



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Primer trimestre 2025



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

Las perspectivas de la economía global presentan un marco general de incertidumbre ante el aumento de las tensiones geopolíticas en un contexto de marchas y contramarchas respecto a la imposición generalizada de aranceles por parte de Estados Unidos (EE.UU.) y de la respuesta de las economías afectadas.

En este marco, la visión sobre el dinamismo del nivel de actividad global muestra un deterioro con respecto a lo que se preveía en el trimestre anterior. Por su parte, la inflación global continuó descendiendo ante la baja de los precios de los commodities, aunque el ritmo de descenso se volvió más lento que en trimestre anterior.

En particular, la incertidumbre con relación a la implementación de aranceles por parte de EE.UU. y las represalias de los países afectados parecen tener un impacto al alza sobre su inflación en el corto plazo. En este sentido, se registró un incremento en las expectativas de inflación. Esto, junto a un menor dinamismo económico, provoca un dilema para la conducción de la política monetaria por parte de la Reserva Federal (FED).

En la región, Argentina continuó avanzando en la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos. En concreto, en el año 2024 se alcanzó superávit fiscal global por primera vez desde 2008. El gobierno llegó a un nuevo acuerdo con el FMI por 20.000 millones de dólares, que resulta central para afianzar la sostenibilidad del programa económico. Posteriormente, el gobierno realizó anuncios en el sentido de seguir avanzado en la unificación del mercado cambiario, el que fue bien recibido por los agentes financieros, al observarse caídas en el riesgo país y en la brecha cambiaria.

Mientras tanto, la actividad en Brasil recuperó el dinamismo según los datos de alta frecuencia, tras la desaceleración que presentó en el último trimestre de 2024, en un marco de brecha de producto positiva. Asimismo, la actual trayectoria de las cuentas públicas continúa generando incertidumbre en los agentes y con ello un alejamiento progresivo de las expectativas de inflación respecto a la meta del Banco Central de Brasil (BCB). Ante este panorama, el BCB continuó profundizando el sesgo contractivo de su política monetaria, al tiempo que anunció que mantendrá el mismo rumbo hasta lograr la convergencia de las expectativas a su objetivo de inflación.

I.2 Contexto interno

En el cuarto trimestre, el nivel de actividad aumentó 0,3% (trimestral desestacionalizada) y se ubicó 3,5% por encima del nivel de un año atrás. Este crecimiento trimestral fue menor al esperado,

debido a la revisión al alza del crecimiento del cuarto trimestre de 2023. Con ello, el crecimiento promedio de 2024 se ubicó en 3,1%.

A nivel sectorial, el crecimiento interanual fue impulsado por la industria manufacturera, principalmente por la refinación de petróleo, acompañado por la energía eléctrica, gas y agua, y servicios financieros. Este crecimiento fue contrarrestado parcialmente por transporte, almacenamiento, información y comunicaciones. Por el lado del gasto, se registró un incremento de la demanda interna asociado a un aumento del gasto en consumo final, así como una expansión de la demanda externa neta, lideradas por las exportaciones de bienes.

De acuerdo con indicadores de alta frecuencia y proyecciones de corto plazo de los servicios, se espera que el nivel de actividad se expanda en los próximos dos trimestres en términos desestacionalizados, impulsado por el consumo privado.

Por otra parte, a diciembre el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 1% del Producto Bruto Interno (PIB), disminuyendo 2,4 p.p. (puntos porcentuales) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, se observó un mayor ahorro neto del sector privado (de -0,3% a 2,6%), mientras que el sector público profundizó su desahorro (de 3,1% a 3,6%).

Luego de la escalada del tipo de cambio nominal en el último trimestre de 2024, en este trimestre se observó una caída bastante continua, determinando una apreciación nominal del peso. La misma contribuyó a una leve caída del Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE), que mostró una apreciación de 1% en el trimestre (marzo preliminar) en comparación con el trimestre anterior, impulsado por la relación con China. Por otra parte, el TCRE bilateral con los países competidores de los productos uruguayos registró una depreciación de 4,1% en la misma comparación.

Mientras tanto, en el primer trimestre de 2025 el Tipo de Cambio Real de Fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente con respecto al trimestre anterior. Esto, junto a la mencionada apreciación del TCRE, estaría determinando cierta ampliación de la brecha de TCR, ubicándose en -8,7% (estimación puntual promedio de 3 metodologías)

o -4,8% (estimación puntual promedio de 5 metodologías, incluyendo filtros estadísticos).¹

Por otro lado, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora y que se dispone con mayor rezago, se mantuvo prácticamente incambiado en octubre (último dato disponible) respecto al tercer trimestre de 2024, deteniendo el crecimiento observado en el informe anterior.

Finalmente, en el año culminado a febrero el Sector Público Global (SPG)² tuvo un resultado deficitario de 5,3% del PIB. Entre tanto, en el año a diciembre se observó un leve aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 43,4% del PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras, como la mayor participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se mantiene en niveles inferiores a sus pares de la región y la deuda soberana tiene la calificación más alta de su historia.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

En el primer trimestre del año la inflación interanual se incrementó 18 p.b. (puntos básicos) respecto al trimestre anterior y la inflación anual a marzo de 2025 se ubicó en 5,67%. De esta forma, se completaron 22 meses consecutivos de inflación dentro del rango de tolerancia de 4,5% +/- 1,5% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Este es el período más largo de permanencia de la inflación dentro del rango desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.³

El aumento de la inflación en el trimestre estuvo guiado por el incremento en el precio de ciertos *commodities* relevantes para la inflación uruguaya, que impactaron sobre el componente Transable de exclusión (TX), el cual impulsó al alza al núcleo inflacionario (IPCX). Mientras tanto, el componente No Transable de Exclusión (NTX) volvió a mostrar una leve reducción en términos interanuales, lo que constituye un hecho auspicioso para el funcionamiento del esquema de metas de inflación. Por otra parte, el IPC Resto se mantuvo estable en términos interanuales, con los administrados aumentando levemente y las frutas

y verduras cayendo ligeramente. La dinámica de la inflación núcleo mensual (anualizada) muestra una convergencia al objetivo de 4.5%.

Los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el Horizonte de Política Monetaria (HPM) mostraron comportamientos disímiles en el trimestre a marzo. En particular, la mediana de expectativas de inflación de la encuesta a analistas se redujo 14 p.b., la de la encuesta a empresarios se mantuvo estable y la de la encuesta a operadores primarios mostró un incremento de 40 p.b. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas se incrementó 9 p.b. respecto al trimestre anterior y se ubicó en 6,1%. Asimismo, las distintas mediciones de las expectativas de analistas a distintos horizontes (12 meses, 24 meses y 5 años) registraron reducciones en el trimestre, destacándose la baja de las expectativas a 5 años de 55 p.b., para ubicarse en 5,2%.

1.4 Escenarios macroeconómicos previsto para el horizonte de política

Dada la elevada incertidumbre global, en este informe se plantean dos escenarios posibles. En el primero, las tensiones comerciales globales continúan reduciéndose. Mientras que, en el segundo, se intensifican y persisten, deprimiendo la actividad global y aumentando la volatilidad en los mercados financieros globales.

La economía se desaceleraría en la segunda mitad de 2025 en ambos escenarios. En el escenario con tensiones comerciales elevadas, la economía crecería en torno a 2,5% promedio en 2025, se desaceleraría en 2026 y se aproximaría a su crecimiento tendencial en 2027. El principal motor de crecimiento continuaría siendo el gasto privado.

En ambos escenarios, la inflación interanual evolucionaría dentro del rango de tolerancia durante todo el HPM, con una senda que se acerca al objetivo con mayor rapidez que en el pasado. En el corto plazo la inflación mostraría un nivel algo menor que el previsto en el informe anterior, al influjo de una convergencia más veloz de los precios de los bienes transables en el marco de un escaso dinamismo de los precios internacionales medidos en pesos y por el enlentecimiento de la economía. Finalmente, la inflación alcanzaría la meta (4,5%) en el HPM.

El BCU continúa monitoreando en tiempo real el contexto macroeconómico y ajustará la política

¹ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 19 en la serie de box metodológicos.

² El Sector Público Global incluye: Gobierno Central, Banco de Previsión Social, Empresas Públicas, Banco Central del Uruguay, Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado.

³ Al momento de publicar este informe el INE hizo público el IPC del mes de abril con lo que la inflación anual abril de 2025 alcanzó el 5,39%, completando 23 meses dentro del rango de tolerancia.

monetaria según la información relevante disponible. En el escenario más benigno, la meta de inflación se alcanzaría sin requerir mayores esfuerzos de la política monetaria. Ésta operaría de manera contra cíclica, con una alta probabilidad de senda a la baja de la TPM. En el escenario con tensiones comerciales elevadas y alta volatilidad en el mercado financiero, las presiones inflacionarias requerirían una política monetaria contractiva en todo el HPM, la acción de los distintos mecanismos de transmisión y el marco de coordinación de políticas, pautado por la moderación de la dinámica de los salarios nominales y el aumento de precios administrados compatibles con la meta de inflación, todo esto resultando en una reacción favorablemente de las expectativas de inflación.

1.5 Decisiones de política monetaria

En la reunión del 8 de abril, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) 25 p.b., alcanzando un valor de 9,25%, luego del incremento de febrero que la había llevado a 9%. Las expectativas de inflación continúan presentado rigideces a la baja y la inflación aún está por encima del objetivo de 4,5%. Al ubicar la TPM en 9,25%, la instancia de política ingresa en fase contractiva, con el objetivo de contribuir a reducir la inflación y continuar la convergencia de sus expectativas a la meta de 4,5% anual. Esta decisión se tomó por unanimidad, considerando el escenario global incierto y la elevada volatilidad en los mercados internacionales. En esta nueva etapa de la conducción monetaria, la decisión se acompaña con un énfasis comunicacional donde la inflación objetivo está centrada en 4,5% y la variación de más o menos 1,5% en torno al objetivo se considera *rango de tolerancia*.

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

La economía mundial enfrenta una incertidumbre muy alta debido a las distintas fases de la guerra comercial, que se enmarcan en una creciente tensión geopolítica. La imposición generalizada de aranceles por parte de Estados Unidos, la posterior respuesta de los principales países afectados, las réplicas y las postergaciones de sus entradas en vigor han causado una gran incertidumbre, la que se refleja en las perspectivas de las principales variables económicas y financieras⁴.

En este contexto, las perspectivas para el crecimiento global enfrentan un panorama de

mayor incertidumbre con ajustes a la baja. En su informe de abril el Fondo Monetario Internacional (FMI) disminuyó la estimación de crecimiento mundial para 2025 y 2026 respecto a lo publicado en enero; la proyección de expansión para 2025 pasó de 3,3% a 2,8% y para 2026 de 3,3% a 3,0%⁵. Esta desaceleración global está impulsada principalmente por Estados Unidos y la Eurozona.

Asimismo, se mantienen las perspectivas al alza de la inflación en muchas economías, agravadas por la guerra comercial. Si bien la inflación disminuyó, en buena medida como resultado del descenso en el precio de los commodities, en la mayoría de los casos se encuentra por encima de los objetivos de los bancos centrales y con riesgos de mayor persistencia.

En este panorama, en EE.UU. las expectativas del mercado respecto a los recortes de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) para este año han aumentado considerablemente, comparadas con lo que se esperaba en la última reunión del Comité de Política Monetaria. En un marco en el cual el conflicto comercial con China podría dificultar la convergencia de la inflación a la meta, comienza a tener más ponderación la preocupación por el dinamismo de la actividad. En tal sentido, el presidente de la FED advirtió que la guerra de aranceles probablemente generará un escenario desafiante en materia de desempleo e inflación. En su última reunión en marzo, la institución mantuvo el rango de la tasa de interés en 4,25%-4,50%.

El contexto de alta incertidumbre y una percepción de mayor probabilidad de recesión en EE.UU. condujo a un descenso en el retorno de los bonos del tesoro americano, los activos financieros exhibieron pérdidas durante el trimestre y el precio del oro aumentó sensiblemente, alcanzando máximos históricos. Asimismo, los precios de los commodities continuaron mostrando un sesgo a la baja, salvo algunas excepciones.

Con el propósito de cuantificar y exponer el elevado nivel de incertidumbre, el siguiente gráfico incluye la evolución de dos indicadores. Por un lado, el indicador “Incertidumbre de Política Económica”, que procura medir el nivel de incertidumbre global respecto a las decisiones de política económica, mediante la cuantificación de las menciones en la prensa de estos conceptos. Por otro lado, se incluye el índice VIX, que cuantifica la volatilidad observada en los mercados financieros. Como puede apreciarse, en el momento actual se registra la mayor incertidumbre de política económica a escala global de toda la serie, superando incluso el

⁴ Para ilustrar el derrotero respecto a la guerra de aranceles, en este informe se incluye un anexo que recoge las principales medidas tomadas a nivel global a partir de febrero.

⁵ FMI, World Economic Outlook (Abril 2025).

período inicial de la pandemia. Asimismo, la volatilidad financiera alcanza su nivel máximo desde abril 2020, solo superado en la muestra por dos hitos muy relevantes: marzo 2020, cuando se registrara el mayor impacto de la pandemia en los mercados, y la crisis financiera internacional de 2008-2009.



Fuente: Bloomberg.

Actividad global

Los datos de alta frecuencia mostraban cierta robustez a escala global al cierre de 2024, aunque con diferencias entre los grandes bloques económicos y sectores de actividad. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre y los niveles arancelarios en máximos históricos, condujeron a una revisión a la baja en las proyecciones de crecimiento para los próximos años.

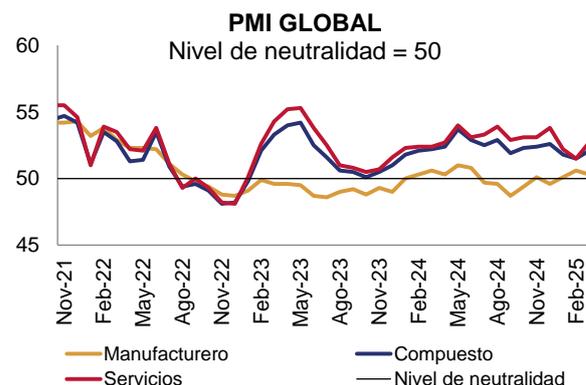
En EE.UU. el crecimiento durante el cuarto trimestre fue de 2,4% desestacionalizado. La desaceleración respecto al trimestre anterior se debió a la caída en las inversiones y exportaciones, parcialmente compensada por el consumo. De esta forma, la economía norteamericana tuvo un crecimiento de 2,8% durante 2024. Por otro lado, según los datos de alta frecuencia, el nivel de actividad habría sufrido una contracción en el primer trimestre de 2025 producto del contexto antes mencionado. En este marco, el FMI disminuyó en abril su proyección de crecimiento para EE.UU. respecto a su informe de enero desde 2,7% a 1,8% y desde 2,1% a 1,7%, para 2025 y 2026, respectivamente.

Por su parte, en la Zona Euro (ZE) se observó un magro desempeño en 2024: el PIB creció 0,2% en el cuarto trimestre desestacionalizado y cerró el año con un crecimiento promedio de 0,9%. El FMI recortó su previsión de crecimiento para la ZE en 0,2% tanto para 2025 como para 2026, respecto a su proyección de enero. Así, el organismo proyecta un crecimiento de 0,8% para 2025 y de 1,2% para 2026.

Mientras tanto, China se expandió 1,6% en el cuarto trimestre respecto al tercero en términos desestacionalizados, tras el crecimiento de 1,4% registrado en dicho trimestre. En la segunda parte

del año se registró una moderada aceleración, como resultado de los estímulos fiscales, monetarios y crediticios que implementó el Gobierno, con el objetivo de impulsar el consumo privado, reducir los riesgos deflacionarios y mitigar la crisis que atraviesa el sector inmobiliario. De esta forma, China cerró el año con un crecimiento de 5% en 2024. El FMI redujo la proyección de crecimiento para 2025 y 2026 en 0,6% y 0,5%, respectivamente en comparación con la proyección de enero y espera un crecimiento de 4% en ambos años.

Entre los datos de alta frecuencia globales, los Purchasing Managers Index (PMI) también exhiben cierta heterogeneidad: por un lado, vuelva a dinamizarse el sector servicios mientras que, por otro, se estabiliza y desacelera el sector manufacturero que había mostrado cierta recuperación en los últimos meses. De todos modos, ambos indicadores se posicionan por encima del nivel de neutralidad (50 puntos) y no parecen incorporar aún los efectos de la guerra comercial.

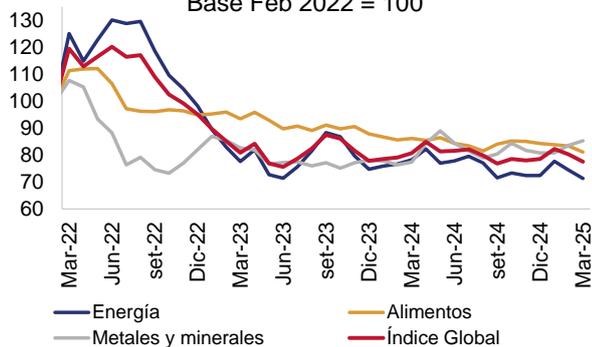


Fuente: Bloomberg.

Commodities

Los precios de las materias primas, en líneas generales, muestran una tendencia declinante en los últimos meses. De las tres grandes agrupaciones (energéticos, alimentos y metálicos), solo los metálicos exhibieron crecimiento desde principios de año, mientras que energéticos y alimentos muestran reducción. Adicionalmente, los precios de los commodities han mostrado una volatilidad mayor a la habitual, producto de las mencionadas tensiones comerciales. Entre las excepciones a esta tendencia general, se encuentran productos relevantes para Uruguay como los cárnicos y los lácteos.

Índices de commodities
Base Feb 2022 = 100

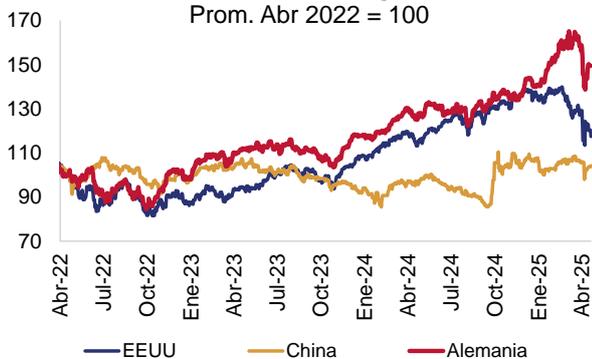


Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros e inflación

El ambiente de incertidumbre tiene impacto en los mercados financieros, los cuales mostraron pérdidas relevantes tras las ganancias de los meses previos. En tal sentido, las disputas arancelarias y la falta de certeza para los inversores conducen a una mayor aversión al riesgo, por lo cual buscan activos más líquidos y reducen sus posiciones en activos más riesgosos. Adicionalmente, los aranceles dan mayor impulso a los precios, lo que provoca mayor persistencia en la inflación y, consecuentemente, dificulta su descenso.

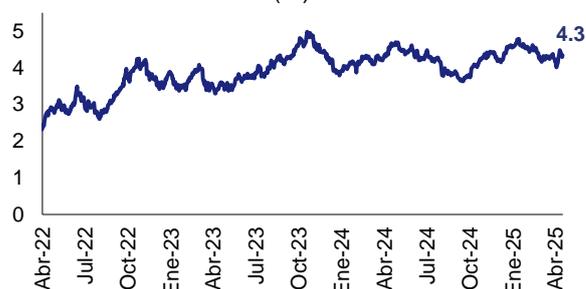
Índices accionarios globales
Prom. Abr 2022 = 100



Fuente: Bloomberg.

Estas mayores presiones inflacionarias, en un contexto en el cual aumentan los riesgos para el nivel de actividad, conducen a un dilema para la política monetaria a implementar por parte de la Fed: los riesgos para el crecimiento llevarían una política monetaria más laxa, mientras que expectativas de inflación más altas conducirían a una política monetaria más contractiva. En este contexto, desde inicio de 2025 parece primar la preocupación por el nivel de actividad y la aversión al riesgo por parte de los inversores, que presiona los rendimientos de los Treasuries a 10 años a la baja.

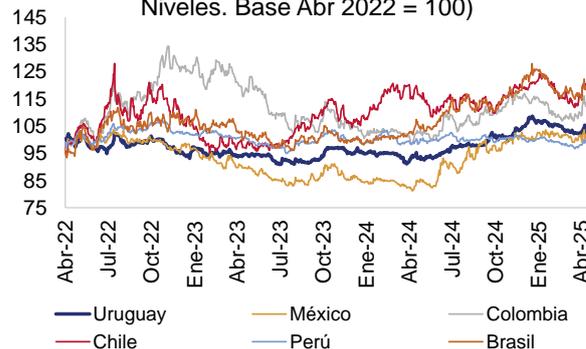
EE.UU.: Tasa de rendimiento a 10 años
(%)



Fuente: Fed.

Por su parte, el dólar se depreció tanto frente a otras monedas de economías avanzadas, como frente a monedas de economías emergentes, como consecuencia de que el shock de desconfianza actual tiene unos sus principales focos en EE.UU. En ese marco, las monedas de la región han seguido la tendencia global y se apreciaron con relación al dólar.

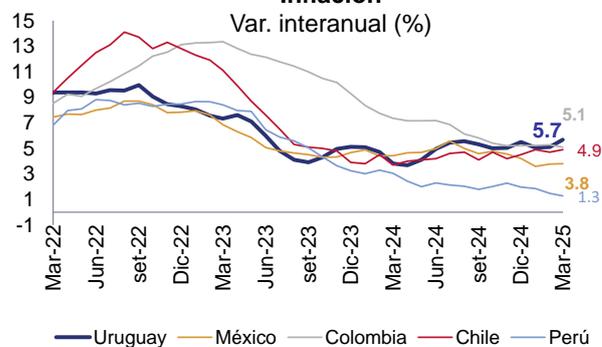
Dólar en la región
Niveles. Base Abr 2022 = 100)



Fuente: Bloomberg y BCU.

Más allá de la apreciación observada, el proceso desinflacionario, salvo excepciones, se ha enlentecido conforme la inflación se acerca a los objetivos de los respectivos bancos centrales.

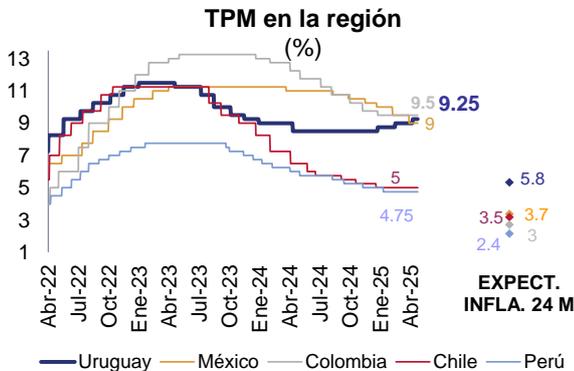
Inflación
Var. interanual (%)



Fuente: BCU, BRC, BCCH, BANXICO, BRP.

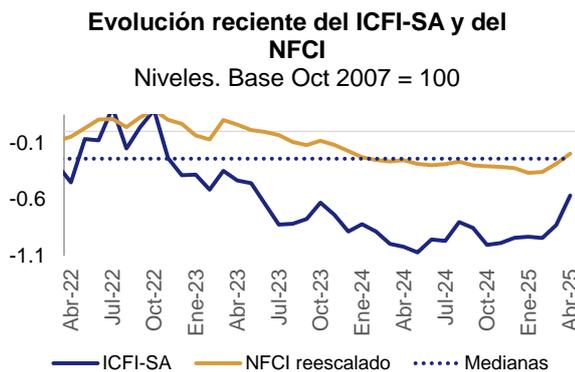
Este enlentecimiento del proceso desinflacionario, e incluso cierto estancamiento en algunos casos, llevó a que los bancos centrales pausaran el ciclo de recortes en la tasa de política. En el mismo sentido,

el ambiente de incertidumbre podría derivar en depreciaciones cambiarias que conduzcan a renovadas presiones inflacionarias.



Fuente: BCU, BANXICO, BRC, BCCH, BRP.

Las condiciones financieras para la región pueden resumirse en el Indicador de Condiciones Financieras para las Economías Sudamericanas (ICFI-SA) elaborado por el BCU. El mismo es construido para captar los ciclos financieros específicos de la región⁶.



Fuente: BCU. Cuando una serie se ubica por encima (por debajo) de su mediana histórica, el contexto es relativamente desfavorable (favorable). Se entiende como "condición desfavorable" cuando existe un menor acceso al financiamiento externo y/o el financiamiento disponible es más costoso.

En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales muestran un leve deterioro desde octubre que se profundiza sensiblemente a partir de marzo, como consecuencia de la incertidumbre imperante, que permea en los mercados financieros.

La región

Brasil inició el año mostrando dinamismo tanto en el nivel de actividad como en el mercado laboral. Sin perjuicio de lo anterior, el marco externo desafiante a lo que suman los riesgos domésticos, impactan negativamente en proyecciones para 2025. El dato de actividad del cuarto trimestre

presentó un magro crecimiento de 0,2% lo cual constituye una nueva desaceleración respecto al trimestre anterior. De todos modos, la economía brasileña cerró el año con un crecimiento de 3,4% respecto a 2023. Dicho crecimiento se fundamentó principalmente en el gasto doméstico. Los datos de alta frecuencia muestran un repunte, de la mano del buen desempeño del sector agropecuario. De este modo, se espera una primera parte del año con mayor dinamismo que la segunda, período en el cual se habrá agotado el impulso del sector agropecuario y se comenzará a sentir el impacto de la política monetaria y fiscal contractiva. En ese marco, la mediana de los analistas encuestados por el BCB arrojó una expectativa de crecimiento de 2% para 2025 y 1,6% para 2026.



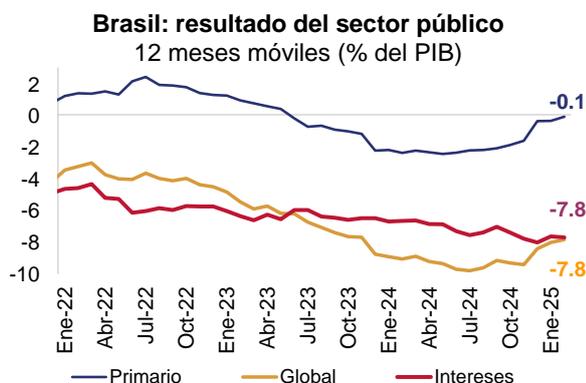
Fuente: BCB.

El dinamismo de la economía durante 2024 junto a la fortaleza del mercado laboral y las políticas de estímulo a la demanda le han puesto una presión adicional a la inflación. A su vez, las dificultades del Gobierno para implementar medidas de carácter estructural en lo que se refiere a la corrección de la trayectoria de las cuentas públicas coadyuvieron al progresivo desalineamiento de las expectativas de los agentes: según la última encuesta del BCB, los analistas esperan en mediana que la inflación termine 5,7% en 2025 y 4,5% en 2026, en ambos casos por encima de la meta de 3% fijada por la autoridad monetaria.

La evolución del resultado fiscal permanece como el aspecto central para que los inversores recuperen la confianza en la economía brasileña. En tal sentido, el Gobierno brindó detalles del "Paquete Fiscal" que eran esperados por el mercado. El mismo supone medidas relevantes, como limitar el ajuste del salario mínimo, alterar las reglas de acceso a algunos beneficios y restringir aumentos de gasto por iniciativa parlamentaria. Sin embargo, si bien se estima que con estas medidas el Gobierno logrará cumplir con la meta fiscal hasta 2026, en

⁶ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 17 en la serie de box metodológicos.

términos generales el paquete fue evaluado como insuficiente por parte del mercado.

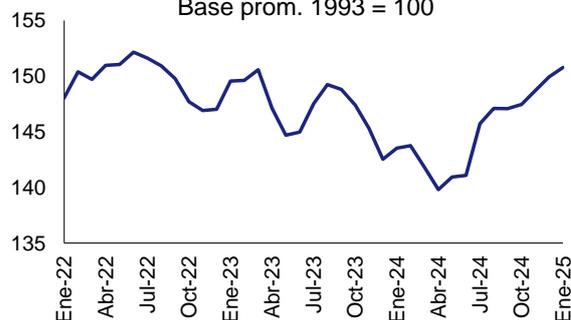


Fuente: BCB

La inflación se siguió mostrando por encima del rango de tolerancia y fue acompañada por un paulatino desalineamiento de las expectativas de los analistas. En este contexto, el BCB intensificó el sesgo contractivo de la política monetaria en los dos primeros COPOM del año y ya son cinco las subas consecutivas de la tasa de política monetaria. En particular, en el último COPOM de marzo, se decidió una suba adicional de 100 p.b. situándose la tasa en 14,25%. Asimismo, el COPOM anunció que continuará ajustando la tasa al alza, con el objetivo de lograr la convergencia de las expectativas a su objetivo de inflación, aunque aclaran que las próximas subas serán ajustes de menor magnitud, luego acumular aumentos por 375 p.b desde setiembre.

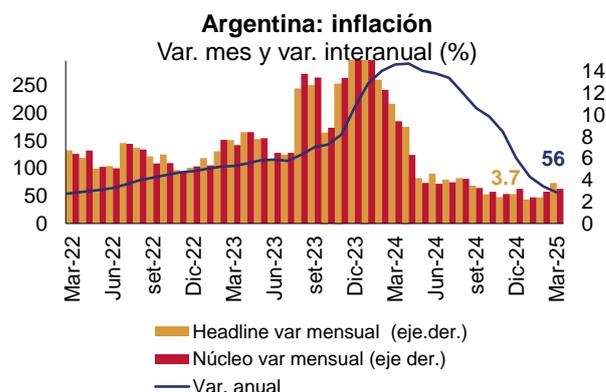
En Argentina, por su parte, el nivel de actividad comenzó a repuntar desde mediados de 2024. El PIB volvió a crecer en el cuarto trimestre de 2024: 1,4% desestacionalizado frente al tercer trimestre. Este desempeño era esperado por los analistas (en el trimestre anterior el crecimiento había sido de 4,3% desestacionalizado). De esta forma, la economía argentina cerró el año con una caída del producto de 1,7%, con una fuerte disminución de la inversión, así como también del consumo y las importaciones, compensado parcialmente por el aumento en las exportaciones. Los datos de alta frecuencia sugieren que se mantendría el dinamismo durante el primer trimestre de 2025, tras la recuperación iniciada el tercer trimestre del año anterior.

Argentina: EMAE
Base prom. 1993 = 100



Fuentes: INDEC.

En cuanto a la inflación, si bien el dato de enero fue de 2,2% mensual y representó el valor más bajo desde julio de 2020, se aceleró en febrero y marzo, ubicándose en último mes en 3,7%. Este crecimiento en la inflación de marzo se vio fuertemente influenciado por el rubro relacionado a la educación, en un contexto de inicio del año lectivo. Además, con el dato de diciembre la inflación de 2024 cerró en 117,8%, mostrando una significativa desaceleración respecto al año anterior.



Fuentes: INDEC.

Durante 2024, el Gobierno avanzó en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos heredados. A su vez, el éxito del programa de regularización de activos y la victoria de Donald Trump en EE.UU., coadyuvaron para que los resultados fueron mejores a los esperados inicialmente. En particular, las autoridades instauraron el ancla fiscal, con lo cual, 2024 cerró con superávit fiscal global por primera vez desde 2008.

En ese marco, se llegó a un nuevo acuerdo con el FMI por un total de 20.000 millones de dólares, de los cuales 12.000 millones ya fueron desembolsados. A estos se suman 1.500 millones que desembolsará el Banco Mundial. Este acuerdo es crucial para analizar la sostenibilidad del programa económico actual y para poder seguir avanzado en la unificación del mercado cambiario. En este sentido, el nuevo esquema fue bien recibido por los agentes financieros y el riesgo país bajó unos 130 puntos en una semana y se sitúa en el

entorno de los 720 puntos básicos, por debajo de los niveles que mostraba al inicio del año. La brecha cambiaria colapsó en los primeros días del nuevo régimen cambiario y desde el BCRA se anunció que solo se intervendrá para comprar dólares y acumular reservas cuando el precio del dólar toque el piso de la banda de flotación.

De todos modos, el país continúa presentando desafíos relevantes. En primer lugar, la cuenta corriente podría tornarse deficitaria, dado que el crecimiento de la economía presionará a al alza a las importaciones. En segundo lugar, el Gobierno no sólo tendría que afrontar pagos netos de deuda por aproximadamente 12.000 millones de dólares, sino que también podría verse obligado a intervenir en el mercado de dólares financieros en caso, de que sea necesario contener la brecha en un año electoral. Otros riesgos para la sostenibilidad del régimen están vinculados a la eventualidad de atravesar un evento climático o una mayor caída en los precios de los commodities, lo cual supondría dificultades adicionales para la acumulación de reservas por parte del BCRA. Por otro lado, la persistencia de la volatilidad financiera internacional podría frenar la reducción del Riesgo País o la llegada de inversiones a emergentes. Por último, la incertidumbre política en un año electoral quizás sea el riesgo más determinante: un eventual cambio en las expectativas devaluatorias podría adelantar los pagos por importaciones, al tiempo que podría frenar la oferta de dólares provenientes de los sectores exportadores.

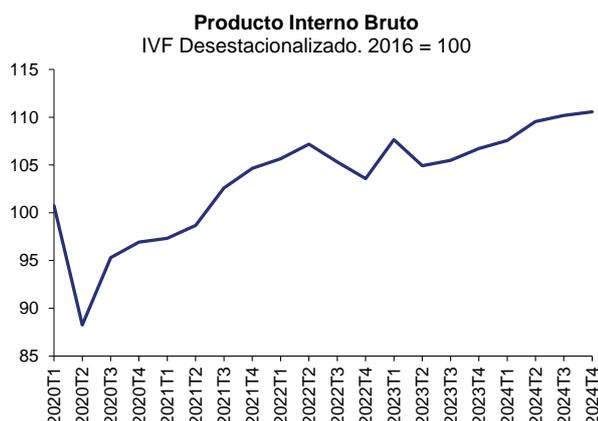
En su más reciente pronóstico, el FMI pronostica que la economía argentina crecerá un 5,5% en 2025 y 4,5% en 2026.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

Cuarto trimestre de 2024

En el cuarto trimestre, el nivel de actividad exhibió un crecimiento desestacionalizado de 0,3% respecto al tercer trimestre, consistente con un crecimiento interanual de 3,5%.



En la comparación interanual, la expansión fue impulsada principalmente por la industria manufacturera, la energía eléctrica, gas y agua, y los servicios financieros. Este crecimiento fue parcialmente contrarrestado por menor actividad de transporte, almacenamiento, información y comunicaciones.

En cuanto a la industria manufacturera y su contribución al crecimiento, se destaca el desempeño de la refinación de petróleo y la producción de pasta de celulosa. En menor medida, también contribuyeron positivamente las actividades de fabricación de productos farmacéuticos. Contrarrestó parcialmente la actividad de la industria frigorífica, afectada por la caída de la demanda externa. En menor medida, incidieron positivamente las actividades de la energía, gas y agua, así como los servicios financieros.

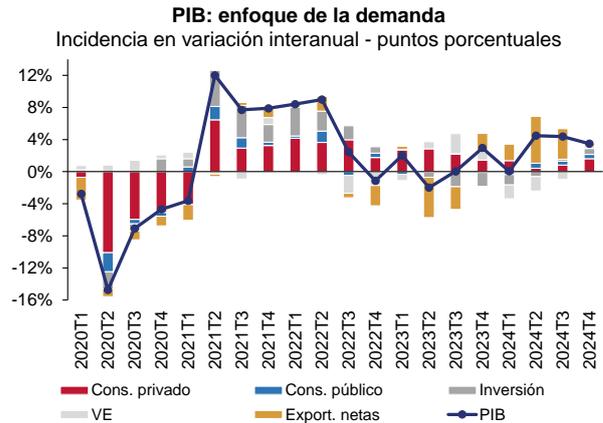
PIB Oferta: cuarto trimestre 2024		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuario, Pesca y Minería	2,2%	0,2%
Industria manufacturera	15,2%	1,5%
Energía eléctrica, Gas y Agua	14%	0,3%
Construcción	0%	0%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	0,8%	0,1%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	-0,3%	0%
Servicios financieros	5,5%	0,3%
Actividades profesionales y Arrendamiento	0,8%	0,1%
Actividades de administración pública	3,1%	0,1%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	1,0%	0,2%
VALOR AGREGADO a precios básicos	3,2%	2,8%
Impuestos menos subvenciones a los productos	6%	0,6%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3,5%	3,5%

Por el lado del gasto, se observó un aumento del gasto en consumo final, principalmente por el aumento del consumo privado y, en menor medida, por la formación bruta de capital. Asimismo, se registró un aumento de la demanda externa neta en términos de volumen físico, explicado por un aumento de las exportaciones de bienes, que fueron superiores al aumento en importaciones.

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 4,4% en el cuarto trimestre respecto a un año atrás, impulsadas por las colocaciones externas de bienes. En cuanto a la exportación de servicios, se registró una contracción de los mismo, en el marco de una disminución en los servicios empresariales y de tecnologías de la información, parcialmente compensados por el aumento de los servicios de transporte de pasajeros y servicios auxiliares de transporte. Por su parte, el turismo receptivo también creció en comparación con un año atrás, destacándose el mayor ingreso de argentinos al país. Entre tanto, las importaciones de bienes y

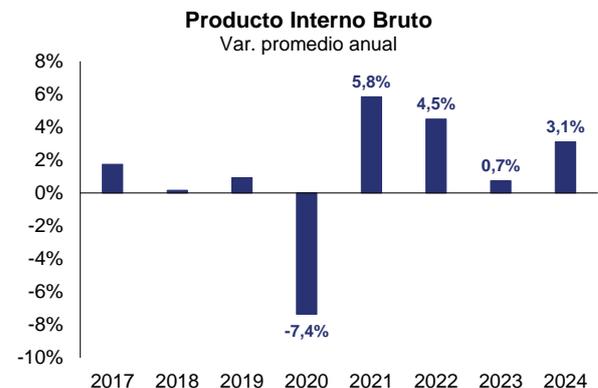
servicios crecieron 3,8%. En sintonía con la apertura de la refinería, se registró un aumento de las importaciones de petróleo, que compensó las menores compras de gasolina y lubricantes. Por su parte, las importaciones de bienes para uso intermedio registraron un crecimiento asociado a mayores compras de suministros industriales elaborados, así como a piezas y accesorios de transporte. En cuanto a los bienes de consumo, se registraron aumentos en las importaciones de vehículos automotores, bienes de consumo duradero, y carne bovina, entre otros. Asimismo, se registró un aumento interanual de importaciones de bienes de capital, principalmente por el aumento de maquinaria, equipo industrial y equipo de transporte. En lo que respecta a los servicios, se registró una reducción en las importaciones de servicios empresariales y de tecnologías de la información, servicios de intermediación financiera medidos indirectamente y servicios de transporte de carga, compensados parcialmente por un incremento de las compras externas de transporte de pasajeros. En tanto, el gasto de turismo emisor volvió a mostrar contracción en la comparación interanual, asociado a una menor salida de turistas hacia Argentina.

Por su parte, el incremento de la demanda interna se explicó principalmente por mayor gasto en consumo final, ante el aumento del gasto en consumo final tanto de los hogares como del Gobierno e Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH). El gasto en consumo final de los hogares se explicó por un aumento del gasto en bienes de consumo importados como vestimenta y otros bienes durables, parcialmente contrarrestados por la reducción del turismo en el exterior. En el caso del gasto de consumo final del Gobierno e ISFLSH, el incremento se vincula principalmente al mayor gasto en servicios de administración pública y servicios de salud. Por su parte, la formación bruta de capital registró un incremento interanual, explicado tanto por suba de la formación bruta de capital fijo como por la mayor acumulación de existencias. El aumento de la formación bruta de capital fijo estuvo explicado por la inversión en maquinaria y equipos de origen importado, mientras que la inversión en construcción se mantuvo estable en términos interanuales. En el caso de la inversión en construcción, la mayor inversión en edificios se vio compensada por la caída en otras construcciones, principalmente por la finalización de la construcción del Ferrocarril Central.



El año 2024

La economía se expandió 3,1% en promedio durante 2024 en comparación al año previo, luego de haber mostrado un incremento de 0,7% en 2023.



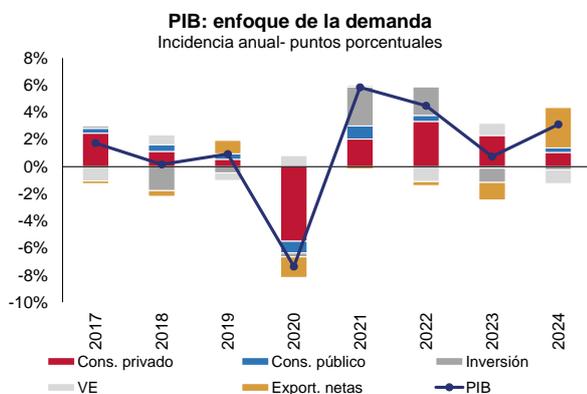
En 2024 el crecimiento se vio impulsado por la mayor parte de los sectores de actividad. Destacaron por su mayor contribución, la actividad agropecuaria, pesca y minería, así como también la energía, gas y agua, el alojamiento y suministro de comidas y bebidas, y la industria manufacturera. Por su parte, la construcción incidió negativamente en el resultado.

Este desempeño se explica principalmente por la mayor producción de cultivos de verano de la zafra 2023-2024 respecto a la de 2022-2023, que había tenido rendimientos bajos por la sequía. La actividad silvícola, se vio incrementada por mayor demanda industrial de las plantas de celulosa. Por su parte, la actividad pecuaria se mantuvo en guarismos similares al año anterior. Asimismo, el mayor dinamismo de la actividad del comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas se explica por el desempeño favorable de la actividad comercial y de los servicios de alojamiento y comidas. Dentro de los servicios comerciales, se destaca la incidencia positiva de la comercialización al por mayor de soja y de combustibles, debido al cierre de la refinería de ANCAP. Adicionalmente, se observan variaciones positivas en el comercio al por menor de bienes durables. En el caso de los servicios de alojamiento

y comidas, el mayor crecimiento se explica, en parte, por la reversión del gasto en turismo hacia Argentina durante el 2023.

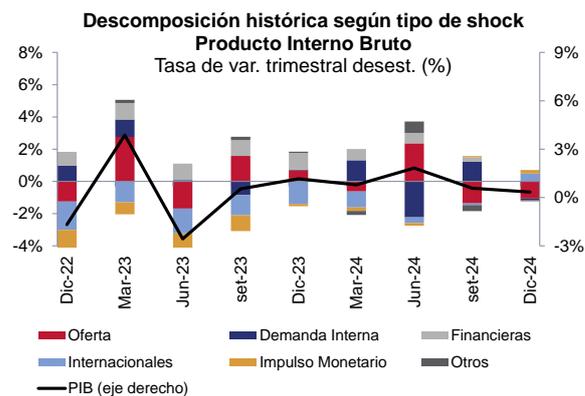
PIB Oferta: año 2024		
	Variación promedio anual	Incidencia
Agropecuaria, Pesca y Minería	11%	0,7%
Industria manufacturera	3,2%	0,3%
Energía eléctrica, Gas y Agua	19,6%	0,5%
Construcción	-1,6%	-0,1%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	3,2%	0,4%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	1,8%	0,2%
Servicios financieros	4,8%	0,2%
Actividades profesionales y Arrendamiento	1%	0,1%
Actividades de administración pública	3,0%	0%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	0,9%	0,2%
VALOR AGREGADO a precios básicos	3,1%	2,7%
Impuestos menos subvenciones a los productos	3,3%	0%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3,1%	3,1%

Por el lado del gasto, la demanda externa neta aportó una incidencia de 3 p.p. al crecimiento del año, debido al mayor crecimiento de las exportaciones (8,3%) relativo a las importaciones (-1,5%). En tanto, también se observó una contribución positiva del consumo privado.



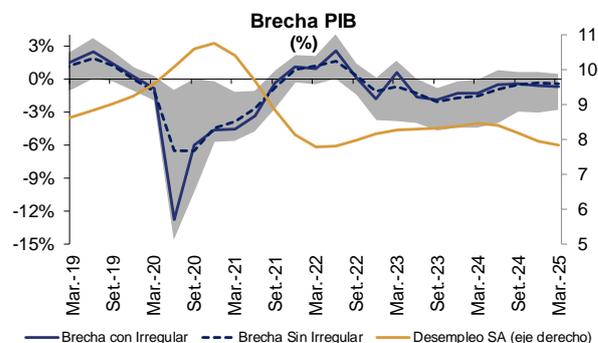
Descomposición histórica del PIB

Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)⁷. En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del PIB respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizado en el período 2005T1 – 2024T4 (eje de la derecha).



En el cuarto trimestre de 2024 la economía creció en términos desestacionalizados por debajo de su promedio histórico. Este menor dinamismo se explica, al igual que en trimestre anterior, por la reversión del shock positivo de productividad (shock de oferta) que se produjo en el segundo trimestre y que había sido impulsado por factores extraordinarios, como la reversión de la sequía, la reapertura de la refinería y el aumento de la producción de energía hidroeléctrica debido al exceso de lluvias. Por otra parte, los shocks desde variables internacionales mostraron una incidencia positiva debido a la evolución favorable de los precios relativos ante una caída en los precios de importación.

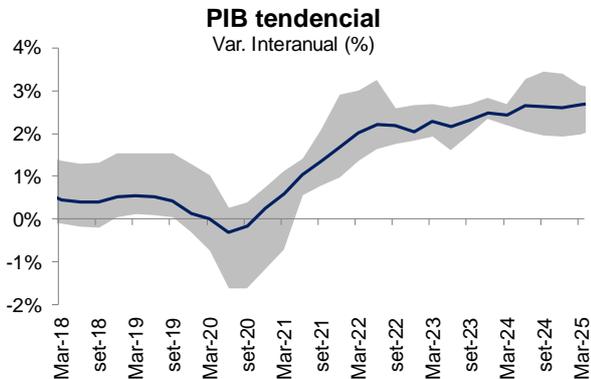
Brecha de producto



La estimación puntual de la brecha de producto, según el promedio de los modelos utilizados, se ubicó en -0,5%, con un efecto irregular negativo, manteniéndose en valores similares en los últimos trimestres. En esta ocasión se reestima la trayectoria de 2024 a la baja respecto a la estimación del informe anterior. Este valor puntual se encuentra en un intervalo de entre -2,8% y +0,2%, reflejando la incertidumbre en la estimación de esta variable inobservable. Mientras tanto, el desempleo desestacionalizado continúa descendiendo levemente en el margen. Por su parte, el crecimiento tendencial estimado se ubica

⁷Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

en el entorno de 2,5% interanual para el mismo período, manteniéndose en valores similares en los últimos trimestres⁸.



Indicadores de actividad del primer trimestre de 2025

Según los indicadores de alta frecuencia disponibles y las proyecciones de los modelos de corto plazo, se espera una expansión desestacionalizada del PIB en el primer trimestre de 2025 en el entorno de 0,9%.

Este crecimiento desestacionalizado es consistente con un incremento interanual del PIB de 3,7%. En enero, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAE), armonizado con el PIB⁹, registró una variación interanual de 2,9%, lo que apuntaría a un crecimiento algo menor para el primer trimestre. No obstante, la variación interanual de marzo incluirá un efecto calendario positivo asociado al feriado de semana de turismo, estimado en aproximadamente 1,5%.

Los indicadores de consumo muestran señales positivas en el margen. De acuerdo con datos preliminares, las ventas de autos aumentaron 3% en términos de tendencia ciclo¹⁰ en el primer trimestre del año respecto al cuarto trimestre de 2024. Por su parte, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) cayó 2,4 p.p. en febrero respecto a la última medición de octubre, aunque se mantuvo en niveles de moderado optimismo. Este comportamiento estuvo explicado por un deterioro de los subíndices de la situación económica del país y de la intención de compra de bienes durables. En contrapartida, el turismo emisor presentó un leve repunte en el primer trimestre del año en términos desestacionalizados respecto al cuarto trimestre de 2024, al tiempo que las importaciones de bienes de

consumo sin automóviles en términos constantes caerían cerca de 3% en la misma comparación.

Del mismo modo, los indicadores parciales de inversión exhibieron señales mayormente favorables. Las inversiones del sector público no financiero (sin stock de petróleo) crecieron en febrero. Por su parte, las importaciones de bienes de capital mostrarían un aumento en el primer trimestre del año, en términos desestacionalizados, frente al cuarto trimestre de 2024 (fuente Aduana, datos preliminares a marzo). Sin embargo, las ventas de camiones presentaron una caída de 2% en términos de tendencia ciclo en el primer trimestre del año respecto al cuarto trimestre de 2024.

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) cayeron en el bimestre enero-febrero en comparación con el cuarto trimestre de 2024, ante una caída de las exportaciones de cultivos, que fueron parcialmente compensadas por las exportaciones de bienes sin cultivos. Con datos a febrero (preliminar), los cultivos presentarían una caída desestacionalizada en el entorno de 18% en el bimestre enero-febrero en comparación con el cuarto trimestre de 2024, mientras que las exportaciones sin cultivos crecerían en el entorno de 0,4% en la misma comparación.

A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial¹¹ se mantienen relativamente estables en el promedio del bimestre enero-febrero respecto al cuarto trimestre de 2024. A nivel de la industria global, en el bimestre enero-febrero se observa un crecimiento desestacionalizado de 0,6% respecto al cuarto trimestre, mientras que la industria sin refinería cayó 0,4% en la misma medición. Por su parte, el núcleo industrial registró un crecimiento leve de 0,4% en el promedio del bimestre enero-febrero con respecto al cuarto trimestre de 2024.

⁸ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

⁹ Por detalles sobre este indicador ver <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documents/Metodolog%C3%ADa%20IMAE.pdf>

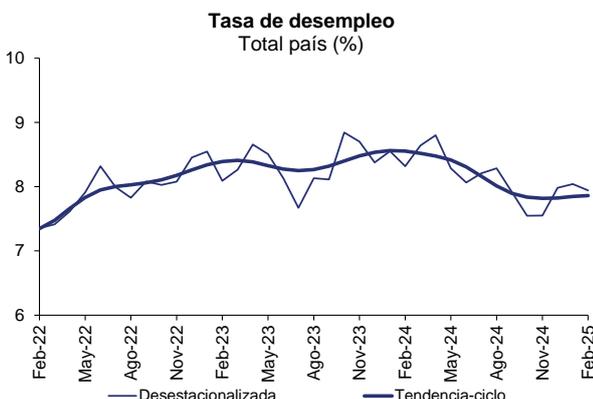
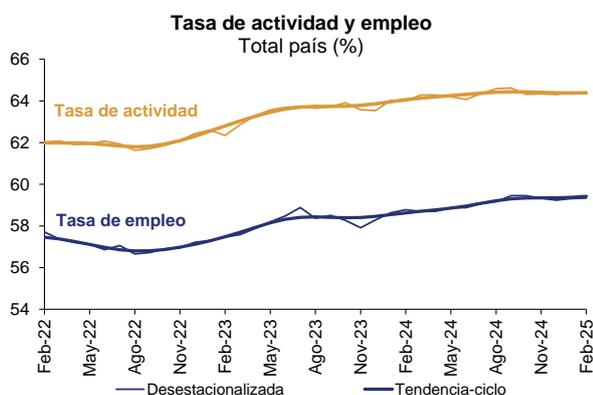
¹⁰ En las series de ventas de autos y camiones se presenta la variación del componente tendencia-ciclo, dado que se trata de

series altamente volátiles con presencia de componentes irregulares habituales.

¹¹ El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de determinados alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

Empleo e ingresos¹²

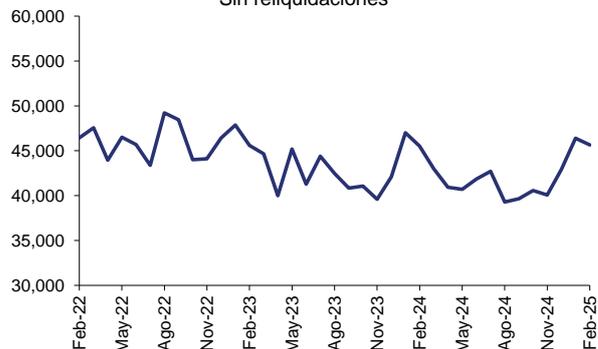
En términos desestacionalizados, en febrero cae levemente la tasa de actividad y aumenta la tasa de empleo. De este modo, la tasa de desempleo disminuye levemente al entorno de 7,9%.



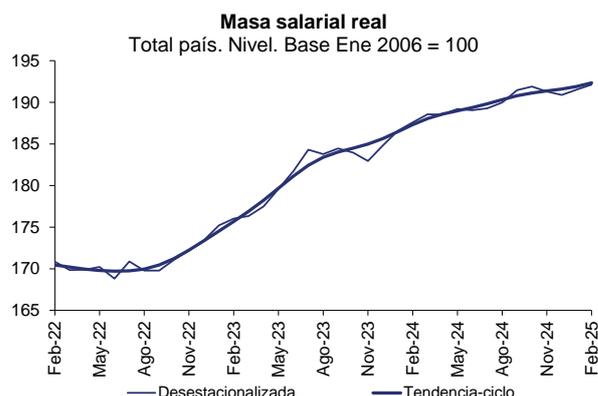
En el bimestre enero-febrero, la tasa de empleo observada se ubicó en 59,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 0,6 p.p. por encima del registro de igual período de 2024. En tanto, la tasa de actividad subió 0,3 p.p. ubicándose en 64,6% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo efectiva bajó y se situó en 8% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo presentaron un aumento en el promedio del bimestre enero-febrero con respecto al cuarto trimestre de 2024, en términos desestacionalizados.

Beneficiarios del subsidio por desempleo

Sin reliquidaciones



Finalmente, la masa salarial real continúa dinámica, impulsada por el crecimiento tanto de la cantidad de ocupados como del salario real. En este sentido, en el promedio del bimestre enero-febrero la masa salarial real se ubicó 2,5% por encima del mismo período de 2024.



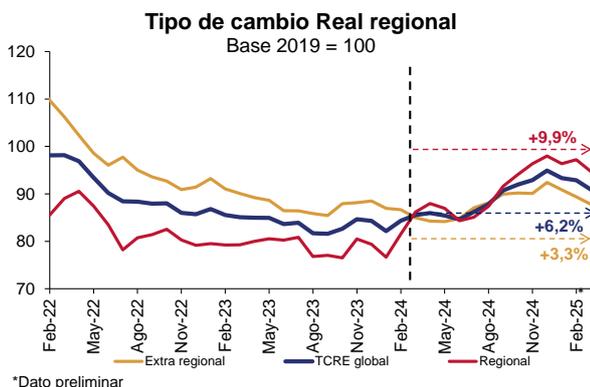
II.2.2. Sector externo

Precios relativos

En el promedio del primer trimestre del año (marzo preliminar), el TCRE habría registrado una apreciación de 1% con respecto al trimestre anterior, determinado principalmente por la relación con China. Asimismo, se registra una depreciación de 6,2% en términos interanuales, explicada en mayor parte por la relación con Argentina, la que se vio parcialmente contrarrestada por la relación con Brasil.

¹² Entre abril de 2020 y junio de 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Estadística (INE) se realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a

partir de julio de 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



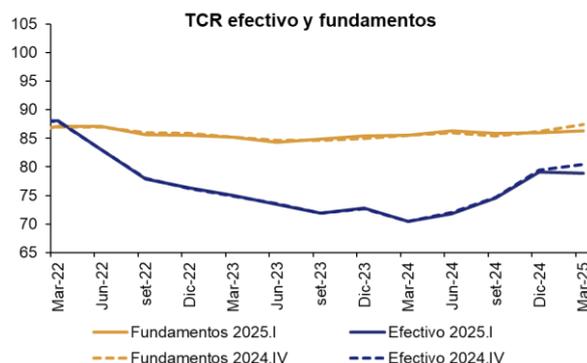
La evolución de los precios relativos también se aproxima con el Indicador de Precios Fronterizos (IPF), que registró un leve aumento en la brecha de precios de bienes entre las ciudades de Salto y Concordia, la cual alcanzó un valor de 23% en enero, ubicándose en niveles bajos de la serie desde junio 2018¹³. A su vez, la segunda medición para la brecha entre Artigas y Quaraí situó la misma en 79% durante enero.

Por su parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se habría depreciado 4,1% en el promedio del primer trimestre (marzo preliminar) en comparación con el inmediato anterior. Esto implica una depreciación interanual de 5% a marzo, explicada mayormente por la relación con Sudáfrica.



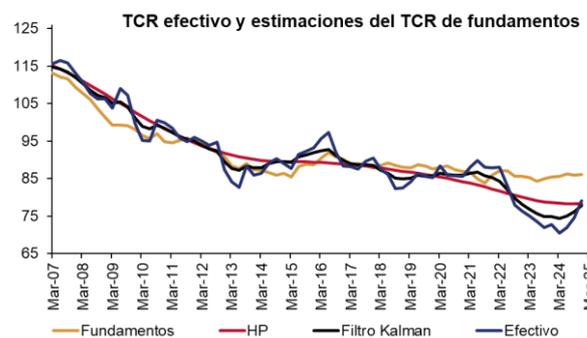
Mientras tanto, el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de 3 versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría en el primer trimestre de 2025 respecto al año anterior,

impulsado por la caída de los términos de intercambio y del ratio gasto doméstico/PIB.¹⁴



Al comparar con la estimación realizada en el informe anterior, se observa una brecha negativa de TCR similar en 2024T4 en el entorno de -8%) y algo mayor en 2025T1, pasando de -8,0% (estimación en 2024T4) a -8,7% (estimación en 2025T1), ante una mayor caída del TCRE respecto a la del TCRf.¹⁵

Por otra parte, la tendencia del TCR que surge de los filtros estadísticos (HP y Kalman) estaría bastante alineada con el TCRE.



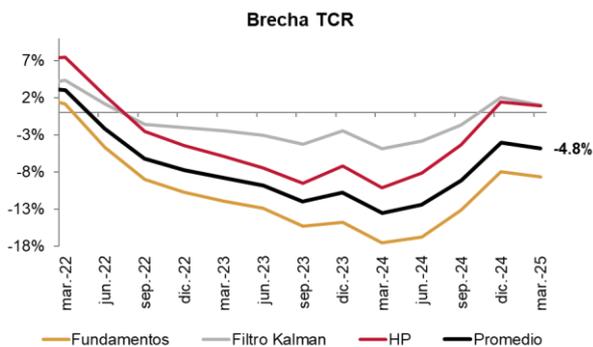
De esta manera, la brecha TCR que incluye las estimaciones mediante filtros (promedio de 5 metodologías) presenta niveles inferiores en valor absoluto a los que surgen de considerar únicamente a los modelos macroeconómicos y se ubica en -4,8% en 2025T1. No obstante, las series presentan una evolución similar.

¹³ Indicador elaborado por el Observatorio Económico de Salto de la Universidad Católica del Uruguay.

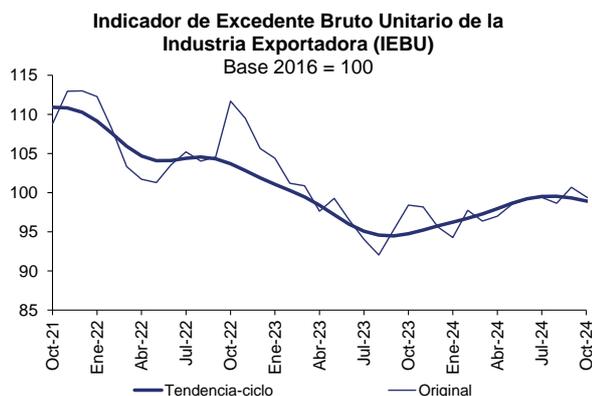
¹⁴ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 7 en la serie de box metodológicos.

¹⁵ Las revisiones del TCRf son habituales en el margen, por lo que los valores específicos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en las series de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los

términos de intercambio, y revisiones de Cuentas Nacionales, que modifican el PIB, el gasto público y el gasto privado y, por ende, los ratios entre estas variables, así como la productividad relativa. Estos cambios son de mayor magnitud en el último valor de la serie, ya que las variables que integran los fundamentos son estimadas, al no contarse con los datos efectivos de Cuentas Nacionales para ese trimestre.



Finalmente, el IEBU ajusta 0,1% a la baja en octubre (último dato disponible) respecto al tercer trimestre de 2024¹⁶. En la comparación interanual este indicador se ubica 1,1% por encima de lo observado en octubre 2023, como resultado de un aumento de los precios de exportación, que compensan los mayores costos unitarios.



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La cuenta corriente y de capital (CCK) de la BP, de acuerdo con estimaciones preliminares, registró en el año 2024 un déficit de 819 millones de dólares (1% del PIB). Este resultado representó una reducción del déficit de 2,4 p.p. en comparación con al año anterior, cuando éste había alcanzado a 3,4 % del PIB.

La economía uruguaya presentó un déficit de cuenta corriente de 821 millones de dólares frente al resto del mundo en el año 2024. Si se analiza la cuenta corriente excluyendo las transacciones realizadas por las empresas de compraventa, el déficit alcanzó los 1.534 millones de dólares. Esta cifra puede descomponerse en un saldo de bienes y servicios superavitario de 2.864 millones de dólares, un saldo del ingreso primario deficitario de 4.601 millones de dólares y un saldo del ingreso

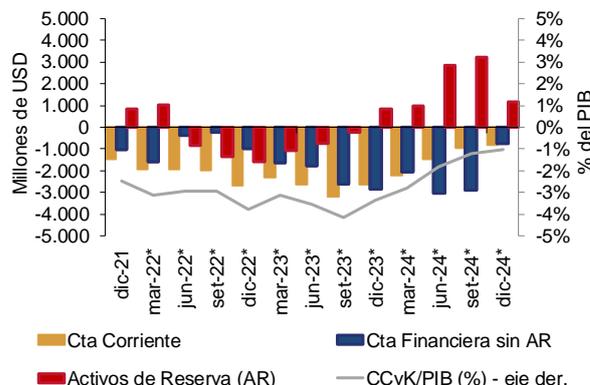
secundario superavitario de 203 millones de dólares.

Por otra parte, las empresas de compraventa exhibieron un superávit de la cuenta corriente en el año 2024 de 713 millones de dólares. Este superávit se compone de un saldo superavitario en bienes y servicios por 1.348 millones de dólares, compensado parcialmente por un saldo deficitario del ingreso primario de 635 millones de dólares. Cabe destacar que, durante el año 2024, las empresas que operan en el rubro de “trading” se deshicieron existencias de mercancías. Esto provoca que el superávit en el rubro de exportaciones netas de compraventa, no sea compensando por el ingreso primario, debido a que la reducción de existencias genera que las importaciones de bienes en compraventa sean menores al costo de la mercadería vendida.

Para el total de la economía, durante el año 2024 el superávit comercial de bienes aumentó en 1.254 millones de dólares respecto al año anterior, alcanzando los 3.469 millones de dólares, en el marco de un incremento de las exportaciones (8,7%) mayor al experimentado por las importaciones (0,5%).

Por su parte, las exportaciones de mercancías generales registraron un incremento en el cuarto trimestre del año (11,3%) y en el acumulado de 2024 (13,6%). Cabe destacar la incidencia positiva durante el año 2024 de las colocaciones de soja y celulosa, seguido por mayores exportaciones de energía eléctrica, trigo y vehículos automotores. Por el contrario, las colocaciones de arroz y semillas de colza verificaron una contracción respecto al año 2023.

Principales componentes Balanza de Pagos
Año móvil



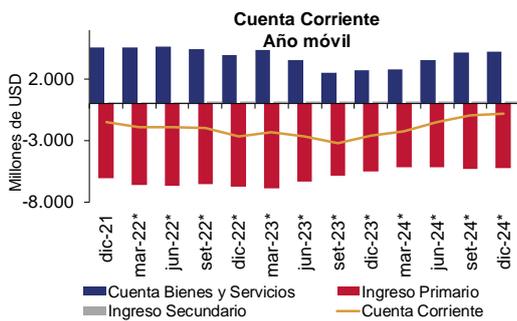
Respecto al saldo comercial de servicios, el mismo resultó superavitario en 743 millones de dólares, implicando una variación positiva de 271 millones

¹⁶ En este informe el IEBU presenta un rezago mayor al habitual, producto de un cambio metodológico en las series que lo componen. Dado esto, al momento de redactar esta sección se estaba trabajando en la incorporación y el empalme de los

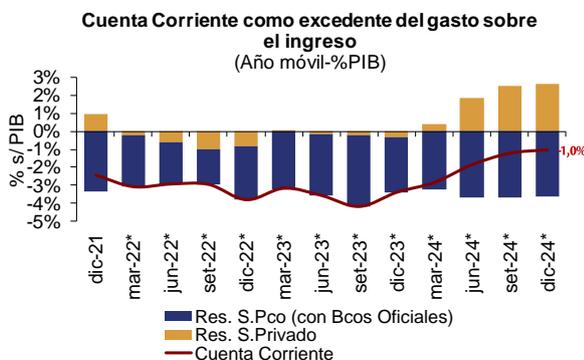
nuevos valores de las series. Una vez completado el proceso, el IEBU será actualizado y divulgado nuevamente.

de dólares respecto al año anterior. En este sentido, en comparación al 2023, se destacó un aumento de las exportaciones de 67 millones de dólares y una disminución de las importaciones de 205 millones de dólares.

En lo que respecta al ingreso primario, el mismo alcanzó un déficit de 5.236 millones de dólares en el año 2024, lo que representó una disminución de 268 millones de dólares en comparación al año anterior, cuando se había alcanzado un saldo deficitario de 5.504 millones de dólares.



Según la apertura por sector institucional, este menor déficit del saldo en cuenta corriente se enmarcó en un mayor ahorro neto del sector privado (de -0,3 % a 2,6 % del PIB), mientras que el sector público profundizó su déficit (de -3,1 % a -3,6 % del PIB).



De acuerdo con estimaciones preliminares, durante el año 2024 la cuenta financiera presentó un préstamo neto con el resto del mundo de 415 millones de dólares. A nivel de categorías funcionales, la economía uruguaya financió al resto del mundo principalmente a través de la Inversión Directa (ID) y la adquisición de Activos de Reserva (AR). Por el contrario, la economía recibió financiamiento del resto del mundo a través de los movimientos de Inversión de Cartera (IC) y, en menor medida, de Otra Inversión (OI) y Derivados Financieros (DF). Por su parte, los movimientos no

registrados, que se recogen en el rubro de errores y omisiones, fueron positivos y alcanzaron los 1.233 millones de dólares.

Por sector institucional, tanto el sector privado como el sector público reflejaron un préstamo neto en el período. El préstamo neto del sector público ascendió a 406 millones de dólares, registrando un incremento de activos externos mayor al de los pasivos con agentes no residentes. En tanto, el préstamo neto del sector privado ascendió a 9 millones de dólares, en el marco de una salida neta de capitales por concepto de ID (2.361 millones de dólares) y de OI (591 millones de dólares), que fue compensando por la entrada neta de capitales por movimientos de IC (2.455 millones de dólares) y por transacciones de DF (489 millones de dólares).

A fines de diciembre de 2024, la economía uruguaya continuó mostrando una posición neta deudora con el resto del mundo, la cual ascendió a 14.382 millones de dólares (equivalentes a 17,8% del PIB). En relación con el año anterior, la Posición de Inversión Internacional (PII) disminuyó su endeudamiento neto en 2.479 millones de dólares. Por sector institucional se observa que la caída en el saldo deudor registrado fue reflejo del comportamiento del sector público y en menor medida del sector privado

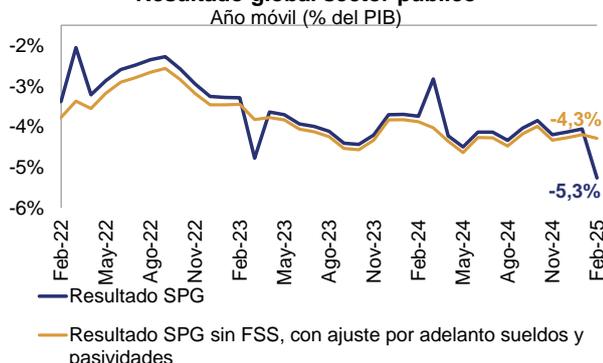


II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en febrero de 2025, el SPG tuvo un resultado deficitario de 5,3% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios e irregulares relevantes como la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) y los adelantos de sueldos y pasividades, el déficit resultante es 4,3% del PIB, un desequilibrio levemente superior al de un año atrás (3,9%), y muy similar a los que se han venido registrando desde el cierre de 2023.¹⁷

¹⁷ A fines de febrero de 2025, por motivo del feriado de carnaval, se adelantó el pago de sueldos y pasividades correspondiente a los primeros días de marzo.

Resultado global sector público



A nivel institucional, y en la comparación con un año atrás, se observa estabilidad en el déficit global del Gobierno Central (GC) - Banco de Previsión Social (BPS), 3,4% del PIB, y en los resultados de las Empresas Públicas (EPP) y el Banco de Seguros (BSE), mientras que en los Gobiernos Departamentales (GD) y en el BCU los desequilibrios se ampliaron en 0,1 p.p. y 0,25 p.p., respectivamente (comparando febrero de 2025 contra febrero de 2024).

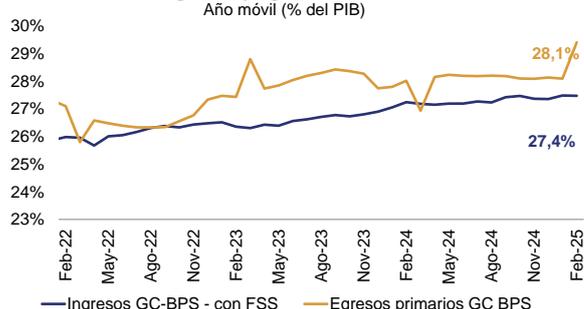
El déficit primario de GC-BPS se mantuvo en 0,8% del PIB, como resultado de incrementos reales similares en los ingresos (5,2% real) y los egresos (5,3% real).¹⁸

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el BPS crecieron 2,9% en términos reales (sin tener en cuenta el FSS). Por un lado, aquellos que dependen de la evolución del PIB (IVA, IMESI, IRAE) estuvieron en niveles 3,7% superiores a los del año anterior. Por otro lado, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 1,2% para las rentas personales y 5,5% para los ingresos del BPS.

Más de la tercera parte del crecimiento de los ingresos de GC-BPS se explica por los mayores aportes de las EPP.

Por otro lado, los egresos primarios crecieron 5,3% en términos reales y ajustando por efectos irregulares, destacándose la contribución de la recuperación de pasividades y las transferencias, que tuvieron el efecto favorable de la desinflación. Si no se ajusta por el efecto del adelanto de sueldos y pasividades el incremento real fue de 9,4%.¹⁹

Ingresos y egresos GC-BPS



Mientras tanto, el resultado de las EPP fue deficitario en 0,1% del PIB, el mismo resultado que un año atrás. Si no se tienen cuenta efectos irregulares, como los sobrecostos en la generación de energía eléctrica y la variación del stock de petróleo, se pasa de un superávit de 0,2% del PIB a un déficit de 0,1%.

Ese resultado fue consecuencia de un menor superávit primario corriente, que pasó de 1,1% a 0,9% del PIB, ya que el pago de intereses y las inversiones permanecieron relativamente estables. Si se consideran las transferencias netas realizadas al GC, observamos que la contribución neta al resultado de todo el sector público se redujo de 3,5% del PIB en el año móvil a febrero 2024 a 3,1% en febrero 2025 (cifras ajustadas por irregulares).

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,91% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,87% del PIB, cifras superiores en 0,3 p.p. a las de igual período del año anterior. El crecimiento del déficit en moneda nacional está detrás de esta evolución, en especial por el pago de intereses de LRM.

Pagos netos de intereses del BCU



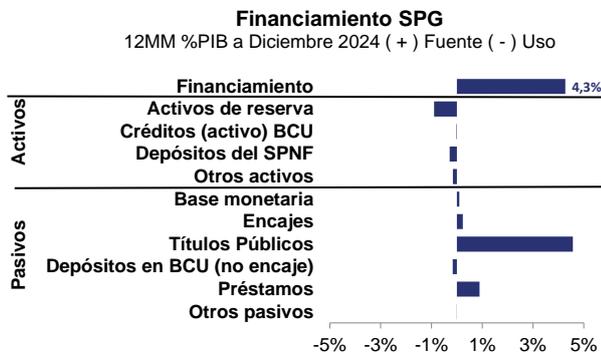
Por otro lado, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento, fue de 4,3% del PIB en el año a diciembre de 2024. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos

¹⁸ Comparando los doce meses cerrados en febrero 2025 contra el año móvil a febrero 2024, y excluyendo irregulares relevantes. En esta última medición se excluyó el adelanto de salarios y pasividades.

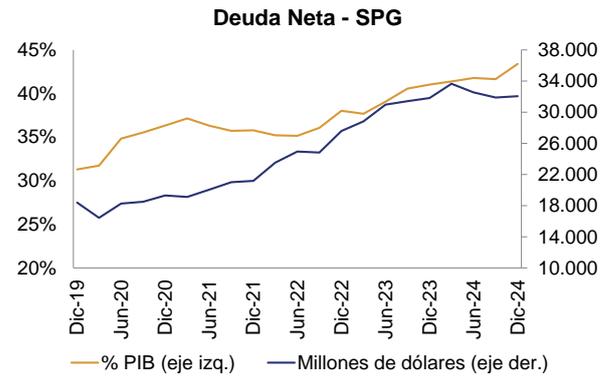
¹⁹ El salto que se observa en el gráfico de egresos primarios seguramente se revierta al incorporar el dato de marzo, ya que en ese mes se revierte el efecto irregular del adelanto de sueldos y pasividades.

que generó un financiamiento de 4,6% del PIB. Se destacan en el año tres emisiones importantes: la operación conjunta MEF-BCU de mayo 2024²⁰, la emisión internacional de setiembre 2024²¹ y la emisión internacional en yenes de diciembre 2024²².

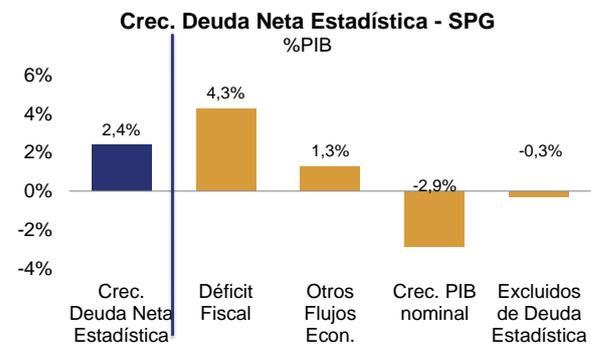
Los préstamos constituyeron la segunda fuente de financiamiento relevante en el período, al tiempo que los activos de reserva continúan reflejando un uso de financiamiento, principalmente por el ingreso de dólares derivado de las emisiones internacionales.



La deuda bruta del SPG alcanzó 54.613 millones de dólares (73,9% del PIB) a diciembre de 2024, mientras que los activos se ubicaron en 22.556 millones de dólares (30,5% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 32.057 millones de dólares (43,4% del PIB), lo que implicó un aumento de 2,4% del PIB respecto a diciembre de 2023.



Lo anterior se debe a que el financiamiento del déficit y el aumento del dólar, así como también de las monedas indexadas fue contrarrestado parcialmente por el crecimiento del PIB nominal²³.



Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa una caída de 1,9 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a diciembre de 2023. Igualmente, sigue siendo la de mayor participación, alcanzando el 55,9% del total. Mientras tanto, la deuda en dólares aumenta 0,4 p.p. y en otras monedas también se incrementan en 1,5 p.p. Este comportamiento está influido por las emisiones de títulos y la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.

²⁰ El GC emitió 1.800 millones de dólares, de los cuales 1.500 millones de dólares correspondieron a un bono global en unidades indexadas con vencimiento en 2045 y los restantes 300 millones de dólares se colocaron en un bono en pesos nominales con vencimiento 2033. En el marco de la operación conjunta con BCU, aproximadamente la mitad de la emisión bruta del GC se integró con títulos públicos (bonos y LRM) y el resto con efectivo.

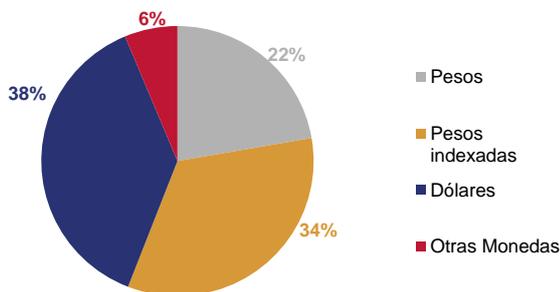
²¹ El GC emitió 1.300 millones de dólares correspondientes a un bono global en dólares con vencimiento en 2060. La mayor

parte de la emisión se integró con efectivo y una fracción más pequeña con títulos en circulación.

²² El GC emitió "Bonos Samurai" por 46.300 millones de yenes, equivalentes a 308 millones de dólares, con vencimiento de entre 3 y 20 años.

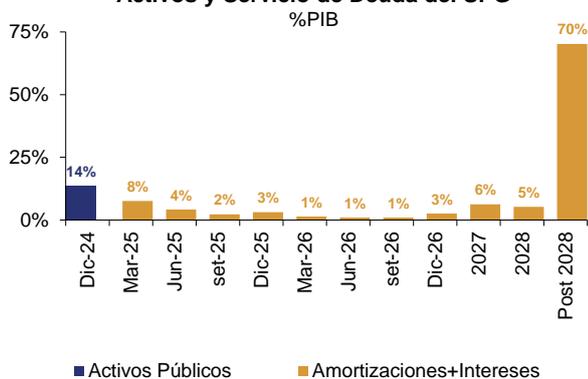
²³ El ratio de deuda sobre PIB se construye en pesos.

Distribución de la Deuda Bruta por moneda



El nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU a diciembre de 2024, permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta julio 2025. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 764 millones de dólares (1% del PIB) a marzo de 2025. Por otra parte, 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 2028.

Activos y Servicio de Deuda del SPG



En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha mantenido su calificación crediticia en nivel y perspectiva. Destacándose la revisión de la agencia Moody's Ratings en abril de 2025 y Fitch Ratings en junio de 2024. Igualmente sucedió con S&P, DBRS y JCR Agency en noviembre de 2024.

La madurez promedio de los títulos de BCU se encuentra levemente por encima de los 4 meses a febrero de 2025, cifra inferior a los casi 6 meses de un año atrás. Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos del GC es cercana a 12 años²⁴.

Madurez promedio de las LRM

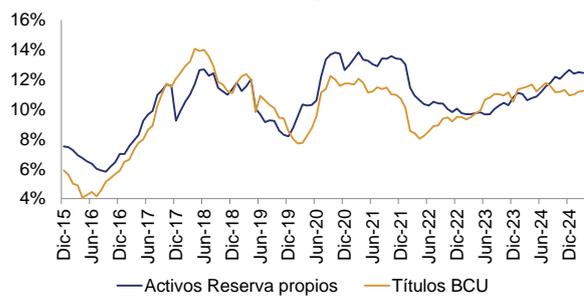
Plazo residual en meses



Asimismo, la relación entre el stock de LRM y los activos propios del BCU, una versión estilizada de su hoja de balance, muestra que los activos propios del BCU superan a los títulos emitidos en 1% del PIB.

Activos y pasivos del BCU

% PIB



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a febrero de 2025, el BCU hubiera requerido 16.040 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades asignadas en su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 19.146 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 3.106 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida²⁵.

²⁴ Fuente: UGD – MEF.

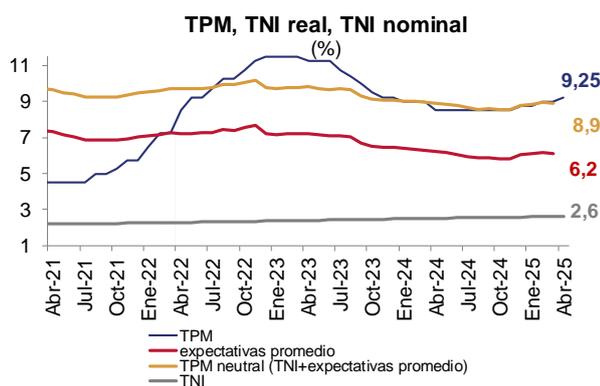
²⁵ Por más detalles, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

Reservas de confort - febrero 2025	
I. Nivel actual	19.146
II. Riesgos a cubrir, por naturaleza	16.040
II.1 Mercado Monetario y Cambiario	7.536
II.1 a. Caída de demanda por base monetaria	660
II.1 b. Servicio deuda BCU	6.848
II.1 c. Déficit primario BCU	28
II.2 Sector Público No Financiero (SPNF)	3.442
II.2.a. Mínimo de:	3.381
i) Servicio deuda + Déficit primario de GC_BPS	7.488
Servicio deuda	4.581
+ Déficit primario	2.907
ii) Uso de depósitos + Asistencia del BCU	3.381
Uso de depósitos Gobierno	1.290
Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	2.091
II.2.b. Depósitos Empresas Públicas	62
II.3 Sistema Financiero	5.062
II.3.a. Depósitos de encaje en moneda extranjera	3.463
II.3.b. Depósitos AFAP	99
II.3.c. Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	220
II.3.d. Asistencia Financiera a Bancos	1.280
III=II. Holgura (+) o Déficit (-)	3.106

III. La política monetaria

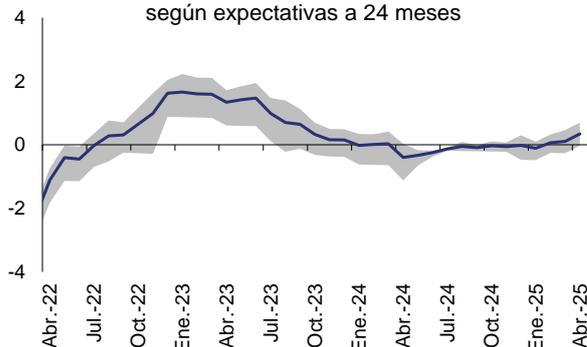
III.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero, tasas de interés y mercado de cambios

El nivel actual de la TPM de 9,25%, la estimación puntual de tasa natural de interés (TNI) y el promedio de expectativas de inflación a 24 meses a marzo, implican una estimación puntual de la brecha de tasa de interés de 0,35%. De esta forma, la instancia de política se encuentra en fase contractiva, con el objetivo de contribuir a reducir la inflación y continuar la convergencia de sus expectativas a la meta de 4,5% anual.



Al analizar la instancia según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, la misma presenta un rango entre 0% y 0,7%, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y analistas respectivamente.

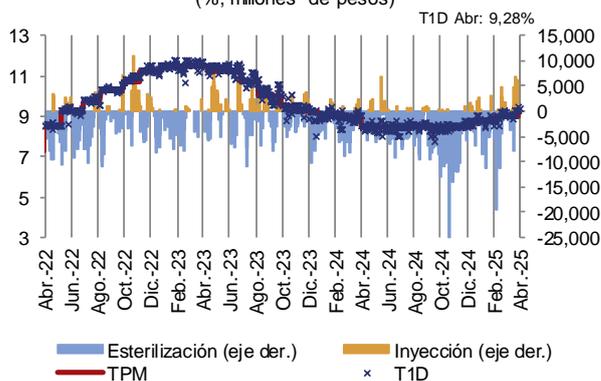
Instancia de la política monetaria según expectativas a 24 meses



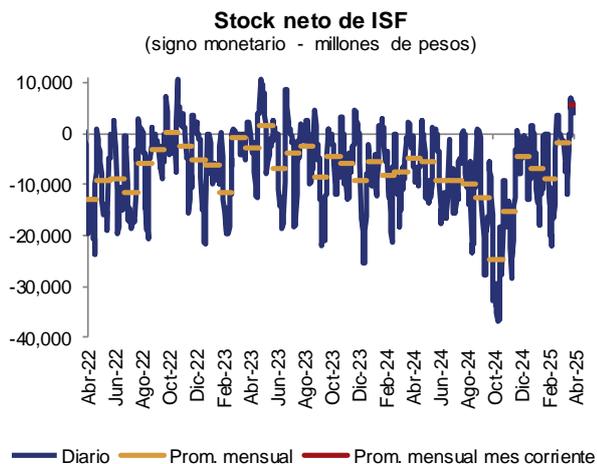
A nivel operativo, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores definidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.

T1D e intervenciones en ISF

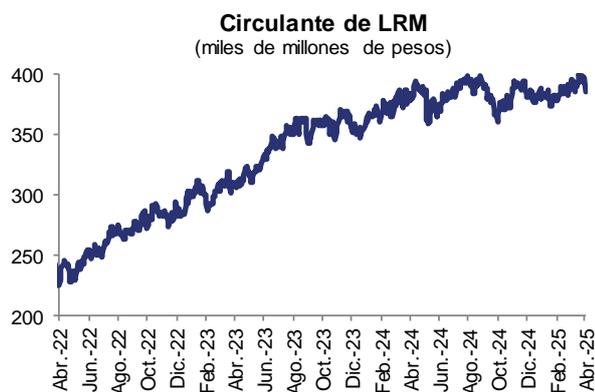
(%, millones de pesos)



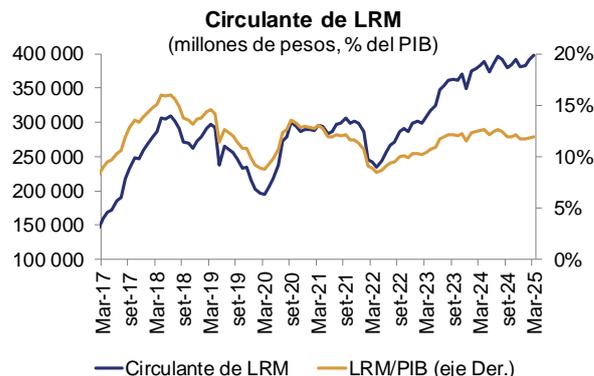
El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez. El stock neto promedio de instrumentos de sintonía fina del primer trimestre fue inferior al del último de 2024. En este sentido, en el mes de marzo se destaca una menor utilización de estos instrumentos por parte del BCU, alcanzando 1.771 millones de pesos de esterilización y registrando un valor históricamente bajo. Cabe destacar, que con datos al 21 de abril el promedio asciende a 3.050 millones de pesos de inyección.



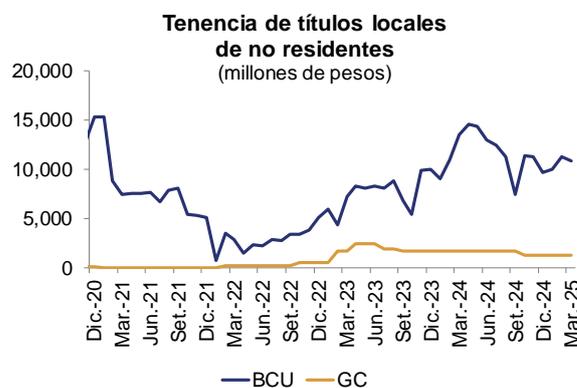
La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 42,4% de los montos operados en el trimestre, registro inferior al observado en el último trimestre de 2024. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.



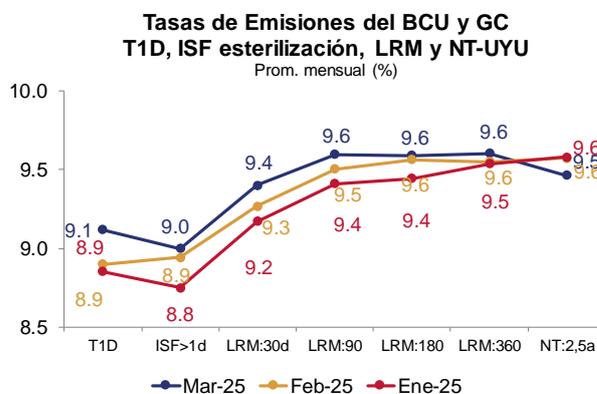
El circulante de LRM se estabiliza en los últimos meses algo por debajo de 400.000 millones de pesos. A su vez, este monto representa un 11,9% del PIB del año móvil.



La tenencia de no residentes de LRM disminuyó en el mes de marzo con respecto a febrero, ubicándose cerca de 10.900 millones de pesos, pasando a representar un 2,7% del circulante de dichos instrumentos²⁶.

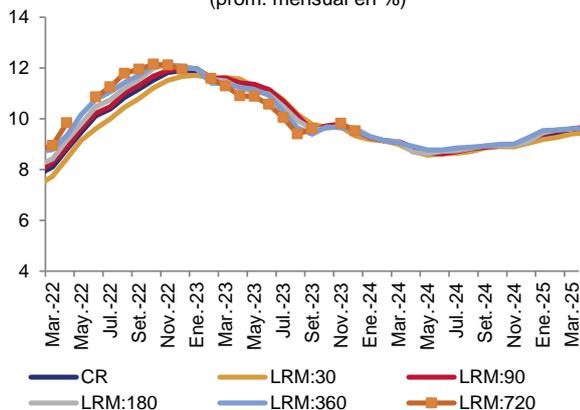


La curva de rendimientos de LRM aumentó 45 p.b. en el promedio del primer trimestre en comparación con el trimestre anterior. En el mes de marzo se operó entre 9,4% y 9,6% en los tramos de 30 días y 1 año, respectivamente. Asimismo, la concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó en 75%, manteniéndose en ese entorno.



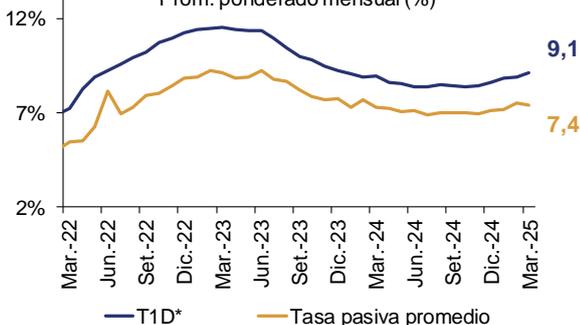
²⁶ Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,2% del circulante de estos títulos en noviembre.

Tasa promedio de la CR de LRM
(prom. mensual en %)



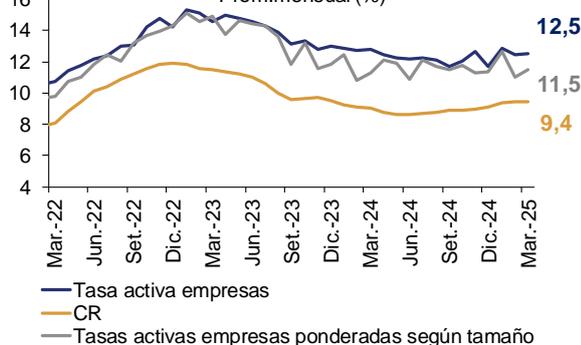
La tasa pasiva promedio al sector no financiero se situó en 7,4% en marzo, mostrando una leve disminución en el margen.

T1D y tasa pasiva de plazo fijo al sector no financiero en MN
Prom. ponderado mensual (%)



Por su parte, la tasa bancaria activa a empresas en pesos ha tenido una evolución similar a la de la curva de rendimientos de LRM, manteniéndose estable en el margen y ubicándose en 12,5% en marzo.

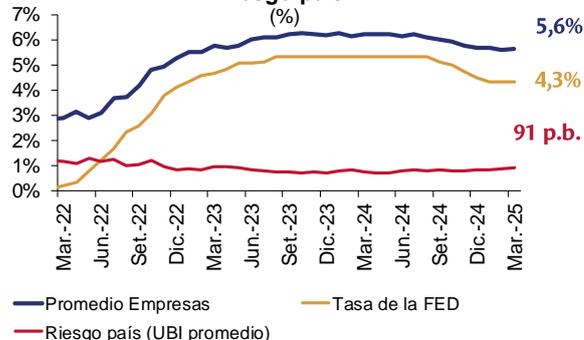
Tasa activa a empresas y CR de LRM
Prom.mensual (%)



Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares se ubicó en 5,6% en marzo, siguiendo la trayectoria de la tasa de la FED. Asimismo, el riesgo

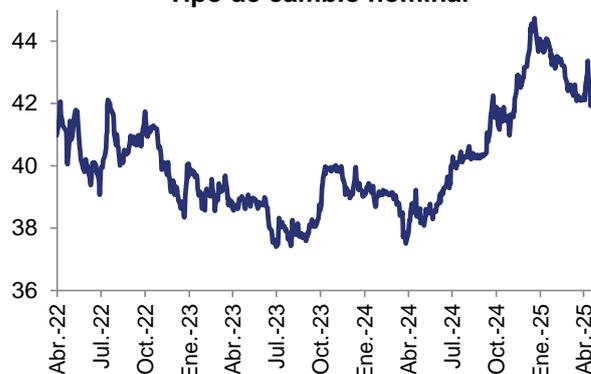
soberano de Uruguay se encuentra estable en niveles históricamente bajos.

Tasas a empresas en ME, tasa de la FED y riesgo país
(%)



En el mercado de cambios, el peso se depreció 1% en el promedio del primer trimestre de 2025 con respecto al cuarto trimestre de 2024, mientras que el dólar global²⁷ se depreció 1,5% en el mismo período. Cabe destacar, que el proceso de depreciación que había comenzado en setiembre se revirtió a lo largo del primer trimestre de 2025. Debe mencionarse que, a comienzos del mes de abril, el mercado de cambios se vio afectado por los anuncios de aranceles del Gobierno de EE.UU., lo que provocó cierta inestabilidad en este mercado. Sin embargo, no se registraron intervenciones del BCU en el mercado spot.

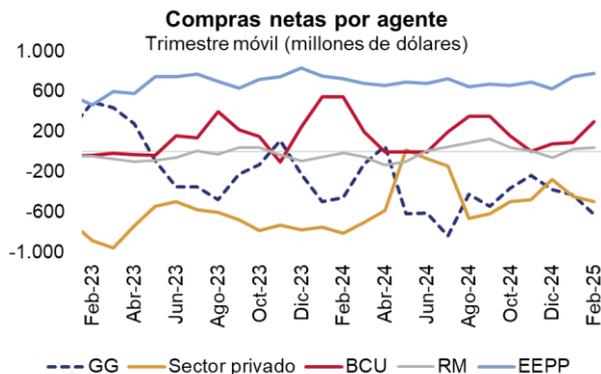
Tipo de cambio nominal



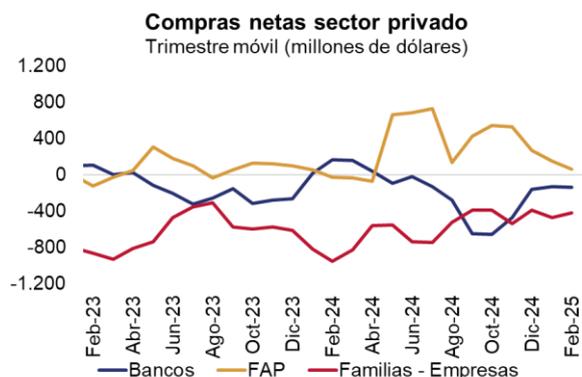
Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a febrero de 2025 se destaca la demanda de divisas de EEPP, que encontró su oferta en el sector privado, en particular, en familias, así como en empresas y bancos. Por otro lado, el GC vendió parte de los dólares que obtuvo de sus fuentes de financiamiento al BCU y a las EEPP. En el caso del BCU las compras que realiza son como contraparte de las mencionadas ventas del GC. Los agentes no

²⁷ Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

residentes prácticamente no participaron en forma directa en el mercado spot en el trimestre.

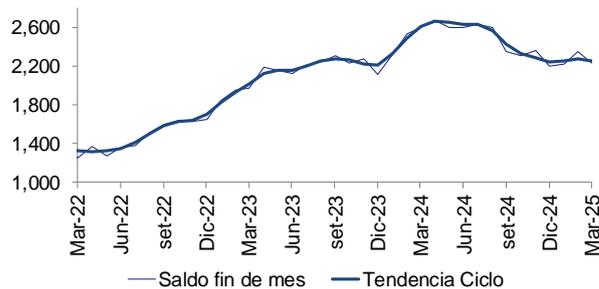


Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP), en términos netos, demanda divisas, principalmente para adquirir instrumentos emitidos por el GC en el mercado internacional, nominados en pesos, pero que se transan en dólares. Los bancos venden divisas en el trimestre, en un marco de resultado positivo por sus negocios en moneda extranjera. Finalmente, el agregado familias-empresas, que es típicamente el principal oferente del mercado, incrementa sus ventas respecto al trimestre anterior.



La posición en moneda extranjera del total del sistema bancario se mantuvo estable, descendiendo desde su máximo histórico alcanzado entre el segundo y tercer trimestre de 2024.

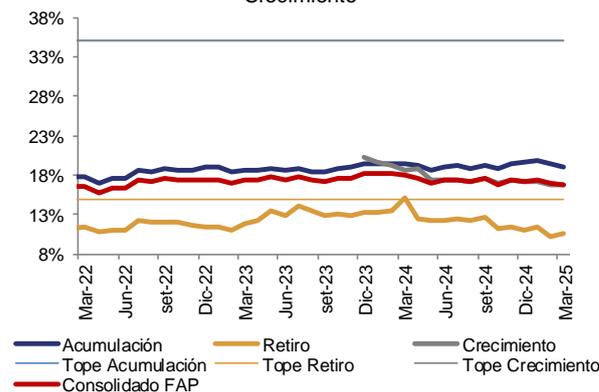
Posición en Moneda Extranjera de Bancos*
(millones de dólares, saldos fin de mes)



(*) Los derivados son computados a valor de mercado

Por su parte, el FAP mantuvo prácticamente estable la conformación de su portafolio según monedas. En este contexto, se calcula una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a aproximadamente 3.200 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación, retiro y crecimiento en marzo.

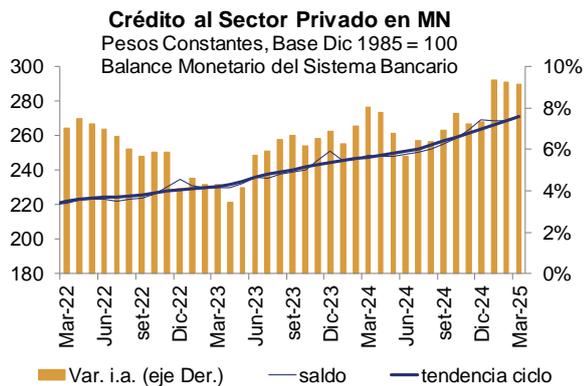
Participación de activos en ME
Sub-fondos de Acumulación, Retiro y Crecimiento



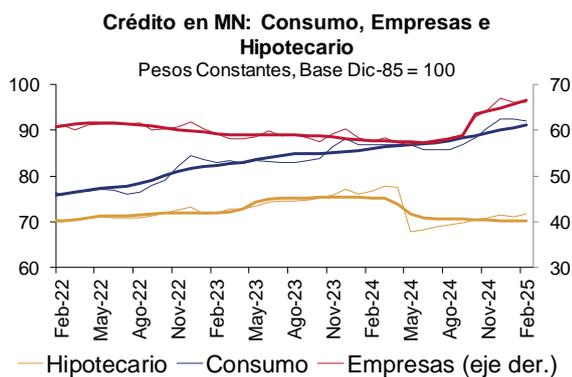
III.2. Evolución del crédito al sector privado no financiero

El crédito bancario en moneda nacional²⁸ mantuvo su dinamismo, con un incremento interanual de 15% en el promedio del primer trimestre, equivalente a 9,2% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 11,2% real anualizado en el mes de marzo.

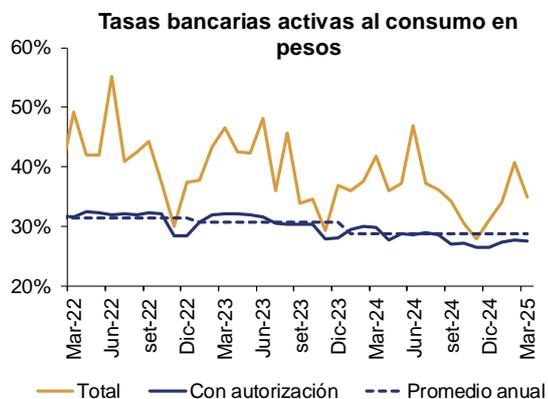
²⁸ Esta medida del crédito no toma en cuenta el efecto de la Ley N° 20.237 por la que se crea un fideicomiso para reestructurar créditos hipotecarios.



Este comportamiento se explica principalmente, con datos a febrero, por el crédito a empresas que crece en el último bimestre y en menor medida por crédito al consumo, mientras que el hipotecario se mantiene relativamente estable en el margen. En particular, si se considera la variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, el crédito a empresas crece 7,4%, luego del cambio de nivel que se produjo en el mes de octubre.



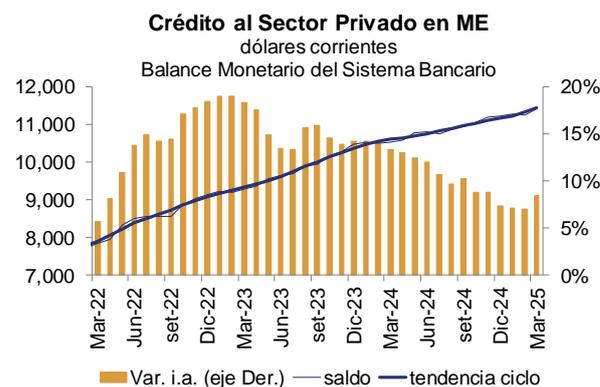
En lo que respecta a la tasa de crédito al consumo (con autorización), se mantuvo relativamente estable ubicándose en 27,6%, en un contexto de crecimiento acotado del consumo a nivel agregado de la economía.



Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 7,5% medido en dólares corrientes en el primer trimestre de 2025, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de

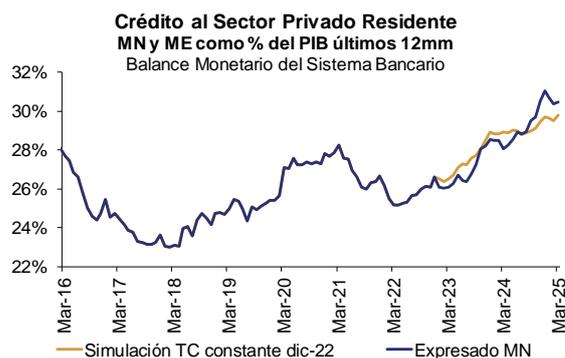
13,3%, variación mensual anualizada en el mes de marzo.

A nivel sectorial, el incremento se explica principalmente por el crédito concedido al sector agropecuario, seguido por el sector comercio y servicios. Asimismo, la composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.



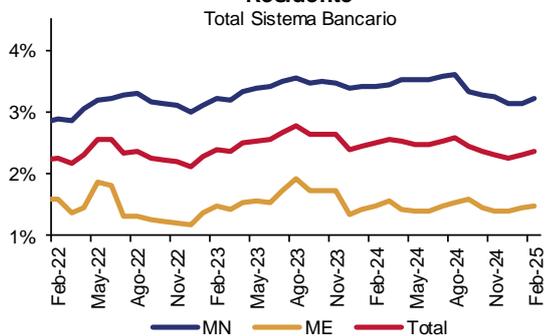
Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. De este modo, el encaje medio en marzo se mantuvo en torno a 10% en moneda nacional y a 28% en moneda extranjera.

A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 30% del PIB, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 52,6% en marzo, apenas por debajo de sus registros máximos históricos.



La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta un leve aumento en el margen, ubicándose en 1,9% de los créditos totales en febrero, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3% a nivel del sistema bancario.

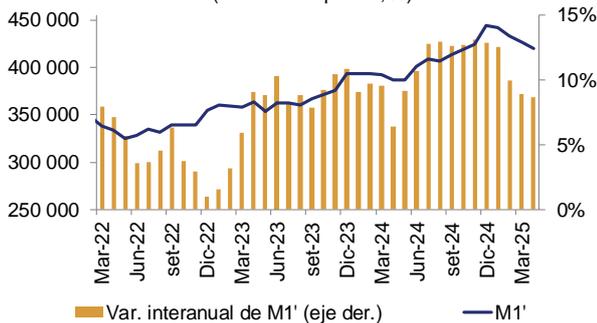
Morosidad del Crédito al SNF Privado Residente



III.3. Principales agregados monetarios

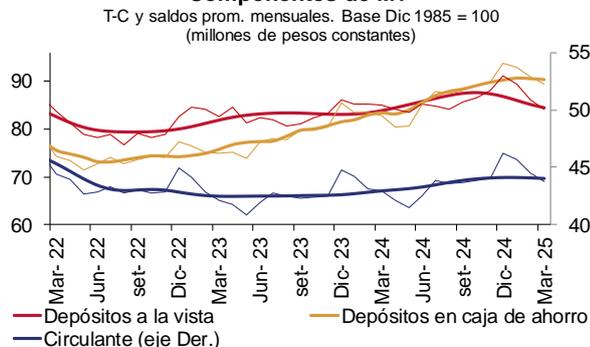
En el promedio del primer trimestre de 2025, el agregado M1' presenta una variación interanual de 10,5%, equivalente a una tasa real de 4,9%. A su vez, se estima una variación desestacionalizada trimestral del agregado en torno a 1,1% nominal. La tasa de crecimiento nominal interanual del mes de marzo fue de 8,9%.

M1' promedio nominal



A nivel de componentes, se observa una leve tendencia decreciente en los depósitos a la vista, mientras que el circulante y los depósitos en caja de ahorro se mantuvieron relativamente estables medidos por su tendencia ciclo.

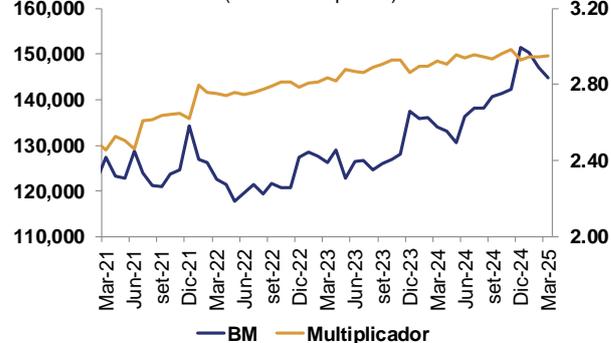
Componentes de M1'



Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria disminuyó, desde el máximo alcanzado en diciembre de 2024, siguiendo su habitual patrón estacional, mientras que el

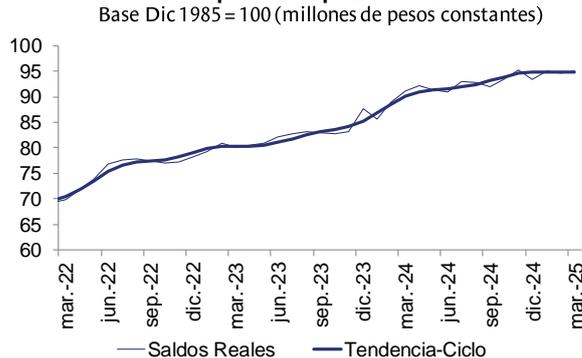
multiplicador monetario se ubicó en 2,9, levemente por debajo de su máximo histórico.

Base Monetaria y Multiplicador M1'



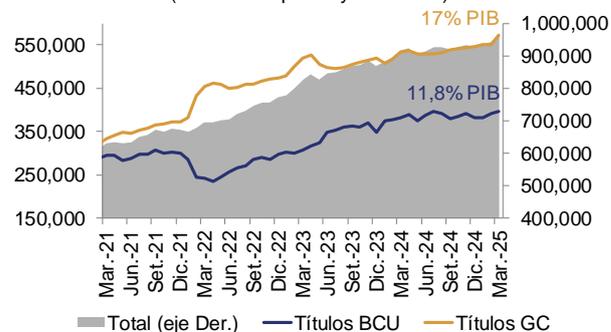
Los depósitos a plazo en moneda nacional se mantuvieron estables en el margen, aunque aún se encuentran en niveles históricamente altos, presentando para el primer trimestre una variación interanual de 12,8%, equivalente a 7,1% real.

Depósitos a plazo en MN



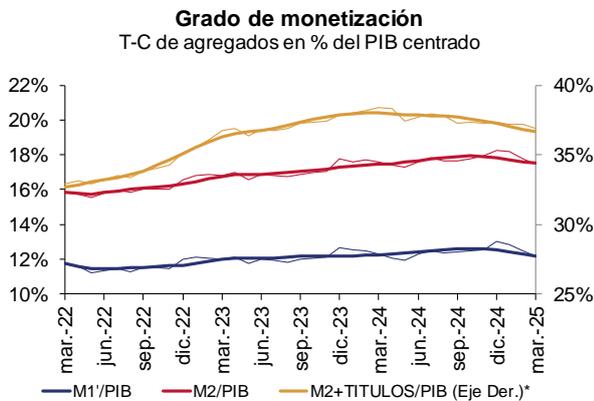
El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en torno a 28,4% del PIB en el promedio del trimestre.

Circulante de Títulos Públicos Locales

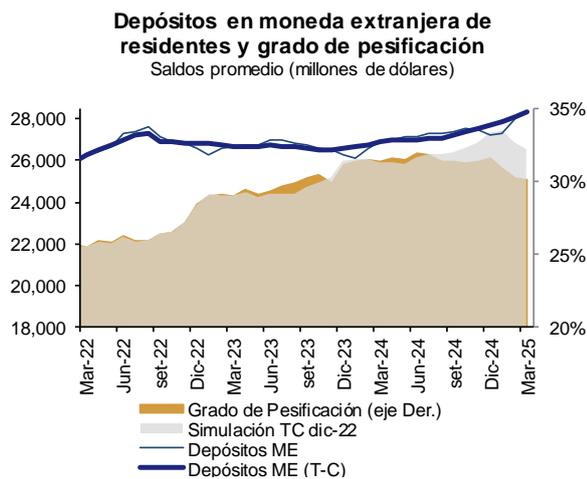


En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' disminuye levemente en el margen a niveles cercanos a 12% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 alcanzó 17,5%. A su vez, el indicador del agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no

financiero, descendió ligeramente en el margen, ubicándose en 36,7% del PIB en marzo.



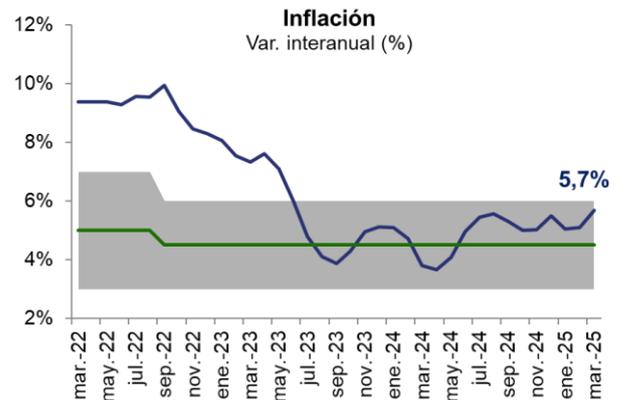
Los depósitos en moneda extranjera continuaron presentando una tendencia creciente en el primer trimestre. Asimismo, el grado de pesificación estuvo algo por encima de 30% de los depósitos al sector no financiero.



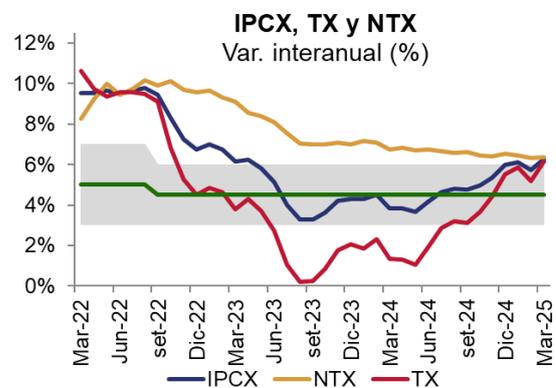
IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

En el primer trimestre de 2023 la inflación interanual se incrementó 18 p.b. respecto al trimestre anterior y se ubicó a marzo en 5,67%, manteniéndose por 22 meses consecutivos dentro del rango de tolerancia vigente de 4,5% +/- 1,5%. Este es el período más largo de inflación dentro del rango de tolerancia desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.²⁹

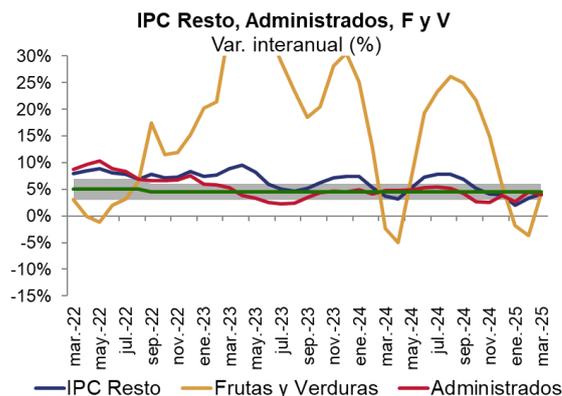
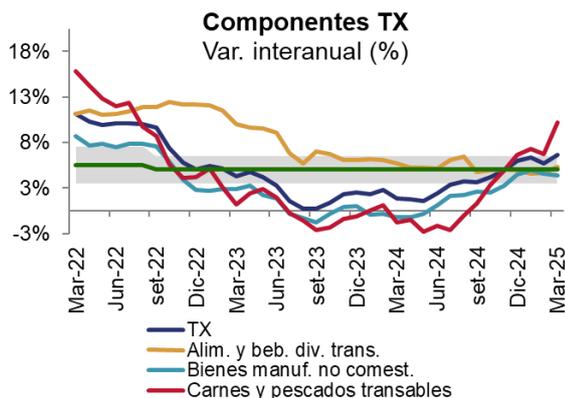


El incremento de la inflación general estuvo liderado por la aceleración de la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX, la cual se incrementó en mayor medida que la inflación headline y se ubicó en 6,3% a marzo 2025. El IPCX, a su vez, estuvo guiado por la aceleración del componente TX, que recoge el impacto del aumento en el precio de algunos alimentos, principalmente carnes y lácteos. En contraste, el componente NTX volvió a descender levemente en términos interanuales. Así, la variación interanual de los precios TX se ubicó en 6,2% desde 5,5% en diciembre, mientras que la variación de NTX pasó de 6,5% a 6,4%.



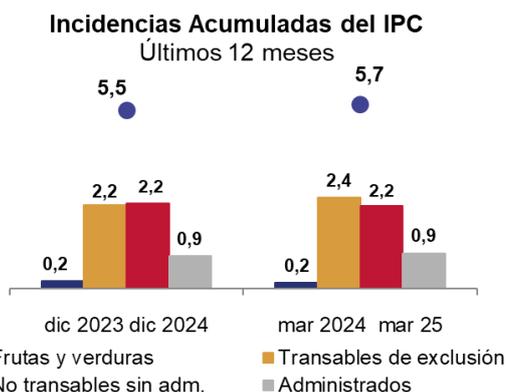
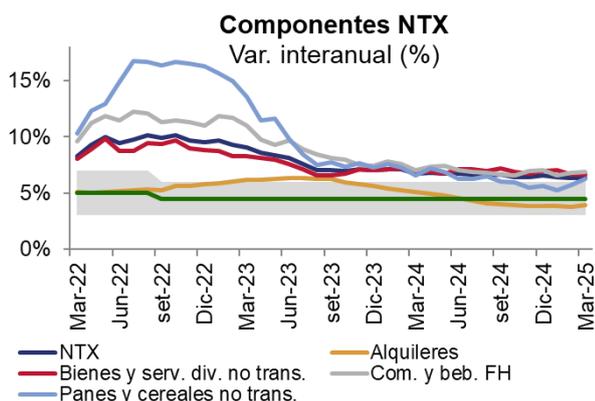
La dinámica de TX estuvo pautada por la aceleración de carnes y pescados, mientras que en sentido contrario se destaca la desaceleración de los servicios transables y de los bienes manufacturados no comestibles, al influjo de la apreciación del tipo cambio en el trimestre, cercana al 4%.

²⁹ Ver nota 3.



A nivel de los componentes de los precios NTX, la categoría que más se desaceleró se vincula directamente al componente salarial: los bienes y servicios diversos no transables. Por su parte, comidas y bebidas fuera del hogar también se redujo, aunque en menor medida, mientras que el componente panes y cereales no transables se aceleró en el margen.

En síntesis, la leve aceleración de la inflación general en el trimestre se explica por el componente TX, mientras que la incidencia del resto de los componentes (NTX, Administrados y Frutas y verduras) se mantuvo prácticamente inalterada.



Por otro lado, el IPC Resto se mantuvo estable en el trimestre; la reducción interanual de frutas y verduras fue compensada por un moderado incremento en administrados. Estos últimos se incrementaron al influjo del resto de los administrados, mientras que las tarifas se mantuvieron prácticamente inalteradas en términos interanuales en el trimestre.

Incidencias var. interanual			
	Dic-24	Mar-25	Diferencias
IPC	5,5	5,7	0,2
IPCX	4,4	4,5	0,1
NTX	2,2	2,2	-0,1
Panes y cereales	0,2	0,2	0,0
Alquileres	0,1	0,1	0,0
Comidas y Bebidas FH	0,6	0,6	0,0
Bienes y Serv Diversos	0,9	0,9	0,0
Enseñanza	0,3	0,3	0,0
Servicio Doméstico	0,1	0,1	-0,1
TX	2,2	2,4	0,2
Alimentos y bebidas diversos	0,6	0,6	0,0
Carnes y Pescados	0,5	0,8	0,3
Bienes Manuf No Comes	0,6	0,6	0,0
Servicios transables	0,5	0,4	-0,1
IPC Resto	1,0	1,1	0,0
Frutas y Verduras	0,2	0,2	0,0
Administrados	0,9	0,9	0,1

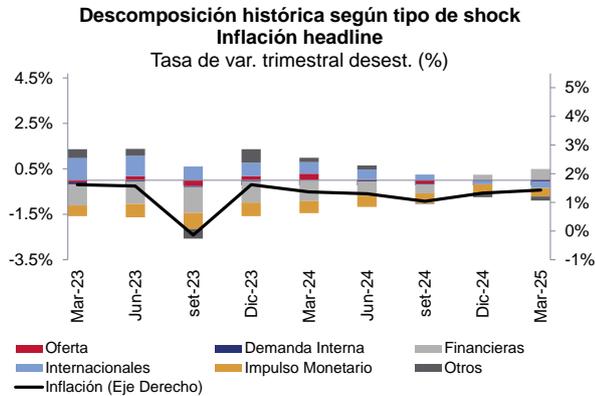
La dinámica de frutas y verduras recoge caídas interanuales al comienzo del trimestre y subas en el último mes, en un contexto de ausencia de shocks climáticos significativos y de buenas condiciones de oferta en términos generales. Asimismo, se observa un efecto estadístico de base de comparación en los dos primeros meses del año, ya que en dichos meses se registraron aumentos mayores en sus precios. Así, la variación interanual de este componente pasó de 5,5% en diciembre a 4,2% en marzo.

Finalmente, los administrados se mantuvieron prácticamente estables respecto al trimestre anterior.

IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los determinantes macro que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse en un marco de equilibrio general a través de la descomposición histórica que brindan los modelos DSGE. En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks a sus determinantes (eje de la

izquierda) sobre el desvío de la inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,8% trimestral desestacionalizado, equivalente a 7,5% anualizado en el período 2005T2 - 2025T1 (eje de la derecha)³⁰.

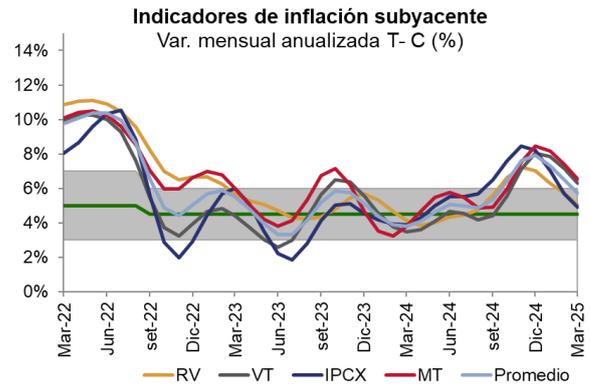


En términos desestacionalizados, la inflación promedio trimestral se ha mantenido en niveles inferiores a su promedio histórico desde 2022T4, al tiempo que presenta una leve aceleración en los últimos dos trimestres.

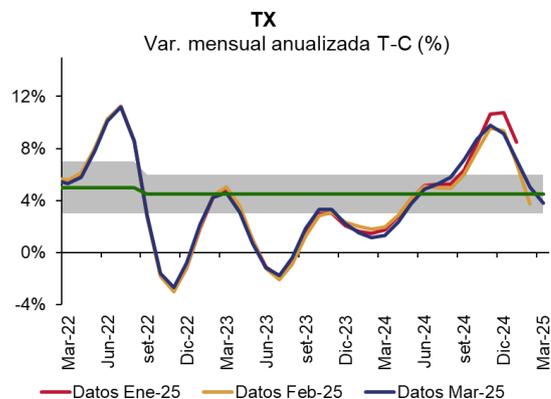
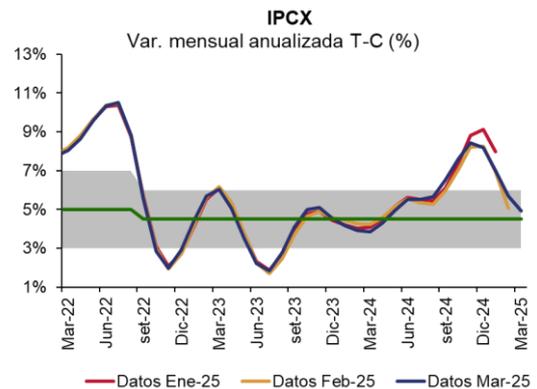
Esta evolución se explica por el impacto positivo de la depreciación del tipo de cambio (“financieras”). Este impacto ha sido relevante, al punto tal que la contribución de este componente cambia de signo por primera vez en el período graficado (últimos 2 años). Esta evolución ha sido compensada parcialmente por el impacto negativo de frutas y verduras (dentro de “otros”) y de caídas en los precios de importación (dentro de “internacionales”). Asimismo, y en términos más generales, la política monetaria mantuvo su carácter contractivo (impulso monetario negativo).

IV.3 Inflación subyacente

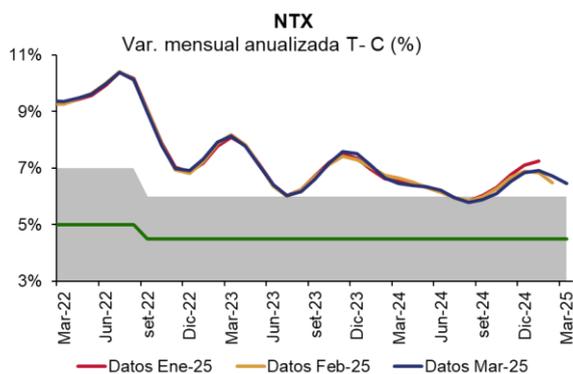
Los cuatro indicadores disponibles de inflación subyacente (en variación mensual anualizada de su tendencia ciclo) dan cuenta de una desaceleración en el margen y dos de ellos presentan guarismos nuevamente dentro del rango de tolerancia (Reponderación por varianza e IPCX), mientras que la Media Truncada (MT) y la Varianza Truncada (VT) se encuentran aún por encima del mismo. Esta situación contrasta con lo observado un trimestre atrás, cuando los cuatro indicadores estaban fuera del rango de tolerancia.



Analizando el indicador IPCX, que es el único que incorpora proyecciones y tiene una interpretación macroeconómica, al incorporar la información de marzo se confirma la importante desaceleración en tendencia ciclo señalada en febrero, hasta valores cercanos a la meta. Este resultado se explica principalmente por el fuerte descenso de los TX, que incluyen una senda más baja de tipo de cambio en consonancia con lo observado en el primer trimestre del año, mientras que los NTX se desaceleran levemente, aunque aún se ubican fuera del rango de tolerancia.



³⁰ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

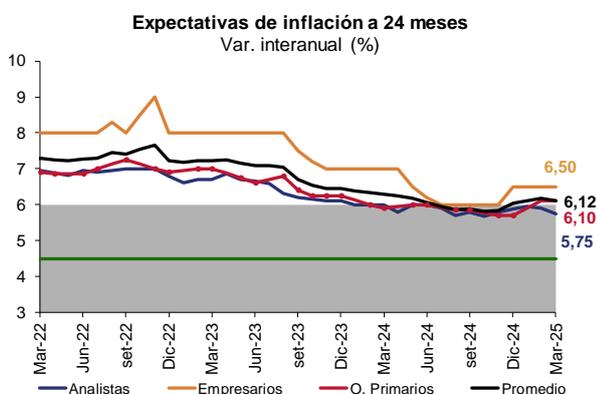


IV.4 Expectativas de inflación

En el primer trimestre del año, los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM mostraron señales mixtas. Como resultado, el indicador resumen de las tres encuestas se incrementó respecto al trimestre anterior y se ubicó en 6,12%.

Entre los distintos indicadores, se destaca que la mediana de expectativas de la encuesta de analistas se redujo 14 p.b. respecto al registro de diciembre y se ubicó en marzo 2025 en 5,75% dentro del rango de tolerancia. En sentido opuesto, la mediana de expectativas de los mercados financieros, medida a través de la encuesta de expectativas de inflación a los operadores primarios (que se publica en forma oficial desde mayo 2024) se incrementó 40 p.b. durante el primer trimestre del año para situarse en 6,1%. Finalmente, la mediana de la encuesta a empresarios permaneció estable respecto a diciembre, manteniéndose en 6,5%³¹.

Este comportamiento dispar entre las mediciones a distintos agentes es consistente con la incertidumbre creciente que se observó en el plano internacional a medida que avanzaba el primer trimestre del año.



Analizando la encuesta a analistas a distintos horizontes (12 meses, 24 meses y 5 años) cabe destacar que las tres medidas caen en este trimestre. En particular, la mediana de expectativas para el horizonte de 5 años, que es la que se asocia a la credibilidad de mediano plazo, se reduce 55 p.b y se encuentra en 5,2%, cercana al mínimo de la serie.



V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria de las principales variables macroeconómicas consistente con la convergencia de la inflación a la meta en el HPM. En particular, se presenta la evolución esperada de la inflación, la actividad y el TCR compatible con la información disponible al momento de celebrarse el COPOM.

Al final del capítulo se plantean los principales riesgos que podrían incidir en esta trayectoria y se analiza cómo podrían afectarla.

V.1 Escenarios para 2025.³²

En el contexto actual, nos encontramos frente a una situación mucho más incierta de lo habitual, lo que plantea desafíos significativos para el análisis prospectivo; en particular, para la definición de un escenario “base” y un análisis de riesgos sobre este escenario para los próximos dos años, como se hace habitualmente en este capítulo. Esta mayor incertidumbre se ha ido materializando en marzo y ha aumentado en abril, derivada de la guerra arancelaria creciente en un marco de cambios rápidos en las medidas que anuncia, impone y posterga la administración Trump y de las medidas de réplica de algunas economías afectadas. Esto ha ocurrido en un marco de crecientes tensiones geopolíticas, generando un ambiente de mayor inestabilidad. Todo esto ha derivado en una mayor

³¹ Las encuestas de expectativas de inflación de analistas y de operadores primarios son relevadas por el BCU, mientras que la encuesta de empresarios es recopilada por el INE.

³² La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan:

Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo Monetario Internacional, Global Projection Model y Tendencias Consultora.

volatilidad en los mercados financieros y en un aumento de las fluctuaciones en los principales indicadores económicos. Esta situación determina un desafío muy grande para realizar ejercicios de proyección de variables económicas, el que requiere de un análisis más cuidadoso y flexible, contando con la información disponible al momento de la redacción de este informe.

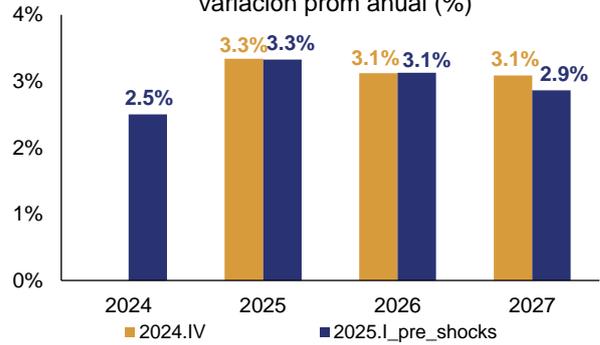
La evaluación de escenarios se vuelve fundamental para entender mejor las probables trayectorias de las variables macro y tomar decisiones lo más informadas posibles en medio de la actual incertidumbre. Asimismo, se enfatiza el análisis de riesgos a través de los habituales mapas de riesgo al final del capítulo, reflejando esta incertidumbre mayor a la habitual.

Muchos de los anuncios arancelarios de la primera semana de abril se fueron revirtiendo. Esta configuración se presenta en este informe como la situación “de descompresión de tensiones comerciales” e ilustra la trayectoria más probable de las principales variables macroeconómicas en un contexto de cierta continuidad del entorno internacional y regional previo al “Día de la Liberación”. Sin embargo, una incertidumbre comercial persistente ante la acumulación de medidas, contramedidas y réplicas, resultaría en una realidad significativamente más desafiante para las economías a nivel global. Esto se plasma en el escenario con tensiones comerciales.³³

Asimismo, con el propósito de brindar información acerca de la magnitud de los cambios que se generaron, en este informe se presenta brevemente la evolución que se esperaba en las principales variables que componen el escenario internacional, dada la irrupción de los shocks mencionados.

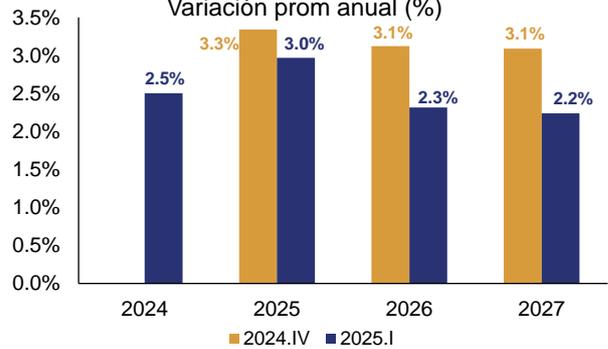
En primer lugar, las expectativas de crecimiento en el escenario de “continuidad” o descompresión de tensiones comerciales no muestran variaciones significativas respecto a lo que se esperaba en el IPOM de diciembre.

Demanda externa relevante
Variación prom anual (%)



Sin embargo, si las tensiones comerciales se volvieren a intensificar, se espera que la demanda externa relevante para Uruguay crezca claramente por debajo de lo que se esperaba en diciembre en todo el HPM.

Demanda externa relevante
Variación prom anual (%)

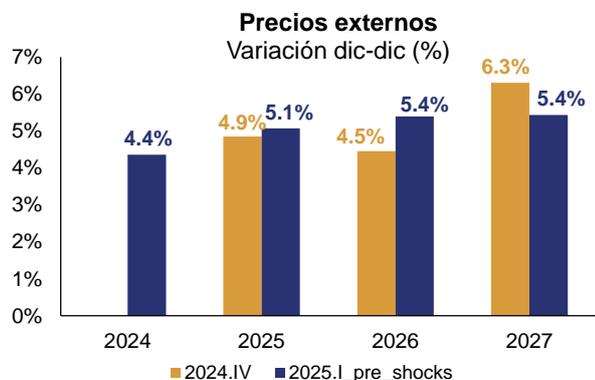


Es de destacar que, en este nuevo contexto planteado en el escenario con tensiones comerciales, todos los socios comerciales se ven afectados tanto por la implementación de medidas proteccionistas como por la incertidumbre, lo cual lleva a un menor dinamismo tanto en la economía global como en la región. Esta menor demanda externase refleja en el siguiente cuadro:

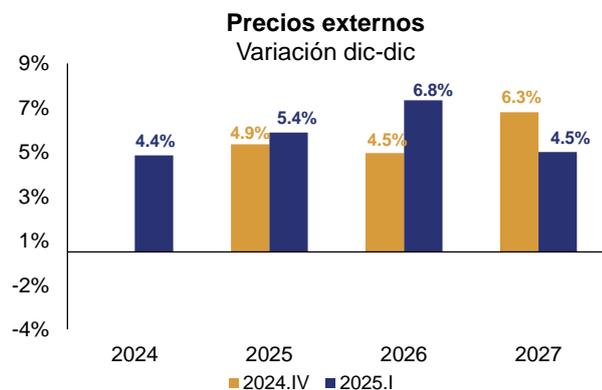
Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2024	2025	2026	2027
PIB externo relevante	2.5%	3.0%	2.3%	2.2%
Extra-región	3.6%	3.1%	2.9%	2.9%
China	5.0%	4.5%	4.1%	4.0%
Estados Unidos	2.8%	1.7%	1.5%	1.5%
México	1.2%	0.8%	1.0%	1.0%
Zona Euro	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%
Región	1.1%	2.7%	1.5%	1.4%
Argentina	-1.7%	3.6%	1.8%	2.6%
Brasil	3.4%	1.6%	1.0%	1.5%

³³Este escenario se presenta en este informe como “2025.I”. Estos dos escenarios no constituyen los habituales escenarios “base” y alternativo”, sino que se presentan en lo que sigue en forma secuencial.

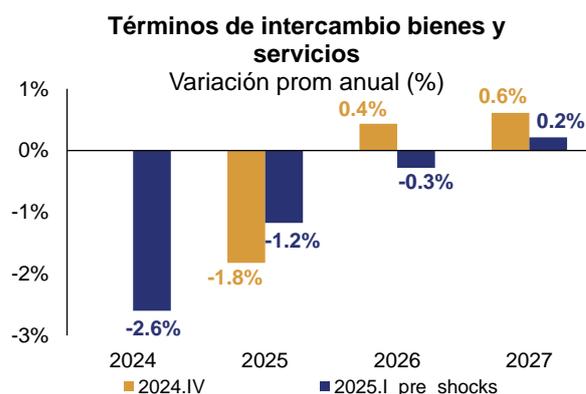
Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares mostraban aumentos algo mayores a los esperados en el IPOM anterior en 2025 y 2026 y algo mayores en 2027, en el escenario previo a los shocks.



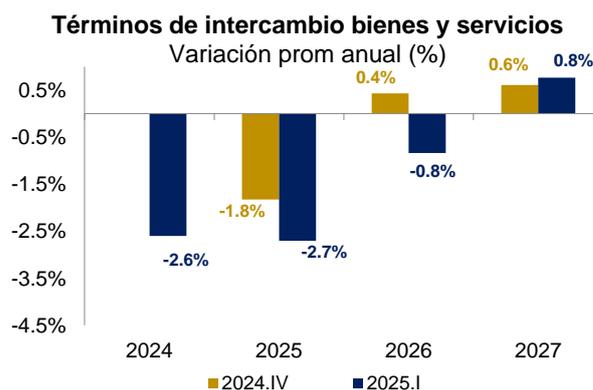
Ante la irrupción de los shocks, estos precios externos en dólares aumentarían más de lo previsto anteriormente en 2025 y en especial en 2026. Este cambio es impulsado por la mayor inflación en dólares en EE.UU. y China, por el efecto de los aranceles. A su vez, en Argentina se espera una menor depreciación del peso. Esta evolución es parcialmente compensada por menores precios en dólares en Brasil y México, debido a una mayor depreciación esperada de sus monedas. En 2026 se esperan mayores precios en dólares, sobre todo por mayor apreciación esperada en las monedas de la región, que se revierte parcialmente en 2027, lo que explica la menor inflación esperada en dólares en los socios comerciales para ese año. De este modo, hacia el final del HPM el nivel de precios externos relevantes para Uruguay se ubicaría por encima de lo esperado tanto en el trimestre anterior, como en el escenario previo a los shocks.



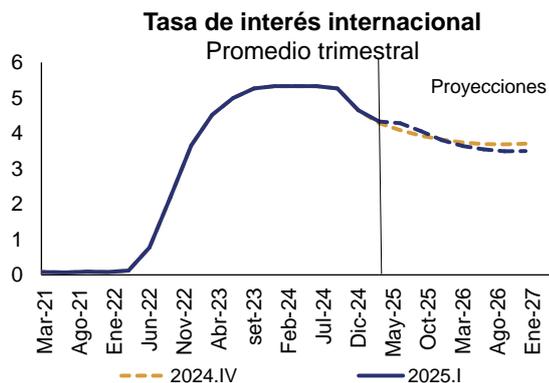
En tercer lugar, previo a los shocks, para 2025 se esperaba un deterioro menor de la relación de términos de intercambio (RTI) que la que se preveía en el informe anterior, mientras que para 2026 se esperaba un deterioro, a diferencia de la ganancia que se esperaba en diciembre.



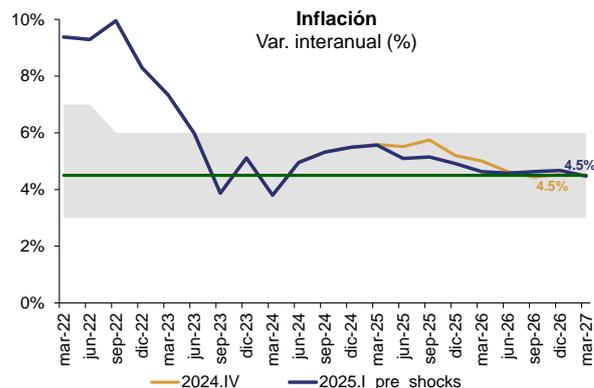
Luego de la inclusión de los shocks, este deterioro para 2025-2026 se profundiza. El cambio en 2025 está guiado por un mayor descenso en los precios de exportación, mientras que en 2026 se espera un menor aumento de los precios de exportación respecto a los precios de importación. Finalmente, en 2027 la RTI mostraría una mejora mayor a la esperada en diciembre, pero partiendo de niveles más bajos.



Finalmente, las condiciones financieras internacionales serían más desfavorables que las esperadas tres meses atrás, habida cuenta de la mayor aversión al riesgo por parte de los agentes. Por un lado, al momento de cierre de este informe la senda de recortes en la tasa de la FED es similar tanto a la esperada en el informe anterior como a la del escenario previo a los shocks. Esta visión ilustra el dilema que enfrenta la FED, de presiones inflacionarias y un menor dinamismo de la actividad.



En el escenario que incluye los shocks se incorpora una evolución al alza del riesgo soberano, lo que determina que las condiciones financieras sean más adversas.

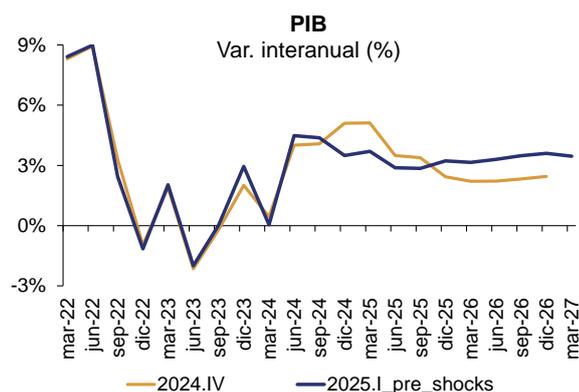


En este marco, en el cual el PIB se expandiría más rápido que su crecimiento tendencial y la inflación se mantendría en torno al objetivo de 4,5%, la política monetaria iría adquiriendo un sesgo levemente expansivo y la TPM evolucionaría por debajo de las expectativas de mercado y de analistas.

V.2 Proyecciones macroeconómicas

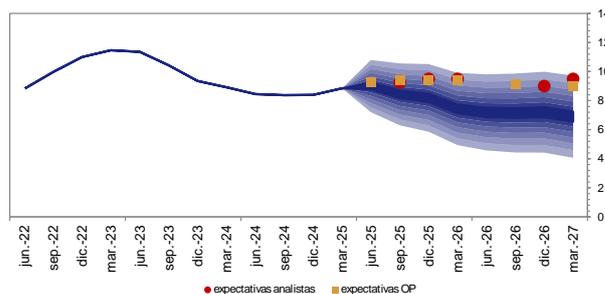
V.2.1 Proyecciones con descompresión de tensiones comerciales

En el escenario con descompresión de tensiones comerciales se observa una situación similar a la prevista antes de la agudización de la guerra comercial y del cambio en la política cambiaria argentina. En esta situación se esperaría que la economía uruguaya creciera en el entorno del 3% durante todo el horizonte. Al comparar con el IPOM anterior, este crecimiento era algo menor durante 2025 y mayor en el resto del HPM.



Asimismo, en este escenario se prevé que la inflación llegaría al centro del rango a principios de 2026, a medida que se disipaba el shock cambiario de fines de 2024 y se consolidaba el proceso de ganancia de credibilidad. A partir de ese momento, la inflación se mantendría en el entorno de la meta.

Proyección de la tasa de interés (Porcentaje)

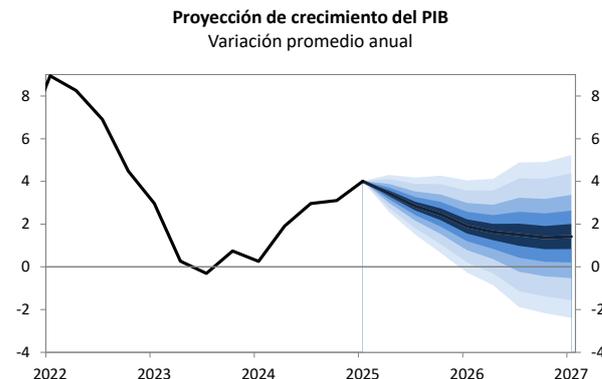
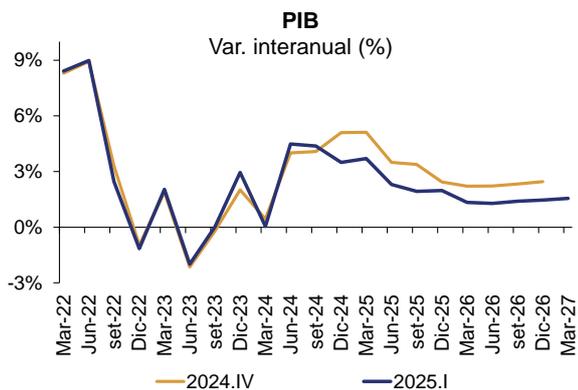


V.2.2 Proyecciones con tensiones comerciales elevadas

Actividad

En el escenario que consideraba los distintos efectos de las tensiones comerciales, dados los últimos desarrollos al momento de cerrar este informe, la economía crecería en el entorno de 2,5% promedio en 2025, reduciría su ritmo de expansión en el promedio de 2026 y se aproximaría a su crecimiento tendencial en 2027. El principal motor de crecimiento seguiría siendo el gasto privado.

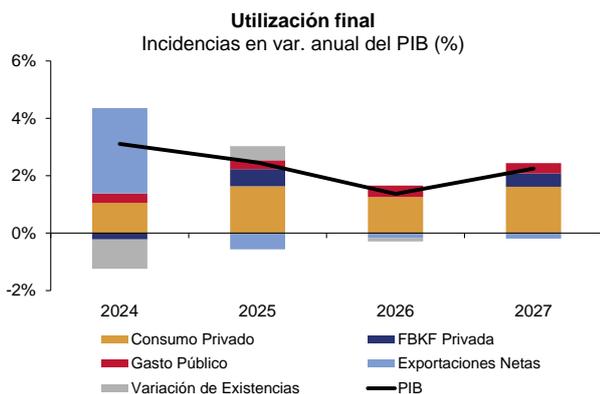
En términos interanuales, la proyección del PIB es inferior a la del informe anterior durante todo el HPM, habida cuenta de un escenario internacional más adverso por las distintas repercusiones de la guerra comercial.



A nivel de componentes de la demanda, el gasto privado, tanto en consumo como en inversión, se proyecta como el principal motor de crecimiento de la economía para todo el HPM. Mientras tanto, se espera que el gasto público contribuya al alza en todo el HPM en forma moderada, de forma tal de mantener relativamente estable su proporción respecto al PIB en todo el período. Finalmente, las exportaciones netas tendrían una contribución moderadamente negativa en el HPM.

Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 90%.

En este contexto, se espera que la brecha PIB continúe en terreno negativo durante todo el HPM.³⁴ Esta proyección incorpora un nivel considerable de incertidumbre, evidenciado por la amplitud de los intervalos correspondientes a las estimaciones que habitualmente se presentan en la sección II.2.1.



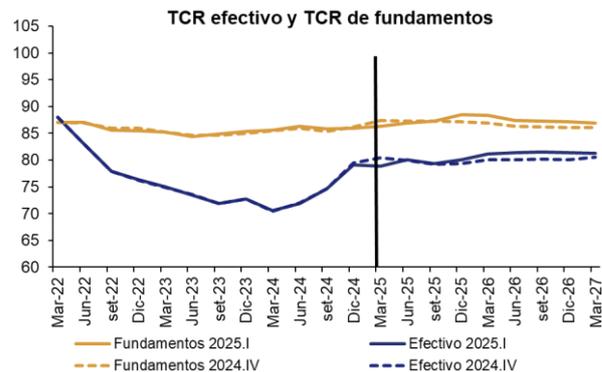
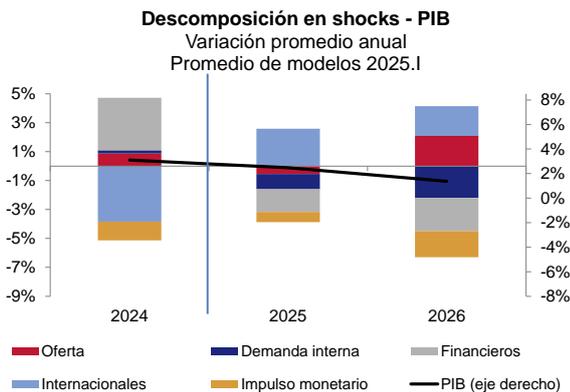
Esta proyección está enmarcada en un nivel de incertidumbre más elevado que el habitual, asociado en buena medida a un contexto internacional más adverso y cambiante, como consecuencia de la guerra comercial desatada desde febrero. A eso se suma el desempeño de la región, la que mantiene desequilibrios macroeconómicos. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo del gráfico fan chart, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En este marco, la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento tendencial (en torno a 2,5%) al final del HPM es inferior a la estimada en el COPOM anterior y pasa de 47% a 32%.

Finalmente, de acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, uno de los elementos que explica un escenario más benigno en la dinámica inflacionaria está dado por el contexto internacional. Por una parte, la mayor inflación externa esperada en 2025, implica una ganancia de precios relativos para la economía doméstica que, más que compensa, el menor crecimiento global esperado. Por otra parte, los shocks financieros (paridad de tasas) contribuirían negativamente en todo el HPM, siguiendo el cambio de tendencia ocurrido en los dos últimos trimestres de datos efectivos. Los shocks positivos a la paridad de tasas, de gran magnitud en 2024 y 2025, en este modelo repercuten de forma contractiva en el PIB, en la medida en que la TPM reacciona al alza frente a presiones al alza del tipo de cambio. Los shocks de oferta impactan negativamente en 2025, al diluirse los efectos positivos de los irregulares de 2024. En 2026, se identifican shocks positivos de productividad que impulsan al alza el crecimiento. Por otra parte, los shocks de demanda interna muestran un impacto contractivo asociado a un menor dinamismo del gasto público y a una desaceleración del crecimiento del gasto privado, en un contexto de condiciones financieras más restrictivas. Finalmente, el impulso monetario sería contractivo en todo el horizonte, en el marco de los mayores esfuerzos en términos de TPM necesarios para que la inflación converja a la meta en el HPM³⁵.

³⁴ Proyecciones del modelo MPM, una de las metodologías utilizadas en la estimación de la brecha PIB que se presenta en la sección II.2.1.

³⁵ El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la

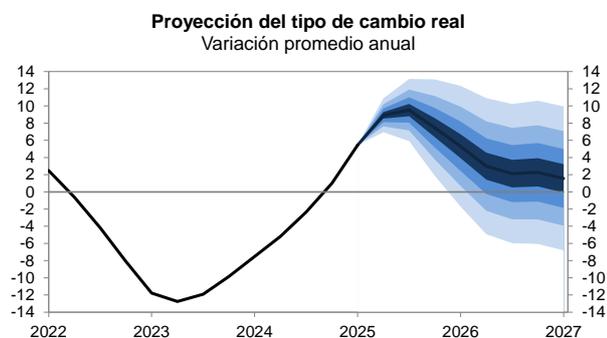
izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB respecto a su promedio histórico, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2024 (eje de la derecha).



Tipo de cambio real

En este escenario, el TCRE exhibiría una senda creciente en el HPM, desacelerándose en la segunda mitad del horizonte. De acuerdo con la metodología fan chart, actualmente habría un 59% de confianza de que el TCRE se deprecie al final del HPM, valor inferior al 64% del informe anterior.

La amplitud del intervalo de confianza es mayor que en las demás variables presentadas, ya que la dinámica del TCR se ve afectada, entre otros factores, por el tipo de cambio nominal que, como toda variable financiera, muestra un alto grado de volatilidad.



Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

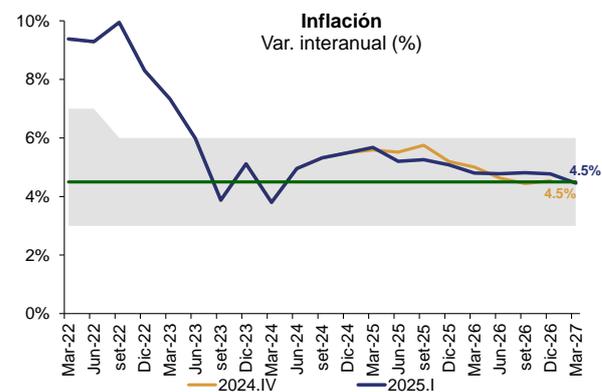
Las sendas proyectadas de TCRf y TCRE se corrigen al alza en la segunda mitad del HPM respecto a lo esperado en el informe anterior. El mayor nivel del TCRf está impulsado por la menor senda esperada para los términos de intercambio, mientras que el TCRE presenta un punto de partida más bajo y luego corrige al alza ante mayores precios internacionales.

Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR (promedio de 3 metodologías) parte de un valor de -8,7% y corrige parcialmente el desvío en el horizonte de proyección, al ubicarse 6,5 p.p. en 2027.I.

Inflación

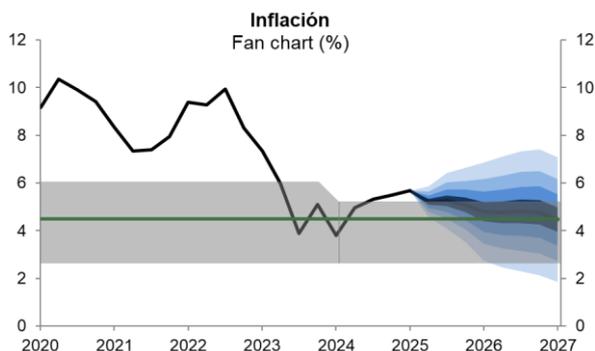
Comparada con la proyección del IPOM previo, la senda proyectada de inflación corrige a la baja en el punto de partida y en la primera parte del HPM, y muestra mayor persistencia en el segundo tramo del horizonte.³⁶ En el presente escenario, la política monetaria es contractiva durante todo el horizonte de política y las expectativas de inflación de los agentes reaccionan favorablemente. La evolución de la inflación alcanzaría la meta en el HPM con mayor rapidez que en las proyecciones presentadas en el anterior informe.

Dicha evolución también está determinada por otros factores macroeconómicos, como la brecha de TCR negativa, si bien se reduce parcialmente en el horizonte de proyección, y la brecha de PIB negativa en el HPM.



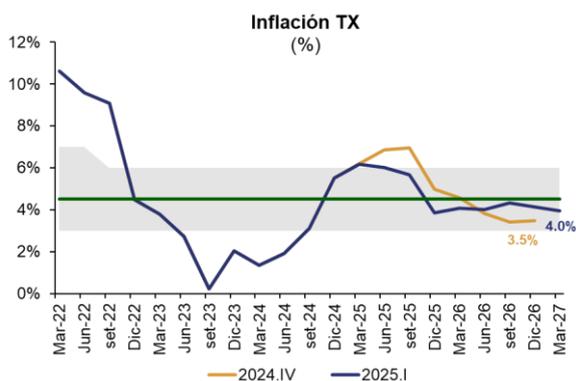
Por otra parte, la confianza de que la inflación promedio del HPM (es decir, de los 8 trimestres proyectados) se encuentre dentro del rango, aumenta desde 58% estimado en el IPOM anterior al actual valor de 63%. Esto se explica por la menor trayectoria que presenta esta variable durante los primeros trimestres de proyección, asociada al escaso dinamismo de los precios internacionales medidos en pesos.

³⁶ Como se destacara en informes anteriores, se trata de una proyección activa de política monetaria que procura alcanzar la meta de inflación de 4,5% en el HPM.

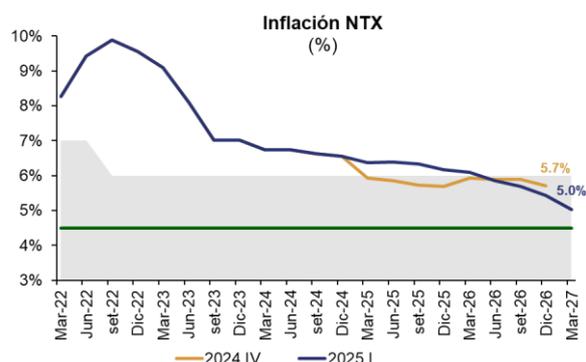


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

La senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la del informe anterior. Sin embargo, se observan dinámicas diferentes en sus dos componentes. Por un lado, para los precios TX se espera una convergencia más rápida a valores compatibles con la meta, en línea con una corrección más rápida del shock cambiario de fines de 2024 y el impacto desinflacionario de los precios internacionales relevantes.

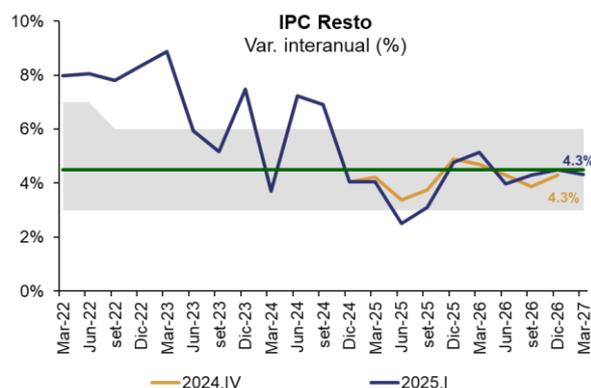


Por su parte, en este informe se espera una senda de NTX superior en la primera mitad del horizonte, mientras que se prevé una desaceleración más fuerte en la segunda parte. Esta dinámica estaría determinada por una evolución salarial más moderada en 2026, ante una menor inflación proyectada para los meses previos, mayores ganancias de credibilidad y menores expectativas de inflación, que se reflejarían en los resultados de la ronda salarial que comienza a negociarse en la segunda mitad de 2025.



Finalmente, la senda de IPC Resto es similar a la proyectada en el informe anterior, aunque con un punto de partida más bajo, determinado por el componente Frutas y Verduras.

La trayectoria está guiada por la reversión de los shocks de oferta sobre frutas y verduras y la menor trayectoria esperada del precio del petróleo, junto a tarifas públicas y demás servicios administrados que evolucionan en línea con el objetivo de inflación, dado el marco de coordinación de políticas monetarias, fiscales y de ingresos.

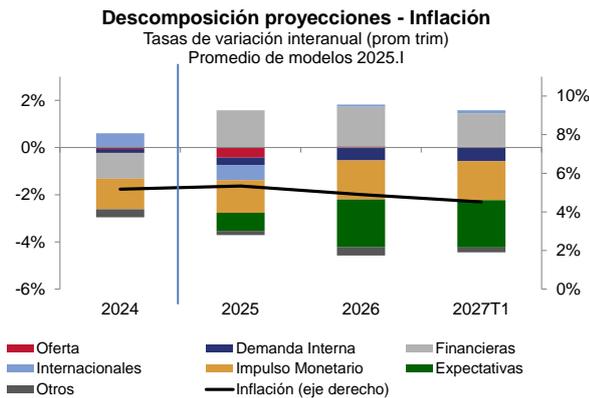


Los distintos factores que afectan a la inflación pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco del equilibrio general de un modelo DSGE³⁷. En este contexto, la permanencia de la inflación dentro del rango de tolerancia y la convergencia hacia la meta se logra por la acción combinada de la mayor parte de sus determinantes. Por un lado, juegan las acciones del BCU, que mantiene un impulso monetario contractivo a lo largo del HPM. Esto redundaría en menores expectativas de inflación, las que a su vez van incidiendo en el proceso de formación de precios y salarios, proceso que se consolida durante el HPM. Asimismo, las tarifas públicas y demás administrados evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de "otros", donde también se incluyen las frutas y verduras). En el mismo sentido, en el HPM se

³⁷ Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio

histórico que es 7,5% interanual en el periodo 2005T2-2024T4 (eje de la derecha).

observarían shocks negativos de demanda doméstica, asociados a la moderación del nivel de actividad. Mientras tanto, la depreciación esperada del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) presionaría al alza la inflación en el período de proyección. En 2025, también favorece a una menor inflación la evolución de las variables internacionales (asociadas a la desaceleración esperada de los principales precios de referencia), y el efecto de la reversión de los shocks positivos de oferta de 2024.



Tasa de interés

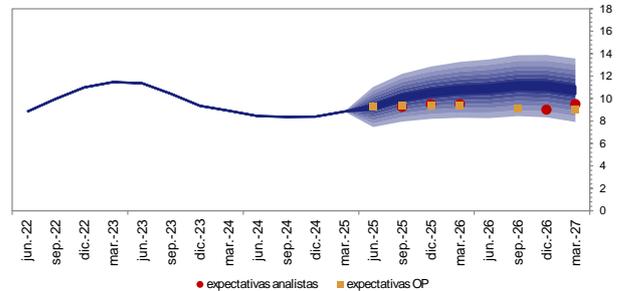
En este marco, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad, y genera una senda para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y la evolución de los salarios nominales según lo acordado en los convenios. Asimismo, incorpora la suba de 25 p.b. de la TPM adoptada en el COPOM del 8 de abril, que la ubica en 9,25%.

Esta trayectoria puede ilustrarse en un gráfico fan chart, que muestra el rango en el que se podría ubicar la TPM en este escenario y los riesgos resumidos en el Mapa de Riesgos. Por tanto, es consistente con las proyecciones presentadas previamente y con el análisis de riesgos del punto siguiente. La senda considerada más probable es el área más oscura, que es la moda de la distribución de probabilidad. Además, el gráfico incorpora la mediana de las expectativas de analistas y operadores primarios como referencia.

Esta senda refleja una trayectoria creciente a lo largo del HPM. Por otra parte, las sendas esperadas por los analistas y operadores primarios, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM y de concretarse los

mayores aranceles del entorno internacional, se ubican por debajo de la trayectoria central a lo largo de todo el HPM.

Proyección de la tasa de interés
(Porcentaje)



Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la TPM. La confianza de que la TPM se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

V.3 Principales riesgos que pueden afectar las proyecciones del escenario base

Como ya se ha mencionado, las proyecciones anteriores se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre bastante más elevado que el habitual. Los principales riesgos internacionales refieren a la situación macrofinanciera de la región, el ritmo de salida de la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados, las dificultades para sostener el dinamismo de la economía china y muy especialmente la evolución de los conflictos geopolíticos y comerciales. A nivel doméstico, se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al objetivo de 4.5%. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el análisis prospectivo del escenario con tensiones comerciales presentado anteriormente. Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

A continuación, se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del mapa de riesgos (MR)³⁸.

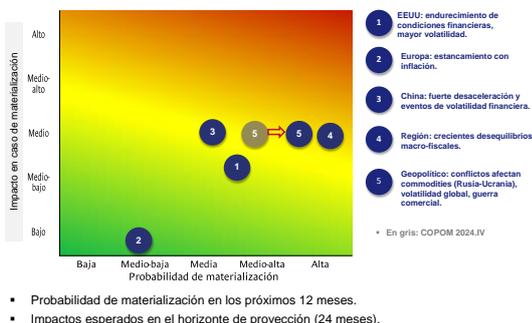
Riesgos externos

Se identifican cinco grandes riesgos agrupados conceptualmente por zonas: EE.UU., Europa, China, la región y geopolítico-comercial.

Para este COPOM, al evaluar los factores que explican la ubicación de los diferentes riesgos en el mapa, se resolvió modificar al alza la probabilidad del riesgo geopolítico y se mantuvo estable el resto.

³⁸ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en actividad



Respecto al nivel de actividad, se destaca el riesgo de la región (riesgo 4) que se mantiene en la zona amarilla/naranja, por lo que resulta el principal riesgo a monitorear. En ese sentido, persisten los desequilibrios macroeconómicos y la incertidumbre económica y política, lo cual implica un riesgo con probabilidad de materialización alta e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección. Argentina viene evolucionando favorablemente en los últimos meses, pero persisten riesgos en la continuidad de su plan, al tiempo que aún quedan ajustes por completar. A esto se agrega la alta incertidumbre en Brasil respecto a la consolidación fiscal y la evolución de la inflación. En caso de materializarse, dificultaría el crecimiento y podría desencadenar salidas de capitales en la región, impactando negativamente en Uruguay por sus efectos sobre el nivel de actividad y sobre la estabilidad financiera y cambiaría.

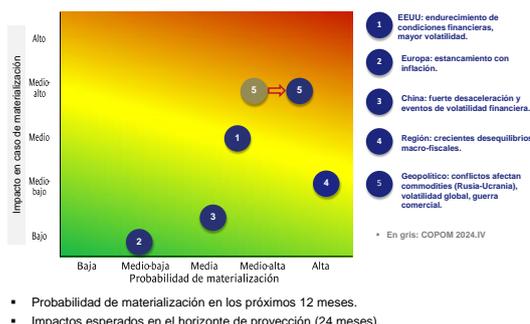
Por su parte, el riesgo geopolítico-comercial (riesgo 5) actualmente incluye los impactos de los conflictos bélicos en desarrollo, con consecuencias financieras y en los precios de commodities; y el efecto de la guerra comercial, asociada a la incertidumbre sobre la marcha de la imposición de aranceles por parte de EE.UU. y las medidas de represalia por parte de los países afectados). Este escenario, en el extremo, podría conducir a una fragmentación a nivel global. La probabilidad de materialización se eleva respecto al trimestre anterior, a pesar de que parte de los efectos de la guerra comercial ya están incorporados en el escenario con tensiones comerciales, con un impacto medio sobre la actividad. Con este movimiento, este riesgo alcanza la zona naranja.

Asimismo, el riesgo de una eventual desaceleración de la economía china (riesgo 3) se mantiene en probabilidad de materialización media respecto a lo esperado en el COPOM anterior. Dicho nivel se explica por las dificultades que enfrenta el Gobierno chino para resolver la crisis del sector inmobiliario y alcanzar los objetivos oficiales de crecimiento. De materializarse este riesgo se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una caída relevante de los precios de nuestros productos de exportación.

Mientras tanto, el riesgo vinculado a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. (riesgo 1) mantiene su probabilidad de materialización con relación al informe anterior. Este riesgo recoge una potencial reacción de la FED más agresiva de lo esperado, que supondría un ritmo de reducción de su tasa de política más lento que el previsto en el escenario con tensiones comerciales. Un eventual mayor endurecimiento de las condiciones monetarias podría generar caídas en los precios de los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes, al tiempo que también podría inducir una recesión en EE.UU.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) mantiene su probabilidad de materialización en medio-baja. De materializarse, el impacto en la actividad doméstica sería bajo, debido al escaso peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y a la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en inflación



Estos riesgos para la inflación tienen las mismas probabilidades de ocurrencia, pero un impacto diferente respecto al MR de actividad.

En este caso, los principales riesgos que podrían impulsar al alza la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos y comerciales (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los desequilibrios en la región (riesgo 4). Éstos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un incremento del riesgo soberano, con consecuencias directas sobre la inflación transable. Asimismo, se podrían verificar también efectos de segunda vuelta sobre los precios de bienes y servicios no transables. Finalmente, el riesgo geopolítico-comercial también incidiría directamente sobre los precios transables.

Riesgos domésticos

A nivel doméstico, el MR actualmente incluye un único riesgo relevante, que es el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto a la meta (riesgo 2).

El riesgo vinculado a la transición política (riesgo 4) se incluyó en el mapa una vez que las elecciones nacionales de octubre entraran dentro del HPM. Transcurrido el proceso electoral y el período de transición, para este IPOM se resolvió retirarlo del MR local, habida cuenta de que la incertidumbre asociada a dicho riesgo en gran medida se ha disipado.

Por su parte, la probabilidad de ocurrencia del riesgo de desalineamiento de las expectativas de inflación respecto de la meta de 4,5% aumenta levemente. Por un lado, el descenso sostenido de las expectativas inflacionarias de los distintos agentes que se venía procesando, se detuvo e incluso en algunos casos aumentó en los últimos meses, y se mantienen en el entorno de 6%. Asimismo, este riesgo incorpora a partir de este IPOM la incertidumbre por parte de los agentes respecto a la implementación de la política económica, esencialmente vinculada a los resultados de la nueva ronda salarial y la política fiscal emergente en la ley de presupuesto, ambos procesos en desarrollo. Por estos motivos, se sigue considerando el principal riesgo doméstico a monitorear. Este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, debido a que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario de proyección.

La identificación y evaluación de los riesgos se complementa con la inclusión de vulnerabilidades, las que se definen como condiciones o factores económicos, financieros o de otra índole que limitan los alcances y conclusiones que se derivan del escenario con tensiones comerciales o exacerbaban los riesgos incluidos en los MR.

En este contexto, la principal vulnerabilidad está vinculada a los efectos del cambio climático en dos dimensiones: riesgos físicos y riesgos de transición. Los riesgos físicos aluden al aumento de la frecuencia y gravedad de eventos meteorológicos extremos y los impactos a largo plazo de modificaciones en las características del clima, como puede ser la fuerte sequía que ocurrió en Uruguay a fines de 2022 e inicios de 2023, así como las intensas lluvias observadas a inicios de 2024. Por su parte, los riesgos de transición hacen referencia a los costos (económicos, sociales, etc.) que surgirían del cambio hacia una economía verde con baja dependencia del carbono en el largo plazo. Ambos riesgos están siendo explorados por los equipos técnicos del BCU.

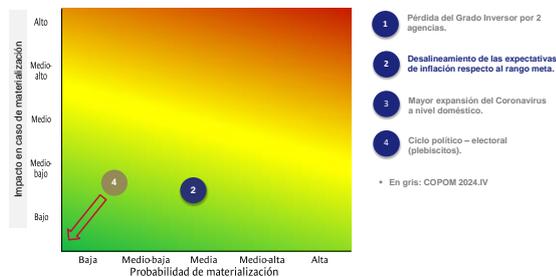
V.4 Rendición de cuentas de las proyecciones de PIB e inflación en 2023.I

Las proyecciones macroeconómicas juegan un rol central en un régimen de metas de inflación, en tanto son una guía prospectiva sobre la dinámica de la inflación, de su entorno y de la estrategia de la política monetaria. En este contexto, la evaluación de los errores de pronósticos representa una rendición de cuentas que permite discriminar y comunicar las fuentes de los errores. En este sentido, los mismos pueden originarse en eventos difíciles de prever, como fue el caso de la pandemia, de la guerra Rusia-Ucrania o de la actual guerra comercial, en aspectos incorporados inadecuadamente en los modelos, en inadecuados juicios técnicos incluidos en las proyecciones o en decisiones de política.

Esta rendición de cuentas, que se realiza anualmente en el IPOM de marzo, completa el marco prospectivo en el que se desarrolla la política monetaria. Su difusión tiene sentido con una frecuencia anual a año cerrado.

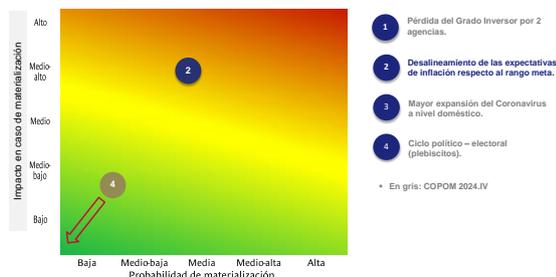
A continuación, se evalúan las proyecciones a 24 meses realizadas en marzo 2023, donde se compara el dato efectivo con el proyectado 24 meses atrás para la inflación (variación interanual) y para el crecimiento del PIB (promedio anual)³⁹. Asimismo, se presenta la evaluación de la proyección intermedia (4 pasos). PIB e inflación son las dos variables más relevantes del análisis

Mapa de riesgos domésticos, impacto en actividad



- Probabilidad de materialización: próximos 12 meses.
- Impactos esperados: horizonte de proyección (24 meses).

Mapa de riesgos domésticos, impacto en inflación



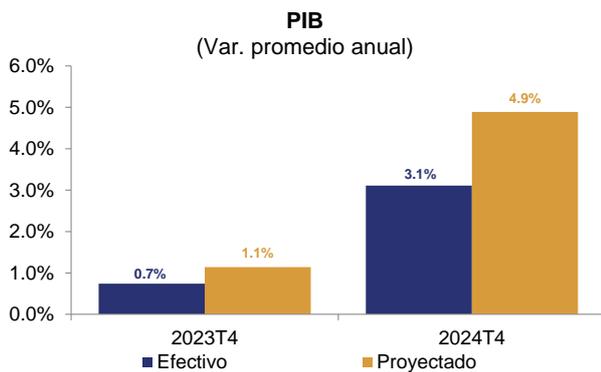
- Probabilidad de materialización: próximos 12 meses.
- Impactos esperados: horizonte de proyección (24 meses).

³⁹ La proyección del PIB a 8 pasos (24 meses) hace referencia a diciembre 2024, ya que en marzo 2023 se contaba con datos a

diciembre 2022. Para el caso de la inflación, la proyección a 8 pasos hace referencia a marzo 2025.

macroeconómico, incluidas en las distintas versiones de reglas de política monetaria que utilizan habitualmente los bancos centrales.

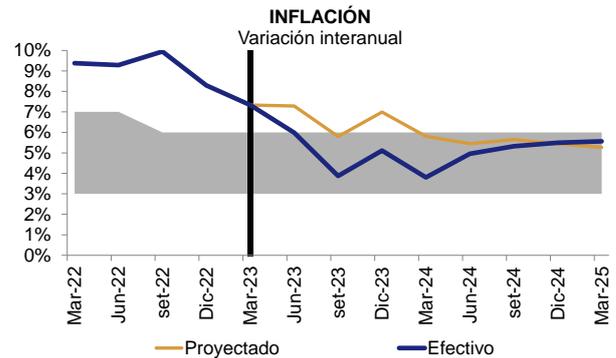
La proyección de la variación promedio del PIB para 2023 (4 pasos) había sido 1,1%, mientras que el dato efectivo fue 0,7%, derivando entonces en un error de proyección reducido. Por su parte, la proyección a 8 pasos (diciembre 2024) sobreestimó el dato efectivo en 1,8 p.p.: la misma había sido de 4,9% mientras que el dato efectivo fue 3,1%.



La actividad en 2024 creció por debajo de lo esperado en 2023, bajo el impacto de la sequía y en un entorno de condiciones financieras internacionales menos favorables. Asimismo, las proyecciones realizadas en 2023.I fueron elaboradas en un contexto de elevada incertidumbre financiera global, dada por un eventual contagio de la quiebra de bancos regionales en EE.UU. y del Crédit Suisse en Europa. Este escenario llevó a asumir una trayectoria de la tasa de interés de referencia más baja que la que efectivamente se materializó, lo que generó un sesgo al alza en las proyecciones.

En consecuencia, del punto de vista metodológico se activa la segunda etapa de evaluación de proyecciones, que consiste en incorporar los valores efectivamente observados de las variables exógenas, incluyendo unas condiciones financieras internacionales menos benevolentes. Al incorporar la información efectiva para todo el entorno internacional, el crecimiento promedio del PIB proyectado para 2024 resulta ser 4,3%. Esto implica un error ajustado de 1,2 p.p., el que se sitúa dentro del margen de error permitido por la metodología, que es +/- 1,5 p.p.

Por otra parte, la proyección de la inflación interanual a 8 pasos (marzo 2025) había sido 5,3%, mientras que el dato efectivo se situó en 5,7%, por lo que se subestimó el crecimiento efectivo de los precios en solo 0,4 p.p. Este error también se sitúa dentro del margen permitido de +/- 1,5 p.p.



A partir de 2023T2, la inflación se desaceleró en forma más rápida que lo esperado, como consecuencia de la fuerte reversión del shock de precios internacionales originado por el conflicto Rusia-Ucrania. Esta reversión más rápida apuntaló a la acción acumulada de la política monetaria en fase contractiva, actuando a través de sus distintos mecanismos de transmisión, con impactos sobre las tasas de interés, el tipo de cambio nominal, la brecha de TCR, la brecha de PIB y las expectativas de inflación, las que continuaron descendiendo en forma parsimoniosa en el sentido esperado. De esta forma, conforme avanzaba el año 2023, los datos efectivos iban confirmando una desaceleración mayor.

Analizando todo el período, la proyección en la primera mitad se sitúa en un nivel más elevado, pero reproduciendo la misma cadencia que la inflación efectiva, mientras que en la segunda mitad del horizonte el pronóstico estuvo en línea con la propia inflación. De esta forma, el análisis prospectivo realizado por el BCU hace 2 años en el IPOM aporta al caudal de información relevante para la formación de expectativas.

Anexo: Guerra comercial

Listado de los principales anuncios realizados por el Gobierno de EE.UU.

- ❖ 1/2: se anuncian aranceles de 25% a México y Canadá. 10% a China.
- ❖ 3/2: se prorrogan aranceles a Canadá y México.
- ❖ 4/2: se activan aranceles del 10% sobre importaciones provenientes de China.
- ❖ 10/2: se anuncia 25% en aranceles al aluminio y al acero.
- ❖ 13/2: se promete aumentar los aranceles para igualar las tasas que otros países cobran sobre las importaciones “por motivos de equidad”. Se señala a India y a países europeos.
- ❖ 24/2: se mandata al Departamento de Comercio a estudiar la posibilidad de imponer aranceles al cobre por motivos de “seguridad nacional”.
- ❖ 1/3: se mandata al Departamento de Comercio a estudiar la posibilidad de imponer aranceles a la madera por motivos de “seguridad nacional”.
- ❖ 4/3: se activan aranceles postergados a Canadá y México. Se anuncia 10% adicional a China.
- ❖ 6/3: se excluye bienes bajo el T-MEC.
- ❖ 12/3: se activan aranceles al acero y aluminio.
- ❖ 24/3: se anuncian aranceles de 25% para importadores de petróleo o gas de Venezuela.
- ❖ 27/3: se anuncian aranceles de 25% sobre todas las importaciones de automóviles.
- ❖ 2/4: “Liberation Day”: se anuncia arancel mínimo de 10% para todas las importaciones vigente a partir del 5/4, y aranceles específicos a algunos países desde el 9/4:
 - ❖ Uruguay, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú, Nueva Zelanda, Australia, Reino Unido: 10%.
 - ❖ China: 34%.
 - ❖ Unión Europea: 20%.
 - ❖ Sudáfrica: 30%.
 - ❖ México y Canadá: se aplican las órdenes ejecutivas previas (0% a bienes bajo el T-MEC, 25% al resto).
- ❖ 8/4: Se anuncia un 50% adicional de aranceles para las importaciones provenientes de China, pasando de 54% a 104%.
- ❖ 9/4: se suspende por 90 días la entrada en vigencia de los aranceles “recíprocos” más elevados anunciados el 2/4 (“Liberation Day”), aunque se mantiene el arancel mínimo de 10%.
- ❖ 9/4: Los aranceles a los productos chinos pasan de 104% a 125%, con “efecto inmediato”.
- ❖ 10/4: se aclara que los aranceles impuestos a China alcanzan al 145% (el 125% no incluye el 20% impuesto originalmente debido al rol de este país en el ingreso de fentanilo a EE.UU.).
 - ❖ De la tasa de 145% quedan excluidos: cobre, productos farmacéuticos, semiconductores, artículos de madera, minerales críticos y productos energéticos.
- ❖ 22/4: se anuncia buena voluntad para lograr un acuerdo con China.

Listado de los principales anuncios de medidas de represalias realizados por las economías afectadas

- ❖ 1/2: Canadá realiza anuncios sobre paquetes arancelarios en represalia.
- ❖ 4/2: China implementa aranceles de entre 10% y 15% sobre bienes provenientes de EE.UU, valorados en 14 mil millones de dólares.
- ❖ 4/3: Canadá anuncia aranceles de 25% sobre bienes provenientes de EE.UU., valorados en 155 mil millones de dólares.
- ❖ 12/3: La UE anuncia aranceles sobre bienes provenientes de EE.UU., valorados en 26 mil millones de dólares.
Canadá anuncia nuevos aranceles por sobre bienes provenientes de EE.UU., valorados en 25 mil millones de dólares.
- ❖ 4/4: China anuncia aranceles de 34% para todas las importaciones provenientes de EE.UU. a partir del 10/4, y mayores controles a la exportación de tierras raras.
- ❖ 9/4: China aumenta de 34% a 84% los aranceles a las importaciones desde EE.UU. a aplicar desde el 10/4.
- ❖ 9/4: Canadá comienza a aplicar aranceles de 25% a los vehículos importados desde EE.UU.
- ❖ 10/4: La UE suspende sus represalias al acero y al aluminio por 90 días.
- ❖ 11/4: China afirma que aumentará de 84% a 125% los aranceles a los bienes estadounidenses a partir del 12/4.
- ❖ 24/4: China reclamó a EE.UU. la revocación de todos los aranceles unilaterales y negó la existencia de conversaciones en busca de un acuerdo.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 21. La comunicación de la política monetaria (Publicado en IPOM 2025.I)

Introducción

Durante 2020, en el marco de la reflexión estratégica para el periodo 2020-2025, el BCU definió como uno de sus focos estratégicos el de una política monetaria efectiva y transparente. Para ello, se buscaba aumentar la credibilidad institucional, potenciar los canales de transmisión de la política monetaria y mejorar la comprensión de la sociedad sobre las medidas tomadas por el BCU.

Todos estos objetivos deberían ser acompañados por una mejora en la comunicación, la que pretendía ir cerrando la brecha respecto a las mejores prácticas de los bancos centrales de referencia. Una mejor comunicación, junto a la acción de la política monetaria a través de sus mecanismos tradicionales, debería influir en forma positiva en las expectativas de los agentes y, a través de ellas, en el descenso de la inflación y su convergencia al rango-meta.

En este contexto, desde 2020 se ha trabajado de manera incremental en la mejora de la comunicación y la transparencia de la política monetaria en varios planos. El objetivo de este box es presentar en forma resumida los avances realizado en la comunicación integral de la política monetaria y realizar una breve evaluación.

El trabajo realizado, principales hitos

En el inicio del proceso se trabajó en identificar el punto de partida en materia comunicacional y la distancia respecto a las mejores prácticas internacionales. Esta imagen objetivo se construyó mediante análisis y reuniones con bancos centrales de referencia y con el material surgido de dos misiones relativas a la temática, realizadas ambas en 2021: el piloto para un código de “Central Bank Transparency” del FMI, que trataba de la transparencia a nivel general del BCU, y la misión “Comunicación de la Política Monetaria”, realizada por técnicos del Banco de Inglaterra en el marco de una asesoría del FMI. Con estos 3 insumos se fue construyendo una hoja de ruta.

Siguiendo esa ruta, en estos años se ha trabajado en el establecimiento y consolidación del marco de la política monetaria y de la estrategia de comunicación, generando un conjunto de productos comunicacionales.

Cambios en el marco de la política monetaria

Una de las primeras medidas tomadas por el directorio que asumió en marzo 2020 fue la duplicación de la cantidad de reuniones del COPOM. De esta forma, se agregaron 4 COPOM intermedios a los 4 COPOM punta de trimestre que ya existían, con el fin de intensificar la frecuencia en la toma de decisiones y reforzar la comunicación. El primer COPOM intermedio fue celebrado en mayo 2020.¹

En esa misma línea, a partir de setiembre 2020 se cambió el instrumento operativo, pasando del vigente M1 a la TPM, con el fin de hacerlo más transparente, entendible y fácil de comunicar, y potenciar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.²

Asimismo, se redujo el rango-meta de 3%-7% a 3%-6% a partir de setiembre 2022, con el fin de ganar mayor credibilidad en la conducción de la política monetaria.³

Finalmente, se destaca la coordinación de las proyecciones macroeconómicas con el MEF para el Presupuesto Quinquenal y las Rendiciones de Cuentas, con el propósito de mantener la consistencia interinstitucional del plan desinflacionario al interior del Gobierno.

Cambios en la estrategia de comunicación

En línea con las mejores prácticas internacionales, la estrategia apuntaba a trabajar con distintos públicos específicos y realizar un mayor uso de las redes sociales.

¹ [Comunicado del COPOM abr-20](#)

² [Comunicado del COPOM \(extraordinario\) setiembre20](#)

³ [Comunicado del CCM ago-20](#)



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Para cumplir con el primer propósito se realizaron conferencias de prensa y reuniones con diferentes agentes (analistas, cámaras empresariales, prensa, sindicatos) y se celebraron sesiones del Directorio en el interior del país, promoviendo un intercambio de información y realidades mutuas entre los técnicos y representantes locales (políticos, empresarios, sindicalistas).

Dado el rol fundamental del régimen de Operadores Primarios en la implementación del objetivo de inflación se comenzó a realizar reuniones regulares con los mismos para informar con detalle las resoluciones del COPOM, a los efectos de obtener feedback de estos agentes. Asimismo, se inició un piloto de la encuesta de expectativas cuyo resultado se volvió de carácter público.

Asimismo, se hizo un uso más intensivo de las redes sociales por parte de la Gerencia de Comunicación Institucional, con el fin de que los agentes conozcan, analicen y divulguen masivamente los productos comunicacionales del BCU en materia de política monetaria.

Los productos comunicacionales más relevantes

Los cambios más conceptuales comentados anteriormente fueron llevados adelante a través de una serie de productos comunicacionales que se fueron desarrollando en el quinquenio.

En este sentido, a partir de abril 2020 se comenzó a publicar en el sitio web del BCU el calendario anual de las reuniones del COPOM. Además, se duplicaron los comunicados del COPOM, publicados en el sitio web del BCU el mismo día de celebrada la reunión, en consonancia con la duplicación de los COPOM (de 4 a 8 por año). Asimismo, se crearon las Minutas del COPOM, publicadas en el sitio web del BCU 3 días hábiles luego de celebrada la reunión, para presentar con mayor profundidad que en los Comunicados los argumentos que sustentan la decisión de política, con el fin de explicar su racionalidad y brindar mayor transparencia. La primer Minuta publicada fue la correspondiente al COPOM de abril 2020.

Por otra parte, se fueron realizando mejoras a los IPOM, con el fin de apuntalar la comunicación con el público especializado. Las principales mejoras incorporadas han sido:

- **Capítulo de proyecciones** a partir de 2020.III, enfatizando el carácter prospectivo de la política monetaria. Actualmente, este capítulo constituye una pieza central en la estrategia de comunicación del COPOM.
- **Capítulo de rendición de cuentas anual de las proyecciones** de PIB e inflación, mejorando la transparencia de la política monetaria. El mismo se incluye en el primer IPOM de cada año, a partir del IPOM 2023.I
- **Boxes metodológicos al final de cada IPOM**, que profundizan en temas relevantes, herramientas metodológicas, productos, indicadores y modelos utilizados, permitiendo mejorar la comunicación en tanto se brindan elementos que explican la racionalización de las decisiones de política. Estos boxes se anexan al IPOM a partir de 2020.III. Adicionalmente, estos boxes se pasaron a publicar en un sector específico del sitio web creado a tales efectos, con el fin de darles mayor visibilidad y facilitar el acceso.
- **IPOM Abreviado.** Se incorporó como complemento al IPOM el llamado IPOM Abreviado a partir de 2023.III, el que se publica junto con cada IPOM, donde se difunden los principales temas tratados en el IPOM en un lenguaje más simple y llano, y de una forma más dinámica y visual, con el fin de mejorar la comunicación con el público general (no especializado).
- **Rediseño de la newsletter a empresarios.** En paralelo con el IPOM se trabajó en este otro informe. El mismo, dirigido originalmente a empresarios y difundida por mail, se adaptó a un formato web más amigable y se formalizó su difusión mensual, transformándola en el Informe llamado La inflación y sus expectativas, dirigido tanto a empresarios como al público más general (menos técnico), con el fin de mejorar la comunicación con públicos específicos no especializados. La primer newsletter fue publicada en marzo 2021.

Asimismo, se trabajó en la comunicación con públicos especializados, mejorando las herramientas de comunicación de las encuestas a analistas y el mercado financiero:

- **Mejoras a la Encuesta de Analistas** sobre Expectativas Económicas y de Inflación, publicadas ambas de forma mensual, destacándose la ampliación de la muestra, que pasó de un mínimo histórico de 7 respuestas a un máximo de 26. También se destacan la incorporación de preguntas rotativas



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

trimestrales y la simplificación del proceso de intercambio de información, como herramienta para mejorar la comunicación con este público específico.

- **Relanzamiento de la Encuesta al Mercado Financiero**, gestionada por el Área de Gestión de Activos y Pasivos y compilada antes de cada COPOM (tiene entonces 8 ediciones al año). Esta encuesta formalizada y mejorada respecto a la anterior, se obtiene un feedback por parte de operadores primarios y AFAP sobre el mercado de dinero, de cambios y de letras de regulación monetaria, a la vez que incluye preguntas sobre expectativas de inflación y de senda de la TPM. De esta forma, se completó una tercera encuesta de expectativas a públicos específicos. Posteriormente, un resumen de los resultados de esta encuesta se comenzó a publicar en el sitio web del BCU (desde mayo 2024).

Finalmente, se continuó con la **difusión de los modelos econométricos**. Los distintos modelos utilizados por el BCU para su análisis (macroeconómicos, sectoriales y de corto plazo) se continuaron publicando en revistas especializadas o como documentos de trabajo del BCU, y se presentaron en distintos foros y eventos, con el fin de mejorar la transparencia y la racionalidad de las decisiones de la política monetaria.

Evaluación

Esta evaluación puede realizarse, por un lado, respecto al cumplimiento de la hoja de ruta trazada y de la reducción de las brechas respecto a las mejores prácticas. Asimismo, cobra un rol central la evaluación respecto al objetivo último de la estrategia comunicacional: influir en forma positiva en las expectativas de los agentes y, a través de ellas, en el descenso de la inflación y su convergencia al rango-meta. En ambos casos, puede decirse que la evaluación general ha sido muy exitosa.

La evaluación cualitativa del proceso de comunicación puede verse en los informes de las consultorías externas que se han realizado. En tal sentido, al final de este ciclo se cumplieron todas las recomendaciones de la agenda de trabajo que dejaron las consultorías del FMI que correspondían a la política monetaria.

Esta evaluación se complementa en forma cuantitativa con la evaluación del IPOM como instrumento de comunicación por parte de su público objetivo: los analistas expertos. La misma surge de las respuestas de 21 analistas a las preguntas rotativas de la encuesta de junio 2023, referidas a la evaluación del IPOM.

En tal sentido, respecto al uso del IPOM, 10 analistas (48%) contestaron que siempre utilizan el IPOM como insumo para sus análisis y ninguno contestó que no lo usa. En cuanto a la utilidad del IPOM, 19 analistas (90%) contestaron que el IPOM les resulta útil (13) y muy útil (6). 12 analistas (57%) valoraron como muy bueno el capítulo prospectivo, 15 analistas (83%) valoraron como muy buenas o buenas las notas metodológicas y 18 analistas (86%) valoraron el IPOM en términos generales como muy bueno (9) o bueno (9).

Finalmente, se puede realizar una evaluación cuantitativa indirecta a través de la evolución de las variables objetivo a las que la comunicación contribuye, junto a la acción de los mecanismos de transmisión de la política monetaria: la inflación y sus expectativas.

Las expectativas de inflación promedio de las 3 encuestas para el HPM, que a fines de 2022 se encontraban en 7,7%, tuvieron un descenso sostenido desde entonces hasta ingresar al rango-meta y llegar a un mínimo histórico de 5,8% a fines de 2024. Actualmente, si bien han tenido cierto aumento, se encuentran en 6,1%, unos 160 puntos básicos por debajo del máximo de 2022. Asimismo, es de hacer notar que estos movimientos se dieron en forma simultánea en las 3 encuestas monitoreadas (analistas, empresarios y mercado financiero), dando cuenta, entre otras cosas, de una comunicación específica para públicos específicos.

Finalmente, los canales de transmisión, la comunicación y las expectativas deben obtener resultados en términos del objetivo último del régimen de metas de inflación, que es la convergencia y permanencia de la inflación efectiva dentro del rango de referencia y cercana a la meta. En este sentido, partiendo de valores cercanos al 10% luego del shock inflacionario que supuso la guerra Rusia-Ucrania en 2022, actualmente la inflación completa 22 meses dentro del rango, siendo el período de tiempo más largo desde que existe un régimen de metas de inflación en Uruguay. Se entiende que la serie de mejoras en la comunicación presentadas en esta nota ha tenido cierto rol en esta evolución.