julio y habría caído en agosto. En tanto, las ventas de autos 0 km acumularon un año de baja en tendencia-ciclo en agosto, ubicándose en el nivel más bajo desde abril de 2010.

Asimismo, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se ha venido deteriorando durante 2018, situándose en agosto en la zona de considerable pesimismo y en el valor mínimo desde que se construye el índice (marzo 2007). El mismo comportamiento se observó en estos indicadores en Argentina y Brasil, en un contexto de fuertes ajustes macroeconómicos y de incertidumbre electoral respectivamente. Por su parte, el crédito al consumo aumentó en agosto, cambiando la tendencia de caída o estabilidad que había mostrado hasta entonces.

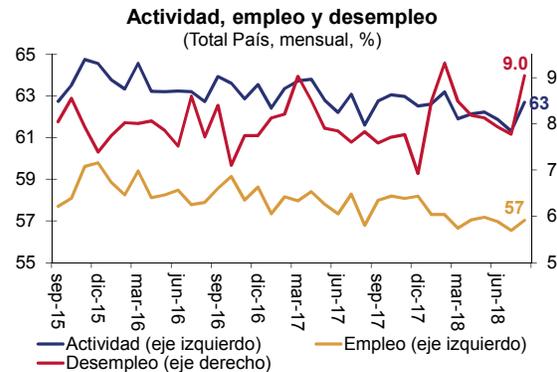
Finalmente, las exportaciones de bienes medidas en dólares (fuente Aduana, sin incluir Zonas Francas) mostraron desde diciembre de 2017 un deterioro en tendencia-ciclo, en buena medida por la mala cosecha de soja. Sin embargo, se observa un repunte en agosto, al influjo de industria frigorífica, lácteos, bebidas malteadas y algunas ramas químicas.

Con esta información se espera que la economía se expanda en el tercer trimestre a una tasa interanual similar a la observada en este trimestre.

Empleo e ingresos

Los últimos datos mostraron un incremento de la tasa de desempleo de más de un punto porcentual, pasando de 7.8% de la PEA en agosto 2017 a 9.0%

en agosto 2018. Esta evolución se dio en un marco de aumento en el nivel de empleo, el que fue menor al crecimiento de la oferta de trabajo. La tasa de actividad se ubicó en 62.7% y la de empleo en 57.0%, versus 61.6% y 56.8% en agosto de 2017 respectivamente.



Por otro lado, el número de personas empleadas continuó mostrando caídas en el margen en tendencia-ciclo y se ubicó en niveles similares a los de comienzos de 2011.



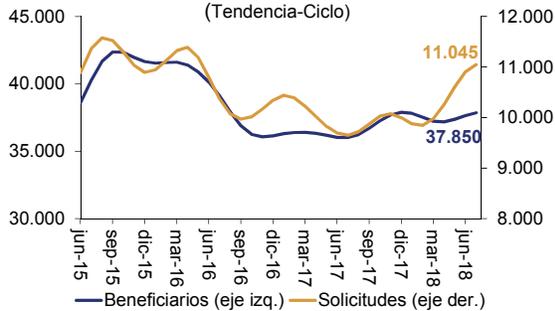
Asimismo, se observó una mayor proporción de ocupados con problemas de subempleo, el que representa actualmente el 8.7% de los trabajadores (tendencia-ciclo).

Los beneficiarios efectivos del subsidio por desempleo aumentaron levemente en el margen (datos a julio) y se mantuvieron en niveles similares a los de comienzos de año. Adicionalmente, las nuevas solicitudes de subsidio exhiben una tendencia creciente desde marzo, lo que podría derivar en un futuro aumento de los beneficiarios.



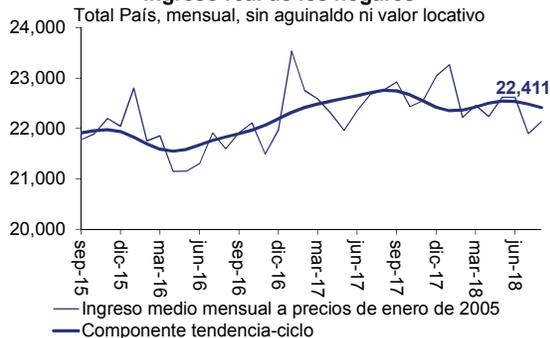
BCU

Beneficiarios del subsidio por desempleo sin reliquidaciones (Tendencia-Ciclo)



Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país se mantuvo relativamente estable en el año móvil a agosto 2018 (tendencia-ciclo). Los ingresos salariales permanecieron constantes respecto a un año atrás, mientras que aumentaron tanto las pasividades (+4.1%) como los ingresos por cuenta propia (+2.5%).

Ingreso real de los hogares



En suma, en un contexto de desaceleración en la actividad económica los datos a agosto muestran un leve repunte en la tasa de empleo y en la oferta de trabajo y un aumento del desempleo, mientras que los ingresos de los hogares se mantuvieron relativamente estables respecto a los mismos meses de 2017.

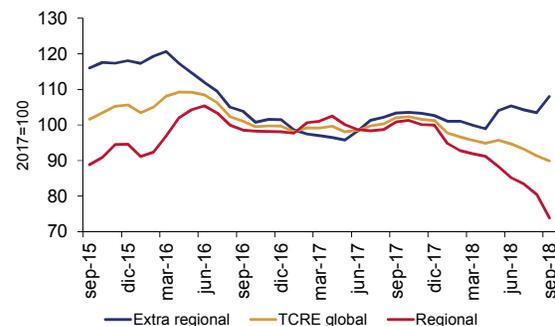
1.2.2. Sector externo

Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global volvió a apreciarse en el tercer trimestre de 2018; respecto a junio mostró una caída de -5%, guiado por la apreciación respecto a la región (-13.3%), en el marco de la crisis cambiaria en Argentina y la incertidumbre política en Brasil. Mientras tanto, se observó una depreciación frente a la extra-región (+2.5%) en un contexto de fortalecimiento global del dólar. Dentro de la región, comparando

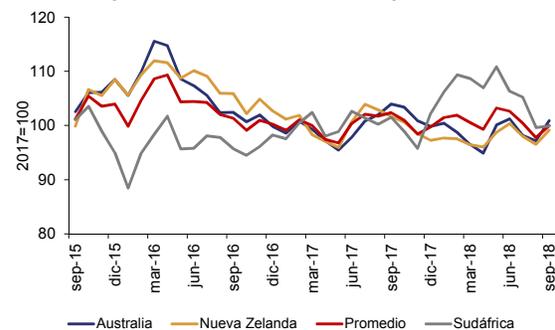
setiembre con junio, la apreciación bilateral con Argentina fue 22.4%, mientras que con Brasil fue 4.8%. Desde el comienzo de la crisis cambiaria en Argentina, el TCR bilateral acumula una caída de 32.1%. Es de esperar que el aumento de la inflación junto a los menores niveles de tipo de cambio que estarían registrándose en Argentina corrijan parcialmente esta evolución.

Tipo de Cambio Real



El TCR bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos mostró una apreciación de 2.6% durante el tercer trimestre de 2018 (promedio simple, datos a agosto). A nivel de país, el encarecimiento relativo frente Sudáfrica fue de 6%, con Nueva Zelanda fue 1.2% y frente a Australia fue 0.4%.

Tipo de Cambio Real con competidores



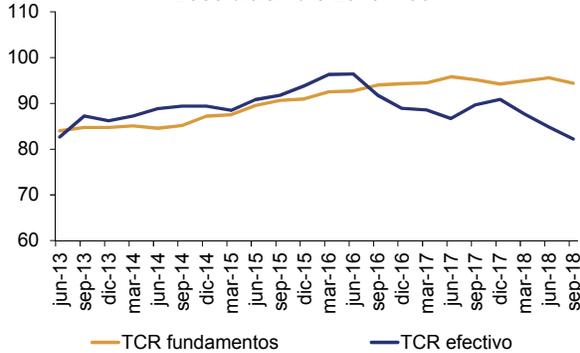
Asimismo, el TCR de fundamentos se ha mantenido relativamente estable en el año, donde el efecto negativo de la ganancia de términos de intercambio fue compensado por el efecto positivo de la caída del gasto privado en relación al PIB.³ Esto, junto a la mencionada caída del TCR efectivo, derivó en una mayor brecha entre ambas variables.

³ 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.



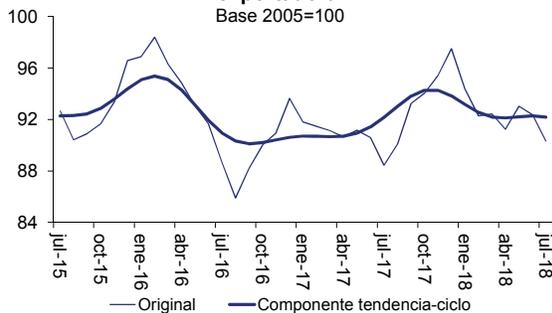
BCU

TCR efectivo y de fundamentos Base diciembre 2010=100



Por otra parte, contando con datos a julio se observa que el *Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora (IEBU)*⁴ ofrece una lectura diferente. En tal sentido, el mismo se mantuvo relativamente estable desde abril, debido a la estabilidad tanto de los costos unitarios de exportación como de los precios de exportación, ambos medidos en dólares.

Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora Base 2005=100



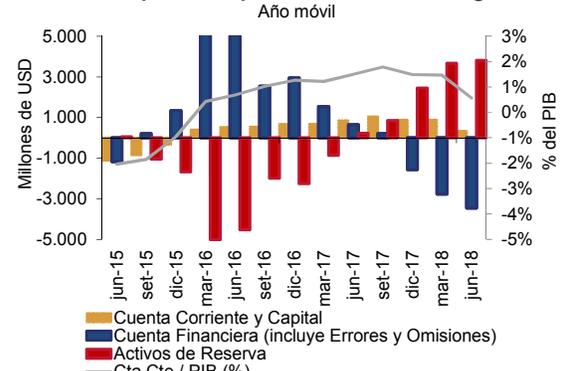
En síntesis, el TCR efectivo se aprecia nuevamente en el tercer trimestre de 2018, pautado por un encarecimiento frente a los socios regionales -especialmente Argentina, quien está procesando un ajuste de sus precios relativos- y una depreciación respecto a la extra-región. Asimismo, el TCR efectivo se mantiene por debajo de su nivel de fundamentos, mientras que el IEBU, que incorpora datos de costos y precios, se mantiene estable en el periodo abril-julio.

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

Balanza de Pagos

En el año culminado a junio 2018⁵, la economía uruguaya presentó un superávit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 106 millones de dólares (0.2% del PIB), disminuyendo 0.7 puntos porcentuales respecto a igual periodo del año anterior.

Principales componentes Balanza de Pagos

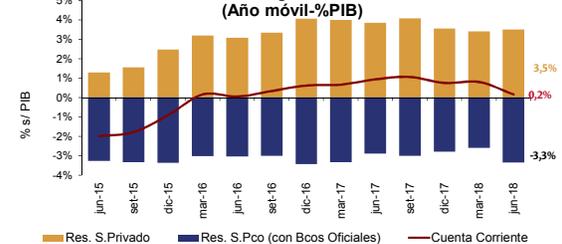


Fuente: Banco Central del Uruguay

Este menor superávit obedeció al mayor déficit del Ingreso Primario (2.0% del PIB), parcialmente contrarrestado por el mayor superávit de la Cuenta de Bienes y Servicios (1.2% del PIB).

A nivel institucional, en el año móvil a junio 2018 el sector público verificó un déficit de 3.3% del PIB, aumentando 0.4 puntos porcentuales, mientras que el sector privado redujo en parte su superávit, pasando de 3.8% a 3.5% del PIB.

Cuenta Corriente como excedente del gasto sobre el ingreso

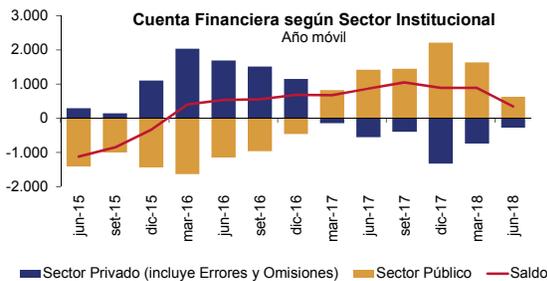


Fuente: Banco Central del Uruguay

Como contracara del superávit en la Cuenta Corriente y de Capital se registró una salida neta de fondos (incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y

⁵ Esta publicación incorpora los datos de la Encuesta a las Grandes Empresas que realiza el Departamento de Sector Externo del BCU para el año 2017.

Omisiones⁶) de 106 millones de dólares. Esta salida es explicada por los movimientos financieros del sector público, que determinaron un préstamo neto en su Cuenta Financiera por 572 millones de dólares, en un marco de incremento de los Activos de Reserva (3.802 millones de dólares) por encima del ingreso de fondos vía inversión de cartera y otra inversión. El sector privado por su parte presentó un ingreso neto de fondos cercano a los 550 millones de dólares.



Fuente: Banco Central del Uruguay

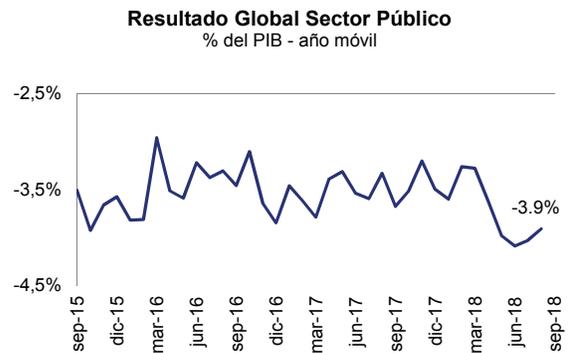
Los datos a junio 2018 de la Posición de Inversión Internacional muestran una posición neta deudora de la economía uruguaya con el resto del mundo de 14.749 millones de dólares (24.3% del PIB). Esto implica una reducción con respecto a un año atrás, dato el mayor incremento de los activos con el resto del mundo en relación al aumento de los pasivos financieros externos.



Fuente: Banco Central del Uruguay

1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en agosto de 2018, el déficit del sector público global (SPG⁷) fue 3.9% del PIB, reduciéndose frente al registro del informe anterior y siendo 0.6 puntos porcentuales superior al de un año atrás.



A nivel institucional, el aumento del déficit tuvo su origen en las EEPP y en menor medida en los intereses pagados por el BCU.

El déficit primario de GC-BPS cayó 0.2% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos (2.5%) superior al de los egresos (1.8%). Del lado de los ingresos se observa un enteltecimiento del aumento de la recaudación (DGI y BPS) en un escenario de menor crecimiento económico, mitigado en parte por el ingreso a rentas generales del excedente del Fondo de Estabilización Energética. Por otra parte, el aumento de los gastos se concentró en las pasividades.

Las EEPP registraron un déficit de 0.3% del PIB que contrasta con el superávit de 0.2% del PIB de igual periodo del año anterior, al influjo de una caída del superávit primario corriente junto a un aumento extraordinario de *stocks* en ANCAP.

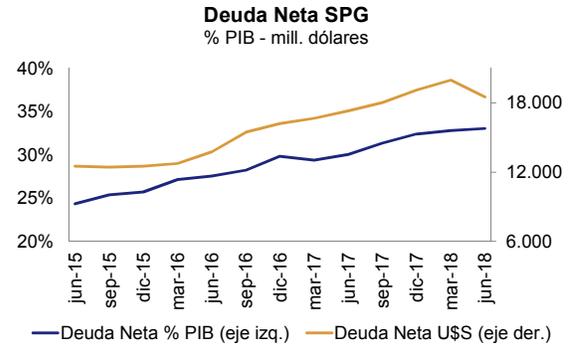
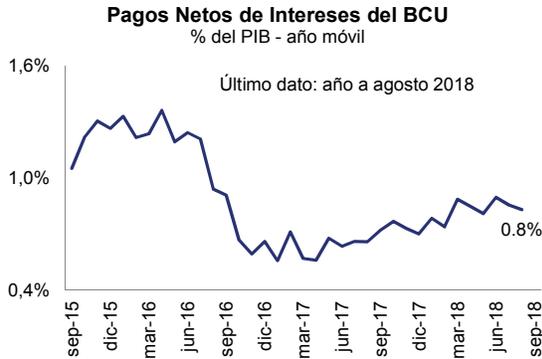
Asimismo, el déficit del BCU aumentó respecto a un año atrás, ubicándose en 0.8% del PIB, debido a los mayores intereses pagados por instrumentos de esterilización en un marco de política monetaria contractiva. Sin embargo, en el trimestre este déficit se reduce en 0.1% del PIB, como consecuencia de las ventas de moneda extranjera realizadas en los últimos meses.

⁶ En este informe se considera que los movimientos no registrados corresponden a movimientos financieros, aunque también pueden computar transacciones corrientes no captadas.

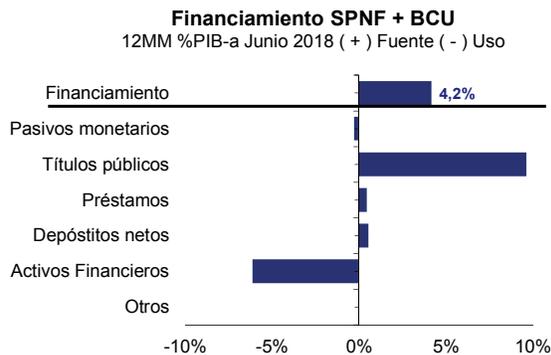
⁷ El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.



BCU

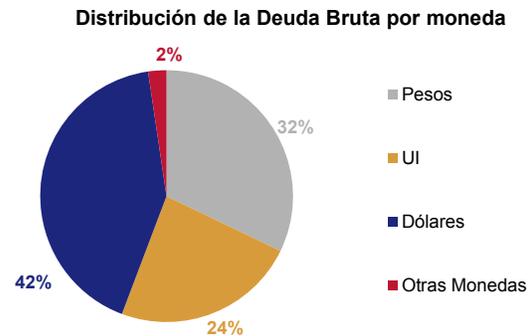


Medido por fuentes de financiamiento, en los 12 meses a junio 2018 el déficit del SPG fue 4.2% del PIB. Los títulos públicos constituyeron la principal fuente de financiamiento, destacándose dos emisiones internacionales por montos importantes⁸, los que permitieron financiar el déficit y acumular Activos de Reserva.



Por otra parte, la deuda bruta del SPG a junio de 2018 se ubicó en 39.932 millones de dólares (71% del PIB), mientras que los activos sumaron 21.418 millones de dólares (38% del PIB). Lo anterior determinó un monto para la deuda neta de 18.514 millones de dólares, equivalente a 33% del PIB. Esto supuso un aumento de 3 puntos porcentuales en el último año móvil, derivado del financiamiento del déficit y compensado en parte por el crecimiento del PIB.

Asimismo, analizando la composición de la deuda por moneda en el año móvil a junio se observa un incremento de la participación de la deuda denominada en pesos nominales (de 26% en junio 2017 a 32% en junio 2018), junto a una disminución de la deuda en UI y en dólares, aunque esta última aumentó en el margen, producto de la mencionada emisión internacional de abril. De esta forma, se sigue observando que más de la mitad de la deuda está compuesta por la moneda nacional (nominal e indexada).



En el caso del BCU hubo un aumento del stock de LRM por el equivalente a 2.520 millones de dólares en el año a junio 2018⁹. Por otro lado, en igual periodo disminuyeron los pasivos de deuda en dólares, como consecuencia de una baja de los depósitos por 155 millones de dólares.

Del punto de vista de la liquidez, el nivel de Activos de Reserva a junio 2018 (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta mayo de 2019. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por

⁸ El GC emitió en setiembre 2017 un bono global en pesos nominales por el equivalente a 1.100 millones de dólares, con vencimiento en 2028 y tasa fija de 8.5% anual. Luego, en abril 2018 emitió un bono global en dólares por 1.750 millones, con vencimiento en 2055 y tasa fija de 4.975%.

⁹ Se considera la deuda en LRM consolidada a nivel del SPG. El circulante total de LRM creció en 3.160 millones de dólares interanual en junio 2018.



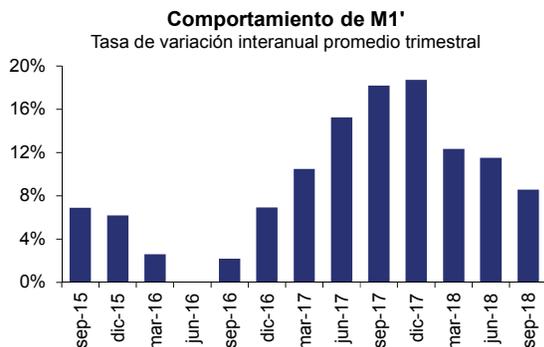
2.187 millones de dólares (3.9% del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2024.



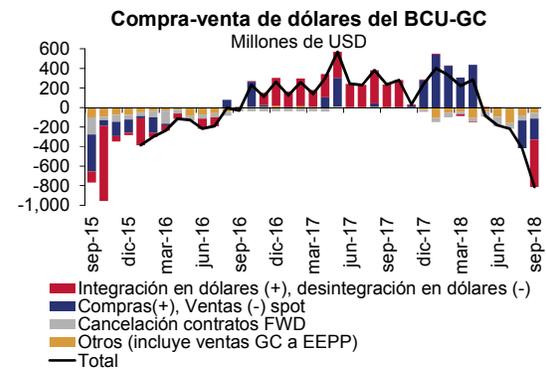
II. La política monetaria en el tercer trimestre de 2018

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

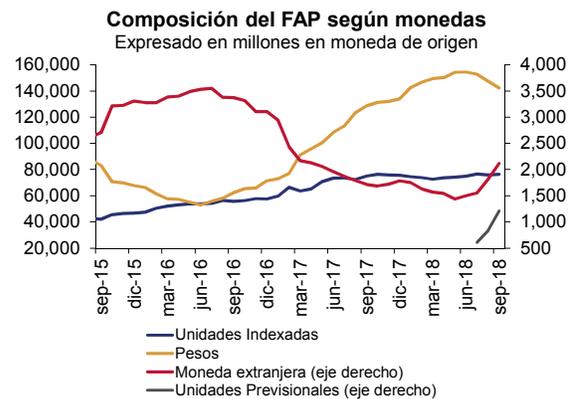
En su reunión trimestral del 13 de julio de 2018, el Directorio del BCU en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció un rango de crecimiento interanual de 9% a 11% como referencia indicativa de la evolución del agregado M1 ampliado (M1') para el tercer trimestre de 2018. Durante dicho periodo se sucedieron algunos eventos en el entorno macroeconómico en el que se desenvuelve la política monetaria, como el fortalecimiento global del dólar y un contexto regional más complejo, que provocaron un aumento de la demanda de activos denominados en dólares. En este contexto, M1' presentó una variación interanual de 8.6%, algo por debajo de la referencia indicativa.



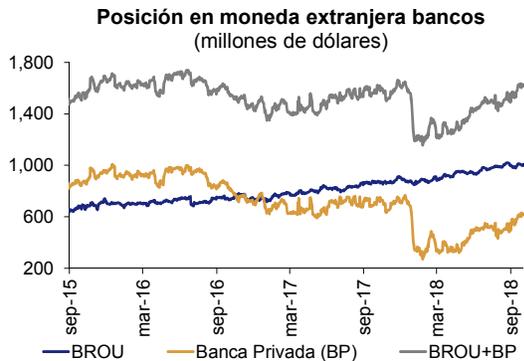
En un marco de mayor preferencia por el dólar el BCU procuró abastecer la demanda de moneda extranjera evitando volatilidades innecesarias en el mercado de cambios, teniendo como referencia las tendencias globales del dólar. Así, vendió 500 millones de dólares en el mercado *spot* entre agosto y setiembre y realizó una operación de recompra de letras de regulación monetaria (LRM) mediante la cual proveyó al mercado 490 millones de dólares. El mayor volumen de valores adjudicados provino de las AFAP (83%), participando además agentes no residentes (17%).



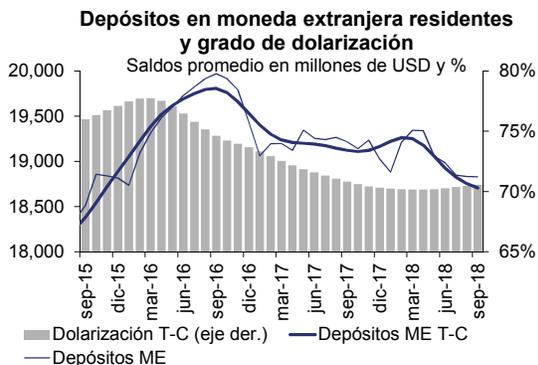
Además de este efecto en el mercado de cambios, comenzaron a observarse indicios de cambio de portafolio a favor de una mayor participación de activos denominados en dólares en el sector privado no financiero, liderado por los Fondos de Ahorro Previsional (FAP).



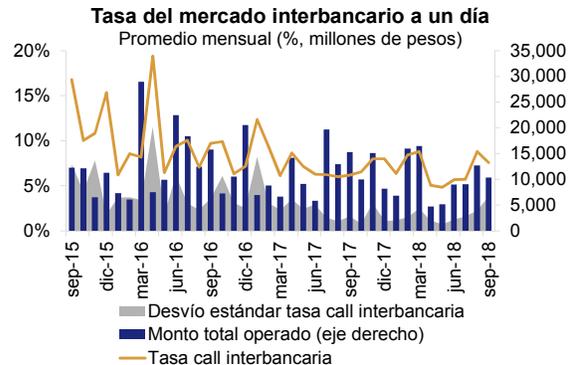
Asimismo, los bancos continuaron aumentando su posición en moneda extranjera, estrategia más notoria a nivel de la banca privada.



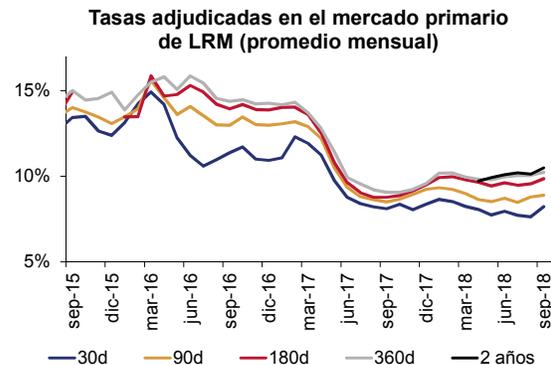
Finalmente, los depósitos en moneda extranjera del sector privado no financiero se mantuvieron estables durante el trimestre, mientras que el grado de dolarización habría dejado de caer.



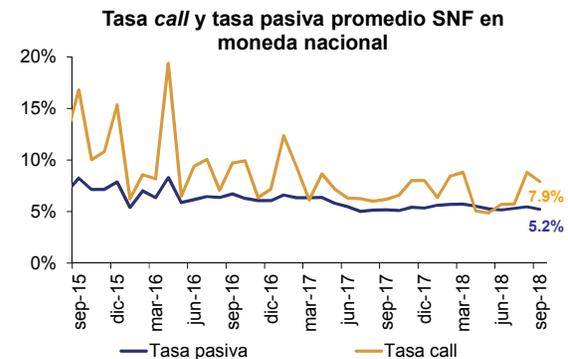
En este contexto, la tasa *call* interbancaria ajustó al alza en el trimestre, pasando de un promedio de 5.2% en abril-junio a 7.5% en julio-setiembre. Este comportamiento estuvo pautado por dos eventos puntuales, como la concentración de la generación de liquidez hacia finales de agosto asociada a vencimientos de títulos y el incremento de la demanda de dólares hacia fines de agosto y comienzos de setiembre. En el resto del trimestre, esta tasa ajustó a la baja.

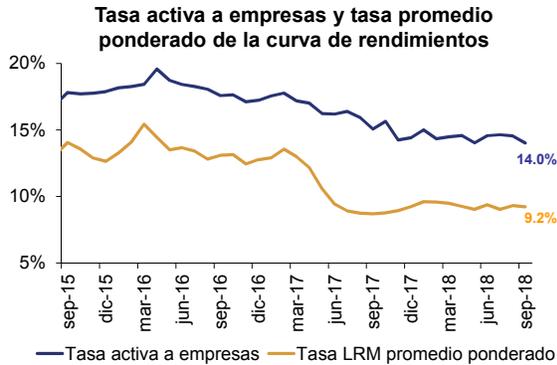


Las tasas de la curva de rendimientos de las LRM se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, presentando un promedio ponderado por montos adjudicados de 9.2%. Mientras tanto, la tasa promedio del tramo más corto (30 días) se ubicó en 7.9%, aumentando en el margen.



Por su parte, las tasas pasivas y activas en pesos concedidas por los bancos no presentaron cambios significativos respecto de los últimos meses.





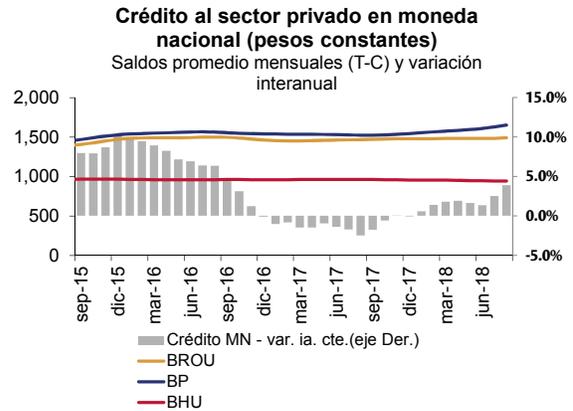
Finalmente, la tasa activa en dólares, que se ubicó en 4.8% en setiembre, también mostró cierta estabilidad, al igual que las tasas internacionales de referencia y el riesgo país.

II.2. Evolución del crédito

El crédito concedido por el sistema bancario presentó una incipiente recuperación en el trimestre (información a agosto), tanto en moneda nacional como en dólares.

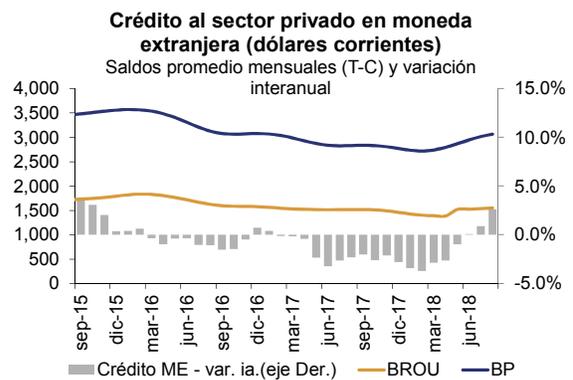


En el bimestre julio - agosto el crédito en moneda nacional creció a una tasa interanual promedio de 3.2% en términos reales, impulsado por la banca privada.



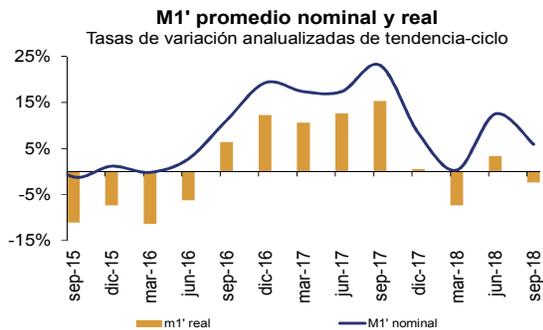
Esta evolución estuvo determinada por el crédito empresarial e hipotecario, mientras que el crédito al consumo se mantuvo estable. Sin embargo, el crédito al consumo otorgado por las administradoras de crédito se habría acelerado.

Por otra parte, el crédito en moneda extranjera medido en dólares corrientes aumentó 1.8% interanual en el promedio julio - agosto, también impulsado por la banca privada, quebrando en el margen la tendencia iniciada a fines de 2015.

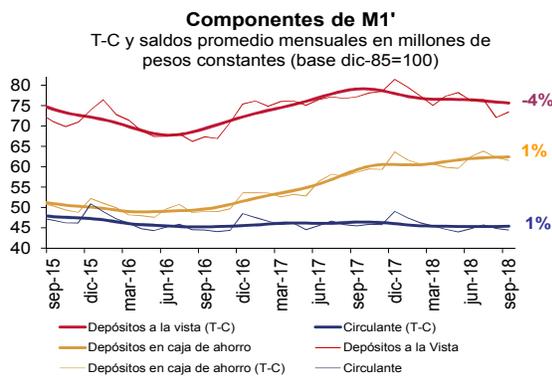


II.3. Principales agregados monetarios

La variación interanual del agregado M1' en el tercer trimestre promedió 8.6%, lo que implicó una desaceleración en términos nominales y una caída real, ambos en tendencia-ciclo.

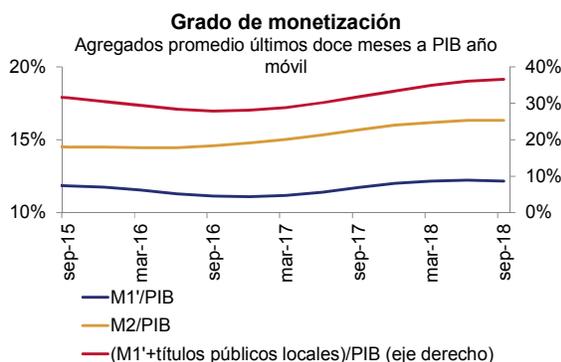


Esta dinámica se explica por la caída de los depósitos vista, los que reversion su anterior tendencia al alza, mientras que los depósitos en caja de ahorro y el circulante continuaron creciendo moderadamente en términos reales.



Esta evolución se compensa en parte por el incremento de los depósitos a plazo, lo que estaría reflejando un traslado desde recursos líquidos a depósitos rentados de corto plazo.

Este comportamiento de los agregados implicó que el grado de monetización dejase de crecer durante el tercer trimestre, consistente con la mencionada mayor preferencia por activos denominados en dólares.



III. Evolución de los precios

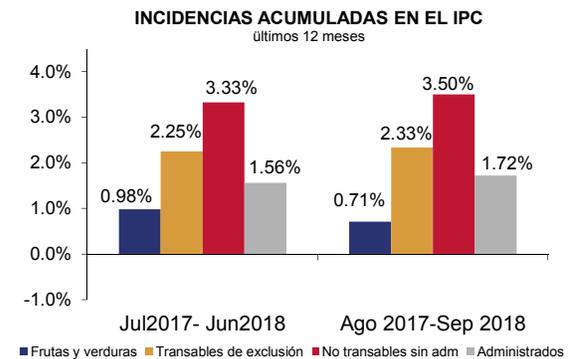
III.1 Análisis de la inflación por componentes

En el año móvil cerrado a setiembre 2018 la inflación *headline* se ubicó en 8.26%, aumentando levemente respecto al registro de junio 2018 y manteniéndose algo más de un punto por encima del rango meta fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) (3%-7%).



La inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX, aumentó levemente, ubicándose en 7.9%, por debajo de la inflación *headline*.

A nivel de componentes del IPC, casi todos presentaron variaciones superiores respecto a junio, a excepción de *Frutas y Verduras*, que habría comenzado la reversión de los *shocks* de oferta sufridos en los últimos meses. Por otra parte, los componentes del núcleo duro del IPC, Transables de Exclusión y No Transables de Mercado, fueron los que ejercieron mayores presiones al alza. Esto se explica por la depreciación del peso que comenzó en mayo en un contexto regional más adverso y por *shocks* específicos en algunos alimentos elaborados y no elaborados.





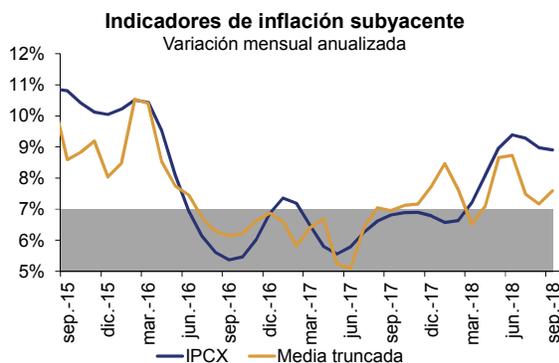
Los No Transables de Mercado (NTX) retomaron niveles superiores a 8%, reflejando el impacto de segunda vuelta de la suba del tipo de cambio y de distintos *shocks* sobre los precios de alimentos. El rubro *Comidas y Bebidas Preparadas Fuera del Hogar* presentó una incidencia mayor, *Panes y Cereales* continúa exhibiendo fuertes variaciones de precios como resultado del aumento del precio del trigo a nivel internacional, mientras que la sostenida desaceleración de *Alquileres* habría encontrado un piso en torno al centro del rango meta.

Variación interanual por incidencia

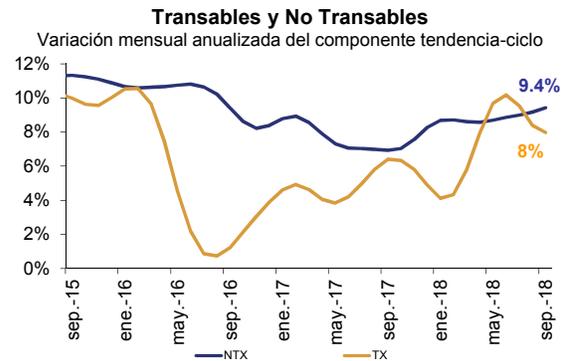
Incidencias Variación Interanual			
	jun.-18	sep.-18	Diferencia
IPC	8.11	8.26	0.15
IPCX	5.57	5.83	0.26
NTX	3.33	3.50	0.17
Panes y cereales	0.38	0.41	0.03
Alquileres	0.26	0.25	0.00
Comidas y bebidas FH	0.98	1.04	0.06
Enseñanza	0.37	0.37	0.00
Servicio Doméstico	0.25	0.24	0.00
Bienes y Serv Diversos	1.10	1.19	0.09
TX	2.25	2.33	0.08
Alimentos y bebidas diversos	0.39	0.49	0.10
Carnes y Pescados	0.81	0.59	-0.22
Bienes Manuf No Comes	0.89	1.07	0.18
Servicios transables	0.15	0.18	0.03
IPC Resto	2.54	2.43	-0.11
Frutas y Verduras	0.98	0.71	-0.27
Administrados	1.56	1.72	0.16
Tarifas	0.60	0.77	0.17
Cigarrillos	0.33	0.32	-0.01
Resto Adm	0.63	0.62	-0.01

III.2 Inflación subyacente y difusión

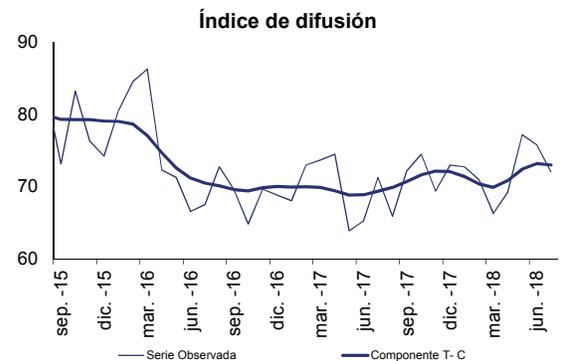
La variación promedio mensual anualizada del componente tendencia-ciclo del indicador de inflación subyacente de exclusión (IPCX) se desaceleró entre junio y setiembre de 2018. La media trunca transmite un mensaje similar aunque con una trayectoria diferente.



A nivel de componentes, NTX presentaría una trayectoria levemente ascendente, mientras que TX se habría desacelerado. Así, la variación mensual anualizada de la tendencia-ciclo de los TX se ubicó en 8.0% y la de los NTX en 9.4%.



Por su parte, el índice de difusión¹⁰ se ubicó en 73% en tendencia-ciclo en junio, permaneciendo relativamente estable en los últimos meses en niveles similares a los observados luego de la desinflación de 2016.



III.3 Expectativas de inflación

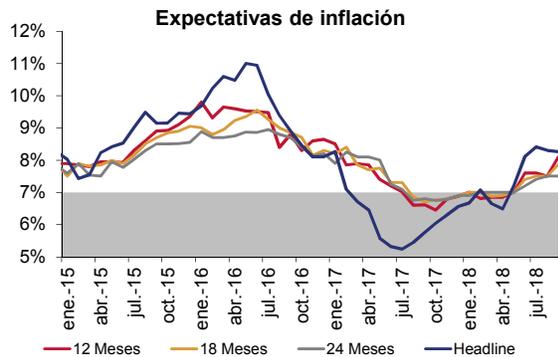
En setiembre se observó un aumento de la mediana de expectativas de inflación de los analistas recopilada por el BCU con respecto a junio para los horizontes de 12 y 18 meses. Así, mientras que en junio estas expectativas estaban en torno a 7.5%, actualmente para el horizonte de 12 meses se ubican en 8.1% y para el de 18 meses ascienden a 7.9% (aumento en ambos casos de unos 50 puntos básicos). Sin embargo, es de destacar que las expectativas a 24 meses (actual horizonte de la política monetaria) permanecieron prácticamente estables (pasaron de 7.4% a 7.5%),

¹⁰ ((% de precios con variación mensual positiva menos % de precios con variación mensual negativa +100))/2



BCU

lo que puede interpretarse como una señal de confianza en que la política monetaria mantendrá la inflación bajo control más allá del efecto del *shock* sobre el tipo de cambio sobre la inflación en los meses más próximos.



IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

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

En el año móvil cerrado a setiembre 2018 la inflación *headline* se ubicó en 8.26%, aumentando levemente respecto al registro de junio 2018 y manteniéndose algo más de un punto por encima del rango meta fijado por el CCM (3%-7%).

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX, también mostró un aumento moderado y se ubicó en 7.9%, por debajo de la inflación *headline*.

La evolución del trimestre estuvo pautada por el aumento de los precios de los bienes y servicios transables, asociado al aumento en la cotización del dólar en un marco de incertidumbre regional, y de los no transables, al influjo de algunos shocks en mercados específicos y de las tarifas, mientras que el *shock* de oferta en Frutas y Verduras mostraría signos de reversión.

La mediana de las expectativas de inflación para los próximos 24 meses relevadas por el BCU se ubicó en setiembre en 7.5%, manteniéndose virtualmente incambiada respecto al trimestre anterior. Mantener una política monetaria con sesgo contractivo será fundamental para consolidar este proceso.

IV.2 Contexto internacional

El contexto internacional se tornó más desfavorable en el tercer trimestre. Por un lado, si bien Estados Unidos y China continuaron siendo los motores del crecimiento, sus actuales tensiones comerciales podrían reducir esta expansión e impactar negativamente en el resto del mundo. En este marco, las proyecciones de crecimiento global fueron revisadas a la baja.

Por otro lado, el escenario financiero también luce menos favorable para las economías emergentes. La escalada de tensiones comerciales, el proceso de suba de tasas de la Fed y el aumento de las tasas largas de los bonos del Tesoro de EE.UU. han conducido a un fortalecimiento global del dólar y una mayor aversión al riesgo. Ello implicó para las economías emergentes un menor influjo de capitales y un aumento de las primas de riesgo soberano, especialmente en aquellas economías con fundamentos más débiles.

A esto se suma un panorama regional más complejo. En Brasil la recuperación económica está siendo más lenta de lo esperado en un marco de dificultades para reducir los desequilibrios macroeconómicos e implementar reformas estructurales. Como resultado, el real continuó depreciándose y el riesgo país se mantiene en niveles elevados. Argentina, tras sufrir otra corrida cambiaria y alcanzar un nuevo acuerdo *stand by* con el FMI, aseguró el financiamiento del sector público hasta fines de 2019 en el caso que cumpla con las metas fiscales. Estas metas exigentes junto con una política monetaria restrictiva conducirán en el corto plazo a un ajuste recesivo de la economía.

IV.3 Contexto interno

En el segundo trimestre el nivel de actividad se expandió 2.5% respecto a un año atrás. Dicho crecimiento fue bastante generalizado a nivel de sectores, mientras que desde la perspectiva del gasto se destaca el impulso del consumo y de la menor desacumulación de stocks de productos agrícolas. Sin embargo, se observó una reducción de las exportaciones como resultado de la menor cosecha de soja. La evolución reciente de los indicadores parciales de actividad del tercer trimestre muestra señales mixtas: se observa cierta caída en los indicadores relacionados al consumo y al comercio exterior, y cierta mejora en aquellos vinculados a la actividad industrial. Con esta información se espera que la economía se expanda en el tercer trimestre a una tasa



BCU

interanual similar a la observada en este trimestre.

La cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un superávit de 0.2% del PIB en los 12 meses finalizados en junio de 2018, el cual se reduce respecto a los trimestres anteriores. A nivel institucional, el déficit del sector público (incluido el BROU) se ubicó en 3.3% del PIB, mientras que el sector privado ha generado un ahorro que supera a su inversión en 3.5% del PIB, consistente con el ajuste del gasto privado interno respecto al PIB que se observa en los últimos trimestres. Asimismo, Uruguay experimentó mejoras en los términos de intercambio en los últimos dos años.

El tipo de cambio real efectivo global se apreció 5% en el tercer trimestre de 2018, determinado por un encarecimiento relativo respecto a la región, en particular Argentina, debido al fuerte debilitamiento sufrido por el peso argentino respecto al dólar en el trimestre. Por otra parte, se observó una depreciación relativa frente al resto de los socios comerciales. Asimismo, el tipo de cambio real ha tendido a ubicarse por debajo de su nivel de fundamentos, mientras que la rentabilidad del sector exportador se ha mantenido estable y se ubica en niveles similares a los de fines de 2016.

En el frente fiscal, tanto el endeudamiento neto del sector público en términos del PIB como la profundización de la participación de la moneda nacional en su composición por monedas y la madurez promedio de la deuda, así como la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano, reflejan una situación fiscal confortable.

Finalmente, en el tercer trimestre la cantidad de dinero se expandió 8.6% interanual, algo por debajo del rango de referencia indicativo de 9%-11% anunciado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM. Esta desaceleración reflejó una mayor preferencia por activos denominados en dólares como consecuencia del debilitamiento de las monedas regionales y emergentes frente al dólar. En este marco, el BCU vendió 500 millones de dólares en el mercado *spot* y realizó una recompra de LRM por 490 millones de dólares, a efectos de evitar volatilidades excesivas del tipo de cambio.

IV.4 Escenario macroeconómico

El escenario base que constituye el marco para la toma de decisiones de política monetaria luce menos auspicioso que en el trimestre anterior, al materializarse una creciente incertidumbre provocada por la guerra comercial que se inició

con la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos.

En la región el crecimiento esperado también se modificó a la baja. En el caso de Argentina aún se está procesando un ajuste en la actividad y en los precios relativos, el que implicaría una menor demanda para los bienes y servicios uruguayos.

La demanda extraregional en cambio mantendría un buen dinamismo en el horizonte de proyección, asociado al desempeño de la economía china, que continuaría creciendo a tasas superiores a 6% anual, contribuyendo a sostener los precios de las materias primas, particularmente los alimentos, que son los que mayormente exporta nuestro país. De este modo, junto con una caída de los precios de importación de la región, se espera una cierta mejora de los términos de intercambio.

La economía uruguaya continuaría creciendo, aunque a tasas inferiores a su crecimiento potencial. Así, en un contexto regional con dificultades, Uruguay mantendría un diferencial positivo de crecimiento respecto a la región.

Del lado de la oferta, los principales sectores que contribuirían al crecimiento serían el primario (principalmente por el efecto de recuperación tras la sequía ocurrida a fines de 2017 y principios de 2018), transporte y comunicaciones y construcción. Del lado de la demanda, los motores del crecimiento vendrían por el consumo privado y en menor medida la formación bruta de capital fijo, que continuaría recuperando terreno desde los bajos niveles registrados en 2017.

El sesgo contractivo de la política monetaria junto a la implementación de los lineamientos del Poder Ejecutivo en la ronda de negociación salarial en curso en un contexto de indicadores débiles del mercado laboral contribuirá a que la inflación retorne al rango meta en el horizonte de política.

Este escenario base está sujeto a factores de riesgo que podrían determinar desarrollos diferentes a los mencionados. A nivel global los principales riesgos identificados refieren a una agudización de las tensiones comerciales y mayores tasas de interés en Estados Unidos, tanto de corto plazo, a través de la Fed, como de largo plazo, a través de mayores necesidades de financiamiento del Tesoro. Estos eventos tendrían impactos negativos en el comercio y el crecimiento mundiales, los precios de los *commodities* y las condiciones financieras internacionales, e inducirían un flujo



de capitales desde los mercados emergentes hacia las economías desarrolladas.

Como principal factor de riesgo regional se identifica el mantenimiento de los desequilibrios macroeconómicos en los países vecinos, que podría 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 una alta volatilidad financiera, salida de capitales, presiones al alza sobre los riesgos soberanos y un ajuste adicional de los precios relativos en detrimento de la economía uruguaya.

La probabilidad de ocurrencia de estos riesgos, si bien actualmente es moderada, es motivo de preocupación y monitoreo permanente, dados los efectos negativos que generarían sobre el desempeño de la economía uruguaya en caso de materialización.

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 cuarto trimestre de 2018 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango de 7%-9% interanual. De esta forma, el BCU pretende incidir sobre los canales de transmisión de la política, en particular en las expectativas inflacionarias, afectando así la evolución futura de la inflación. La mencionada referencia de M1' para el próximo trimestre se enmarca en una trayectoria de la cantidad de dinero que en el horizonte de política monetaria es consistente con la convergencia de la inflación al rango meta y el crecimiento de la actividad.

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.