



BCU

Informe de Política Monetaria

Tercer trimestre 2019

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

I.1. La situación internacional y regional

La actividad a nivel global volvió a deteriorarse durante los últimos meses, en el marco de renovadas tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Ante este panorama, los Bancos Centrales de las economías avanzadas y de algunas economías emergentes flexibilizaron su política monetaria y señalaron su disposición a profundizar su sesgo expansivo con el fin de mejorar las condiciones financieras globales. La mayor aversión al riesgo de los inversores condujo a la búsqueda de activos de refugio, lo que determinó una reducción de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos y un fortalecimiento del dólar a nivel global.

Asimismo, luego de la suba observada en agosto, en la mayoría de los mercados emergentes las primas de riesgo soberano retornaron a los niveles del final del trimestre anterior. No obstante, las monedas se debilitaron frente al dólar a lo largo de todo el trimestre.

Finalmente, los precios de los *commodities* subieron en el trimestre, impulsados por el crudo tras el ataque a las refinerías en Arabia Saudita. Empero, el efecto en el recorte de la producción de petróleo fue mucho menor al esperado, por lo que el precio revirtió rápidamente a los niveles previos al ataque.

Actividad global

Los últimos datos de actividad en las economías avanzadas confirman la desaceleración que se vislumbraba en el trimestre anterior. Mientras tanto, en la región la nueva fase de la crisis cambiaría en Argentina profundizó la recesión, al tiempo que Brasil exhibió una moderada reactivación en el segundo trimestre y señales positivas en el tercero.

En Estados Unidos la actividad se expandió 2.0% en el segundo trimestre (tasa desestacionalizada y anualizada), lo que marca una desaceleración respecto al primer trimestre. El consumo privado resultó el componente más dinámico del gasto, recuperándose luego de tres trimestres de desaceleración. Asimismo, el gasto público contribuyó positivamente – efecto que se irá disipando conforme llegue a su fin el actual plan de estímulos – mientras que las exportaciones

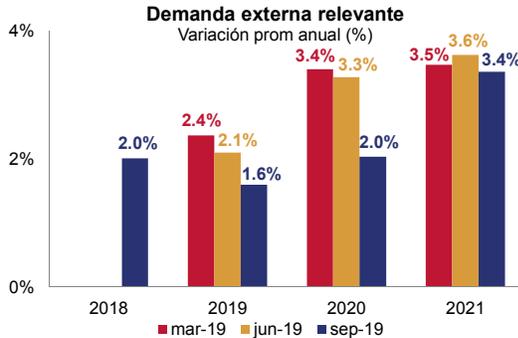
netas tuvieron un aporte negativo, pese a las medidas proteccionistas vigentes en la actual disputa comercial con China. Este diferendo también impactó negativamente en las expectativas de los empresarios, determinando una caída de la inversión privada. Algunos datos de mayor frecuencia, como el ISM Manufacturero, se presentaron muy por debajo de lo esperado por los analistas en agosto y setiembre, lo que anticipa que la actividad podría mostrar un deterioro adicional. En contraste, los datos del mercado laboral siguen mostrando fortaleza. El Fondo Monetario Internacional (FMI) recortó su proyección para 2019 (de 2.6% a 2.4%) y elevó su previsión para 2020 (de 1.9% a 2.1%).¹

La actividad de la Zona Euro creció 0.2% desestacionalizado en el segundo trimestre, lo que significó cierta desaceleración respecto al trimestre previo. El estancamiento en Alemania, afectada por la caída en el comercio global, es un signo de preocupación. España por su parte se mantiene como la que más contribuye al crecimiento del bloque, pese a las dificultades que muestra a nivel político. Otros conflictos políticos – en especial la incertidumbre respecto al *Brexit* – están impactando a la baja en la confianza de los agentes respecto a las perspectivas de reactivación. 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 6.2% interanual (1.4% desestacionalizado) en el segundo trimestre, marcando una nueva desaceleración. Indicadores de alta frecuencia estarían señalando que la desaceleración continuaría en el tercer trimestre. En este marco, el gobierno ha tomado medidas fiscales y monetarias con el fin de apuntalar la actividad. En particular, volvió a recortar la tasa de encajes bancarios por sexta vez en los últimos 18 meses, al tiempo que Banco Central permitió una devaluación adicional del yuan como forma de contrarrestar los efectos de la imposición de aranceles desde Estados Unidos. Sin embargo, la preocupación por la estabilidad financiera limita la capacidad de respuesta del gobierno para enfrentar la desaceleración. 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%).

¹ *Perspectivas de la economía mundial*. Fondo Monetario Internacional (FMI), octubre de 2019.

En este contexto, el crecimiento esperado de la demanda externa relevante para nuestra economía en los próximos dos años es menor al que se esperaba en el trimestre anterior.



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

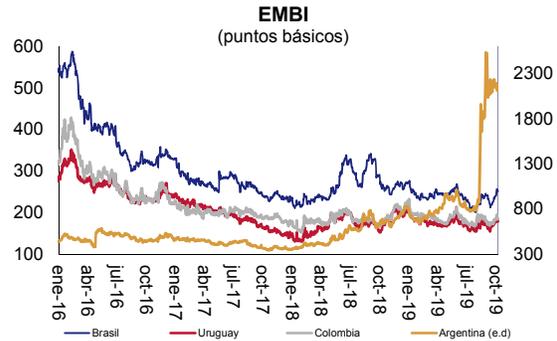
Mercados financieros e inflación

Las perspectivas de una menor actividad global junto al aumento del riesgo de recesión en algunas economías avanzadas llevaron a una profundización del sesgo expansivo de la política monetaria en Estados Unidos y Europa. La Reserva Federal (Fed) recortó su tasa de referencia en 25 pb en sus reuniones de julio, setiembre y octubre, al tiempo que el Banco Central Europeo redujo la tasa de facilidad de depósitos, reanudó la compra de títulos públicos y postergó indefinidamente la suba de su tasa de referencia. Las menores tasas esperadas y la aversión al riesgo presionaron a la baja a las tasas largas.



Fuente: Fed.

Esta mayor aversión al riesgo no ha tenido mayor impacto sobre los riesgos soberanos de la región (más allá de Argentina), exceptuando el periodo de mayor tensión del trimestre, que se observó a mediados de agosto, cuando se verificó cierta salida de capitales de emergentes. Antes y después los capitales ingresaron a emergentes, ante las perspectivas más favorables sobre las negociaciones entre Estados Unidos y China.



Fuente: *Bloomberg*.

Paralelamente, el dólar frenó su apreciación a nivel global a principios de setiembre, aunque permaneció en niveles elevados.

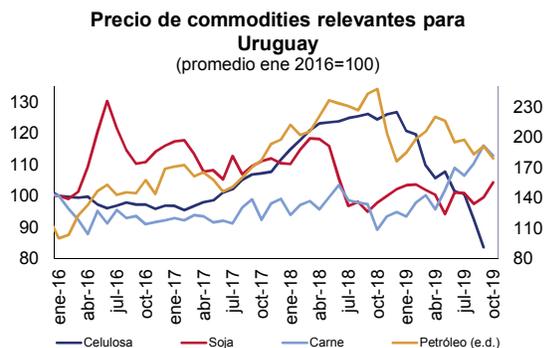


Fuente: Fed.

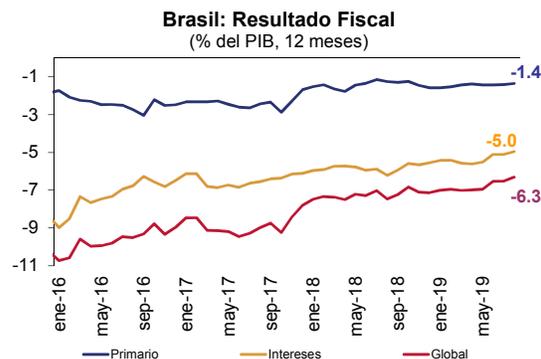
Commodities

El ataque a las refinerías de petróleo de Arabia Saudita a mediados de setiembre y su efecto esperado sobre la producción, que se estimaba sería del 5% de la oferta mundial, impulsó al alza el precio del crudo. Luego, ante la decisión de Arabia Saudita y de Estados Unidos de recurrir a sus reservas, el precio se moderó hacia finales del mes. Asimismo, este incremento de las tensiones geopolíticas provocó una suba del precio del oro como reflejo de la búsqueda de activos seguros. Por otra parte, los *commodities* metálicos industriales se beneficiaron en el margen de las mejores perspectivas de negociación entre China y Estados Unidos a mediados de setiembre.

Entre los precios de los *commodities* que Uruguay exporta, el precio de la carne continuó aumentando por el efecto de la fiebre porcina en China, al tiempo que el precio de la soja se vio beneficiado por las condiciones climáticas en Estados Unidos, que redujo los stocks estimados para 2019-2020. Por último, el precio de la celulosa siguió cayendo a lo largo de todo el trimestre por una conjunción de demanda débil y exceso de oferta.



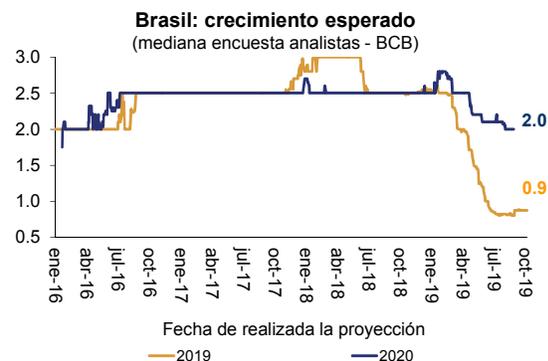
Fuente: Bloomberg e INAC



Fuente: BCB

La región

En Brasil el PIB creció 0.5% desestacionalizado en el segundo trimestre, mostrando una reactivación luego de la leve caída del primero (-0.1%). A nivel de sectores, se registró una recuperación de la industria tras dos trimestres de caída y cierta aceleración de los servicios. Por el lado del gasto, se produjo un aumento de la inversión luego de dos trimestres de descenso, mientras que el consumo continuó creciendo a tasas moderadas. Las expectativas de crecimiento se estabilizaron en 0.9% para 2019 y 2% para 2020.



Fuente: BCB

La inflación interanual volvió a desacelerarse en setiembre y se ubicó en 2.9%, apenas por encima del límite inferior del rango meta. En este marco, el Banco Central de Brasil (BCB) recortó la tasa *Selic* en 50 pb en octubre por tercera reunión consecutiva, la que se ubica en 5%, su mínimo histórico.

Del punto de vista de los desequilibrios macroeconómicos, la cuenta corriente mantuvo un déficit moderado y las cuentas fiscales registraron ciertas mejoras al influjo de las privatizaciones, el control del gasto y la reducción de intereses. En este sentido, tanto la relación deuda neta como bruta a PIB se redujeron en los últimos meses y se ubican en 55% y 79% respectivamente en setiembre.

La aprobación del proyecto de reforma de la Seguridad Social en el Congreso constituyó un paso importante hacia la corrección de mediano plazo de las cuentas públicas. De todos modos, la confianza de los agentes no se recuperó de forma significativa, en virtud de la ausencia de consenso entre el Ejecutivo y el Legislativo respecto a las restantes reformas pendientes.

En Argentina, la nueva fase de la crisis financiera tras las elecciones primarias de agosto cortó la incipiente reactivación del segundo trimestre, cuando el PIB creció 0.6% interanual (aunque con caída desestacionalizada de -0.3%). A nivel de componentes, nuevamente las exportaciones netas aportaron dinamismo, mientras que el gasto doméstico continuó en caída. La excepción fue la Formación Bruta de Capital Fijo, que mostró un ligero repunte tras una caída acumulada cercana a 30% en cinco trimestres. Entre los sectores, se registró un importante crecimiento del agro y la ganadería, al tiempo que industria, construcción y comercio acumulan varios trimestres de caída.

El salto cambiario derivado de la crisis financiera llevó a un nuevo rebrote inflacionario: la inflación interanual finalizaría el año en el entorno de 55%, lo que profundizaría la recesión al impactar negativamente en los salarios reales. Asimismo, se continuó observando un nuevo deterioro de las expectativas: la mediana de analistas consultados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) espera una caída del PIB de -2.9% para 2019 y -1.5% para 2020.

Para estabilizar el mercado cambiario y morigerar la pérdida de Reservas del BCRA, luego de las elecciones primarias el gobierno tomó algunas medidas, como el reperfilamiento de la deuda de corto plazo y la implantación de control de capitales, el que se profundizó significativamente luego de las elecciones nacionales del 27 de octubre. En particular, las Reservas descendieron casi 23 mil millones de dólares entre ambas elecciones. Este descenso se explica por las intervenciones para defender el valor de la moneda, la salida de depósitos del sistema

bancario y el pago de vencimientos de deuda en dólares. Luego de las elecciones del 24 de octubre se intensificó el control de capitales, profundizando el llamado cepo cambiario, con el propósito de preservar las Reservas.



De este modo, la situación que deberá enfrentar el próximo gobierno se presenta desafiante en lo que refiere a los vencimientos de deuda en un contexto de dificultades de acceso al crédito en condiciones razonables.

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 inferior al previsto en el trimestre anterior, determinada tanto por el desempeño global como de la región, especialmente Argentina.

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*.

Asimismo, se prevé estabilidad en los términos de intercambio para 2019, por descenso tanto de los precios de exportación como de los precios de

importación, y cierto deterioro para 2020. El escenario financiero internacional se presenta algo más favorable para las economías emergentes, dado que se espera que se mantengan por más tiempo las tasas bajas en las economías desarrolladas, aunque la incertidumbre reinante podría generar episodios de mayor aversión al riesgo que limitarían este beneficio.

Riesgos sobre el Escenario Base

Este escenario base está sujeto a una serie de riesgos. A nivel global el principal riesgo identificado está relacionado con la profundización del conflicto comercial entre Estados Unidos y China, el que podría determinar tanto una desaceleración más pronunciada de la economía china como una recesión en algunas economías avanzadas. Asimismo, este evento impactaría en forma negativa en el comercio mundial, los precios de los *commodities* y las condiciones financieras internacionales.

A nivel regional el principal riesgo se vincula al deterioro adicional de la situación de Argentina, y sus restricciones de manejo ante los actuales desequilibrios.

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 demás variables macroeconómicas relevantes. Por lo tanto, estos riesgos son motivo de preocupación y monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

I.2. La economía uruguaya

I.2.1. Nivel de actividad y empleo

El segundo trimestre de 2019

En el segundo trimestre del año el nivel de actividad se mantuvo en un nivel similar al de un año atrás, mientras que se expandió 0,3% respecto a enero-marzo en términos desestacionalizados, luego de exhibir caídas moderadas en los dos trimestres previos.



A nivel de sectores, se verificaron desempeños dispares respecto al segundo trimestre de 2018. Los sectores en expansión fueron *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (5,5%), *Suministro de electricidad, gas y agua* (3,5%) y *Actividades primarias* (0,9%). 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 *Suministro de electricidad, gas y agua* fue impulsado por la generación de energía con fuentes renovables, mientras que el mayor valor agregado de *Actividades primarias* respondió a los subsectores agrícola y silvícola, contrarrestados por una caída del sector pecuario.

Por otro lado, los sectores *Construcción; Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles* e *Industria manufacturera* mostraron descensos interanuales en el segundo trimestre de 2019 de 4,7%, 2,6% y 1,9% respectivamente. En el primer caso, la caída se dio en el marco de una menor construcción de edificios y de otras obras, parcialmente compensada por el aumento de obras de la Intendencia de Montevideo. En el caso del sector *Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles* el descenso se explicó tanto por una contracción en la actividad comercial como en los servicios de restaurantes y hoteles, ante una caída de la demanda por parte de los hogares y turistas. En tanto, la contracción del valor agregado de la *Industria manufacturera* respondió a una menor producción de las ramas orientadas al mercado interno, mientras que se observó un aumento en las ramas exportadoras, especialmente pasta de celulosa y frigoríficos.

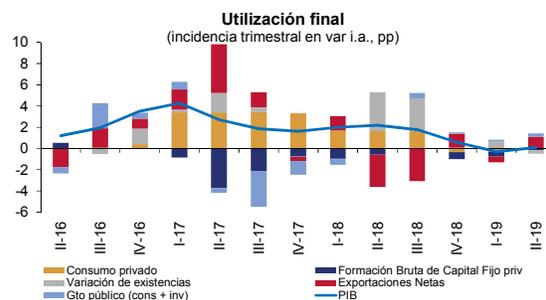
La oferta final se mantuvo relativamente estable respecto al mismo trimestre de 2018, como resultado de una caída de 0,3% en las importaciones de bienes y servicios. El descenso se dio en el marco de menores compras de bienes, tanto de consumo como de capital; las importaciones de bienes intermedios sin energéticos mostraron una leve suba y se observó un aumento de las importaciones de servicios de turismo emisor, reflejando un mayor gasto de uruguayos que viajaron al exterior.

Finalmente, las exportaciones de bienes y servicios aumentaron 3,5% interanual ante mayores colocaciones de soja, productos cárnicos y energía eléctrica, mientras que las ventas de servicios se redujeron, pautadas por el turismo receptivo y por otros servicios.

La demanda interna mostró una caída interanual de 1,0%, al influjo del descenso de la *Formación bruta de capital* (5,8%), mientras que el *Gasto de consumo final* se mantuvo estable.

La dinámica de la inversión fue determinada tanto por una caída de la *Formación bruta de capital Fijo* (4,1%) como por una menor acumulación de existencias en relación al segundo trimestre de 2018. A nivel de sector, la caída se explica en gran medida por el fuerte descenso en la inversión del sector público (15,9%), mientras que por tipo de activo el descenso responde a una menor inversión en *maquinaria y equipos* y en *edificios y otras construcciones*.

En el caso del consumo, se verificó un leve descenso interanual del *Gasto de consumo final de hogares e IPSFL* (0,1%) y un aumento del *Gasto de consumo final de gobierno* de 0,4%.



Indicadores de actividad del tercer trimestre de 2019

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

Por un lado, la información a julio del IVF de la Industria Manufacturera mostró un leve crecimiento interanual (0,5%), al tiempo que en la medición tendencia-ciclo se observa una caída en el margen. La actividad fue impulsada por el desempeño de Refinería, Pulpa de Papel y Jarabes y Concentrados, mientras que el indicador exclusión (que no toma en cuenta estas tres ramas) refleja una caída interanual del 1,5%.

Por otra parte, el componente tendencia-ciclo de las importaciones de bienes intermedios sin energéticos muestra una relativa estabilidad en términos constantes en el margen, a la vez que las importaciones de bienes de capital, también medidas en términos constantes y en tendencia-ciclo, exhiben un repunte en los últimos meses.

En tanto, las exportaciones de bienes medidas en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) mantienen una tendencia de leve crecimiento durante los últimos meses; así, en setiembre mostraron una tasa de variación mensual anualizada de 4,1% (tendencia-ciclo), al influjo de las exportaciones de productos primarios.

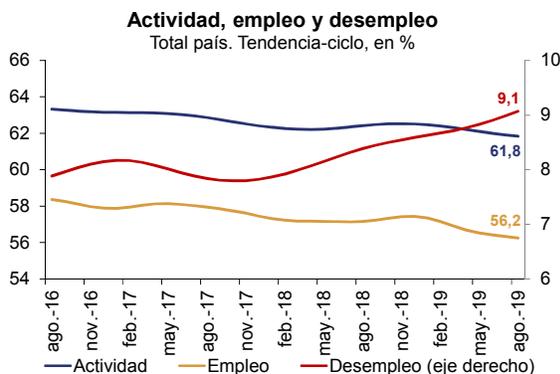
Por otro lado, tras un breve aumento en los meses centrales del año, las exportaciones de turismo se estancaron en el margen como consecuencia de la crisis argentina. Puntualmente, en setiembre el gasto de turistas en términos constantes cayó 0.8% mensual anualizado (tendencia-ciclo).

Asimismo, se observaron señales positivas relacionadas con el consumo. En los últimos meses se registra un crecimiento tanto en las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en dólares constantes (variación mensual anualizada de la tendencia-ciclo de 11,2% en agosto), como en las ventas de autos 0 km.

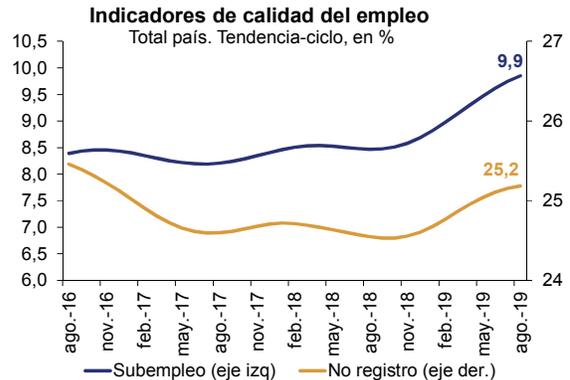
Finalmente, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) mejora en lo que va del año respecto a lo observado hasta comienzos de 2019, permaneciendo en la zona de moderado pesimismo en valores cercanos al neutro.

Empleo e ingresos

En el promedio de julio-agosto 2019 la tasa de empleo se ubicó en 56,2% de la Población Económicamente Activa (PEA), seis décimas por debajo del registro de igual periodo de 2018. En el mismo lapso la tasa de actividad se ubicó en 61,8% de la Población en Edad de Trabajar (PET), levemente por debajo del registro de julio-agosto de 2018. En consecuencia, la tasa de desempleo se situó siete décimas por encima en la comparación interanual, alcanzando a 9.1% de la PEA.



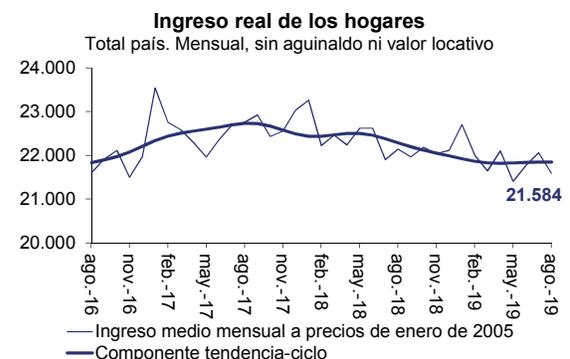
De esta forma, la cantidad de personas empleadas ha mostrado una tendencia decreciente: en el acumulado a agosto existen unos 5.000 puestos de trabajo menos respecto a igual periodo de 2018.



La información del BPS respecto al subsidio por desempleo muestra subas en los últimos meses, tanto de los beneficiarios del subsidio como de las solicitudes otorgadas.



Finalmente, luego de haber mostrado una tendencia levemente decreciente en la segunda mitad de 2018, con datos a agosto el poder adquisitivo de los hogares para el total del país se estabilizó en el margen en términos de tendencia ciclo en un nivel similar al observado a fines de 2016. Por fuentes de ingresos se observa un incremento de los ingresos por cuenta propia y estabilidad de los ingresos salariales y las pasividades. En términos interanuales, en el promedio de enero-agosto tanto el ingreso salarial real (sin aguinaldo) como las pasividades mostraron una suba en torno a 0,7%.

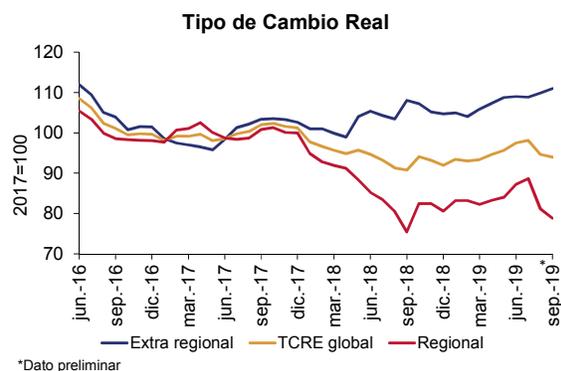


I.2.2. Sector externo

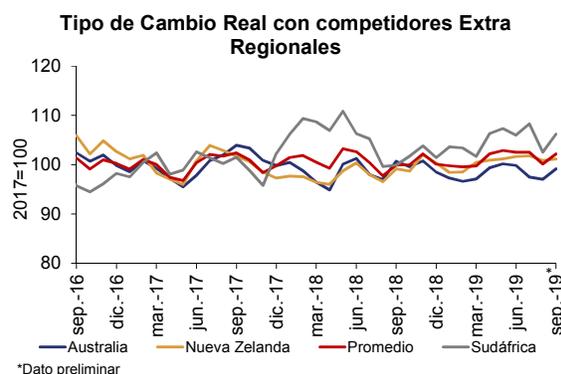
Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se mantuvo estable en el tercer trimestre con respecto al segundo (se apreció 0.3%), al influjo de la región (apreciación de 2.3%), explicada principalmente por una nueva caída del TCR bilateral con Argentina, esta vez de 4.5%, en el marco de un nuevo aumento de su tipo de cambio nominal tras luego de las elecciones primarias de agosto. A nivel de la extra-región en tanto se continuó observando una depreciación; en el promedio del tercer trimestre la misma fue de 1,4% en relación al segundo.

Por otro lado, en la comparación interanual se verifica una depreciación real de 4,2%, tanto respecto a la región (3,9%) como frente a la extra-región (4,4%).



Por su parte, el TCR bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos se apreció 0,9% en el promedio del trimestre. En la comparación interanual se observa una depreciación de 2,4% en el tercer trimestre.

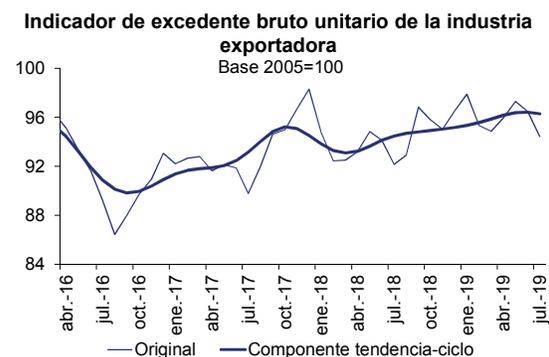


Asimismo, el TCR de fundamentos en términos desestacionalizados se mantuvo prácticamente estable en el último trimestre, como resultado de cierta mejora de los términos de intercambio, de la productividad relativa y del leve aumento de la relación gasto público/PIB, compensado

parcialmente por un descenso en el ratio gasto privado/PIB.

En los últimos trimestres se evidencia un acercamiento del TCRE respecto a su nivel de fundamentos.

Por otro lado, el Excedente bruto de explotación unitario de la Industria exportadora² presentó un leve aumento de 0,8% en el segundo trimestre frente al primero en la medición tendencia-ciclo y se mantuvo estable en julio. Mientras tanto, en la comparación interanual se registró una suba de 2,7% en el promedio de abril-junio.



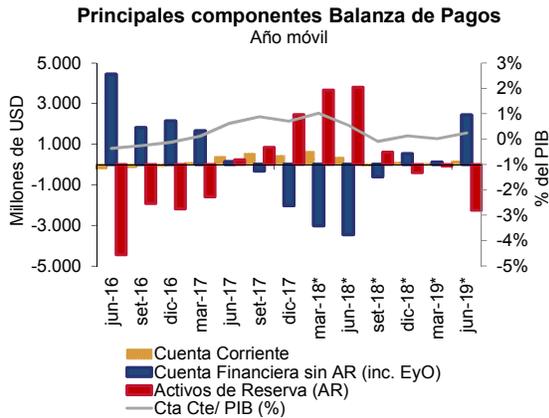
Finalmente, los términos de intercambio de bienes y servicios mostraron un leve aumento en el último año móvil a junio 2019, en un marco de una mayor caída de los precios de importación respecto a la caída de los precios de exportación (-1,5% y -0,8% respectivamente).

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

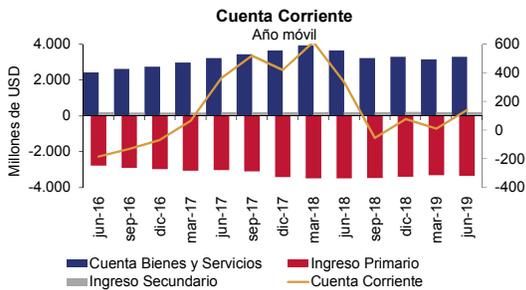
En el año culminado en junio de 2019 la economía uruguaya presentó un superávit por transacciones corrientes con el resto del mundo de 139 millones de dólares (0,2% del PIB), guarismo algo menor al superávit de 0,5% del PIB hace un año atrás.³

² 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

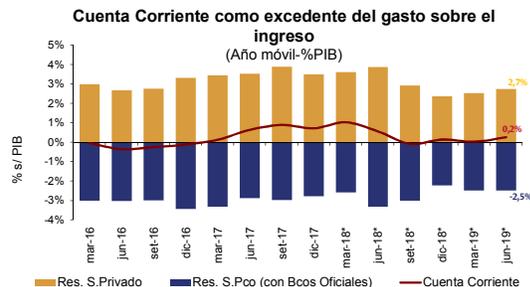
³ En setiembre de cada año se cuenta con nueva información, en particular la relevada en la Encuesta a las grandes empresas correspondiente al año anterior. En función de ello, se reestiman los registros de la Balanza de Pagos y la Posición de Inversión Internacional de los años anteriores y de los trimestres del año en curso.



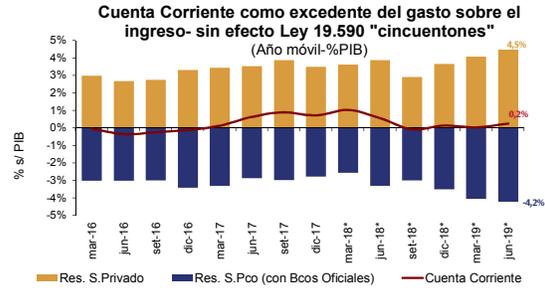
En el último año móvil se registró un menor saldo positivo de la Cuenta de Servicios, asociado a una disminución de las exportaciones junto a un aumento de las importaciones de servicios turísticos. Por el contrario, el superávit del comercio de bienes registró un aumento, al influjo de mayores ventas netas de las empresas dedicadas a la compraventa, mayor superávit del intercambio de mercancías - asociado a una contracción de las importaciones - y una disminución del déficit del ingreso primario, guiado por el sector público.



A nivel institucional, en una primera instancia se observa una reducción del excedente del ingreso sobre el gasto del sector privado (1,1 puntos porcentuales), al tiempo que el déficit del sector público (incluido el resultado de los bancos oficiales) se habría reducido en 0,8% del PIB.



Cabe recordar que el déficit observado 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. Si se ajustan las cifras por este factor se sigue observando un aumento del déficit público que es compensando por un mayor superávit del sector privado.



Como contrapartida del saldo superavitario de la Cuenta corriente y de capital se registró una salida neta de fondos por 173 millones de dólares (incluidos los movimientos no registrados que se recogen en el rubro Errores y Omisiones).⁴ Esta cifra es el resultado del mayor endeudamiento neto del sector público (1.428 millones de dólares) junto a una salida neta de capitales del sector privado (1.601 millones de dólares). Los movimientos financieros señalados incluyen una reducción de Activos de reserva del BCU (2.263 millones de dólares).

Finalmente, a junio de 2019 la economía uruguaya registró una posición neta deudora de 14.649 millones de dólares (25,5% del PIB), algo superior a la registrada un año atrás, ante cierta reducción de los activos financieros externos junto a un leve aumento de los pasivos externos. A nivel institucional se sigue observando una posición neta acreedora del sector público.



⁴ Metodológicamente se considera que los movimientos no registrados corresponden a movimientos financieros, aunque también pueden computar transacciones no captadas de la Cuenta Corriente.

1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en agosto 2019 el déficit del sector público global (SPG⁵) fue 2.8% del PIB, 0,9 puntos porcentuales inferior al de un año atrás. Sin tener en cuenta la transferencia al FSS de los fondos acumulados por los llamados “cincuentones” que optaron por desafiliarse de las AFAP, este déficit se ubica en 4.9% del PIB.



A nivel institucional, esta evolución se compone de un mayor resultado primario de GC-BPS y EEPP, de una reducción del déficit del BCU y de una caída del superávit del BSE y de los Gobiernos Departamentales.

El superávit primario de GC-BPS aumentó 1.1% del PIB, llegando a 0.7% del PIB, debido a un aumento en términos reales de los ingresos (5.7%) superior al de los egresos (1.9%).

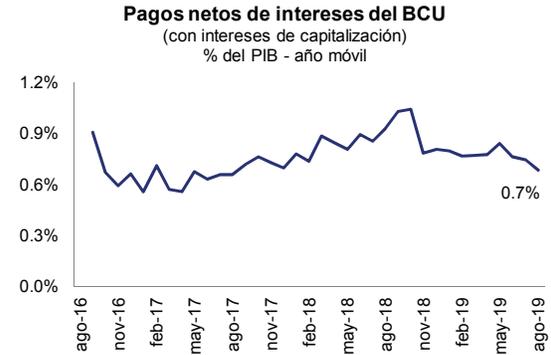
Del lado de los ingresos, se observa una caída de 1.3% de la recaudación neta real de DGI y BPS, en un escenario de bajo crecimiento económico. El incremento global está reflejando la referida transferencia al FSS, que suma 2.1 puntos del PIB, así como en menor medida la transferencia a Rentas Generales de utilidades del BROU y de UTE. En lo que tiene que ver con los egresos, la mayor suba se observó en pasividades (0.3% del PIB) y en menor magnitud en remuneraciones y transferencias (ambas por 0.2% del PIB).

Las EE.PP. registraron un déficit de 0.1% del PIB, algo menor al de igual periodo del año anterior, al influjo básicamente del manejo de existencias de crudo, mientras que el superávit primario corriente se mantuvo estable.

El déficit del BCU se ubicó en 0.7% del PIB, 4 décimas inferior al de igual periodo del año anterior, al influjo del mayor superávit en moneda extranjera dado por el aumento de las tasas

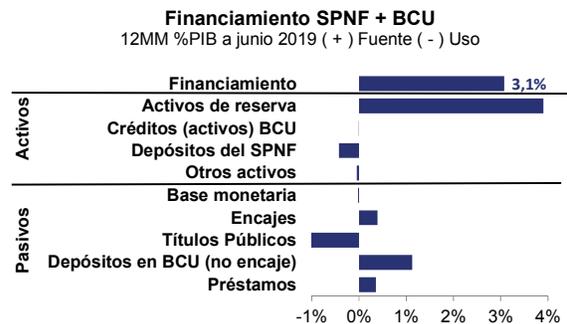
⁵ El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

internacionales y el efecto del aumento del tipo de cambio sobre esos flujos, mientras que el déficit en moneda nacional (sin considerar intereses de capitalización) se mantuvo estable.



Al analizar las cifras de financiamiento y endeudamiento, también debe recordarse que a partir de octubre 2018 se considera el impacto del FSS⁶. En el año móvil a junio 2019, la contribución neta de este fondo al resultado del SPG alcanzó 1.5% del PIB, mientras que el mayor impacto en los *stocks* se dio en la deuda bruta, que se reduce en 1.4% del PIB, debido a la consolidación de las cifras fiscales⁷.

En este marco, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento fue de 3.1% del PIB a junio 2019. Sin ajustar las cifras por el FSS, este déficit se ubica en 4.6% del PIB. La principal fuente de financiamiento fue la desacumulación de Activos de Reserva, mientras que a nivel de los pasivos se amortizaron títulos públicos y aumentaron los depósitos en el BCU, tanto de bancos como los depósitos en moneda extranjera de las AFAP en mayo 2019.

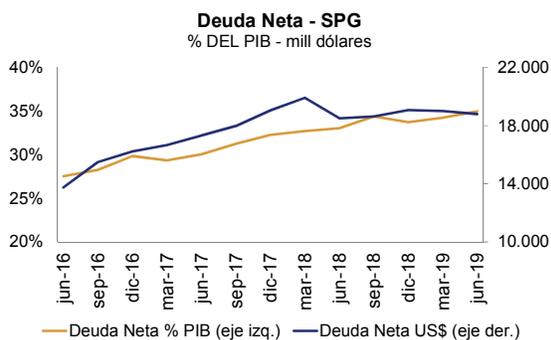


⁶ Por más información consultar notas de publicación de Deuda Pública y Financiamiento del SPG (<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Default.aspx>) y comunicado conjunto BCU y MEF (<https://www.mef.gub.uy/innovaportal/file/25887/1/comunicado-registro-del-fss-mefybcu-version-final.pdf>)

⁷ Este efecto se da en aquellos títulos públicos que tenían como acreedor a las AFAP y por lo tanto constituían deuda del SPG.

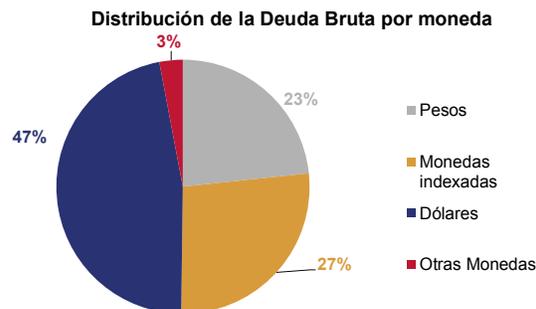
La deuda bruta del SPG se ubica en junio 2019 en 38.161 millones de dólares (71% del PIB), mientras que los activos suman 19.360 millones de dólares (36% del PIB), determinando una deuda neta de 18.801 millones de dólares (35% del PIB).

La deuda neta en términos del PIB registró un aumento de 2 puntos en el último año móvil, impulsada por el financiamiento del déficit y en menor medida por revaluaciones vinculadas al incremento del tipo de cambio y parcialmente compensada por el crecimiento económico.



En cuanto a la deuda por moneda, se sigue observando una disminución de la participación en pesos nominales, que pasó de 28% en junio 2018 a 23% en junio 2019, en detrimento de la deuda en dólares. Esto se debió en parte al aumento del tipo de cambio y en parte a la emisión internacional en dólares que realizó el GC en enero⁸. De esta forma se observó un aumento de la participación de la deuda en dólares, que pasó de 42% en junio 2018 a 47% en junio 2019.

Adicionalmente, en el trimestre a junio el BCU vendió divisas por unos 1.300 millones de dólares⁹, que redundaron en una caída del *stock* de LRM, disminuyendo la participación de la deuda en pesos del SPG por esta vía. De todas formas, conviene destacar que la deuda en moneda local continúa siendo la mitad del total.



Finalmente, el nivel de Activos de Reserva (neto de los activos por los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a junio 2019 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta abril de 2020 (10 meses). Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 2.174 millones de dólares (unos 4 puntos del PIB). Asimismo, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: casi el 60% de la deuda debe honrarse luego de 2025.



II. La política monetaria en el tercer trimestre de 2019

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

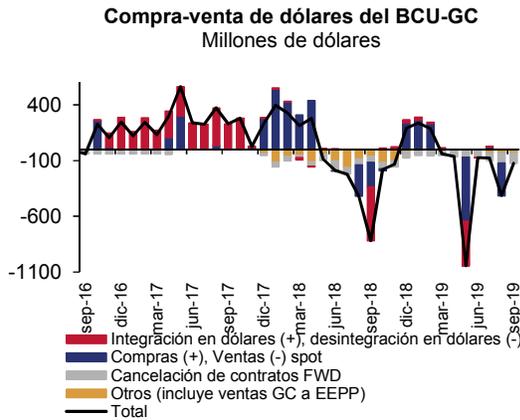
El 12 de julio de 2019 el Directorio del BCU, en el marco del Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció un rango de crecimiento interanual de 8% a 10% como referencia indicativa para la evolución del agregado M1 ampliado (M1') para el tercer trimestre de 2019. En función de esta referencia fue implementada la gestión de la política monetaria.

Durante el trimestre se continuó observando una elevada incertidumbre regional e internacional, lo que incidió en una mayor preferencia por la moneda extranjera por parte de los agentes residentes. En particular, luego de las elecciones

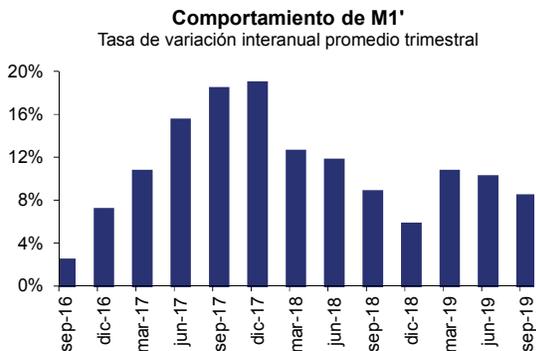
⁸ Esta emisión alcanzó 1.250 millones de dólares, de los cuales 850 millones de dólares fueron a cambio de efectivo y el remanente por canje de bonos.

⁹ Incluye ventas en el mercado y dos operaciones de canje, las que canalizaron unos 615 millones de dólares.

primarias de Argentina se observó una aceleración de la depreciación de la moneda local respecto al dólar. En este contexto, el BCU intervino activamente en la punta vendedora del mercado de cambios, tanto en la modalidad *spot* como *forward* y futuros, para evitar volatilidades excesivas del tipo de cambio. En particular, el BCU vendió en agosto 292 millones de dólares en el mercado *spot*, que tuvieron como contraparte a los bancos en un 70% y a las AFAP en un 30%. Asimismo, se pactaron 77 millones de dólares a futuro y 29 millones de dólares *forward*.



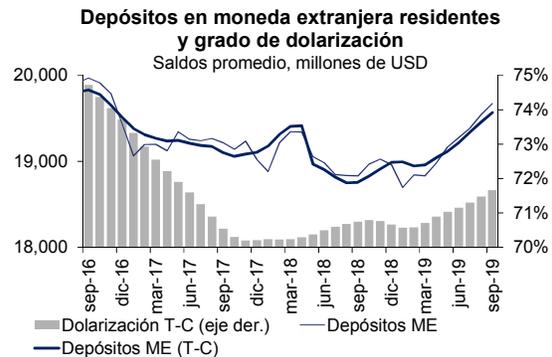
En este marco, en el promedio del trimestre el agregado creció a una tasa interanual de 8.2%, algo por encima del piso del rango indicativo anunciado. Sin embargo, durante la mayor parte del trimestre el agregado se ubicó por debajo del rango, dada la mayor incertidumbre regional. Puntualmente, en la segunda quincena de setiembre M1' se aceleró debido a la acumulación de saldos por parte de los Fondos de Ahorro Previsional (FAP), para su aplicación a la emisión asociada al Ferrocarril Central.



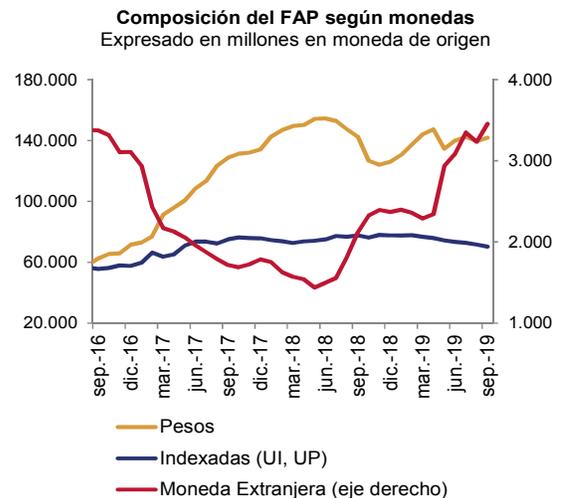
Por otra parte, se observaron mayores depósitos en moneda extranjera del sector no financiero residente y un nuevo aumento de la posición en moneda extranjera de los FAP. Mientras tanto, la

posición en moneda extranjera de los bancos se ha mantenido estable en niveles relativamente altos.

En tanto, los depósitos en dólares de los agentes residentes continuaron con la tendencia creciente de los últimos trimestres, implicando un aumento del grado de dolarización de los depósitos.



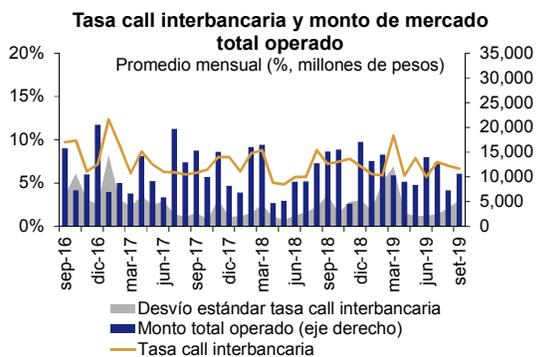
Asimismo, el portafolio de los FAP continuó mostrando una mayor participación de activos en dólares, los que representan el 23% del total, explicado por mayores inversiones en fideicomisos financieros e instrumentos en moneda extranjera emitidos por países de alta calificación crediticia, junto a una relativa estabilidad de la tenencia de activos en pesos (26% del portafolio) y una leve caída de los instrumentos indexados (que siguen representando la mitad de la cartera).



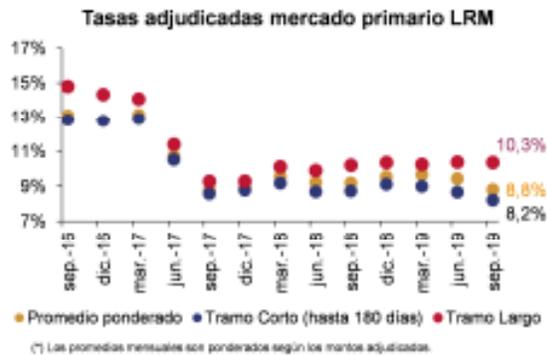
Finalmente, la posición en moneda extranjera de los bancos se mantuvo estable en valores elevados. Esto implicó que ante el crecimiento de los depósitos en dólares de los agentes residentes, los bancos incrementarían sus activos en dólares.



En el promedio del trimestre las tasas de interés de los mercados de dinero y de LRM mostraron comportamientos diferenciados. Por un lado, la tasa *call* interbancaria promedió 7.0%, incrementándose 55 puntos básicos (Pbs.) respecto al trimestre anterior; a nivel mensual se observó una desaceleración en el trimestre.

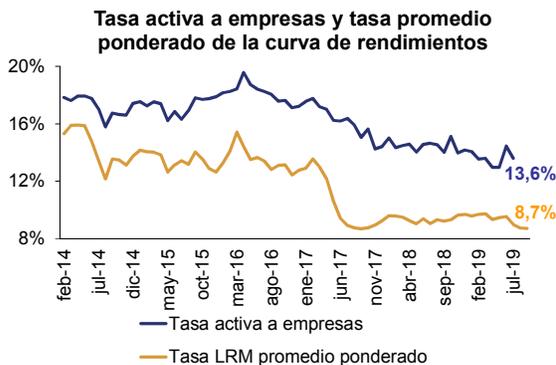
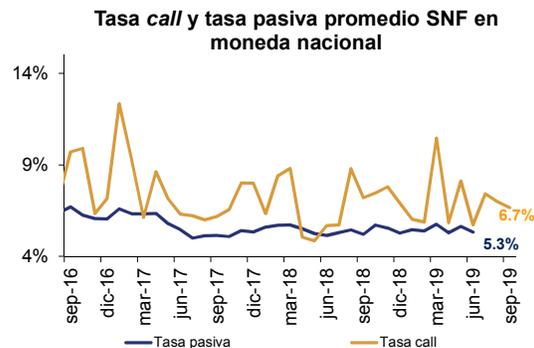


Mientras tanto, las tasas de las LRM cayeron 60 pb en el trimestre, promediando 8.8% y verificándose cierto empinamiento de la curva, derivado de una estabilidad en las tasas largas (uno y dos años) y una nueva caída en las tasas cortas (hasta 180 días).



Asimismo, al interior del trimestre se observa en general una caída en agosto, el mes de mayor incertidumbre cambiaria, y un posterior aumento en setiembre.

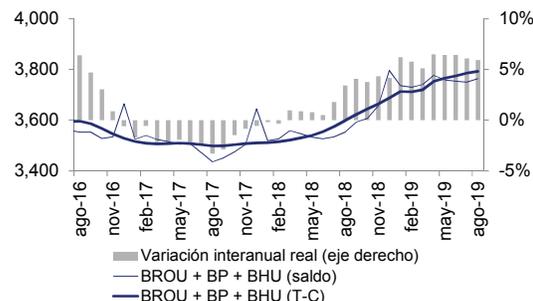
Por su parte, con datos a julio las tasas activas y pasivas bancarias se mantuvieron en torno a los valores registrados durante el último año.¹⁰



II.2. Evolución del crédito

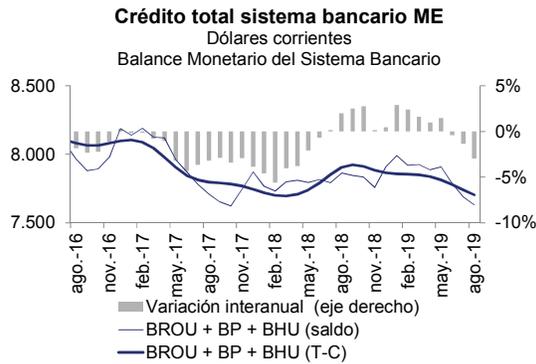
El crédito bancario en moneda nacional se ha mantenido relativamente estable en términos reales desde inicios de 2019, observándose un crecimiento en la banca privada y una caída en la banca oficial. En el margen, el crédito presenta un crecimiento mensual anualizado de 3% en términos reales (tendencia-ciclo, promedio julio-agosto).

Crédito total sistema bancario MN
Pesos constantes, base dic 1990 = 100
Balance Monetario del Sistema Bancario



¹⁰ La última información disponible de tasas bancarias corresponde a julio, existiendo atrasos en la recepción de la misma.

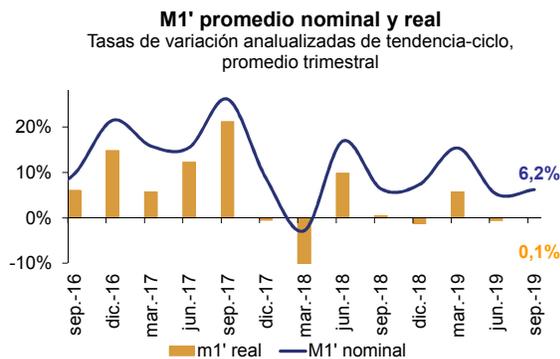
Por otra parte, el crédito en moneda extranjera medido en dólares corrientes se redujo en el margen (variación interanual promedio de julio-agosto de -2.1%), observándose caídas tanto en los bancos privados como en la banca oficial.



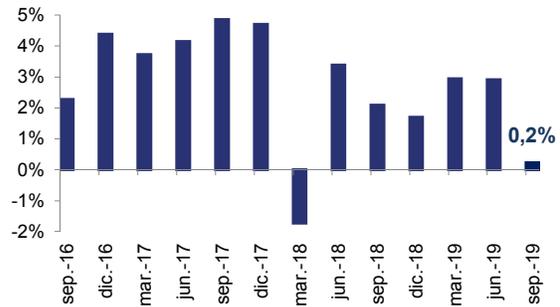
A nivel agregado por monedas, se observa una relativa estabilidad del ratio crédito en términos del PIB en los últimos meses, con una evolución disímil en el margen producto de la variación del tipo de cambio.

II.3. Principales agregados monetarios

La variación interanual de M1' en el tercer trimestre de 2019 promedió 8.2%, implicando un crecimiento de 6.2% en términos de tendencia-ciclo y de 0.1% en términos reales. Asimismo, la variación desestacionalizada fue de 0.2% respecto al trimestre anterior, bastante menor a la observada para los trimestres anteriores.

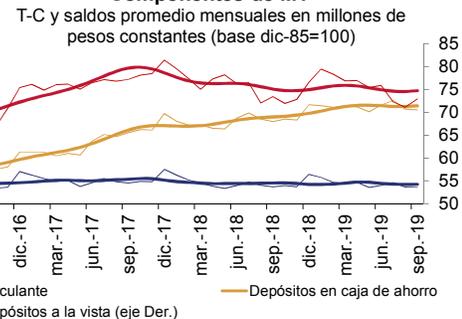


Variación trimestral desestacionalizada de M1'

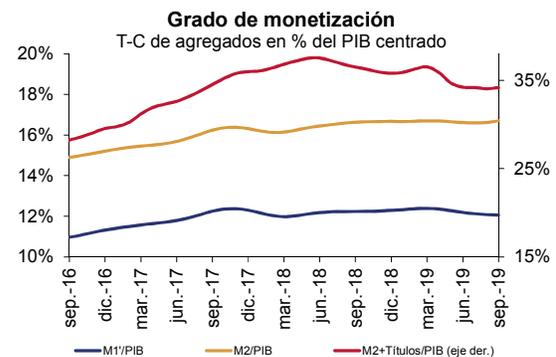


Esta desaceleración del agregado se observa fundamentalmente en los depósitos vista, los que cayeron en términos reales en el promedio del trimestre, acentuado la tendencia decreciente observada desde finales de 2017¹¹. Por su parte las cajas de ahorro se han mantenido estables en el trimestre, al tiempo que el circulante de monedas y billetes no presentó cambios significativos en términos reales.

Componentes de M1'



Finalmente, las distintas mediciones del grado de monetización muestran que habría dejado de crecer, en línea con la menor preferencia por activos en moneda nacional de los inversores institucionales y del sector privado.



¹¹ Esta tendencia se revirtió parcialmente en setiembre dada la acumulación transitoria de fondos líquidos por parte de los FAP.

III. Evolución de los precios

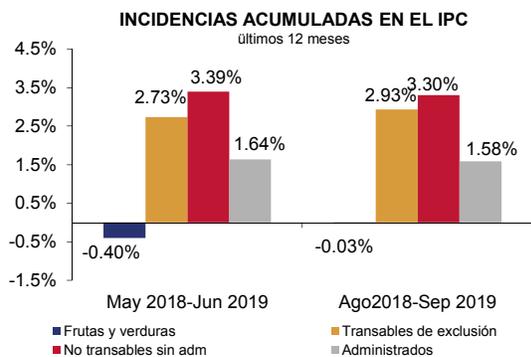
III.1 Análisis de la inflación por componentes

En el año móvil cerrado a setiembre 2019 la inflación *headline* se ubicó en 7.78%, cuatro décimas por encima del registro de junio y por 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 aumentó levemente, ubicándose en 8.46%. 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 en menor medida del comportamiento del tipo de cambio. Mientras tanto, los precios *No Transables de mercado* (NTX) presentaron variaciones algo menores a las del trimestre anterior.

Por otra parte, el *IPC Resto* exhibió una variación interanual mayor que la observada en junio, explicada por la evolución de las *Frutas y verduras*, mientras que los precios administrados tuvieron una leve desaceleración en el margen.



Los precios TX registraron una variación interanual de 9.08%, 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 19% en el año móvil a setiembre. Los NTX presentaron un aumento interanual de 7.97%, mostrando una leve moderación en el margen, en el marco de una demanda doméstica menos dinámica junto a la reversión del *shock* inflacionario de *Panes y Cereales*.

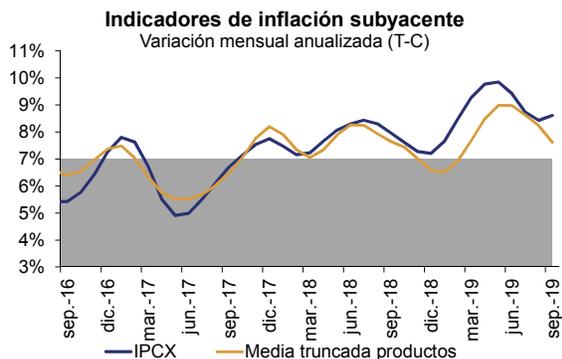
Incidencia según Componentes (var. i. a.)

Incidencias Variación Interanual			
	jun.-19	sep.-19	Diferencia
IPC	7.36	7.78	0.42
IPCX	6.12	6.23	0.11
NTX	3.39	3.30	-0.09
Panes y cereales	0.30	0.26	-0.04
Alquileres	0.23	0.22	-0.01
Comidas y Bebidas FH	0.91	0.90	-0.01
Bienes y Serv Diversos	1.34	1.33	-0.01
Enseñanza	0.38	0.36	-0.02
Servicio Doméstico	0.23	0.22	-0.01
TX	2.73	2.93	0.20
Alimentos y bebidas diversos	0.51	0.52	0.00
Carnes y Pescados	1.07	1.38	0.32
Bienes Manuf No Comes	1.03	0.94	-0.09
Servicios transables	0.12	0.09	-0.02
IPC Resto	1.23	1.55	0.32
Frutas y Verduras	-0.40	-0.03	0.37
Administrados	1.64	1.58	-0.05
Tarifas	0.66	0.49	-0.17
Cigarrillos	0.20	0.20	0.00
Resto Adm	0.78	0.89	0.12

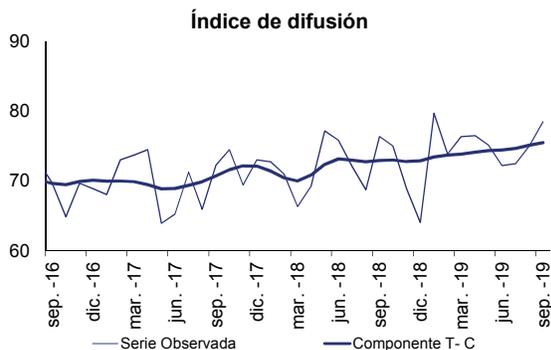
Al momento de salida de este informe, el INE ha publicado el dato de IPC correspondiente a octubre, el que lleva a la inflación interanual a 8.34%, manteniéndose en grandes líneas el diagnóstico realizado con el dato de setiembre: *shock* a la carne, frutas y verduras y evolución del tipo de cambio como los principales factores inflacionarios, mientras que los precios de los rubros no transables (de mercado y administrados) se mantienen estables.

III.2 Inflación subyacente y difusión

Los indicadores de inflación subyacente presentan señales mixtas en el margen, reflejando un contexto de mayor incertidumbre en el corto plazo. Por un lado, la variación mensual anualizada del componente tendencia-ciclo del indicador de exclusión (IPCX) da cuenta de un leve repunte en el margen, mientras que la media truncada muestra un comportamiento descendiente.

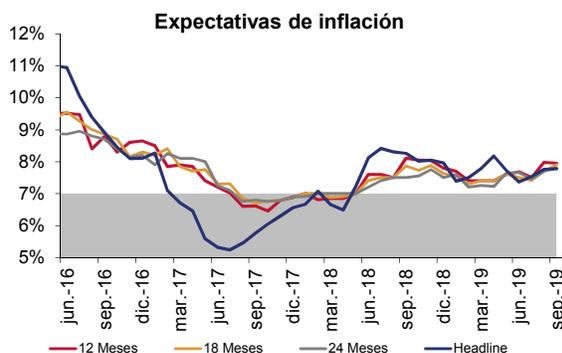


El índice de difusión¹² se ubicó en 75.5 en tendencia-ciclo en setiembre, manteniendo la leve tendencia al alza sostenida desde inicios de año.



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 todos los plazos relevantes. En particular, para el horizonte de 24 el aumento fue de 10 puntos básicos, pasando de 7.7% a 7.8%, mientras que para los próximos 12 meses la mediana pasó de 7.7% a 8.0% (30 puntos básicos).



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

IV. Balance de riesgos y decisión de política monetaria

IV.1 Contexto internacional

Los mercados accionarios se recuperaron al final del tercer trimestre luego de la fuerte caída sufrida a mediados de agosto, cuando se había intensificado el conflicto comercial y geopolítico entre China y Estados Unidos. En ese contexto, el dólar se fortaleció a nivel global hasta mediados de agosto y se depreció hacia el final del trimestre, mientras que los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano se ajustaron a la baja. Posteriormente, un nuevo recorte en la tasa de política de la Fed en octubre y mejores perspectivas en las negociaciones entre China y Estados Unidos contribuyeron a mejorar las condiciones financieras globales.

Sin embargo, a nivel de la economía real han aumentado las preocupaciones respecto al desempeño de las economías avanzadas y a la desaceleración de China al influjo del conflicto comercial, al tiempo que se mantiene un elevado grado de incertidumbre política y económica. En este marco, las proyecciones de crecimiento mundial para 2019 elaboradas por el FMI se han ajustado nuevamente a la baja.

Por otra parte, se destaca la evolución favorable de los precios de los *commodities* que Uruguay exporta, especialmente la carne. Asimismo, se observó una importante suba del precio del petróleo en setiembre tras el ataque a las refinerías en Arabia Saudita y una estabilización posterior en niveles más reducidos.

En Argentina, se profundizó la inestabilidad macroeconómica y financiera luego del incremento de la incertidumbre tras las elecciones primarias de agosto, verificándose mayores presiones inflacionarias, fuerte aumento del riesgo país y perspectivas de profundización de la recesión. Paralelamente, el panorama financiero se presenta muy desafiante para el gobierno entrante, dados los elevados vencimientos de deuda privada y con organismos multilaterales de crédito en los próximos años en ausencia de financiamiento voluntario y en presencia de un cepo cambiario mucho más restrictivo.

En Brasil, luego de la caída del primer trimestre, la actividad se recuperó en el segundo. Asimismo, la aprobación de la reforma previsional afectó positivamente a las expectativas.

IV.2 Contexto interno

En este marco internacional más desfavorable la economía uruguaya se mantuvo relativamente estable en el segundo trimestre de 2019 en

relación a igual periodo de 2018, mientras que se observó un crecimiento desestacionalizado de 0,3% respecto al trimestre anterior.

Los sectores que contribuyeron a este crecimiento fueron *Transporte, almacenamiento y comunicaciones y Suministros de electricidad, gas y agua*. En tanto, los que mostraron retracciones fueron *Construcción y Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles*. Desde la perspectiva de la demanda, las exportaciones netas realizaron una contribución positiva que compensó la menor demanda interna, liderada por la caída de la inversión pública.

Los indicadores adelantados de actividad para el tercer trimestre muestran señales mixtas. Así, el IVF de exclusión de la Industria Manufacturera y los indicadores del mercado laboral han presentado un desempeño débil, mientras que los indicadores relacionados con las exportaciones de bienes y con el consumo (como la confianza del consumidor, las importaciones de bienes de consumo sin automóviles y las ventas de autos 0 km) han mostrado evoluciones positivas.

La cuenta corriente de la balanza de pagos mantiene un moderado superávit de 0,2% del PIB en el año móvil a junio 2019. A nivel institucional, se sigue observando un aumento del ahorro del sector privado, mientras que el déficit del sector público (incluyendo bancos oficiales) se mantuvo estable. 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 mantuvo estable en el tercer trimestre con respecto al segundo como consecuencia de una apreciación frente a la región (especialmente con Argentina), mientras que se verificó una depreciación respecto a la extra-región. Por su parte, el TCR de fundamentos se mantuvo prácticamente estable en el último trimestre en términos desestacionalizados. De este modo, en el último año móvil se ha procesado un acercamiento del TCRE respecto a su nivel de fundamentos.

Asimismo, el indicador IEBU, que mide la rentabilidad del sector exportador, presentó un leve aumento en el segundo trimestre frente al primero en la medición tendencia-ciclo.

En el frente fiscal, en el año culminado en agosto 2019 el déficit del SPG fue 2.8% 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 moneda nacional en su composición por monedas, la madurez promedio de la deuda y la percepción de los mercados en cuanto a riesgo soberano reflejan una situación confortable.

En este contexto global y doméstico, en el tercer trimestre de 2019 la cantidad de dinero medida como M1' se expandió 8.2% interanual, en línea con el rango de referencia indicativo de 8%-10% anunciado por el Directorio del BCU en el anterior COPOM. En un marco de incertidumbre política y económica a nivel global y regional se continuó observando un cambio de portafolio hacia la moneda extranjera. De forma que el BCU intervino activamente en el mercado de cambios en agosto, tanto en la modalidad *spot* como *forward* y futuros, por un total de unos 400 millones de dólares, a efectos de evitar volatilidades excesivas en dicho mercado.

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

Al cierre del tercer trimestre de 2019 la inflación *headline* se ubicó en 7.78%, cuatro décimas por encima del registro de junio y por 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, mostró un menor aumento en el trimestre, ubicándose en 8,46%, mientras que el resto del IPC exhibió una variación interanual mayor que la observada en junio, determinada por la evolución de las *Frutas y verduras*.

Los precios de los bienes TX exhibieron una tendencia ascendente, impulsados por el *shock* específico sobre el precio de la carne vacuna y en menor medida por el mayor tipo de cambio. Los precios de los bienes y servicios NTX se moderaron en el margen al influjo de la desaceleración económica y la reversión del *shock* específico sobre *Panes y cereales*. De esta forma, se sigue observando un impacto limitado de la depreciación del peso uruguayo sobre la inflación, en un marco de menor presión de demanda doméstica y acuerdos salariales en línea con las pautas oficiales.

Por último, las expectativas de inflación tuvieron un aumento de 10 pb en el trimestre, ubicándose en 7,8% en la medición de setiembre (mediana de expectativas de inflación a 24 meses 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 menor al previsto en el trimestre anterior, debido a un entorno regional más desfavorable pautado por la profundización de la crisis argentina y la desaceleración de la demanda mundial, afectada por conflictos comerciales y geopolíticos, que inciden en forma negativa en el comercio mundial y los precios de los *commodities*.

A pesar de este escenario externo más adverso Uruguay continuaría creciendo en los próximos trimestres, al impulso de cierta expansión de la demanda interna, pautada por el inicio de las obras vinculadas a la segunda planta de celulosa de UPM y el comienzo del ferrocarril central asociado a la misma. 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, junto a una política salarial que ha logrado reducir la inercia inflacionaria y asegurar la consistencia de los aumentos salariales con la evolución de la productividad, permitirá la convergencia de la inflación al rango-meta establecido por el CCM en el horizonte de política.

Este escenario base está sujeto a una serie de riesgos. A nivel global los principales riesgos identificados están relacionados con la profundización del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. Este evento podría determinar una desaceleración más pronunciada de la economía china junto a una recesión en algunas economías avanzadas, impactaría en forma negativa en el comercio mundial y en consecuencia sobre los precios de los *commodities*, así como 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 un aumento de los controles de capitales y de las restricciones comerciales, en un escenario de mayor volatilidad financiera en detrimento de la economía uruguaya.

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 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 el diagnóstico precedente y el contexto macroeconómico proyectado, el Directorio del BCU en el marco del COPOM decidió mantener una política monetaria moderadamente contractiva consistente con la actual fase del ciclo económico y fijar para el cuarto trimestre de 2019 una referencia indicativa para el crecimiento del agregado M1' promedio trimestral en un rango entre 7% y 9% interanual. Esta referencia es consistente con la convergencia de la inflación al rango-meta y la evolución de la actividad en línea con el producto potencial en el horizonte de política monetaria.

IV. 6 Gestión de la política monetaria

La trayectoria anunciada de M1' constituye una referencia indicativa, por lo que su evolución efectiva podría ser diferente si se verificasen cambios en el entorno macroeconómico que no comprometan el compromiso asumido en materia inflacionaria.

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.