



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Segundo trimestre 2023



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

El escenario para el crecimiento global ha mostrado escasas variaciones a lo largo del trimestre. Por un lado, se consolida un ambiente de bajo crecimiento, en el marco de políticas monetarias contractivas por parte de la mayoría de los bancos centrales, continúa la guerra en el este de Europa, con aumento de tensiones geopolíticas y una reactivación menos vigorosa de lo esperado en China. Sin perjuicio de esto, los menores precios de los alimentos y la energía mejoraron el poder de compra de los consumidores, al tiempo que el mercado laboral sigue exhibiendo resiliencia.

Por otra parte, la inflación mundial continuó descendiendo, como consecuencia de menores precios de commodities y la normalización en la cadena de suministros, que recortó los costos de comercialización. Las presiones inflacionarias actuales se concentran en el núcleo de la inflación, influenciada por la robustez del mercado laboral. De este modo, el proceso inflacionario se volvió más persistente, por lo que los bancos centrales han continuado con la instancia contractiva de sus políticas monetarias.

A nivel regional, en Argentina las condiciones macroeconómicas continúan mostrando debilidades, Asimismo la coyuntura está pautaada por las expectativas sobre los cambios a nivel político para 2024, una vez asumido un nuevo gobierno que se definirá en los próximos meses. Mientras tanto, en Brasil el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) durante el primer trimestre se presentó por encima de lo esperado, ante un excepcional desempeño del sector agrícola. Si bien se espera cierta desaceleración para lo que resta del año, las proyecciones de crecimiento para 2023 se corrigieron al alza.

I.2 Contexto interno

En el primer trimestre la actividad económica exhibió un incremento desestacionalizado de 0,9%, equivalente a una variación interanual de 1,2%. De este modo, en el primer trimestre se recuperó algo de dinamismo tras dos trimestres de contracción.

A nivel de sectores, Transporte y almacenamiento, información y comunicaciones y Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas tuvieron una importante incidencia positiva en términos interanuales, lo que fue parcialmente compensado por el menor desempeño de las actividades primarias, afectadas por la sequía. Por el lado del gasto se observó un impulso importante de la demanda externa neta y una incidencia menor de la demanda interna.

De acuerdo a los indicadores de alta frecuencia y los modelos de proyección de corto plazo

disponibles se espera que la actividad se contraiga en el segundo trimestre del año, al recoger nuevamente el fuerte impacto de la sequía, y exhiba una leve recuperación en el tercer trimestre.

Por otra parte, de acuerdo con estimaciones preliminares, durante el primer trimestre del año la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) experimentó un déficit de 440 millones de dólares. Este monto fue casi la mitad del observado el mismo período del año anterior. En términos del PIB, el déficit de CCK tuvo una reducción de 0,1 p.p. (puntos porcentuales) y se ubicó en 2,8% en el año culminado en marzo 2023.

El Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global tuvo una leve apreciación del orden de 1% en el segundo trimestre del año respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con China. Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos mantuvo la tendencia a la baja que muestra desde mediados de 2021.

Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se depreciaría en el entorno de 1% en el segundo trimestre, ya que el impacto esperado al alza de la caída de la productividad relativa y de la menor relación gasto público-PIB tendrían más vigor que el efecto a la baja que estaría provocando el aumento de los términos del intercambio y el crecimiento del ratio gasto privado-PIB. De esta forma, la brecha entre el TCRE y el TCRf se mantendría relativamente estable en el resto del año y comenzaría a cerrarse a partir del primer trimestre de 2024 y durante el resto del horizonte de política monetaria (HPM).

Por otra parte, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora, se ha ajusta levemente a la baja en los últimos meses, luego de alcanzar un máximo local hacia fines de 2022.

Asimismo, en el año culminado en mayo 2023 el Sector Público Global (SPG) tuvo un resultado deficitario de 3,7 % del PIB. Mientras tanto, a marzo 2023 se observó un leve aumento del endeudamiento neto, el que se ubicó en 37,2% de 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 actualmente por debajo de los pares de la región y la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia por parte de tres calificadoras de riesgo de referencia.

En este marco, el 19 de abril de 2023 el Directorio del Banco Central del Uruguay (BCU) tras la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM), decidió reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 25 p.b. (puntos básicos) para ubicarla en 11,25%. Dicho nivel fue ratificado en el COPOM del 16 de mayo, acumulando un incremento de 675 p.b. desde el inicio del ciclo al alza de la tasa en agosto 2021. En este contexto, se estima que este nivel de TPM se ubica cerca de 200 p.b. por encima del nivel de neutralidad.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a junio de 2023 se ubicó en 5,98%, reduciéndose 1,35 p.p. respecto al registro de marzo e ingresando al rango-meta de 3% a 6% vigente fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Esta disminución se explica tanto por el comportamiento del IPCX (IPC sin considerar frutas, verduras y administrados, indicador de inflación subyacente) como del IPC Resto, en particular las Tarifas.

Se destaca la desaceleración de IPCX, para ubicarse en 5,15% (variación interanual) a junio 2023, ingresando al rango-meta y registrando un valor mínimo que no se observaba desde diciembre 2009. A nivel de sus componentes se verificó una nueva desaceleración tanto en los precios Transables de Exclusión (TX) como en los precios No Transables de Mercado (NTX).

En esta reducción incidieron la evolución de los precios internacionales relevantes para la inflación uruguaya, que se han reducido considerablemente respecto al año anterior al disiparse progresivamente el shock del conflicto Rusia-Ucrania en la medición interanual, así como la apreciación del tipo de cambio en el trimestre.

Tanto IPC como IPCX acentúan la desaceleración que se observa desde octubre del año pasado.

Por otra parte, las expectativas de inflación a 24 meses se redujeron respecto a lo observado en marzo. En particular, el indicador resumen de tres metodologías monitoreadas por el BCU se ubica actualmente en 7,4% versus el valor de 7,5% registrado en marzo. Por otra parte, en el horizonte a 5 años la mediana de expectativas de inflación relevadas por el BCU se mantuvo estable respecto a las mediciones previas y se situó en 6%, aún en el techo del rango-meta. El Comité espera nuevas reducciones de las expectativas en las próximas mediciones en función de los datos observados y la actual instancia de la política monetaria.

1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base, la economía cerraría 2023 con un crecimiento de alrededor de 1% y crecería en

torno a 4% promedio en 2024. Esta expansión sería sostenida en el HPM por el consumo privado, ante la recuperación de la masa salarial, y la inversión privada. Asimismo, en 2024 se sumarían las exportaciones netas, ante la reversión del shock de la sequía, en un contexto internacional algo menos dinámico que en el informe anterior.

Partiendo del nivel actual, la inflación interanual se mantendría dentro del rango objetivo durante todo el HPM. El crecimiento de los precios mostraría una trayectoria decreciente a medida que los shocks transitorios vinculados a la sequía y a los precios globales de commodities continúen disipándose. Por otra parte, la desinflación también estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva en todo el HPM y por el marco de coordinación de políticas pautado por aumentos de precios administrados y de salarios nominales compatibles con la estrategia de desinflación.

Esta dinámica se daría en el marco de un paulatino ajuste a la baja de las expectativas de inflación, las que a su vez se reflejarían en una menor persistencia de las presiones inflacionarias salariales y de los precios no transables durante el HPM. A esta desaceleración de la inflación también contribuirían otros factores macroeconómicos, como la dinámica moderada del tipo de cambio nominal y real y la persistencia de una brecha PIB en terreno ligeramente negativo durante el horizonte de proyección. De esta forma, la inflación se ubicaría al final del HPM (junio 2025) en 5,3% interanual, dentro del rango-meta.

Los principales riesgos para el nivel de actividad refieren a los desequilibrios macroeconómicos de la región y a la eventual prolongación de los efectos de la sequía. En menor medida pueden mencionarse los efectos asociados a la continuación del conflicto entre Rusia y Ucrania.

Por otra parte, el principal riesgo para la inflación está asociado a la no convergencia de las expectativas de inflación, que determinen una mayor persistencia inflacionaria al afectar eventualmente a la dinámica salarial. Asimismo, deben mencionarse los riesgos derivados de una posible aceleración de los precios a nivel global.

1.5 Decisiones de política monetaria

Tras la reunión del COPOM del 6 de julio, el Directorio del BCU resolvió una reducción de 50 p.b. en la TPM, fijándola en 10,75%. Para ello se tuvo en cuenta el desempeño reciente de la inflación y de la inflación de exclusión, que se ubican dentro del rango-meta; el lento pero consistente ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias, respecto de las cuales se esperan nuevas reducciones en las próximas mediciones y las proyecciones de los servicios técnicos, que ubican la inflación dentro del rango-meta en todo el horizonte de proyección. Es importante destacar

que con esta decisión la instancia de política monetaria se mantiene en fase contractiva.

El comunicado del COPOM no anticipó el desempeño futuro de la TPM, señalando que los futuros movimientos de la tasa de interés estarán condicionados por la evolución de la inflación y de sus expectativas en el horizonte de 24 meses.

1.6 Gestión de la política monetaria

La gestión monetaria tiene por objetivo generar condiciones de liquidez consistentes con los anuncios realizados por el COPOM. En este sentido, el BCU continuó gestionando la oferta primaria a través de colocaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en pesos nominales con plazos de 30, 90, 180 días, 1 y 2 años, a fin de esterilizar los excesos de liquidez de mediano y largo plazo.

A su vez, en el caso que estas intervenciones no fueran suficientes para asegurar que la Tasa Media del Mercado de Dinero a 1 día (T1D) operase en torno de la TPM anunciada, el BCU realiza operaciones con instrumentos a plazos más cortos, referidos como instrumentos de sintonía fina (ISF), ya sea para esterilizar como para inyectar liquidez según las condiciones de mercado.

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

La perspectiva sobre el crecimiento global mostró escasas variaciones a lo largo del trimestre. En tal sentido, se consolida un escenario global de bajo crecimiento, en el marco de las políticas antinflacionarias que vienen implementando la mayoría de los bancos centrales, la guerra en el este de Europa, el aumento de las tensiones geopolíticas que suponen mayores trabas al comercio y a la cooperación internacional, y una reactivación menos vigorosa de lo esperado en China, tras la reapertura de actividades. Sin perjuicio de lo anterior, los menores precios de los alimentos y la energía mejoraron el poder de compra de los consumidores a escala global, al tiempo que los mercados de trabajo muestran resiliencia en términos generales.

En este marco, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) modificó levemente al alza su proyección de crecimiento mundial para 2023 en su reporte de junio, en relación a las previsiones realizadas en marzo¹. En particular, espera una expansión de 2,7% para este año (en su reporte de marzo

proyectaba 2,6%), al tiempo que mantuvo inalteradas en 2,9% sus proyecciones para 2024.

En otro orden, la inflación a nivel global continuó descendiendo, como consecuencia de menores precios de *commodities* y de la normalización en la cadena de suministros, que recortó los costos de comercialización. Sin embargo, las presiones inflacionarias pasaron de los componentes más volátiles, como energía y alimentos, al componente núcleo de la inflación, al influjo de la robustez del mercado laboral, por lo que el proceso inflacionario se volvió más persistente. Dicha situación condujo a que los bancos centrales mantuvieran la instancia contractiva de sus políticas monetarias, a pesar del efecto negativo que tendría sobre la actividad.

Esta política monetaria contractiva también está impactando en los mercados financieros, donde se observaron eventos de estrés en algunos sectores durante el pasado trimestre y se endurecieron las condiciones crediticias, especialmente en las economías avanzadas. De esta forma, tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) no habrían finalizado sus ciclos alcistas de sus tasas de política, lo cual, en un contexto de elevado endeudamiento tanto de gobiernos como de empresas y familias, supone un riesgo por el aumento en el servicio de la deuda de los distintos sectores. Por su parte, en China los datos del segundo trimestre resultaron menores a los esperados, implicando que la reactivación tras la reapertura de actividades perdió impulso en los últimos meses.

La Fed mantuvo su tasa de referencia en su reunión de junio, lo que constituyó la primera pausa en el ciclo de subas iniciado el año pasado. El objetivo del organismo fue calibrar sus decisiones, en función de la evolución de la inflación, del mercado laboral y de los mercados financieros. No obstante, según la mediana de la proyección de los gobernadores de la Fed, se esperan dos subas adicionales de 25 p.b. cada una antes de fin de año. El mercado, por su parte, converge paulatinamente a lo señalado por la Fed para este año, aunque espera recortes de tasa más agresivos en 2024. De este modo, la tasa finalizaría 2023 en el rango entre 5,50% y 5,75%.

Por otro lado, los activos financieros evidencian algo más de optimismo por parte de los inversores. Las acciones mostraron cierta recuperación, concentrada en el sector tecnológico. Mientras tanto, los bonos incrementaron su rendimiento durante las últimas semanas, lo que puede explicarse por una mejora en las expectativas de los agentes. Asimismo, el dólar mostró una trayectoria estable con sesgo a la baja frente a otras divisas, especialmente las emergentes, lo cual también es

¹ OECD *Global Economic Perspective*, junio 2023.

consistente con un ambiente de mayor apetito por el riesgo por parte de los inversores globales.

Los precios de los *commodities* continuaron descendiendo luego de las subas que habían exhibido el año pasado como consecuencia del shock de oferta que ocasionó el conflicto entre Rusia y Ucrania. La mencionada desaceleración de la economía china podría suponer una presión adicional a la baja sobre dichos precios.

Finalmente, en la región, Argentina continúa enfrentando debilidades a nivel macroeconómico. Asimismo, existe incertidumbre sobre los planes de política económica para 2024 una vez instalado el nuevo gobierno que surja de las elecciones a realizarse este año. Mientras tanto, en Brasil el crecimiento del PIB durante el primer trimestre se presentó por encima de lo esperado debido a un muy buen desempeño del sector agrícola. Si bien se espera cierta desaceleración para lo que resta del año, las proyecciones de crecimiento se corrigieron al alza para 2023, en un ambiente institucional que se percibe más favorable al del trimestre anterior.

Actividad global

Los datos de alta frecuencia exhibieron un dinamismo mayor al esperado durante el primer trimestre del año. De todos modos, se mantiene la expectativa de una desaceleración, que en algunas regiones podría implicar una recesión. Las sucesivas alzas en las tasas de interés comenzarían a tener un impacto a la baja en la actividad, que contribuiría a continuar reduciendo las presiones inflacionarias.

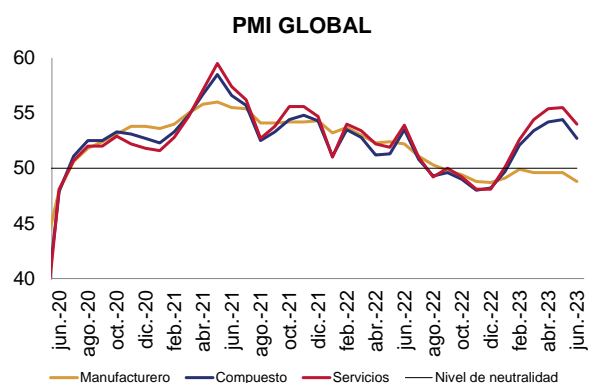
En EE.UU. el PIB creció 2,0% durante el primer trimestre, tras el incremento de 2,6% registrado en el cuarto trimestre de 2022, en términos desestacionalizados y anualizados. El crecimiento refleja las contribuciones positivas del gasto de los consumidores, de las exportaciones, del gasto público en los tres niveles de gobierno y de la inversión fija no residencial. Por su parte, el mercado laboral continuó exhibiendo fortaleza durante el primer semestre del año, pese a las condiciones adversas de inflación y al aumento de los costos crediticios. Los datos de alta frecuencia denotan cierto enfriamiento en el margen, tanto por menor contratación de trabajadores como por aumento de las aplicaciones al seguro de desempleo. De todos modos, la OCDE elevó marginalmente su proyección de crecimiento para 2023 desde 1,5% en marzo a 1,6% en junio, al tiempo que mantuvo su proyección para 2024 en 1,0%.

Por su parte, en la Zona Euro (ZE) el PIB cayó levemente en el primer trimestre, al igual que durante el cuarto trimestre de 2022. Los componentes del gasto que explicaron la caída fueron el consumo de los hogares, afectado negativamente por la inflación y el aumento de los

costos crediticios; y el gasto público, en un marco de consolidaciones fiscales, tras los subsidios que se implementaron para reducir los impactos de la crisis energética del año pasado. Los datos de alta frecuencia muestran un deterioro para el segundo trimestre, salvo aquellos relacionados con el mercado laboral. La OCDE elevó modestamente su proyección de crecimiento a 0,9% en 2023 (desde 0,8% en marzo) y la mantuvo en 1,4% para 2024.

Mientras tanto, la economía china mostró señales de desaceleración tras la reactivación que experimentó durante el primer trimestre, luego del retiro de las restricciones a la movilidad. Los datos de alta frecuencia evidencian una persistencia de los problemas en el sector inmobiliario y que la demanda doméstica se mantiene débil, al tiempo que otros indicadores de actividad, así como el comercio exterior, también muestran desaceleración. En este contexto, el Gobierno continuará impulsando la inversión pública, mientras que el Banco Central recortó las principales tasas de interés, con el propósito de estimular el crecimiento en un marco de muy baja inflación. La OCDE mantuvo su proyección de crecimiento de 5,3% para 2023 y elevó en forma modesta la proyección para 2024 de 4,9% en marzo a 5,1% en junio.

En este marco, según los PMI globales, se observa en términos generales una desaceleración durante el segundo trimestre. Asimismo, se advierte la diferencia de desempeño entre la industria manufacturera y los servicios: estos últimos se mantienen en terreno positivo, mientras que el indicador manufacturero se presenta por debajo del nivel de neutralidad desde hace algunos meses.



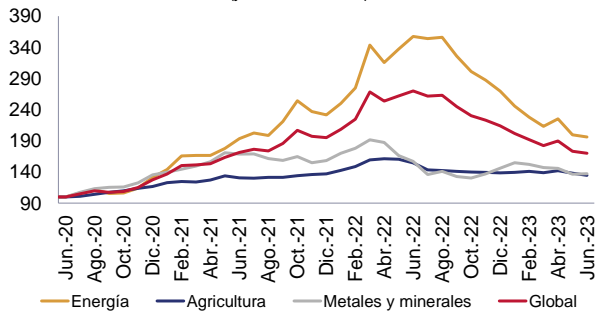
Fuente: Bloomberg.

Commodities

Tras las fuertes subas que mostraron los precios de las materias primas desde febrero 2022 como consecuencia del conflicto entre Rusia y Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia, los precios de los *commodities* convergen a los niveles previos al shock. En particular, el costo de la energía descendió 45% respecto a un año atrás. En el margen, la incertidumbre respecto al dinamismo

de la economía china presiona el precio de los commodities a la baja, mientras que escenarios de recrudecimiento de la guerra en Europa o nuevos acuerdos para el corte de la producción de crudo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) podrían limitar o revertir la caída en el precio del petróleo.

ÍNDICES DE COMMODITIES
(jun 2020 = 100)

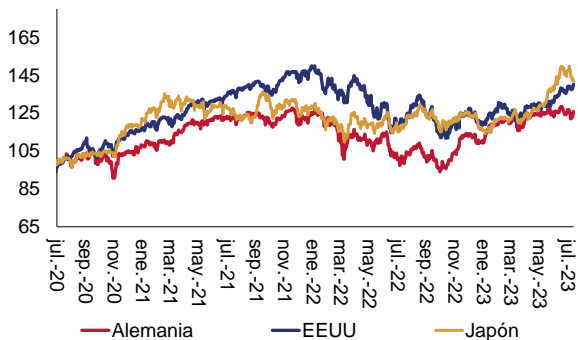


Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros e inflación

Los mercados internacionales exhibieron un mayor optimismo en los últimos meses, en parte debido a una robustez mayor a la esperada en las economías avanzadas y en parte por el entusiasmo en torno al sector de inteligencia artificial. Ambos factores impulsaron a las principales bolsas hacia los mayores niveles en un año. Sin embargo, la instancia contractiva de los principales bancos centrales y los datos de actividad desfavorables en el margen podrían modificar el contexto actual, limitando el incremento de las ganancias corporativas en los próximos meses.

ÍNDICES ACCIONARIOS GLOBALES
Prom. JUL 2020 = 100



Fuente: Bloomberg.

El mayor optimismo se refleja también en la suba de las tasas de interés de largo plazo. Otra explicación de este comportamiento refiere a las mayores subas de tasas esperadas para combatir el núcleo inflacionario. Actualmente, la tasa de los *Treasuries* a 10 años se ubica en el entorno de 4%, por encima de los valores del primer trimestre y muy cerca de los máximos locales alcanzado en octubre.

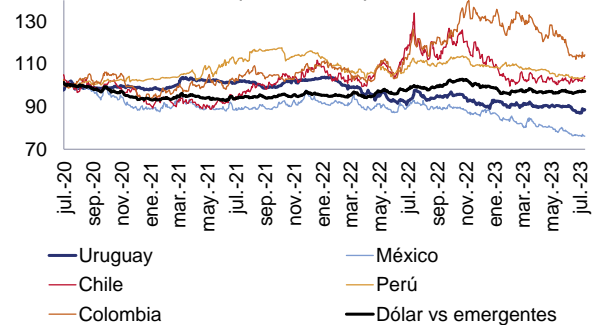
Tasa de retorno de los *Treasuries*
(promedio diario en %)



Fuente: Fed.

Entre tanto, el dólar a nivel global se mantuvo relativamente estable frente a emergentes, mostrando un sesgo a la baja en relación a las monedas de la región.

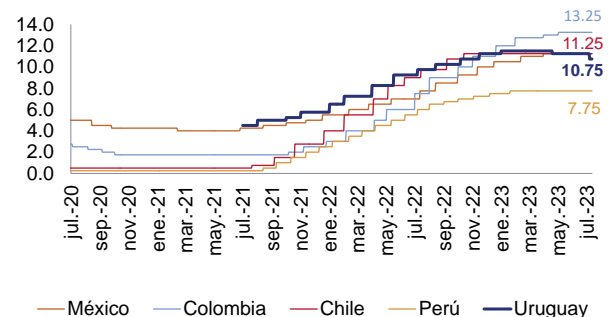
COTIZACIONES MONEDAS DE LA REGIÓN
(JUL 2020 = 100)



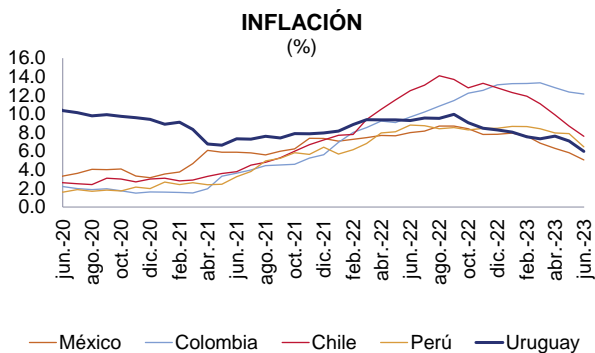
Fuente: Bloomberg y Fed.

El fortalecimiento de las monedas regionales se ve favorecido además por la instancia contractiva de la política monetaria que continuaron llevando adelante los bancos centrales con el fin de hacer frente a la elevada inflación.

TASAS DE POLÍTICA MONETARIA EN LA REGIÓN



En ese sentido, se observa que la inflación muestra una clara evolución a la baja en toda la región desde principios de año, por lo que se espera que los bancos centrales comiencen a recortar sus tasas de política en sus próximas reuniones.



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

La región

Ambas economías crecieron durante el primer trimestre de 2023, mientras que los datos de alta frecuencia muestran una desaceleración bastante menos pronunciada y un entorno más favorable en Brasil. Asimismo, la inflación continuó reduciéndose en Brasil, afectada favorablemente por la evolución del precio de la energía y los alimentos y por la política monetaria contractiva aplicada por el Banco Central de Brasil (BCB), mientras que en Argentina la inflación continuó acelerándose, promedió un 7% mensual en el primer semestre y se ubicó en 115% interanual a junio. Adicionalmente, la incertidumbre se despejó sensiblemente en Brasil, mientras que en Argentina al deterioro macroeconómico se suma la incertidumbre propia del proceso electoral.

En Brasil, el PIB creció muy por encima de lo esperado en el primer trimestre: 1,9% en términos desestacionalizados, tras la leve caída que experimentó a fines de 2022, ante un desempeño excepcional del sector agrícola. Si bien los datos de alta frecuencia mantienen cierto dinamismo, se espera una desaceleración en los próximos trimestres. La misma estaría señalizada por la secuencia negativa de la producción manufacturera, la desaceleración de la creación de empleo y el aumento de la morosidad en el sistema bancario. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el BCB espera un crecimiento de 2,2% en 2023, muy por encima del 1,0% esperado en el trimestre anterior, y de 1,3% en 2024, levemente por debajo del 1,4% que se esperaba en marzo.

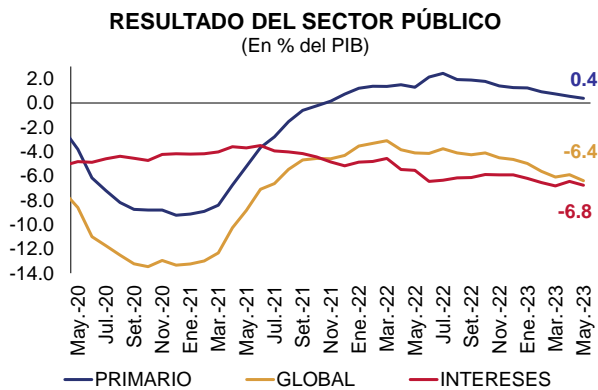
ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL BCB



Fuente: BCB.

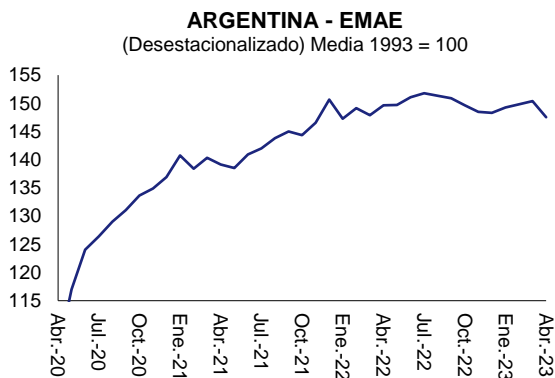
Por su parte, la inflación continuó descendiendo de forma acelerada tras alcanzar un pico de 12,1% en abril de 2022 y se ubicó en 3,2% interanual a junio. En la comparación mensual se registró una deflación, explicada por la caída de precios de los combustibles y en menor medida de los alimentos. Se espera cierto aumento de los precios por motivos estacionales y por la reimposición de los tributos a los combustibles que habían sido retirados transitoriamente, lo cual será parcialmente compensado por rebajas en las refinerías anunciadas por Petrobras. El marcado descenso de la inflación contribuyó a reducir las expectativas de inflación para 2023 y 2024. Las expectativas de más largo plazo también reaccionaron positivamente a la ratificación por parte del Comité Monetario Nacional (CMN) de la meta puntual de inflación de 3%. En este marco, más allá de que el COPOM mantuvo la tasa SELIC en 13,75% en su última reunión, el organismo alteró las señales emitidas en comunicados anteriores, al explicitar la posibilidad de recortar la tasa en su próxima reunión, a realizarse en agosto.

Este cambio de perspectiva del BCB está vinculado también a un ambiente político más favorable: al avance en el Congreso del nuevo marco fiscal se suma la tramitación de la reforma tributaria, que muestra mayor cooperación de la prevista entre el poder ejecutivo y el legislativo. La reforma tributaria resulta de suma importancia para lograr cumplir con las metas fiscales delineadas en el nuevo marco fiscal, que tiene el propósito de estabilizar la deuda en el mediano y el largo plazo.



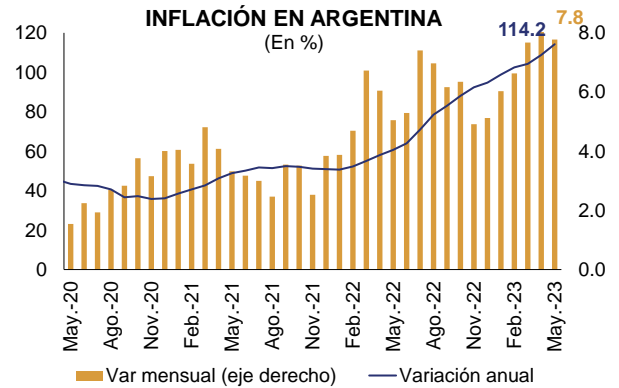
Fuente: BCB

En Argentina la actual coyuntura se caracteriza por la persistencia de desequilibrios macroeconómicos, junto al impacto de la sequía en el sector externo, el resultado fiscal, el nivel de actividad y los precios. Sin perjuicio de lo anterior, el PIB creció 0,7% en términos desestacionalizados en el primer trimestre, tras la caída de -1,7% en el cuarto trimestre de 2022. Los indicadores de alta frecuencia muestran que la actividad habría vuelto a caer en abril, pautada por la sequía, mientras que otros sectores, como los servicios, mantuvieron cierto dinamismo, pautado por el adelanto de gasto por parte de los agentes, como consecuencia de la elevada inflación y los escasos instrumentos financieros disponibles para protegerse de la pérdida de poder adquisitivo.



Fuentes: INDEC.

En este marco, la inflación se mantuvo en el entorno de 8% mensual durante los últimos 3 meses y se ubicó en el entorno de 115% interanual.



Respecto al resultado fiscal, si bien se registró una moderación en la caída de la recaudación y continuó el ajuste sobre el gasto, las cuentas fiscales se mantienen deficitarias. En ese sentido, el resultado primario en mayo mostró un déficit menor que el del mismo mes del año pasado, pero acumula en los primeros 5 meses de este año el mayor déficit del periodo desde 2015 (con excepción de 2020). De este modo, está superando la meta acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el primer semestre.

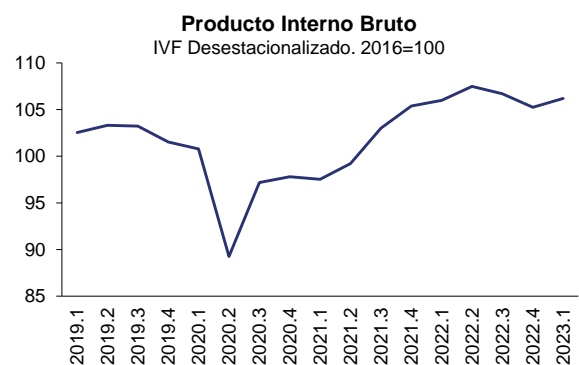
Finalmente, a nivel político Argentina se encuentra cercano a la primera etapa del proceso electoral a nivel nacional, que son las elecciones primarias (PASO), agregando un nuevo foco de incertidumbre respecto a lo que se puede esperar a partir de 2024. Los márgenes para instrumentar un plan específico se verán acotados por las condiciones iniciales.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

El primer trimestre de 2023

En el primer trimestre de 2023 la actividad económica exhibió un aumento desestacionalizado de 0,9%, equivalente a un incremento interanual de 1,2%. De este modo, la economía se situó 4,6% por encima del cuarto trimestre de 2019, trimestre previo a la pandemia.



En la comparación interanual el incremento de enero-marzo 2023 se explicó principalmente por el

incremento en sectores de servicios, influidos por el mayor turismo receptivo. La menor actividad de las actividades primarias, afectadas por la sequía, contrarrestó parcialmente esta expansión.

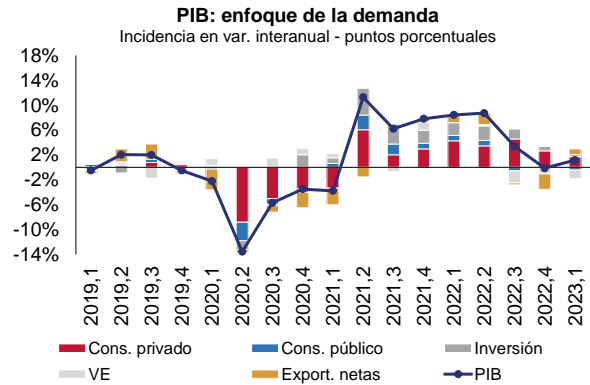
Dentro de los sectores que tuvieron una incidencia positiva destacan los mayores niveles de actividad observados en los sectores Transporte y almacenamiento, información y comunicaciones y Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas. También contribuyeron positivamente el crecimiento de los servicios financieros y servicios de viviendas estacionales.

PIB Oferta: primer trimestre 2023		
	Variación interanual	Incidencia
Activ. Primarias	-4.3%	-0.3%
Industria	0.1%	0.0%
Electricidad, gas y agua	-0.7%	0.0%
Construcción	3.3%	0.1%
Comercio, aloj. y suministro de comidas y bebidas	3.4%	0.4%
Transp. y almac., información y com.	5.6%	0.5%
Servicios Financieros	5.1%	0.3%
Activ. profesionales y arrend.	1.9%	0.1%
Adm. pública	-2.4%	-0.1%
Salud, educación y otros	1.5%	0.4%
PIB	1.2%	1.2%

Por el lado del gasto, se observó un aumento tanto de la demanda interna como de la demanda externa neta en términos interanuales.

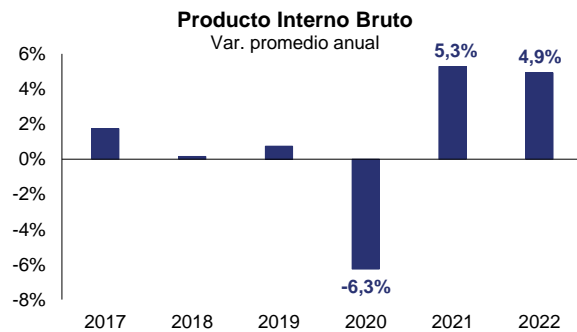
A nivel de la demanda interna, el crecimiento se explicó tanto por el consumo privado como por la inversión. El consumo de los hogares se expandió 2,6% respecto a un año atrás, impulsado por el consumo durante los viajes de turismo en el exterior. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se expandió 2,3% interanual y contribuyó positivamente al PIB con 0,4 p.p., al impulso de mayor inversión en obras de construcción que fue parcialmente contrarrestado por la menor inversión en las obras vinculadas a la tercera planta de celulosa y al ferrocarril central. En contraste, el consumo del gobierno se redujo en la comparación interanual.

Por otra parte, las exportaciones de bienes y servicios fueron mayores a las observadas un año atrás, al tiempo que las importaciones aumentaron a un ritmo levemente inferior. De esta forma, la contribución de las exportaciones netas fue positiva, con una incidencia de 0,9 p.p.



El año 2022

En promedio la economía se expandió 4,9% durante 2022 en comparación al año previo, luego de haber mostrado un incremento de 5,3% en 2021.

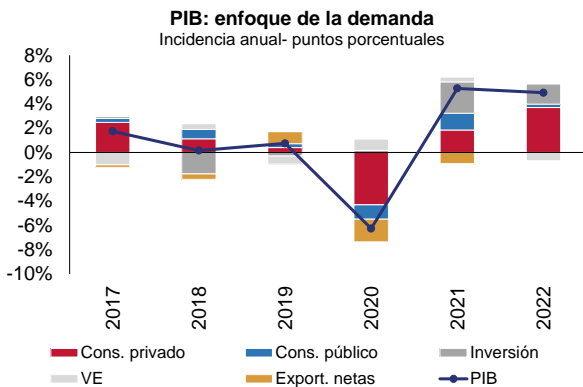


El crecimiento por sectores de actividad fue generalizado frente a 2021, debido a que buena parte de los sectores, en mayor o menor medida, aún se veían afectados por la crisis sanitaria en el año base de comparación. Las actividades con mayor incidencia positiva fueron Salud, educación, actividades inmobiliarias y otros servicios, Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas y Transporte y almacenamiento, información y comunicaciones. El retorno definitivo a la presencialidad de la educación tuvo un impacto positivo en el año. Al mismo tiempo, la reapertura de fronteras, las menores restricciones a la movilidad y el aumento del turismo impactaron de manera positiva en las actividades inmobiliarias, las actividades recreativas, y en el agregado Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas.

PIB Oferta: 2022		
	Variación anual	Incidencia
Activ. Primarias	-2.9%	-0.2%
Industria	0.1%	0.0%
Electricidad, gas y agua	0.4%	0.0%
Construcción	7.0%	0.3%
Comercio, aloj. y suministro de comidas y bebidas	10.4%	1.3%
Transp. y almac., información y com.	9.7%	0.9%
Servicios Financieros	2.7%	0.1%
Activ. profesionales y arrend.	6.2%	0.5%
Adm. pública	-1.1%	-0.1%
Salud, educación y otros	5.6%	1.4%
PIB	4.9%	4.9%

Por el lado de la demanda, en el crecimiento del año se observó una contribución positiva de la demanda interna, tanto a nivel de consumo (público y privado) como de inversión.

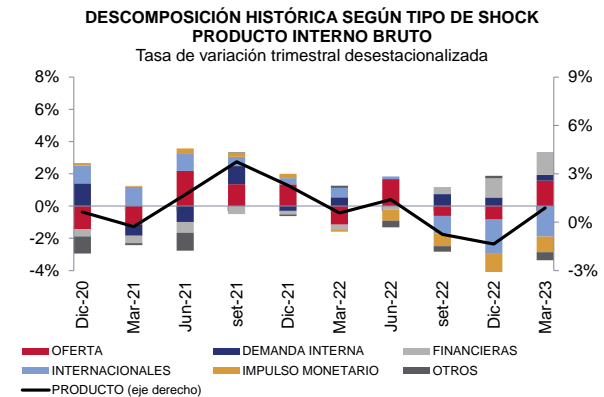
Si bien las exportaciones de bienes y servicios crecieron de forma significativa frente a 2020 (11,1%), lo hicieron en una magnitud levemente menor que las importaciones (12,5%), por lo que la contribución de las exportaciones netas fue cercana a 0.



Descomposición histórica del PIB

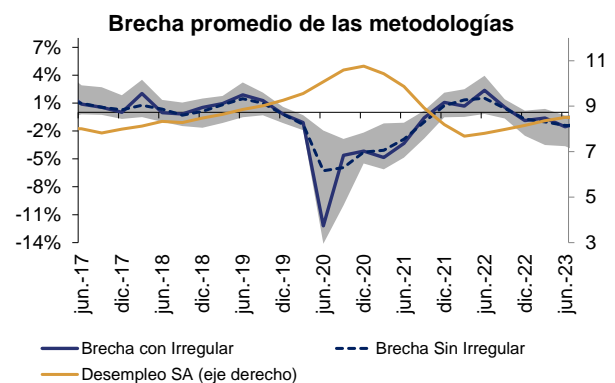
Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)². En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de 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 - 2023T1 (eje de la derecha).



En el primer trimestre de 2023 la economía mostró un crecimiento de 0,8% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, lo que se explica en buena medida por la reversión de los efectos de la sequía sobre la producción en el sector agropecuario (shock positivo de oferta). A esto se suma la contribución de las variables financieras, a través del shock a la paridad de tasas, y en menor medida de la demanda doméstica. En sentido opuesto continúa incidiendo el shock internacional negativo que suponen los sucesivos incrementos de la tasa de interés de referencia. Finalmente, se destaca la contribución del impulso monetario, en línea con la instancia contractiva de la política monetaria.

Brecha de producto



La brecha de producto, según el promedio de las 7 metodologías utilizadas, se habría ubicado en -1,6% en el segundo trimestre del año, ampliándose levemente respecto a la estimación del trimestre anterior. Asimismo, se estima un efecto irregular negativo, el que puede asociarse a la sequía. Esta ampliación de la brecha PIB es compatible con la evolución del desempleo desestacionalizado, el que exhibe cierto aumento tendencial en los últimos

² Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

trimestres. Asimismo, el crecimiento tendencial se recupera en el margen, con una estimación promedio de metodologías de 2,1% anual para el mismo período³.

Indicadores de actividad del segundo trimestre de 2023

Indicadores parciales de actividad sugieren que en el segundo trimestre la actividad económica mostraría cierto deterioro, al influjo de los efectos de la sequía sobre la producción y exportaciones del sector agropecuario.

Así, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) mostrarían una contracción. Con datos preliminares a junio habrían presentado un descenso desestacionalizado en torno a 15% frente al primer trimestre, con una importante incidencia a la baja de los cultivos.

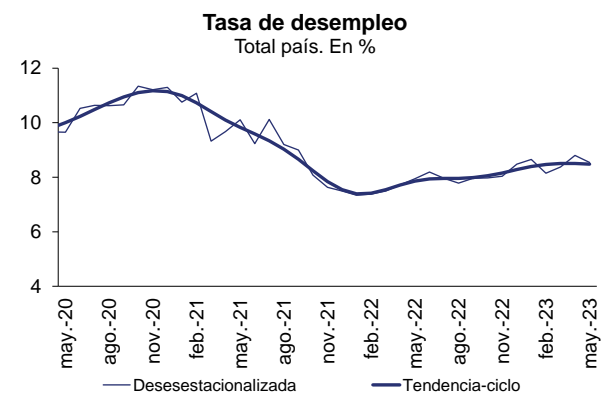
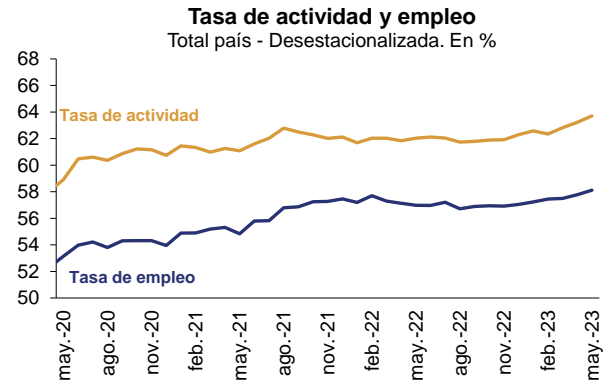
Por su parte, las importaciones de bienes de capital mostrarían un descenso leve en la comparación desestacionalizada frente al trimestre previo. En tanto, las importaciones de bienes intermedios sin energéticos, tras haber mostrado un muy leve descenso en el primer trimestre, se recuperarían en el segundo trimestre del año (fuente Aduana, datos preliminares a junio).

A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁴ exhibieron un freno en la recuperación que se había observado a comienzo de año. En concreto, en el promedio abril-mayo ambas mediciones presentan un descenso cercano a 0,5% desestacionalizado frente al promedio del primer trimestre.

Mientras tanto, de acuerdo a datos preliminares, las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes aumentarían cerca de 3% desestacionalizado en el segundo trimestre. Por otra parte, las ventas de autos presentan un leve descenso en el promedio del trimestre desestacionalizado, mientras que, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) también retrocede en los últimos meses, ubicándose en junio en niveles de moderado pesimismo. Del lado de los servicios importados, el marcado dinamismo del turismo emisivo se mantuvo durante el segundo trimestre.

Empleo e ingresos⁵

La tasa de empleo y la tasa de actividad continúan mostrando señales positivas en el margen, al tiempo que la tasa de desempleo se estabiliza en niveles algo por encima del 8,5%.



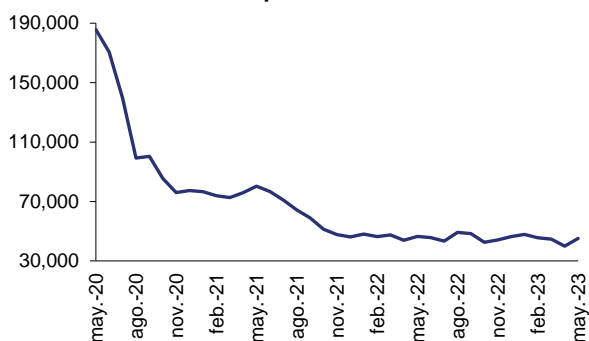
En la comparación respecto a un año atrás, en el bimestre abril-mayo se observa tanto un aumento del empleo como del desempleo. La tasa de empleo se ubicó en 57,7% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 0,9 p.p. por encima del registro de igual período de 2022, mientras que en la misma comparación, la tasa de actividad aumentó 1,6 p.p. y se ubicó en 63,2% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 8,7% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro de desempleo se reducen en la comparación interanual, aunque aumentan en el margen.

³ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

⁴ El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

⁵ Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del 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 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.

Beneficiarios del subsidio por desempleo sin reliquidaciones



Finalmente, la masa salarial continúa presentando dinamismo, impulsada por la mayor cantidad de ocupados y por la recuperación del salario real. De esta forma, en el bimestre abril-mayo la masa salarial se ubicó unos 3 p.p. por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).

Masa salarial real

Total país. Base enero 2006 = 100



II.2.2. Sector externo

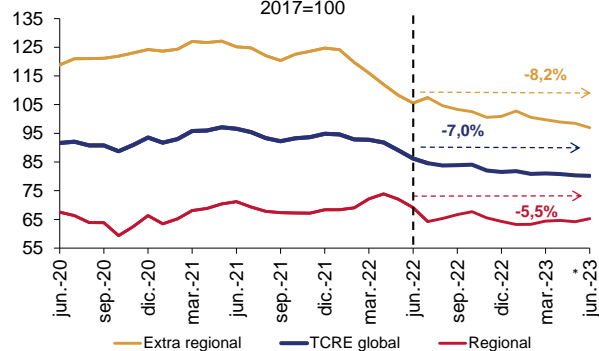
Precios relativos

En el segundo trimestre de 2023 el TCRE ha mostrado una leve apreciación de 1% respecto al trimestre previo (junio preliminar), determinado en buena medida por un encarecimiento frente a China, ante la depreciación del tipo de cambio y la inflación cercana a cero en ese país.

A nivel interanual se observa una apreciación de 7%, impulsada tanto por la relación de precios frente a la extra-región como frente a la región, siendo esta apreciación menor a las ventanas móviles presentadas en los dos informes anteriores.

Tipo de cambio real

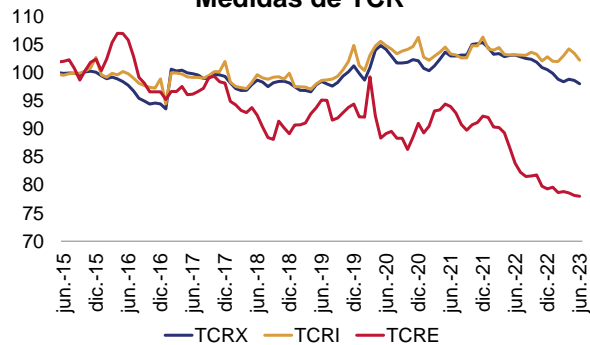
2017=100



*Dato preliminar

Por otra parte, otros indicadores de TCR, que se basan en ratios de precios relativos desagregando componentes del IPC y que fueron incorporados en el informe anterior, muestran una evolución más moderada. Así, en el año móvil a junio 2023 el tipo de cambio real interno (TCRI) se aprecia solo 0,9% y el TCRI de exclusión (TCRX) lo hace en 5,0%⁶.

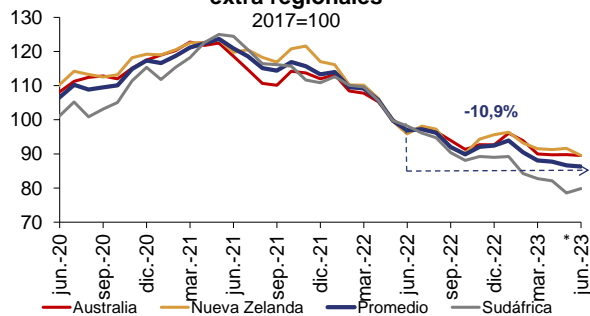
Medidas de TCR



Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores continuó mostrando una tendencia a la baja desde mediados de 2021, aunque en forma más gradual: en el promedio abril-junio (junio preliminar) se apreció 0,7% frente al trimestre previo, al impulso del encarecimiento observado frente a Sudáfrica.

Tipo de cambio real con competidores extra regionales

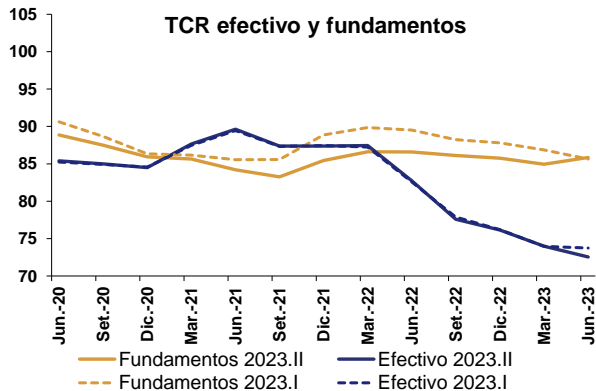
2017=100



*Dato preliminar

⁶ TCRI=T/NT, TCRX=TX/NTX. Por más detalles ver el párrafo correspondiente en el IPOM 2023.I.

Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se depreciaría 1,1% en el segundo trimestre, ya que el impacto al alza de la caída de la productividad relativa esperada y de la menor relación gasto público-PIB tendría más vigor que el efecto a la baja derivado del aumento de los términos del intercambio y del crecimiento del ratio gasto privado-PIB.

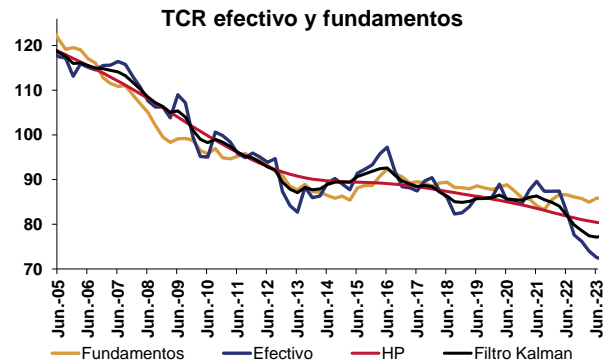


Al comparar con las cifras publicadas en el IPOM anterior se puede observar una corrección a la baja en la estimación del TCRf en los últimos dos años. En el marco de la revisión anual rutinaria de los modelos de TCRf, esta revisión surge de un menor impacto de la baja de los términos del intercambio, lo que no fue compensado por la caída estimada del efecto del crecimiento de la productividad. Por otra parte, para el primer trimestre de 2023, al incorporar los valores efectivos de los fundamentos en vez de las estimaciones en tiempo real, se agregó una reducción adicional a la estimación del TCRf.⁷

Finalmente, al comparar el TCRf con el TCRE se observa que la brecha estimada similar a la publicada en los informes anteriores.

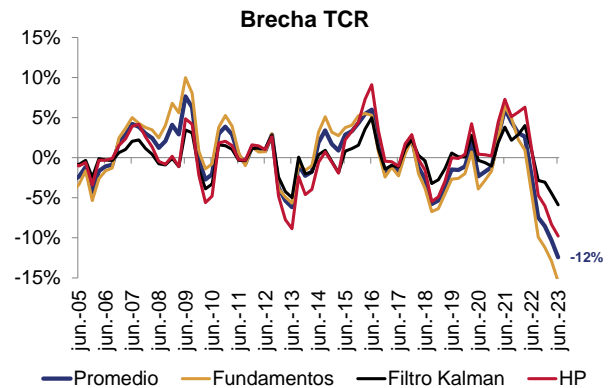
Asimismo, a partir del informe anterior se incorporaron al análisis dos nuevas estimaciones de TCR de equilibrio o de tendencia, las que surgen de aplicar el filtro de Kalman y el filtro de Hodrick Prescott (HP) a la serie de TCRE. Estas medidas presentan correlaciones superiores al 90% con el TCRf en el período analizado (2005T1-2023T2). No obstante, en el margen se observan diferencias importantes, no en el sentido sino en su magnitud, que aportan información valiosa sobre la evolución de los precios relativos y de sus brechas respecto a una norma.

⁷ Las revisiones del TCR de fundamentos son bastante comunes en el margen, por lo que los números absolutos 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 CCNN, que modifican el PIB, el gasto público y el gasto privado, y por ende los ratios entre estas variables, así



En particular, en los últimos trimestres se viene observando un apartamiento de la tendencia del TCR proveniente de los filtros (HP y Kalman) respecto al TCRf que proviene de los modelos estructurales (fundamentos). Si bien todas las estimaciones se ubican en niveles superiores al TCRE, resultando en todos los casos en brechas negativas, el nivel del TCRf está marcadamente por encima del que surge de los filtros.

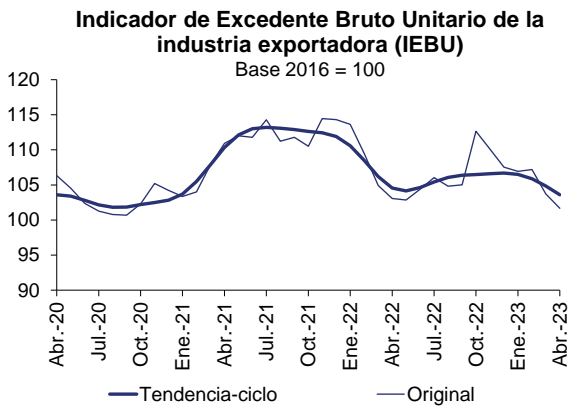
En particular, la brecha entre el TCRE y el TCRf, que se ubica en 15%, es la de mayor magnitud, al tiempo que las estimaciones provenientes de los filtros estadísticos implican menores desvíos del TCR respecto de su tendencia de largo plazo: 5,9% según filtro de Kalman y 9,8% según filtro HP. Al incorporar estos dos indicadores y ampliar la muestra a 5 estimaciones, la brecha promedio para 2023T2 se ubica en 12,4%.



Finalmente, el IEBU, que se comenzó a publicar con datos del año base 2016 de Cuentas Nacionales desde el informe anterior y está disponible con mayor rezago, se ajusta levemente a la baja en los últimos meses. En el trimestre móvil a abril se ubica 1,5% por debajo de lo observado un año atrás,

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 CCNN para ese trimestre. En particular, en el primer trimestre de 2023 los cambios en las series de base implicaron que la revisión del TCRf del último trimestre reportado fuera de 1.5%.

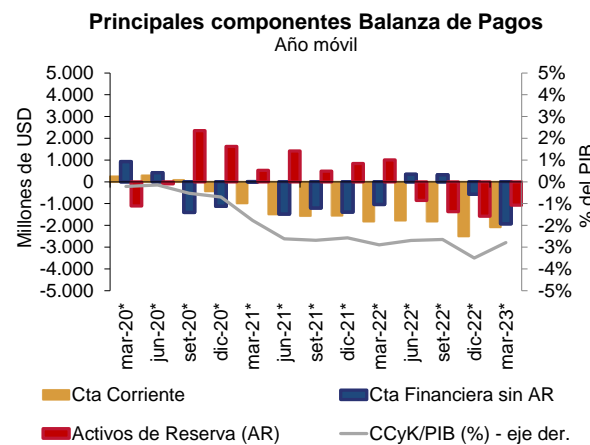
explicado por un leve descenso en los precios de exportación y un incremento de los costos.



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La CCK de la BP experimentó un déficit de 2078 millones de dólares (2,8% del PIB) en el año móvil cerrado en marzo 2023, déficit algo inferior al 2,9% del PIB del año finalizado en marzo 2022.

Asimismo, el déficit en la CCK se redujo durante el primer trimestre de 2023 en comparación con el mismo período del año anterior, asociado al incremento en el superávit de la Balanza de Servicios, al impulso de la revitalización del sector turístico y el fortalecimiento de telecomunicaciones, informática e información, y de las transacciones corrientes de las empresas dedicadas a la compraventa⁸.



En el primer trimestre de 2023 Uruguay recibió más de un millón de turistas, principalmente argentinos, uruguayos residentes en el exterior y brasileños. Este incremento permitió más que compensar el significativo crecimiento del turismo emisor, especialmente hacia Argentina. Así, en término netos se generó un superávit en el rubro Viajes de 668 millones de dólares, lo cual implicó un

8. De acuerdo con la 6ta. Edición del Manual de Balanza de Pagos (2008), el fenómeno de compraventa se produce cuando un bien es adquirido a un no residente por parte de un residente

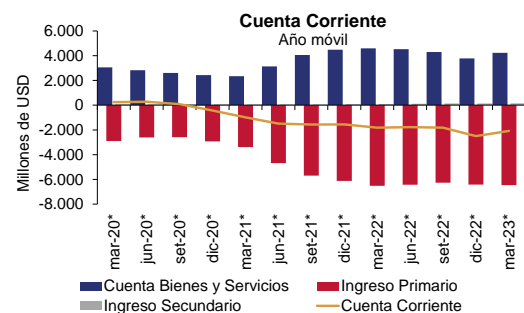
aumento de 332 millones de dólares respecto a igual trimestre del año anterior. Este impacto positivo en el saldo de la CCK se vio parcialmente compensado por las mayores rentas devengadas por los propietarios no residentes de viviendas estacionales, las cuales se ubicaron en el entorno de los 300 millones de dólares, lo que significó el doble de lo registrado en igual trimestre de 2022.

Por otra parte, el menor déficit en la Cuenta Corriente para el primer trimestre de 2023 se explicó por transacciones realizadas tanto por las empresas dedicadas a la actividad de Compraventa como por las realizadas por el resto de los agentes.

Así, en el trimestre las empresas dedicadas a la compraventa registraron un superávit de 60 millones de dólares, que surge del neto entre el superávit de bienes y servicios (520 millones de dólares) y un déficit del Ingreso Primario (460 millones de dólares). Por su parte, para el resto de las operaciones se verificó un menor déficit en el saldo por transacciones corrientes en 229 millones de dólares, generando un saldo negativo de unos 500 millones de dólares en el primer trimestre de 2023.

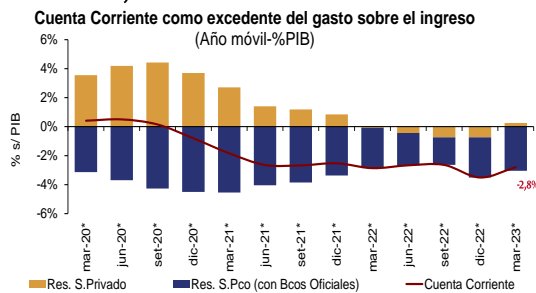
Durante el primer trimestre del año, la Cuenta de Bienes y Servicios experimentó un aumento en su superávit en comparación con igual período de año anterior, pasando de 779 a 1.229 millones de dólares. Las exportaciones de Mercancías Generales se mantuvieron estables respecto al primer trimestre de 2022 (0,2%), donde se destaca el aumento de las colocaciones de celulosa, semillas de colza y productos lácteos, compensado por el magro desempeño de las ventas externas de carne, trigo y energía, entre otros productos.

El Ingreso Primario alcanzó un déficit de 1.720 millones de dólares en el primer trimestre del año 2023, lo que representó un leve aumento (37 millones de dólares) en comparación al mismo trimestre del año anterior. Este comportamiento estuvo asociado al mayor déficit del Sector Privado, ya que el Sector Público observó un menor resultado negativo.

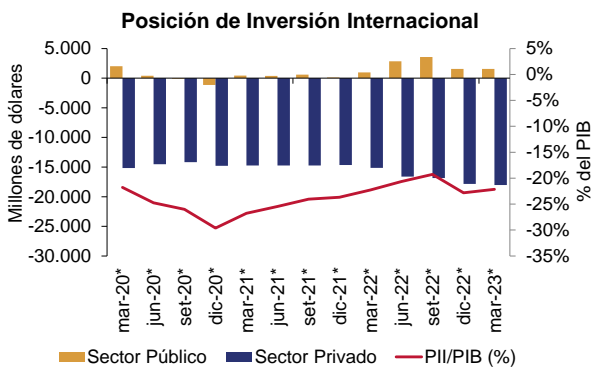


de la economía compiladora y posteriormente revendido a otro no residente, sin que sufra una transformación significativa y sin que dicho bien ingrese a la economía compiladora.

Si se analiza la evolución del desequilibrio en Cuenta Corriente por sector institucional, se destaca el leve incremento del excedente del ingreso disponible respecto al gasto en consumo e inversión del Sector Privado (alcanzando a 0,2% del PIB a marzo de 2023); por el contrario, el Sector Público incrementó su déficit respecto a un año atrás, pasando de 2,8% a 3,0% del PIB⁹. Si no se considera el ingreso extraordinario del FSS dentro de los ingresos del Sector Público¹⁰, el excedente del Sector Privado sería de 0,4% y el déficit del Sector Público de 3,2%.



Finalmente, a fines de marzo 2023 la economía uruguaya continuó mostrando una posición neta deudora con el resto del mundo, que ascendió a 16.462 millones de dólares (22,1% del PIB). Esta posición es determinada por el Sector Privado, ya el Sector Público mantuvo una moderada posición neta acreedora.

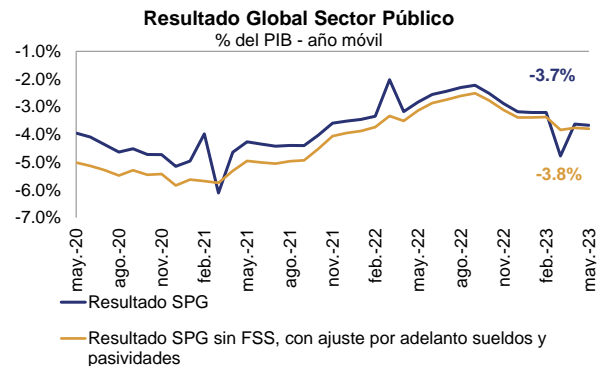


II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en mayo 2023, el Sector Público Global (SPG) tuvo un resultado deficitario de 3,7% del PIB¹¹. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios relevantes como la transferencia al FSS, el déficit resultante es 3,8% del PIB, 0,6 p.p. superior al de un año atrás.

⁹ Para este análisis se considera el Sector Público (según datos publicado por el MEF) más Bancos Oficiales.

¹⁰ El déficit del Sector Público incluye ingresos extraordinarios, originados por la contabilización a partir de octubre 2018 de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social, creado por la Ley 19.590. Dicho ingreso se registró dentro de las cuentas del Banco de Previsión Social (BPS).



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia del aumento en 0,9% del PIB del déficit de Gobierno Central (GC)-Banco de Previsión Social (BPS), superior a la caída en 0,3% del PIB del déficit del BCU.

El déficit primario de GC-BPS llegó a 1,4% del PIB, luego de haber sido 0,5% del PIB un año atrás, pautado por una caída de ingresos (1,4%, incluyendo al FSS) y un aumento de los egresos (2,1%), ambos en términos reales.

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y BPS aumentaron 1,5% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Por un lado, aquellos que dependen de la evolución del PIB (IVA, IMESI, IRAE) estuvieron en niveles similares a los del año anterior, mientras que los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron mayor dinamismo. De esta forma, el crecimiento de la recaudación bruta de DGI fue liderado por el IRPF, mientras que los ingresos del BPS crecieron 6,4%¹².

Por otra parte, la caída de los ingresos al Fondo COVID, los menores aportes de las Empresas Públicas (EEPP) y del BROU, y la disminución de los ingresos al FSS, tuvieron un impacto negativo importante en los ingresos de GC-BPS.

¹¹ El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

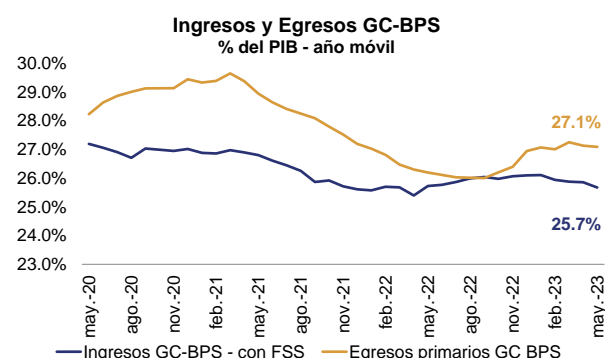
¹² El pago de impuestos vía certificados creció 14,4% en el período, con lo que se terminó observando una caída de la recaudación neta de DGI de 0,4%.

Ingresos GC-BPS - año a mayo 2023		
	Variación	Incidencia
DGI (recaudación neta)	-0.5%	-0.3%
BPS sin FSS	6.4%	1.6%
DGI MÁS BPS sin FSS	1.5%	1.3%
RESTO CON FSS	-21.2%	-2.6%
FSS	-96.3%	-0.7%
Aportes EEPP	-41.2%	-1.1%
Otros	-9.0%	-0.8%
TOTAL INGRESOS	-1.4%	
A partir de cifras deflactadas por IPC		

Los egresos primarios crecieron 2,1% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de 5,9% real, al influjo de las transferencias, inversiones y en menor medida de los gastos no personales.

En el año móvil a mayo 2023, la crisis sanitaria ha implicado un gasto de 0,3% del PIB, observándose una reducción muy importante en los últimos meses.

Egresos primarios GC-BPS - año a mayo 2023				
	Observados		Sin efectos extraordinarios	
	Variación real	Incidenca	Variación real	Incidenca
Remuneraciones	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Gastos no personales	-8.8%	-1.4%	9.3%	1.2%
Pasividades	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
Transferencias	4.1%	1.2%	8.0%	2.4%
Inversiones	58.6%	2.2%	58.6%	2.3%
Total	2.1%		5.9%	
A partir de cifras deflactadas por IPC				

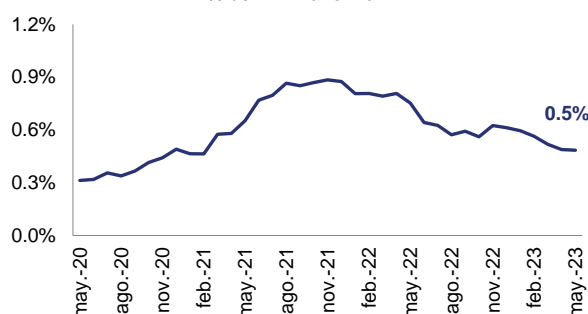


Mientras tanto, el resultado de las EEPP fue superavitario en 0,3% del PIB, superior al 0,2% del PIB de un año atrás. Si no se tienen en cuenta efectos irregulares, como el sobrecosto en la generación de energía eléctrica, asociado a la

sequía, las exportaciones de energía eléctrica, la variación del stock de petróleo y las transferencias extraordinarias a GC, se pasa de un déficit de 0,1% del PIB a un superávit de 0,3% del PIB. La sequía ha afectado las finanzas de UTE, en las que también se aprecia la caída de los ingresos por exportaciones, luego de los altos niveles del segundo semestre de 2021.

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,5% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,5% del PIB, implicando una reducción de 0,3 p.p. respecto a un año atrás. Esta evolución estuvo pautaada por los intereses de las LRM, ante la reducción de su stock en el promedio del año, en un contexto de cese de compras esterilizadas de divisas y las operaciones puntuales de canje entre GC-BCU y el mercado en febrero 2022 y febrero 2023. Esta reducción del stock superó el impacto del aumento de las tasas de interés de la Curva de Rendimientos (CR), producto de los sucesivos incrementos de la TPM llevados adelante por el BCU desde agosto 2021, cuando se comenzó a imprimir un sesgo contractivo a la política monetaria.

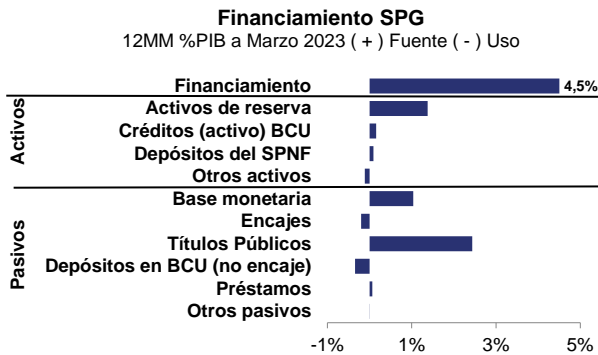
Pagos netos de intereses del BCU
(con intereses de capitalización)
% del PIB - año móvil



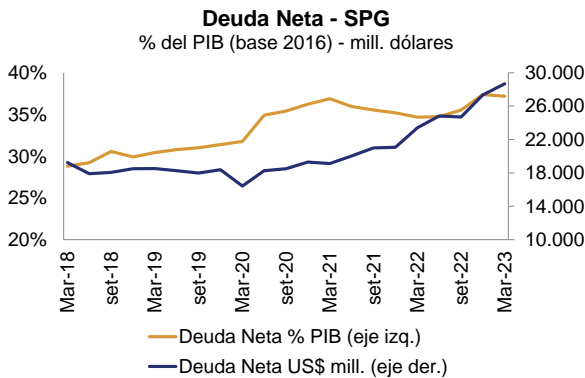
Por otra parte, en el año cerrado a marzo 2023 el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento fue 4,5% del PIB. En este caso, la contribución neta del FSS al resultado alcanzó 0,1% del PIB. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos, que aportó un financiamiento de 2,4% del PIB. Se destaca la emisión de bonos locales en moneda indexada en febrero¹³ y la emisión internacional del primer "bono verde" de la República en octubre 2022¹⁴, que tiene como particularidad el estar indexado a indicadores de cambio climático. También se destaca el financiamiento a través de la base monetaria y de la desacumulación de activos de reserva.

¹³ Se emitieron cerca de 52.000 millones de pesos entre UI y UP, una de las colocaciones locales indexadas más grandes de los últimos años. La mayor parte de esta emisión fue en el marco de una operación conjunta MEF-BCU, en la cual se habilitó el canje de títulos del GC y de LRM del BCU.

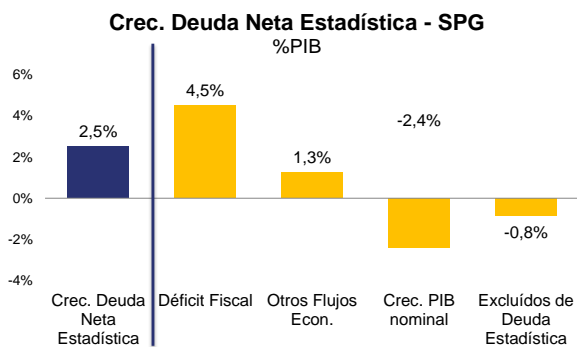
¹⁴ La emisión del denominado "Bono Verde" alcanzó cerca de USD 1500 millones, de los cuales unos USD 1000 millones implicaron aumento de disponibilidades para el Gobierno Central; los restantes USD 500 millones se liquidaron vía canje de bonos externos ya en circulación.



La deuda bruta del SPG alcanzó 49.729 millones de dólares (64,5% del PIB) en marzo 2023, mientras que los activos se ubicaron en 21.037 millones de dólares (27,3% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 28.692 millones de dólares (37,2% del PIB), lo que implicó un aumento de 2,5 p.p. del PIB respecto a marzo 2022.

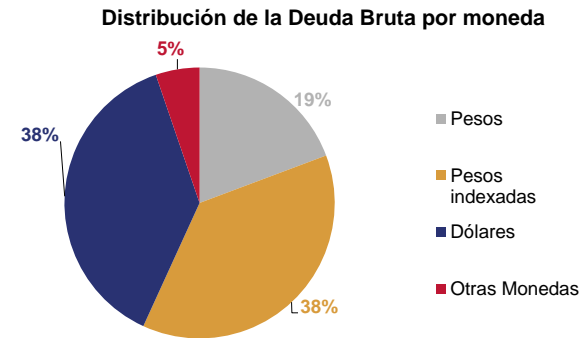


El ratio deuda-PIB se expandió para financiar el déficit y por el efecto sobre el stock de la caída del valor de los activos en dólares (“otros flujos económicos”), mientras que el crecimiento del PIB nominal contribuyó a su reducción relativa.

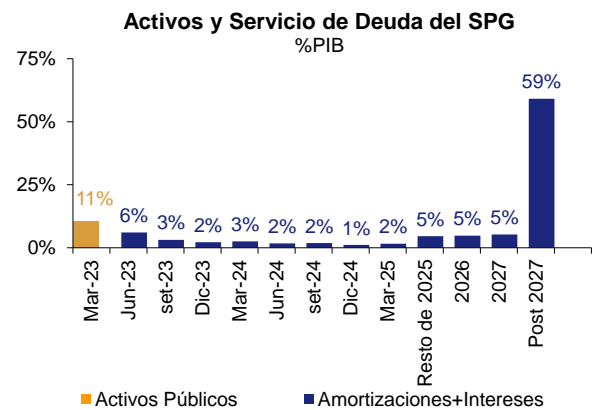


Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 3,5 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal e indexada) respecto a marzo 2022, alcanzando el 56,8% del total al primer trimestre de 2023. En

paralelo, la deuda en dólares disminuye 2,9 p.p., y otras monedas caen, 0,7 p.p. Este comportamiento se debió principalmente a la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.



Asimismo, el nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU, a marzo 2023 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta noviembre 2023. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.569 millones de dólares (2,1% del PIB) a mayo 2023. 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 2027.

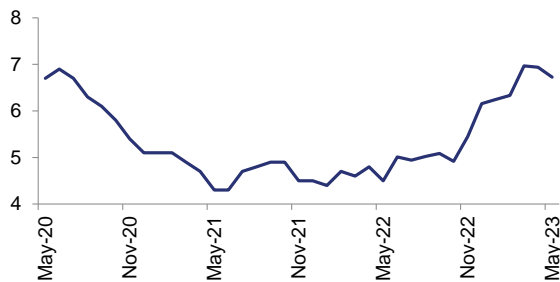


Por otra parte, en lo que va del año la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia en nivel y perspectiva¹⁵.

Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos de BCU registró un aumento en el año móvil cerrado a mayo 2023, situándose en unos 7 meses aproximadamente, mostrando cierta caída en el margen.

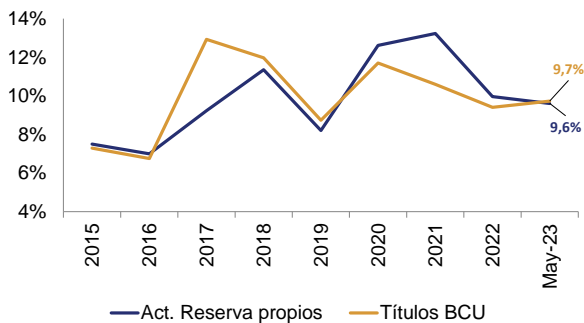
15 Por más detalles consultar: <http://deuda.mef.gub.uy/29178/14/areas/calificadoras-de-riesgo.html>.

Madurez promedio de las LRM
Plazo residual en meses



Asimismo, actualmente las emisiones de LRM tienen una magnitud similar a los activos propios del BCU, ambos en términos 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 fines de mayo 2023, el BCU hubiera requerido 11.839 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades que le fueran asignadas por 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 15.183 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 3.343 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹⁶.

ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		may.-23
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	15 183
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	11 839
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	4 730
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	471
II.1.b	Servicio deuda BCU	4 223
II.1.c	Deficit primario BCU	36
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (1)	2 472
II.2.a	Mínimo de:	
	i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	3 965
	+ Déficit primario	2 360
	ó	
	ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	831
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1 617
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	24
II.3	Sistema Financiero	4 637
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	2 954
II.3.b	Depósitos AFAP	260
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	229
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1 194
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	3 343
	(**) Cierre estimado para acceso a mercados de deuda soberana (1% significación, meses)	13 meses
	(**) Cierre estimado para acceso a mercado en moneda nacional (1% significación, meses)	5 meses

III. La política monetaria

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

En el COPOM de abril 2023, el BCU había decidido una reducción de 25 p.b. de la TPM, luego de haber acumulado un incremento de 700 p.b. entre agosto 2021 y diciembre 2022, con lo que a partir del 20 de abril quedó operativa una tasa de referencia de 11,25%. Posteriormente, este nivel de TPM fue ratificado en el COPOM de mayo.

Por otra parte, la estimación puntual de la Tasa Natural de Interés (TNI) para el segundo trimestre de 2023 se ubicó en 2,3% según el promedio de las metodologías empleadas por los servicios técnicos¹⁷. A su vez, las expectativas de inflación a 24 meses promediaron 6,9% en junio, por lo cual la TNI nominal promedio se ubicó en 9,3%¹⁸.

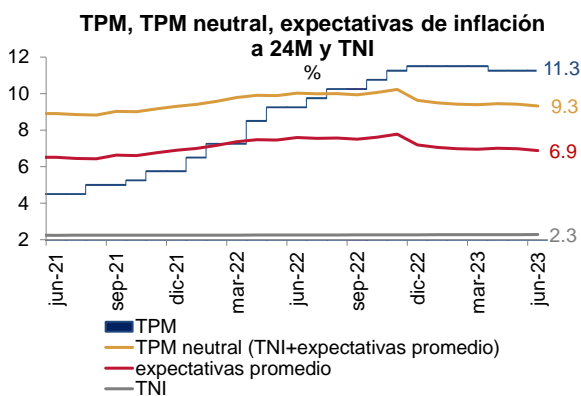
¹⁶ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

¹⁷ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 3 en la serie de box metodológicos.

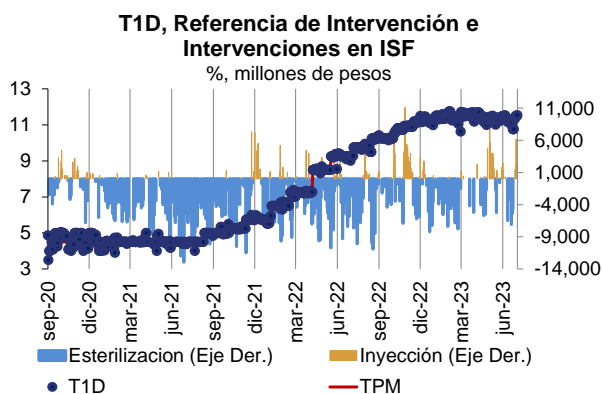
¹⁸ Esta expectativa surge de un promedio simple de la mediana de la encuesta a analistas económicos (realizada por el BCU), la mediana de la encuesta a empresarios (recabadas por el INE), el diferencial de rendimientos entre las curvas en pesos nominales y UI, que aproxima la expectativa del mercado financiero (ver

Teniendo en cuenta el nivel de la TPM de 11,25%, se estima entonces una brecha de tasas de interés positiva de 193 p.b., de manera que la instancia de política monetaria se mantuvo operando en su fase contractiva.

Asimismo, se destaca que esta brecha positiva de tasas de interés se obtiene utilizando cada una de las mediciones de expectativas de inflación consideradas, en un rango comprendido entre 0,7% y 3,3%, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y proyecciones del BCU, respectivamente. Este cuadro está presente desde diciembre 2022.

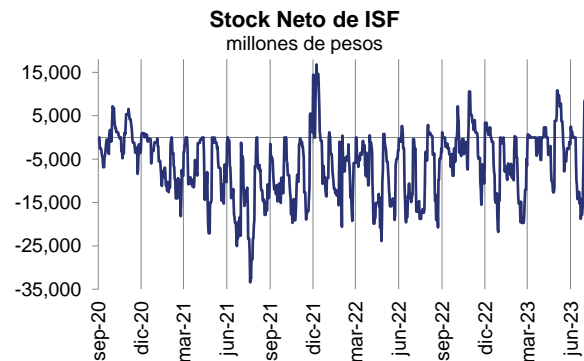


A nivel operativo, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores definidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.

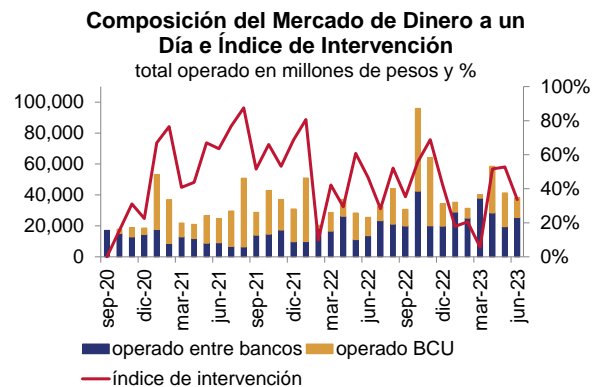


El BCU continuó colocando Instrumentos de Sintonía Fina (ISF), con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de manera que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 2.700 millones de pesos en el promedio del trimestre. La liquidez generada en torno a la operación de emisión y canje de febrero se habría canalizado hacia instrumentos de más largo plazo,

reflejándose en un menor stock de ISF y en un aumento del circulante de LRM.



La participación del BCU en el mercado de dinero representó 47% de los montos operados en el trimestre, registro similar al observado durante 2022. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.

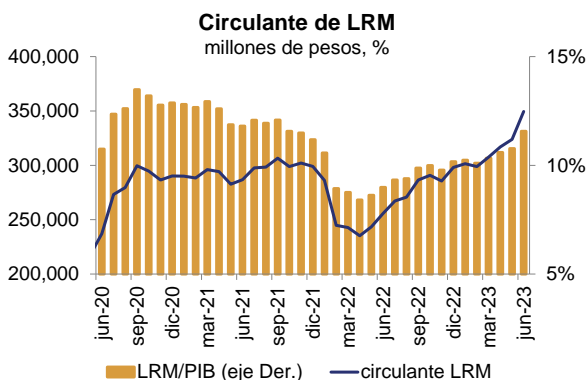


El circulante de LRM continuó aumentando durante el trimestre, tras la reducción transitoria observada en febrero. En este marco, el circulante de estos instrumentos al cierre de junio 2023 se ubicó cercano a los 350.000 millones de pesos, lo cual representa 11,6% del PIB.

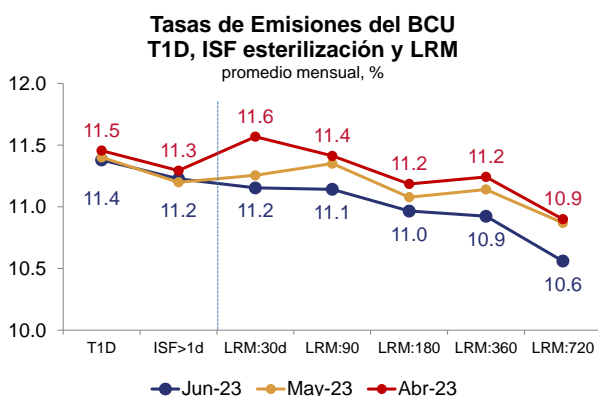
La tenencia de no residentes de LRM se mantuvo reducida, acumulando un incremento cercano a 3.200 millones de pesos en lo que va del año (1.000 millones de pesos en el trimestre), representando el 2,4% del circulante de estos instrumentos al cierre del trimestre.¹⁹

sección IV.4 de este informe) y las proyecciones del BCU en el escenario base (ver sección V.2 de este informe).

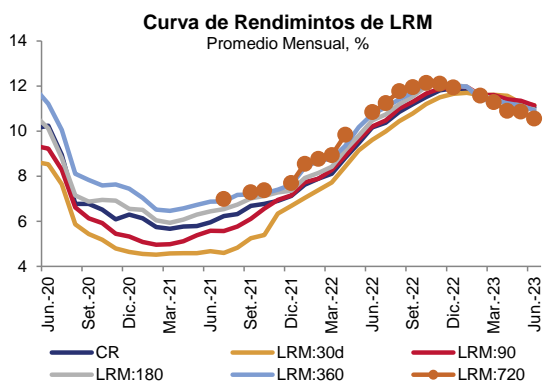
¹⁹ Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el Gobierno Central se mantuvo reducida, representando 0,5% del circulante de estos títulos a junio 2023.



La CR de LRM se redujo 44 p.b. en comparación con el promedio del primer trimestre y mostró una forma invertida, operando entre 11,2% y 10,6% en los tramos de 30 días y 2 años respectivamente en el promedio de junio. La concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó en 58%, manteniéndose en ese entorno tras reducirse en el cuarto trimestre de 2022.

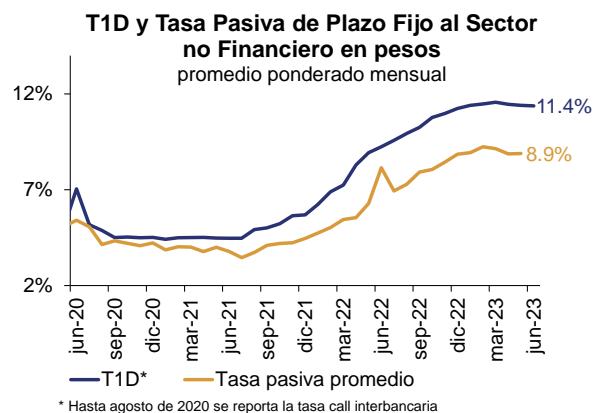


La CR comenzó a procesar un ajuste a la baja previo al canje de febrero, que se fue consolidando con las decisiones tomadas sobre la TPM, observándose mayores ajustes en los tramos más largos, lo cual dio lugar a la referida forma invertida.

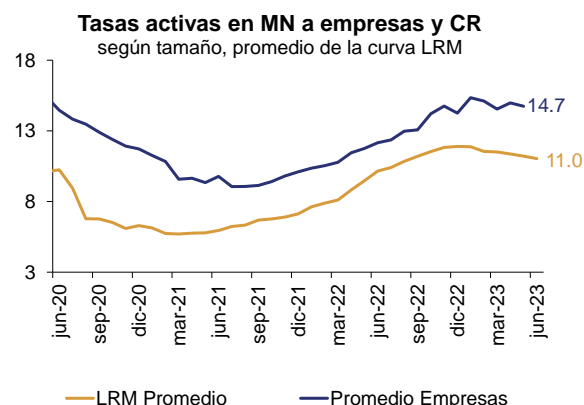


En línea con el mecanismo de transmisión de las tasas de interés, las tasas bancarias en moneda nacional se redujeron en lo que va del año, tras haber mostrado una tendencia creciente desde que comenzó a incrementarse la TPM. En este sentido, la tasa pasiva promedio al sector no financiero en

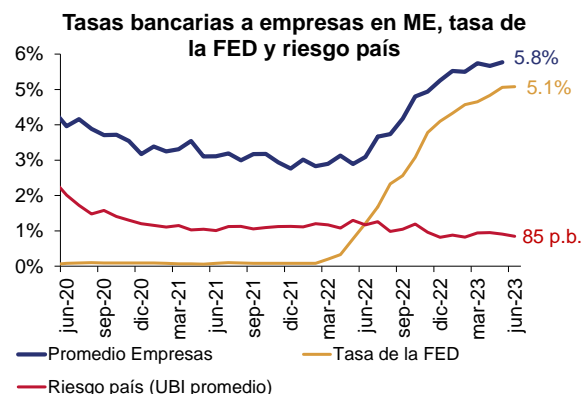
pesos alcanzó un máximo de 9,2% en febrero, ajustando a la baja hasta 8,9% en mayo.



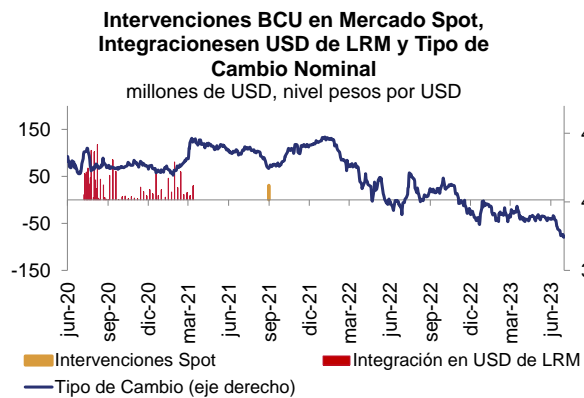
Asimismo, la tasa activa a empresas en pesos reaccionó en la misma dirección que la curva de rendimientos de LRM. La misma alcanzó un nivel máximo de 15,4% en enero, ajustando a la baja para promediar 14,7% en mayo. Este comportamiento se explica principalmente por el desempeño de las tasas pactadas con grandes empresas, que son las que más reaccionan a las novedades de política monetaria.



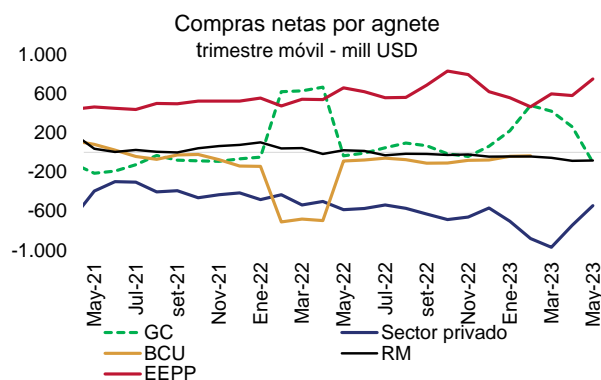
Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares promedió 5,8% en mayo, tras ajustar al alza ante los incrementos de la tasa de la Fed al tiempo que el riesgo soberano de Uruguay se mantuvo en niveles mínimos históricos.



En el mercado de cambios, el peso se apreció 1,5% en el promedio del segundo trimestre, comportamiento que se observó en otras economías de la región, al tiempo que el dólar global retrocedió 0,5% en el mismo período.

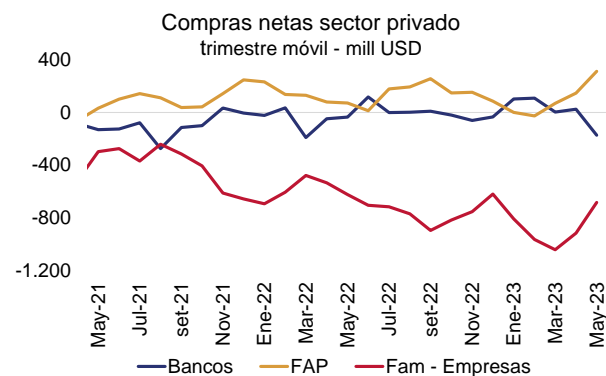


Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a mayo 2023 se destaca la demanda de divisas de EEPP, que encontró su oferta en el sector privado. De todas formas, en el trimestre móvil el sector privado realiza compras netas de divisas. Asimismo, el GC vendió 102 millones dólares, principalmente mediante la amortización de un bono local en moneda nacional con dólares. Mientras tanto, se observa que los agentes no residentes no han participado en forma directa en el mercado spot con montos significativos en el período, vendiendo unos 80 millones de dólares. Por su parte, el BCU no registra intervenciones por ningún mecanismo en el mercado de cambios²⁰.

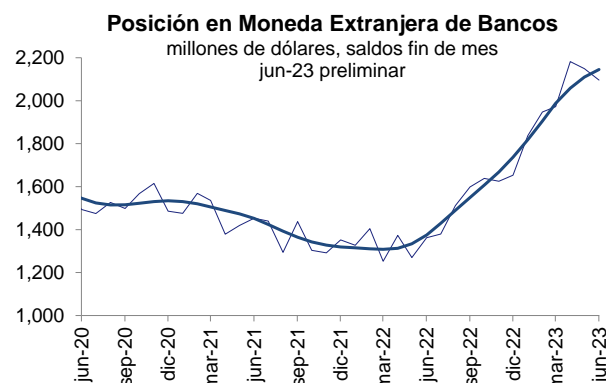


Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) incrementa su demanda de divisas considerando el efecto de la desintegración de títulos del GC nominados en moneda nacional con dólares, en un marco de mayor preferencia por instrumentos integrables en moneda extranjera. Mientras tanto, los bancos venden divisas, si bien continúan con una elevada posición en moneda

extranjera y resultados positivos por sus negocios en moneda extranjera. Finalmente, el agregado familias-empresas, que es típicamente el principal oferente del mercado, ha mostrado una reducción de sus ventas respecto al trimestre anterior.



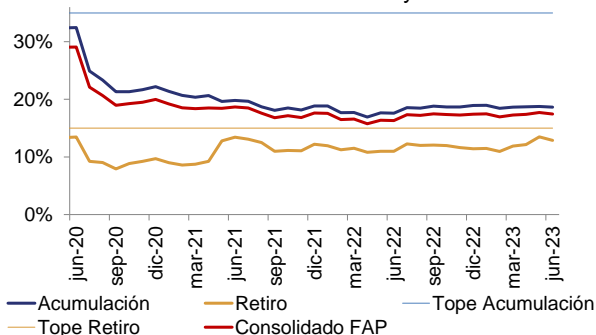
Los bancos a nivel agregado incrementaron su posición en moneda extranjera hasta abril, la cual se ubicó en niveles máximos, en un contexto de recuperación de los rendimientos de las colocaciones en moneda extranjera en línea con el comportamiento de la tasa de la Fed.



Por su parte, el FAP incrementó su demanda de dólares hasta mayo, lo cual se reflejó en una participación algo mayor de la moneda extranjera en su portafolio. De todas maneras, a junio 2023 se estima una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a 2.960 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación y retiro.

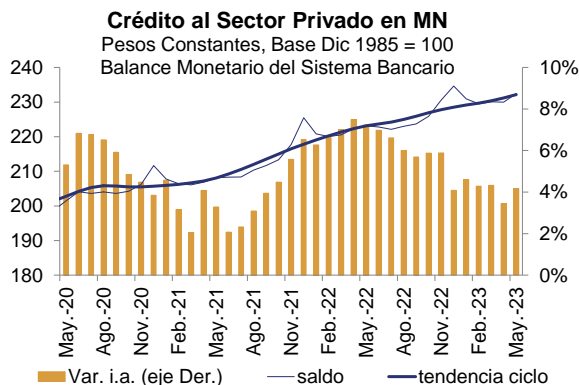
²⁰ Por detalles sobre la forma de cálculo y estimación de estos flujos ver Box Metodológico 13 en la serie de box metodológicos. Asimismo, las series de tiempo, de actualización trimestral, están disponibles en el siguiente sitio:

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



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

El crédito bancario en moneda nacional registró un incremento interanual de 11,4% en el promedio del bimestre abril-mayo, equivalente a 3,8% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 5% real anualizado en el mes de mayo.

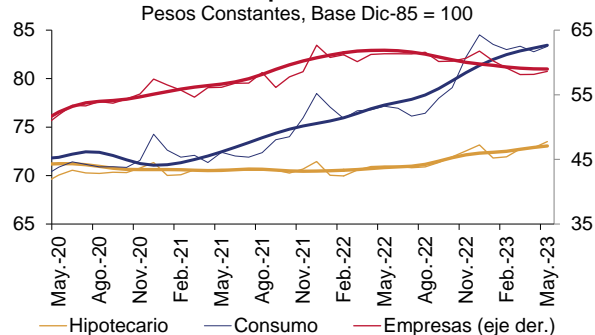


Dicho comportamiento se explica principalmente por el crédito al consumo, que mantiene una tendencia creciente desde mediados de 2021. Asimismo, el segmento hipotecario medido en términos reales muestra una lenta recuperación desde finales de 2021. Por otra parte, el crédito a empresas se habría mantenido estable en el margen luego de haber mostrado una tendencia a la baja desde el segundo semestre de 2022, la cual es consistente con los aumentos de las tasas en pesos y la reducción de abril 2023.

No obstante, en lo que respecta al crédito al consumo, las tasas en pesos no reaccionaron ante la evolución TPM, ubicándose en mayo en torno a 32% para los préstamos otorgados con autorización de descuento de las cuentas del deudor desde 2021,

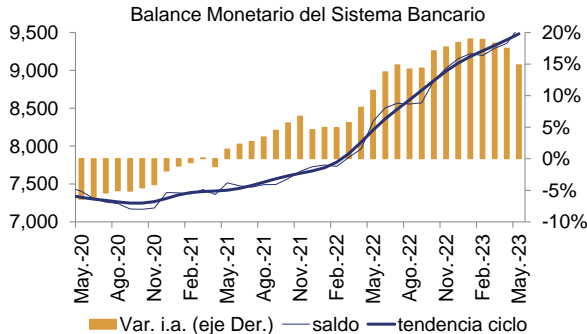
observándose un mayor dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía.

Crédito en MN: Consumo, Empresas e Hipotecario



Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 16,2% medido en dólares corrientes en el bimestre abril-mayo, con un crecimiento de su tendencia-ciclo en el margen de 10,8% (variación mensual anualizada). A nivel sectorial, dicho incremento se reflejó principalmente en el crédito concedido al sector agropecuario, seguido por comercio y servicios.

Crédito al Sector Privado en ME
dólares corrientes



Esta dinámica tuvo lugar en un contexto donde se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. Así, con cifras a mayo 2023, el encaje medio en moneda nacional se ubicó en 10%, mientras que en moneda extranjera se mantuvo en torno a 28%²¹.

A nivel agregado, el crédito total se ubicó en torno a 26% del PIB, nivel similar al previo a la pandemia, con un grado de pesificación de 53% en mayo 2023, alcanzando sus registros máximos.

²¹ Entre enero 2021 y enero 2022 se aplicó un calendario de reducción progresiva de las alícuotas de encaje en MN, dando lugar a reducciones permanentes del encaje hasta los niveles actuales. Esta medida buscó incentivar la desdolarización y la reconstrucción de los mercados en pesos, en el marco de una

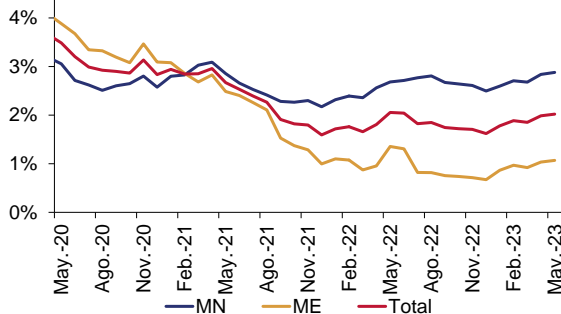
estrategia más general a nivel de la política económica. https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Reduccion%20en%20encajes_diciembre%202020.aspx

Crédito al Sector Privado Residente
MN y ME como % del PIB últimos 12mm
Balance Monetario del Sistema Bancario



Finalmente, la morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente se mantuvo en niveles reducidos, ubicándose en 2% de los créditos totales en mayo, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3,3% a nivel del sistema bancario.

Morosidad del Crédito al Sector no Financiero Privado Residente
total sistema bancario

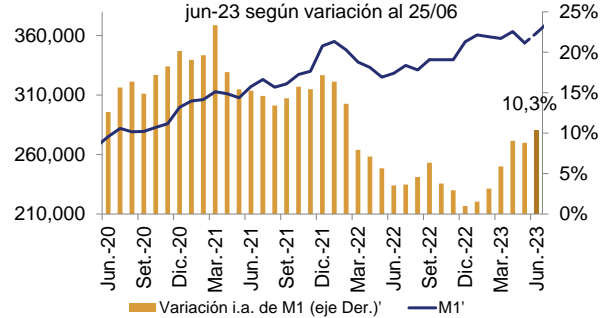


III.3. Principales agregados monetarios

En el segundo trimestre de 2023 los agregados monetarios habrían continuado consolidando su normalización, tras verse afectados por los cambios en la preferencia por la liquidez asociados a la pandemia del Covid-19. Así, se observó un crecimiento de los medios de pago reales medidos en tendencia-ciclo, mientras que los depósitos a plazo y el circulante de títulos públicos en moneda nacional se mostraron estables en el margen.

El agregado M1' presentó una variación interanual de 9,4% en el promedio del segundo trimestre, equivalente a una tasa real de 2,3%. Este desempeño se dio en un marco en el cual la demanda de dinero se habría comportado en línea con lo proyectado, estimándose un crecimiento desestacionalizado en torno a 2,5% nominal en el trimestre, algo por encima del crecimiento en torno de 2% en los trimestres previos.

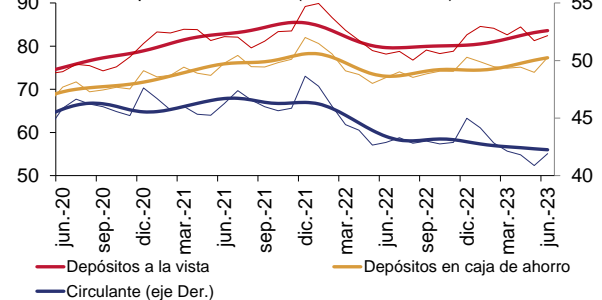
M1' promedio nominal
millones de pesos, %
jun-23 según variación al 25/06



En este contexto, las mediciones mensuales de los componentes del agregado se habrían acelerado en el margen, con excepción del circulante, todos medidos en tendencia-ciclo.

Componentes de M1'

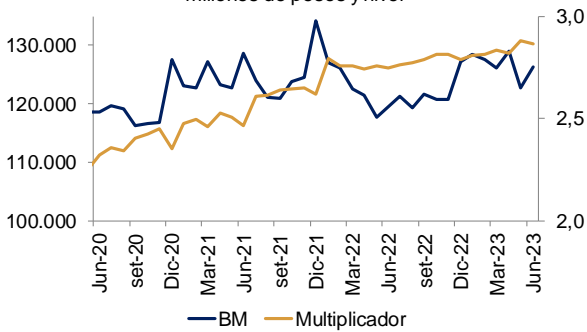
T-C y saldos promedio mensuales en millones de pesos constantes (base dic-85=100),



Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la Base Monetaria (BM) aumentó 5,4% interanual en el segundo trimestre. En junio se observa un incremento de la BM que refleja el aumento estacional de los depósitos asociado al pago de aguinaldos, al tiempo que las reservas bancarias voluntarias se redujeron a partir de mayo, manteniéndose en niveles reducidos²². Por lo tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos tras la reducción de requerimientos de encajes de enero de 2022, ubicándose en 2,9 durante el segundo trimestre de 2023.

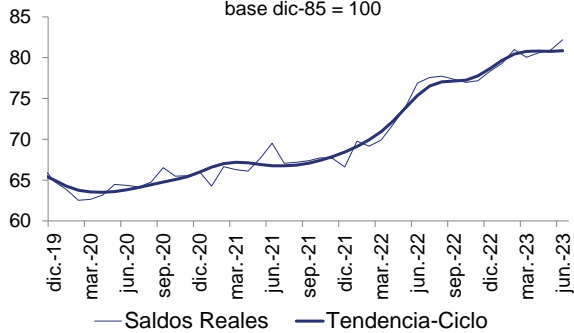
²² Refiere a las reservas bancarias por encima de la obligación de encaje, sin incluir los instrumentos de sintonía fina ya que los mismos no forman parte de la base monetaria.

Base Monetaria y Multiplicador de M1'
millones de pesos y nivel



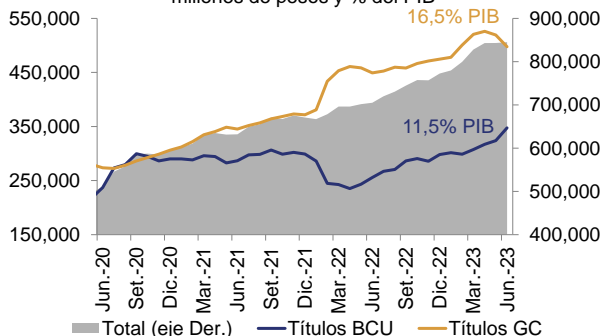
Asimismo, los depósitos a plazo en moneda nacional se mostraron estables en el segundo trimestre, tras presentar un crecimiento sostenido desde finales de 2021, que se refleja en una variación interanual de 16,9% (9,4% real), consistente con la trayectoria de las tasas de interés pasivas.

Depósitos a plazo en MN
promedio mensual, millones de pesos constantes
base dic-85 = 100



El circulante de títulos públicos de emisión local se mantuvo estable en el trimestre, ubicándose en torno a 28% del PIB en junio.

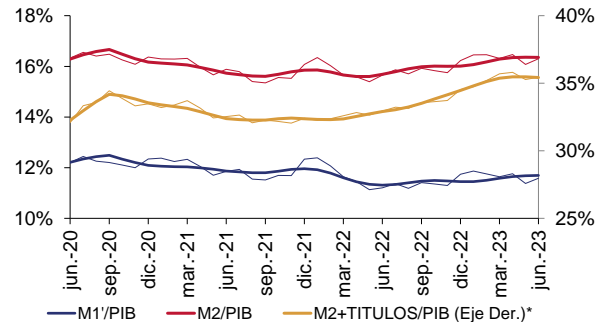
Circulante de Títulos Públicos Locales
millones de pesos y % del PIB



En este marco, el grado de monetización medido a través de distintos indicadores se mantuvo estable en el trimestre. En este sentido, el estimado a partir de M1' se mantuvo cercano a 12% del PIB, el ratio medido a través de M2 se mantuvo estable en torno a 17% y el agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no financiero, se mantuvo estable en el margen luego mostrar una

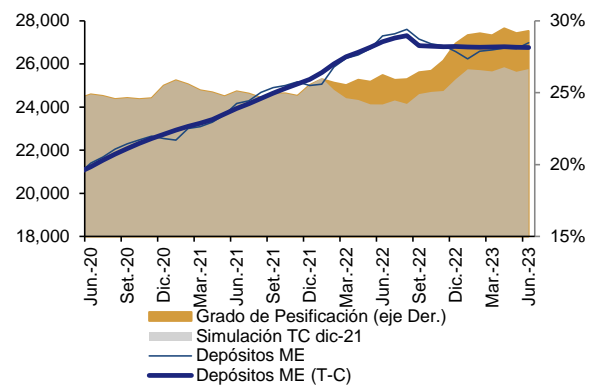
tendencia creciente desde 2022, ubicándose en 35% del PIB en junio.

Grado de monetización
T-C de agregados en % del PIB centrado



Finalmente, los depósitos en moneda extranjera se mantuvieron en niveles similares a los meses anteriores, en un contexto de menor financiamiento externo de grandes proyectos de inversión, menores ingresos derivados de las exportaciones y mayor turismo emisor. En este marco, el grado de pesificación alcanzó 29,3% de los depósitos al sector no financiero en junio.

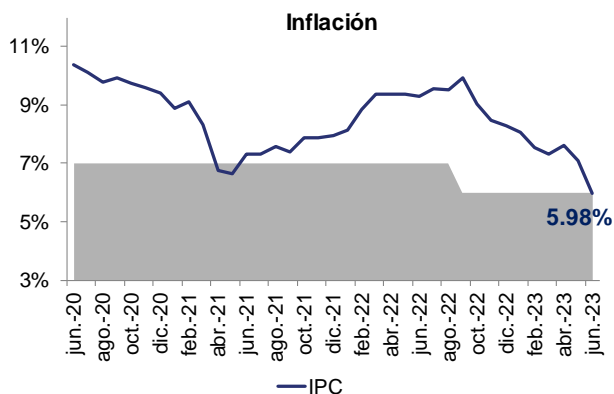
Depósitos en moneda extranjera de residentes y grado de pesificación
saldos promedio, millones de dólares



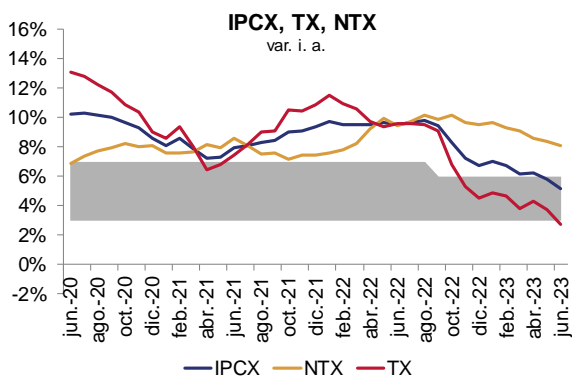
IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

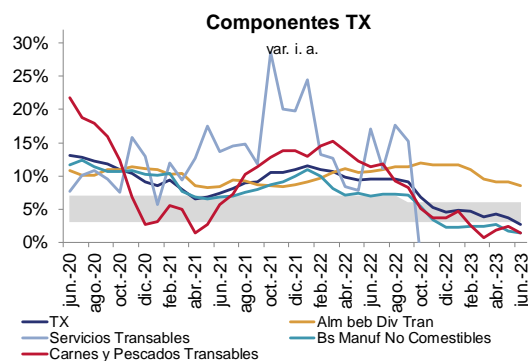
En el año móvil cerrado a junio 2023 la inflación *headline* se ubicó en 5,98%, 135 p.p. por debajo del registro de marzo, ingresando dentro del rango meta vigente de 3% a 6% fijado por el CCM. Asimismo, este es el nivel más bajo desde octubre 2017.



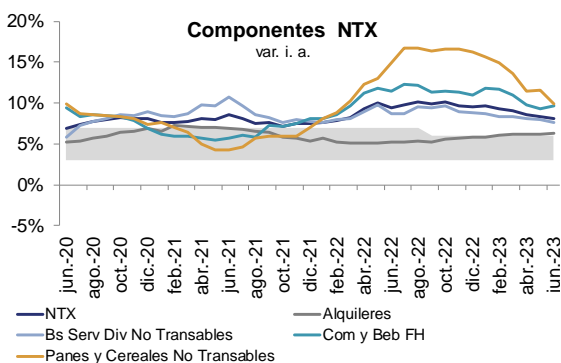
La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, también volvió a reducirse con respecto al valor observado en marzo, ubicándose actualmente en 5,15%. De esta forma se ubica dentro del rango y presenta un valor que no se observaba desde diciembre 2009. En este trimestre dicha reducción se explica tanto por los TX como por los NTX.



La desaceleración de los precios TX estuvo determinada por la moderación en los precios de alimentos, bienes manufacturados y combustibles, en un marco de estabilidad del precio de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya, muy por debajo de los máximos registrados en la primera mitad de 2022, momento de mayor impacto del shock del conflicto bélico en el este de Europa. Asimismo, la apreciación del peso respecto al dólar en el trimestre también contribuyó a reducir las presiones sobre la inflación. Actualmente, la inflación interanual del componente TX se ubica en 2,7%.

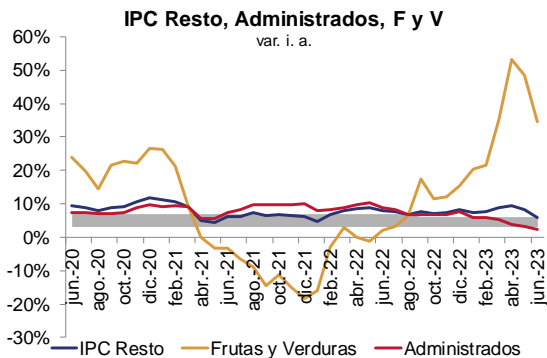


Los precios de los NTX continuaron en el trimestre la desaceleración iniciada en los trimestres previos, guiada principalmente por los componentes bienes y servicios diversos no transables, comidas y bebidas fuera del hogar, y panes y cereales. La reducción en el precio de los commodities, en especial del trigo, y la apreciación cambiaria estarían contribuyendo a la reducción del componente más inercial de la inflación. Actualmente la inflación NTX se ubica en 8,1%. Se observa descenso de todos sus componentes con excepción de alquileres que aumenta levemente.

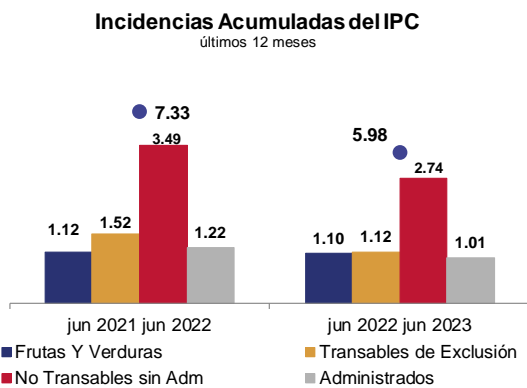


Asimismo, la inflación interanual del IPC Resto se reduce casi 3 p.p. respecto a marzo, impulsada por los Administrados y la no aceleración de Frutas y verduras.

La dinámica de los Administrados estuvo determinada por la evolución de las tarifas, en especial de los combustibles. Por su parte, Frutas y verduras tuvieron en el trimestre una contribución prácticamente neutra, que resultó de una importante suba hasta abril, llegando a variaciones interanuales superiores a 50%, seguido de una reducción a partir de mayo.



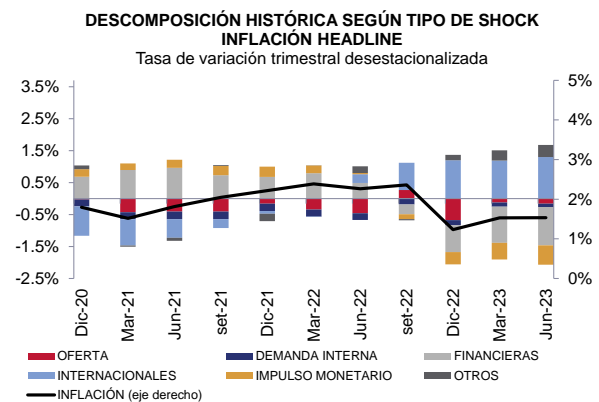
En resumen, si se analiza la incidencia de cada uno de los componentes para explicar el comportamiento del IPC, se observa que la misma es determinada en buena medida por los dos componentes de la inflación subyacente (TX y NTX) y en menor medida por Administrados, mientras que Frutas y verduras presentaron una contribución neutra.



Incidencias Variación Interanual			
	mar-23	jun-23	Diferencias
IPC	7.33	5.98	-1.35
IPCX	5.01	3.87	-1.15
NTX	3.49	2.74	-0.75
Panes y cereales	0.34	0.25	-0.08
Alquileres	0.22	0.23	0.00
Comidas y Bebidas FH	0.86	0.77	-0.09
Bienes y Serv Diversos	1.55	0.97	-0.58
Enseñanza	0.33	0.33	0.00
Servicio Doméstico	0.19	0.19	0.00
TX	1.52	1.12	-0.40
Alimentos y bebidas diversos	1.19	1.09	-0.10
Carnes y Pescados	0.06	0.12	0.07
Bienes Manuf No Comes	0.40	0.23	-0.17
Servicios transables	-0.13	-0.32	-0.20
IPC Resto	2.33	2.11	-0.22
Frutas y Verduras	1.12	1.10	-0.02
Administrados	1.22	1.01	-0.21

IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los principales determinantes que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse 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 1,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 7,7% anualizada en el período 2005T2 - 2023T2 (eje de la derecha)²³.

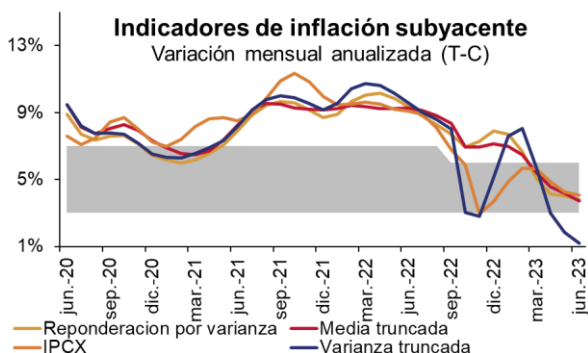


En el segundo trimestre de 2023 la inflación promedio trimestral desestacionalizada se mantuvo estable respecto al trimestre anterior. Por un lado, en el promedio del trimestre persisten las presiones inflacionarias provenientes de los shocks internacionales, dada la evolución creciente de la tasa internacional de referencia y su efecto de equilibrio general en el modelo, y desde los precios de frutas y verduras como consecuencia de la sequía (dentro del componente “otros”). Estas presiones al alza fueron compensadas por la política monetaria, que mantiene su instancia contractiva y cuyo impacto se evidencia tanto en el impulso monetario como en la evolución del tipo de cambio (“financieras”) el que en parte se determina por factores globales y en parte por factores domésticos. Así, la política monetaria, actuando a través de sus diferentes canales de transmisión, habría logrado mitigar el shock inflacionario global.

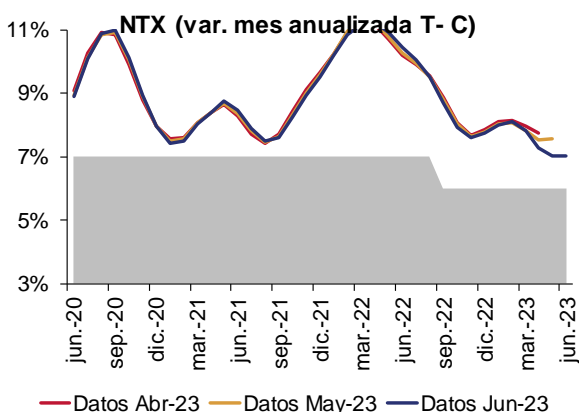
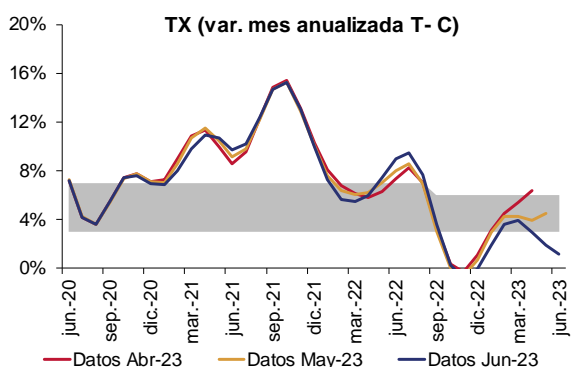
IV.3 Inflación subyacente

Todos los indicadores de inflación subyacente disponibles, estimados en base a las nuevas series desagregadas del IPC publicadas por Instituto Nacional de Estadísticas (INE), dan cuenta de una desaceleración en el margen, la que en general comienza a partir de los máximos alcanzados en setiembre 2022. Asimismo, estos indicadores presentan guarismos dentro del rango-meta.

²³ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.



En el caso del IPCX, dicho comportamiento estaría explicado por el componente en tendencia-ciclo de los TX que se desaceleran respecto a marzo, ubicándose por debajo del techo del rango, mientras que los NTX, si bien reestiman a la baja respecto al último dato, muestran estabilidad en términos de tendencia-ciclo, ubicándose todavía por encima del rango.



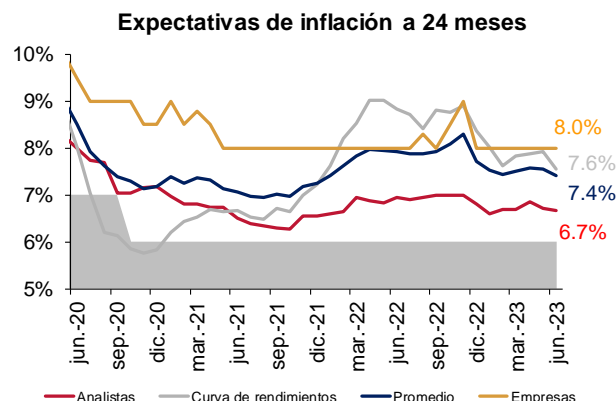
IV.4 Expectativas de inflación

En junio los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses monitoreados por el BCU para el HPM continuaron mostraron señales de

desaceleración. Sin embargo, la misma es muy parsimoniosa y sus valores continúan fuera del rango-meta.

Por un lado, la mediana de expectativas de la encuesta de analistas (recopilada por el BCU) se ubicó en 6,67% en junio, apenas por debajo del registro de marzo, producto de un aumento en abril y una caída desde entonces. Por su parte, la mediana de la encuesta a empresarios (recopilada por el INE) se mantuvo estable en 8% desde fines de 2022, en tanto que las expectativas de los mercados financieros, implícitas en el diferencial de la CR entre títulos nominales e indexados, se ubicaron en 7,56%, casi tres décimas por debajo del valor observado en marzo²⁴. De esta forma, el indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se redujo una décima respecto a tres meses atrás y se ubicó en 7,41%.

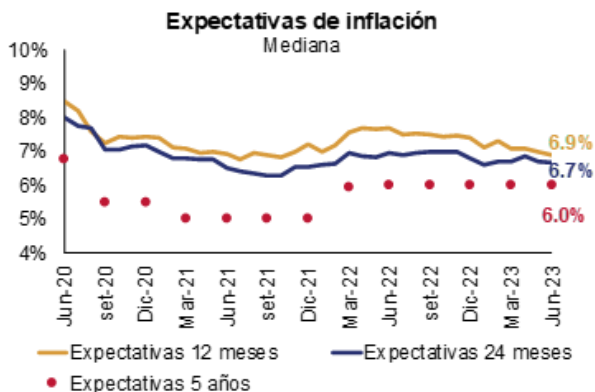
Deberían esperarse nuevas reducciones de las expectativas a este horizonte en las próximas mediciones en función de los datos observados y de la actual instancia de la política monetaria.



La encuesta a analistas brinda información adicional respecto a otros horizontes. Para los próximos 12 meses se observa un descenso de 20 p.b. respecto a marzo, para ubicarse en 6,90%. En tanto, para el horizonte de 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas se mantuvo nuevamente en 6% por quinto trimestre consecutivo.

²⁴ Esta metodología tiene una limitación: al basarse en diferencia de curvas, toda vez que existe un ciclo (al alza o a la baja) de la TPM, ésta se transmite parcialmente a la curva de LRM en pesos, por lo cual la tasa a 2 años nominal evoluciona *pari passu* con la TPM. Sin embargo, esto no sucede necesariamente con el rendimiento a 2 años en UI, pues esta

curva está más ligada a las emisiones internacionales del GC en UI. De esta forma, en un ciclo al alza (baja) de tasas del BCU, este indicador por construcción genera una señal de aumento (disminución) de expectativas de los mercados financieros.



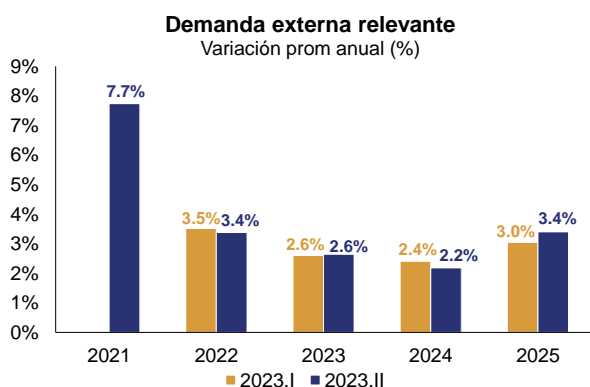
V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria más probable para el equilibrio macroeconómico de la economía uruguaya en el HPM, sintetizado en la evolución esperada de inflación, actividad y TCR, dada la información disponible al momento de celebrarse el COPOM. Asimismo, se plantean los principales riesgos que podrían afectar esta trayectoria y se analiza cómo podrían modificarla.

V.1 El escenario base²⁵

La evolución reciente y las perspectivas de la economía global determinan el escenario internacional más probable en el HPM, llamado “escenario base”.

Por un lado, las perspectivas para la actividad global presentan relativa estabilidad para el HPM respecto a lo que se preveía en el COPOM de marzo.

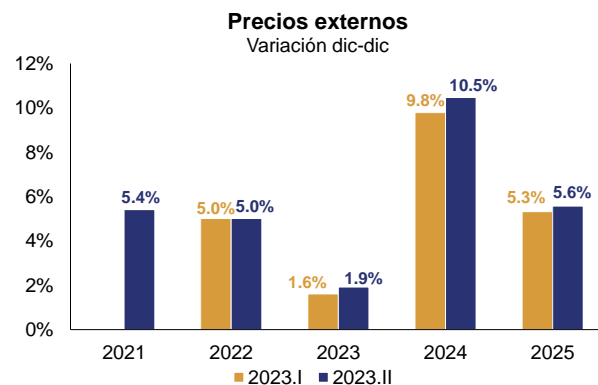


Respecto al informe anterior las perspectivas de crecimiento de la demanda externa relevante para Uruguay permanecen inalteradas para 2023, se reducen levemente para 2024 y aumentan para 2025. La estabilidad en la proyección para 2023

resulta de un mayor crecimiento esperado para Brasil y la extra-región compensado por la corrección a la baja en la proyección de Argentina. Luego, el leve ajuste a la baja para 2024 responde a un menor crecimiento esperado en la mayoría de los socios comerciales.

Demanda externa relevante (var. prom. anual)			
	2023	2024	2025
Demanda externo relevante	2.6%	2.2%	3.4%
Extra región	4.2%	3.5%	3.8%
China	5.8%	4.9%	4.9%
Estados Unidos	1.1%	0.8%	2.5%
México	2.3%	1.3%	2.1%
Zona Euro	0.8%	1.0%	1.7%
Región	0.1%	0.0%	2.6%
Brasil	2.0%	1.3%	1.7%
Argentina	-2.8%	-1.7%	3.2%

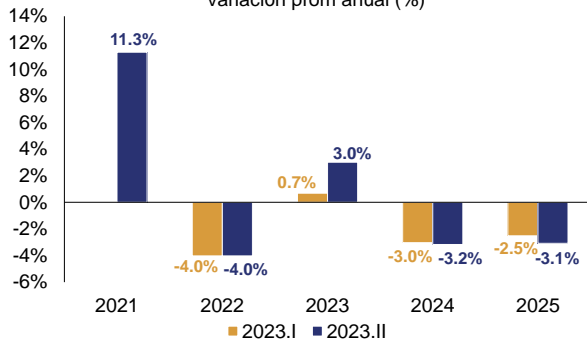
Los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares mantendrían una trayectoria al alza en el HPM, algo por encima a la esperada anteriormente. En particular, el fuerte aumento de precios en dólares esperado para 2024 se modifica levemente y se explica por la expectativa de una corrección del desajuste macroeconómico en Argentina que promueva una reducción de la incertidumbre y por ende de la brecha cambiaria una vez que entre en funciones un nuevo gobierno.



Asimismo, respecto a la relación de términos de intercambio para 2023 actualmente se espera una mejora mayor de la que se esperaba en el COPOM anterior, al tiempo que en 2024 y 2025 se observarían pérdidas algo mayores a las previstas en marzo.

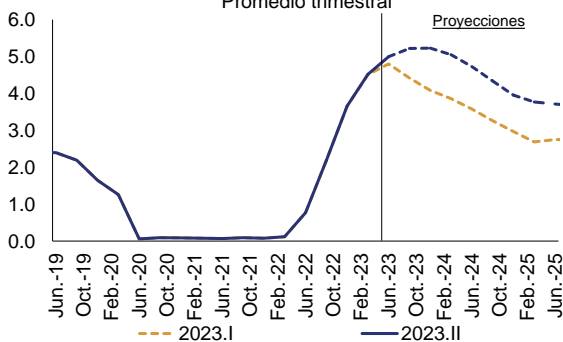
²⁵ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina consultora, Fondo

Términos de intercambio bienes y servicios
Variación prom anual (%)



Por último, las condiciones financieras internacionales proyectadas para el HPM serían algo más restrictivas que las esperadas tres meses atrás. Así, la trayectoria esperada de la tasa de la Fed se corrige al alza respecto al informe de marzo, en un marco de menores turbulencias en el sector bancario, inflación persistente (en particular, en su componente núcleo) y mercado laboral robusto.

Tasa de interés internacional
Promedio trimestral



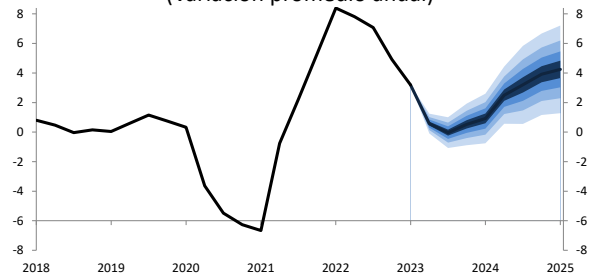
V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad

En el escenario base, la economía cerraría 2023 con un crecimiento del entorno del 1% para luego expandirse en torno a 4% promedio anual en el resto del HPM.

Este escenario está enmarcado en un alto nivel de incertidumbre, asociado al desempeño en la región, la que actualmente mantiene desequilibrios macroeconómicos persistentes, y a la eventual prolongación de los efectos de la sequía. En menor medida pueden mencionarse los efectos asociados a la continuación del conflicto entre Rusia y Ucrania. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo de confianza del gráfico *fan chart*, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En particular, en este informe la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento potencial (en torno a 2,5%) al final del HPM es 77%, mientras que en el IPOM anterior era 84%.

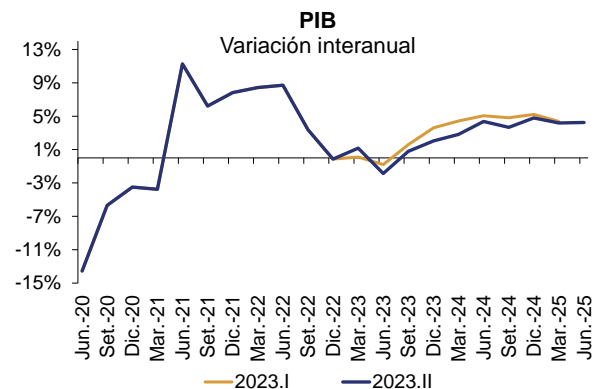
Proyección de crecimiento del PIB
(Variación promedio anual)



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 80%.

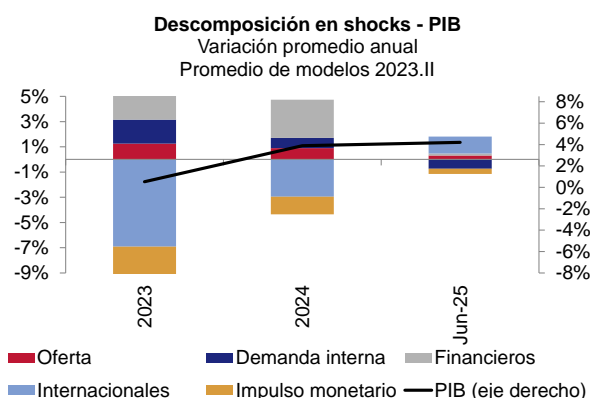
Del punto de vista de los componentes de la demanda, el crecimiento estaría impulsado en 2023 por el consumo privado, al influjo de la recuperación de la masa salarial, y la inversión privada. Mientras tanto, estarían incidiendo a la baja el ajuste del gasto público y el menor dinamismo de las exportaciones netas como consecuencia de la sequía. En 2024 el consumo y la inversión privados seguirían siendo los principales motores de crecimiento, junto a la recuperación de las exportaciones netas, que revierte el shock mencionado.

La variación interanual del PIB muestra una trayectoria inferior a la del IPOM anterior a partir de 2023T2, recogiendo el mayor impacto negativo esperado de la sequía. Una vez que este efecto va desapareciendo, la proyección converge a la presentada anteriormente, al influjo de la referida recuperación de las exportaciones netas.



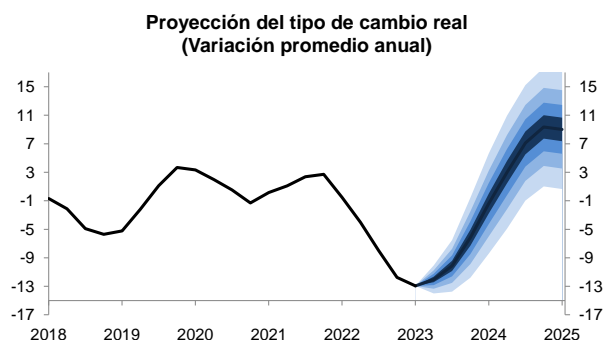
De acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en el HPM estaría impulsado por la demanda doméstica, destacándose el incremento en el consumo y la inversión privados, por los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio, y por los shocks de oferta, reflejando la puesta en marcha

de UPM²⁶ 27. Por otra parte, el impacto agregado de los shocks internacionales sería negativo en esos años, en un contexto de condiciones financieras más restrictivas dada la trayectoria prevista de la tasa de la Fed, a lo que se agrega la pérdida en los términos de intercambio en 2024. Posteriormente, estos shocks tenderían a diluirse, por lo que a mediados de 2025 (fin del HPM) predomina el impulso expansivo desde los precios relativos externos. Finalmente, y en línea con la instancia contractiva, el impulso monetario mostraría un impacto contractivo en todo el HPM, el que se iría reduciendo una vez que la inflación converge hacia el centro del rango.



Tipo de cambio real

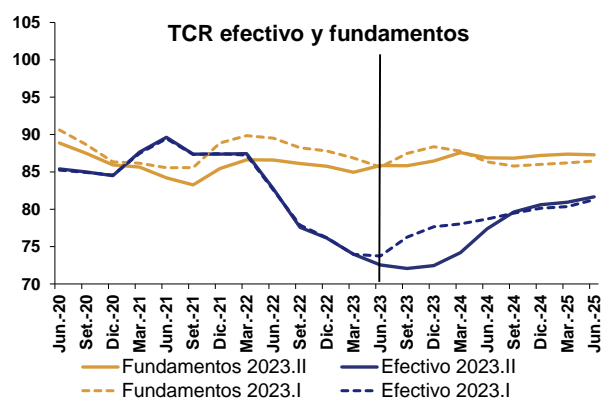
En el escenario base el TCR mostraría una tendencia a depreciarse a lo largo del HPM. La amplitud del intervalo de confianza es mayor que en las demás variables presentadas, ya que la dinámica del TCR se ve afectada, entre otros factores, por el tipo de cambio nominal que, como toda variable financiera, 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%.

De acuerdo con la metodología *fan chart* habría un 80% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor superior al 74% reportado en el informe anterior.

Asimismo, la dinámica del TCR en el mediano plazo guarda una estrecha relación con la evolución del TCRf, aunque en general muestra cierto rezago, producto de las rigideces nominales de la economía uruguaya. En tal sentido, se espera una depreciación del TCRf en el HPM, al influjo de una caída de los términos del intercambio y de la relación gasto público-PIB, a pesar del aumento de la productividad relativa y de la relación gasto privado PIB.



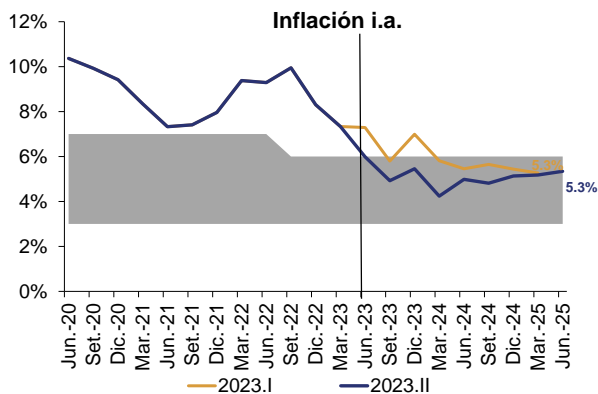
La brecha TCR se mantendría estable hasta fines de 2023 y a partir de entonces comenzaría a reducirse durante el resto del HPM.

Inflación

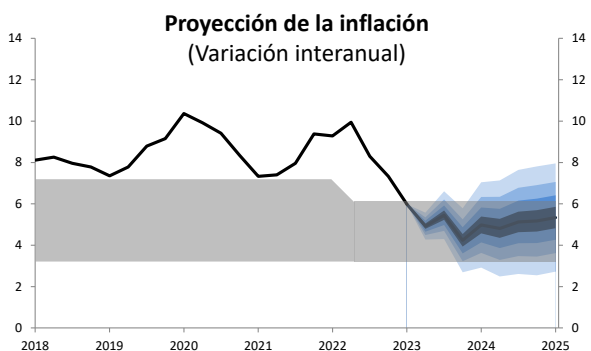
La inflación corrige a la baja en el punto de partida y se mantiene por debajo de la proyección anterior durante todo el horizonte de proyección. En particular, el punto de partida ubica a la inflación en el rango-meta, donde permanece durante todo el HPM, en un escenario donde la política monetaria se mantiene en fase contractiva, las expectativas reaccionan favorablemente, aunque lentamente, mientras que los precios administrados y la dinámica salarial evolucionan en línea con la política monetaria y las expectativas en el HPM. En este marco, hacia el final del HPM la proyección puntual de inflación es similar a la del IPOM anterior; a junio 2025 se ubicaría en 5,3% interanual.

²⁶ 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 2005-2023T2 (eje de la derecha).

²⁷ Si bien UPM comienza a producir en 2023, los shocks negativos de productividad a consecuencia de la sequía compensan parte de este efecto expansivo dentro de los shocks de oferta en este año.



Esta trayectoria de la inflación a lo largo del horizonte de proyección es guiada por la política monetaria contractiva y el aumento de precios administrados compatibles con una estrategia moderada de desinflación. Las expectativas de inflación se ajustarían progresivamente a la baja, influyendo a su vez a los salarios nominales, los que generarían menores presiones inflacionarias en el HPM respecto a las esperadas en el informe anterior. Asimismo, la desaceleración de la inflación también estaría determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR y en menor medida de una brecha PIB en terreno negativo. Dado esto, la confianza que asigna el *fan chart* a que la inflación se ubique dentro del rango-meta al final del HPM es similar a la del IPOM anterior: 56% en este informe, 55% en el previo, mientras que la confianza que la inflación se encuentre por debajo del techo del rango al fin del horizonte se mantiene en 69%.

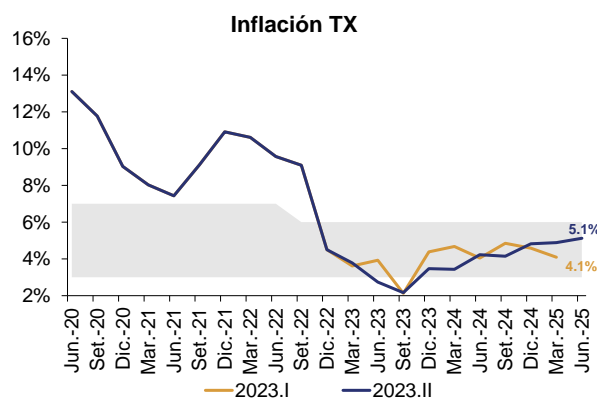


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

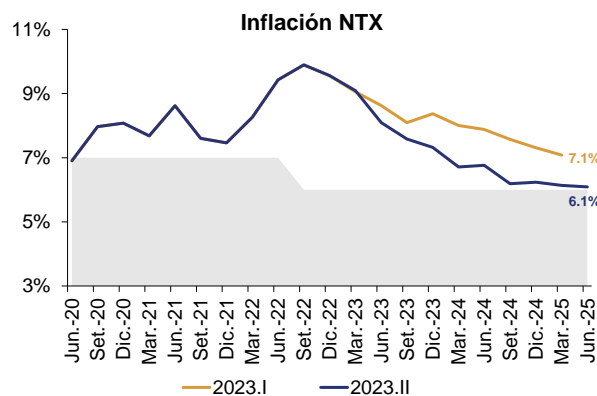
A nivel de componentes, la senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria inferior a la del IPOM anterior, tanto en el componente transable como en el no transable.

En la medida en que continúa diluyéndose el shock sobre los precios externos generado por el conflicto entre Rusia y Ucrania y en un contexto de depreciación moderada del tipo de cambio nominal, el componente TX presenta inicialmente

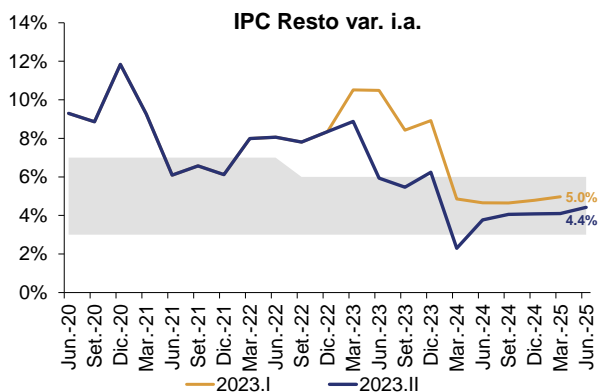
una mayor desaceleración. A partir de ese punto la inflación de TX se estabiliza en niveles cercanos al centro del rango-meta para luego acelerarse hacia el final del HPM, siempre en valores al interior del rango-meta. En esta dinámica juega un rol relevante la evolución proyectada de los precios externos y del tipo de cambio nominal, los que muestran una evolución en espejo en el HPM. Así, en la primera mitad el tipo de cambio nominal se acelera en un contexto de tasas de interés internacionales crecientes y moderado dinamismo de los precios externos medidos en dólares. Posteriormente, es la inflación internacional la que se acelera y el tipo de cambio nominal modera su crecimiento, lo que permite estabilizar la inflación transable.



Por otro lado, los NTX también parten de un nivel menor al del IPOM anterior, se desaceleran algo más rápido en el HPM y se ubican en un nivel compatible con el techo del rango-meta desde 2024T3. Este componente, que es el más rígido del IPC, responde con rezagos a la política monetaria contractiva a través de sus distintos canales, donde se destacan el de expectativas y el de brecha PIB.

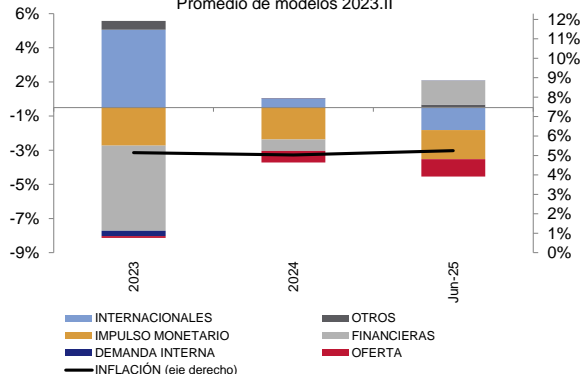


Por otra parte, el IPC Resto seguiría desacelerándose, a medida que se revierten los shocks de oferta sobre frutas y verduras y las tarifas públicas evolucionen en línea con el objetivo de inflación en el marco de coordinación de políticas monetaria, fiscal y de ingresos.



Estos factores pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco de un modelo DSGE.²⁸ En este contexto, la convergencia de la inflación hacia el rango-meta se logra en parte por las acciones de política del Banco Central, que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con su objetivo inflacionario (impulso monetario contractivo). Esto a su vez redundaría en menores expectativas de inflación, las que inciden en el proceso de formación de precios, salarios y márgenes empresariales (dentro de los factores de oferta). Asimismo, las tarifas públicas evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de “otros”).²⁹ Por otra parte, también contribuyen la moderación del tipo de cambio nominal al comienzo del HPM (dentro de variables financieras), las ganancias de productividad en un marco de crecimiento económico (dentro de oferta) y las menores presiones inflacionarias desde las variables internacionales (precios y condiciones financieras menos restrictivas hacia el final del HPM).

DESCOMPOSICIÓN PROYECCIONES - INFLACIÓN
Tasas de variación interanual (prom trim)
Promedio de modelos 2023.II



Tasa de interés

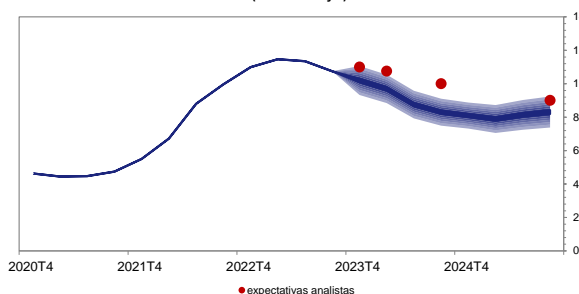
Actuando en el marco analizado anteriormente, la política monetaria reacciona a los desvíos de

²⁸ 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 7,7% interanual en el periodo 2005-2023 (eje de la derecha).

inflación y actividad y genera una senda de 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 los salarios nominales evolucionando según lo acordado en los convenios; asimismo, incorpora la reducción de 50 p.b. de la TPM adoptada en el COPOM del 6 de julio.

Esta senda puede ilustrarse en el siguiente gráfico *fan chart*, que muestra el rango en que sería esperable que se ubique la TPM dados el escenario base y el mapa de riesgos, siendo consistente con las proyecciones presentadas previamente. La senda considerada más probable es el área más oscura, que es la moda de la distribución de probabilidad. El gráfico incorpora además la mediana de las expectativas de analistas como referencia. Esta senda continúa reflejando una trayectoria descendente para la TPM a lo largo del horizonte de política. La senda esperada por los analistas, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, es similar, aunque en niveles más elevados.

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

Estas proyecciones surgidas del escenario base se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre elevado, cuyos principales detonantes son la situación macrofinanciera de la región, el avance en la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados y la persistencia de la guerra entre Rusia y Ucrania. A nivel doméstico se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al rango-meta. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el

²⁹ En este componente se incluye también la evolución de los precios de frutas y verduras, que han mostrado fuertes presiones inflacionarias en los últimos meses a consecuencia de la sequía.

análisis prospectivo presentado como escenario base. Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

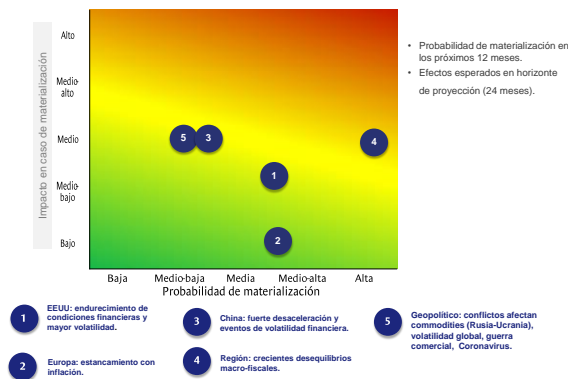
A continuación se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del Mapa de Riesgos (MR)³⁰.

Riesgos externos

A nivel internacional se identifican cinco grandes riesgos, agrupados conceptualmente por zonas: EE.UU., Europa, China, la región y geopolítico.

Para este informe, se juzgan como balanceados los factores que podrían modificar la ubicación de los diferentes riesgos en el mapa, por lo que se mantuvieron en las mismas zonas en las que estaban en el informe anterior.

Mapa de Riesgos internacionales, impacto en actividad.



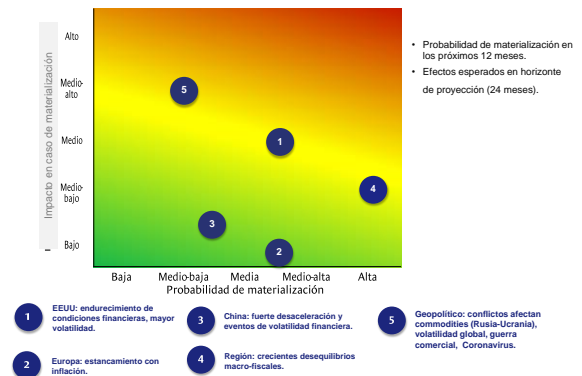
Respecto del nivel de actividad, se destaca el riesgo de la región (riesgo 4), que se mantiene en la zona amarilla/naranja, por lo que resulta el principal riesgo a monitorear. En la región persisten desequilibrios macroeconómicos de carácter estructural y una elevada incertidumbre económica y política, que implican un riesgo con alta probabilidad de materialización e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección. En caso de materializarse, eventos de esta naturaleza, dificultarían el crecimiento y podrían desencadenar salidas de capitales en la región, por lo que impactarían en forma negativa en Uruguay por sus efectos sobre el nivel de actividad, y sobre la estabilidad financiera y cambiaria.

Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5), que incluye el impacto del conflicto entre Rusia y Ucrania, tiene una probabilidad de materialización de media a medio-baja, con un impacto sobre la actividad de medio-alto a medio en caso de materializarse.

Mientras tanto, los riesgos vinculados a un endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. por encima de lo previsto en el escenario base (riesgo 1) y una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3), se mantienen en la zona verde/amarilla. En el caso del riesgo 1, la Fed podría reaccionar con subas más pronunciadas de su tasa de política, lo que ocasionaría mayores caídas en los precios de los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes. Asimismo, podría generar una recesión en EE.UU. En el caso del riesgo 3, se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una fuerte caída de los precios de nuestros productos de exportación.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) tiene una probabilidad de ocurrencia media-alta. Una recesión en Europa tendría un impacto bajo en la actividad, debido al menor peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de Riesgos internacionales, Impacto en inflación.



El MR internacionales para la inflación tiene las mismas probabilidades de ocurrencia, pero un impacto diferente respecto al mapa de actividad.

En este caso, los principales riesgos que pueden afectar la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los crecientes desequilibrios en la región (riesgo 4). Los mismos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un aumento del riesgo soberano en nuestro país, con consecuencias directas en la inflación transable y posibles efectos de segunda vuelta sobre los bienes y servicios no transables. Además, el riesgo geopolítico actuaría directamente sobre los precios transables.

³⁰ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

Riesgos domésticos

A nivel doméstico, el MR actualmente incluye dos riesgos relevantes: el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango-meta (riesgo 2) y el ciclo político-electoral (riesgo 4).

El riesgo respecto al ciclo político-electoral fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones entraron en el HPM. El mismo tiene su origen en que la evidencia empírica sugiere que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en los trimestres previos a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables económicas y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas. En base a estas consideraciones, este riesgo ingresa con una probabilidad y un impacto bajo en ambos mapas, y pasa a ser motivo de monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

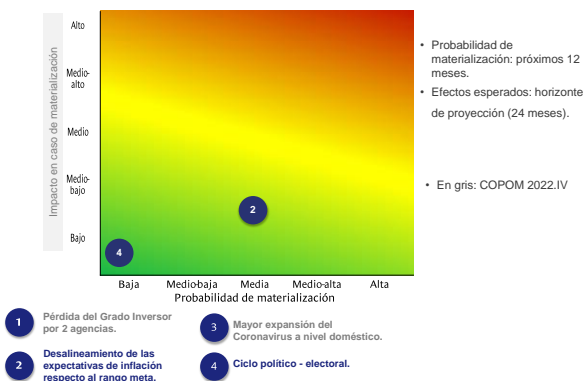
Finalmente, el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango-meta (riesgo 2) se sigue manteniendo como el principal riesgo a monitorear.

velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

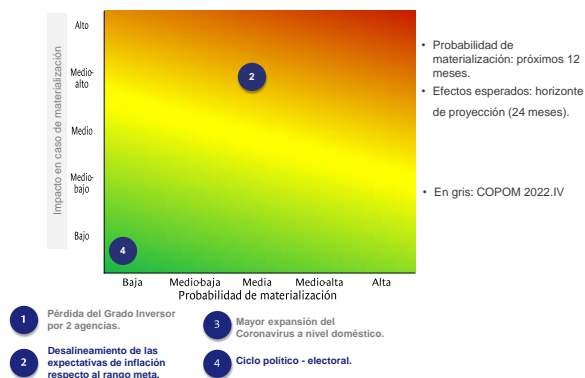
La identificación y evaluación de riesgos se complementa a partir de este informe con la inclusión de vulnerabilidades, las que se definen como las “condiciones o factores económicos, financieros o de cualquier otra índole, que limitan los alcances y conclusiones que se derivan del escenario base o exacerban los riesgos incluidos en los MR”.

En este contexto, la principal vulnerabilidad detectada está vinculada al cambio climático en dos dimensiones: riesgo “físico” y riesgo “de transición”. Los riesgos físicos aluden al aumento de la frecuencia y gravedad de eventos meteorológicos extremos y los impactos de largo plazo de modificaciones en las características del clima. 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.

Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la actividad.



Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la inflación.



Luego de evaluar la evolución reciente de la inflación, de la instancia de política y de las expectativas de inflación, se decidió conservar el riesgo 2 en zona naranja, manteniendo su probabilidad en media. Este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, ya que una mayor inflación esperada afectaría directamente la



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 15. Modelo Gestión de Liquidez (Publicado en IPOM 2023.II)

Introducción

A partir de las decisiones tomadas por el Comité de Política Monetaria (COPOM) respecto de la Tasa de Política Monetaria (TPM), la implementación de la política monetaria se realiza a través de operaciones de mercado abierto (OMA), las cuales, mediante la colocación de instrumentos de regulación monetaria a diferentes plazos, gestionan la liquidez del mercado de dinero de tal forma de generar condiciones consistentes con los anuncios del COPOM.

Un elemento fundamental para este proceso es el Modelo de Gestión de Liquidez (MGL)¹, marco analítico que permite proyectar la oferta de dinero primaria o Base Monetaria (BM) compatible con el objetivo de tasa de interés definido por el COPOM, basándose en identidades contables, relaciones comportamentales y proyecciones de corto plazo de variables mediante series de tiempo. El MGL respalda el escenario de corto plazo del que se obtiene la sugerencia de esterilización o inyección a través de la cual se busca asegurar que la BM efectiva se acerque a la BM proyectada, compensando los efectos no deseados de los factores autónomos de oferta e intentando mantener alineada la tasa a 1 día (T1D) efectiva del mercado de dinero con la TPM, mediante la mínima intervención posible por parte del BCU. Tomando como base de análisis esta sugerencia de colocación surge el calendario de colocación de Letras de Regulación Monetaria (LRM) para las siguientes dos semanas, que se publica cada viernes en la página web del BCU.

Estos calendarios semanales son el resultado del análisis prospectivo del mercado de dinero utilizando la herramienta del MGL con datos diarios. A su vez, este análisis con datos de alta frecuencia para el muy corto plazo es compatible con un escenario a nivel mensual, que surge del escenario del trimestre en curso. Asimismo, este trimestre es el primer paso de los 8 trimestres que conforman el actual horizonte de política monetaria (HPM) de 2 años. De esta forma, el análisis de muy corto plazo a través del MGL es compatible con las proyecciones macroeconómicas para el HPM que determinan una senda para la inflación y sus expectativas, la TPM, el stock de LRM y en términos más generales la hoja de balance del BCU. En síntesis, la operativa diaria del mercado de dinero, que a nivel analítico se basa en el MGL, contribuye en el corto plazo a generar las condiciones para el accionar de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que lleven a que la inflación y sus expectativas se ubiquen dentro del rango meta en el HPM.

La BM proyectada es el resultado de la agregación de la evolución esperada de los “componentes de demanda”: circulante, encajes bancarios y reservas voluntarias de agentes bancarios y no bancarios (entre ellos, las AFAP). Por otra parte, existe una proyección pasiva de BM, signada por la evolución de la BM que resulta de considerar los “factores de oferta”, entre los que se encuentran el manejo de disponibilidades en pesos del Gobierno (resultado en moneda nacional, política de endeudamiento en moneda nacional, y política de compra-venta de divisas), el resultado en moneda nacional del BCU, los vencimientos de Letras de Regulación Monetaria (LRM) y la política de compra-venta de divisas del BCU.

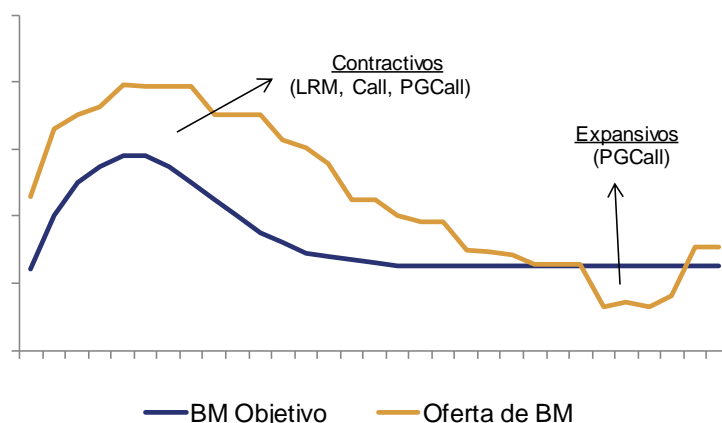
Por otra parte, El BCU cuenta con diversos instrumentos que le permiten regular la liquidez del mercado y, con ello, lograr el objetivo de TPM. El principal instrumento utilizado en la programación monetaria es la emisión de LRM, con las que se contrae la BM con su emisión al tiempo que los vencimientos expanden la misma, con lo que se intenta que la BM efectiva se acerque a la BM proyectada. Para el muy corto plazo (es decir, plazos menores a 30 días, primer nodo de la curva de rendimientos de LRM) se realizan operaciones de mercado abierto (OMA) con instrumentos de gestión de liquidez (“instrumentos de sintonía fina”), que actualmente son el Call y los Préstamos Garantizados Call. El primer instrumento se utiliza únicamente para

¹ Este modelo, utilizado habitualmente por los servicios del BCU, tiene su antecedente en el documento Borchardt, M., España, V., Ibarra, A., Induni, A., “[Gestión de la Liquidez en Uruguay: implementación y seguimiento operativo de la Política Monetaria](#)”, Documento de Trabajo N° 2007.004, BCU, 2007.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

esterilizar, mientras que el segundo es utilizado tanto para esterilizar como para inyectar liquidez en función de la necesidad de los agentes del mercado de dinero.²



Componentes de la Base Monetaria Proyectada

El primer paso para determinar la BM proyectada es obtener estimaciones mensuales para los distintos componentes de la demanda por liquidez. Las proyecciones mensuales del circulante y de los encajes bancarios se obtienen a través de estimaciones de modelos ARIMA para el promedio mensual del circulante y de los depósitos, medidos ambos en términos reales. El promedio mensual de las reservas voluntarias de agentes bancarios y no bancarios se estima en función de la evolución histórica de ambas series y de la coyuntura mensual.

En el caso de los depósitos bancarios, son varias las series a proyectar, las cuales difieren según institución, plazos y monedas. Una vez obtenida la proyección para el promedio mensual, el Encaje Mínimo Obligatorio (EMO) se obtiene aplicando las alícuotas correspondientes a los distintos plazos y monedas, adicionando un ajuste por sobrecumplimiento³.

Una vez estimados los promedios mensuales para los distintos componentes de la BM, se elaboran las pautas diarias compatibles. La agregación de estos componentes refleja, por tanto, la pauta diaria de la demanda por liquidez en el mes en cuestión, cuya evolución se encuentra muy influida por el ciclo fiscal. Una buena estimación de la pauta intramensual de la demanda por liquidez es muy relevante para evitar que el diseño de política genere presiones innecesarias sobre los mercados de dinero. Por esta razón, las estimaciones se van ajustando en el transcurso del mes, a medida que la disponibilidad de datos permite detectar cambios en las pautas de comportamiento de las variables.

Las estimaciones intramensuales del circulante y de los encajes bancarios parten de la aplicación de coeficientes diarios estacionales sobre los promedios mensuales estimados. Estos coeficientes resultan de promediar los ratios entre el valor de la serie y el promedio mensual observados en el mismo día hábil de meses anteriores. Asimismo, a las trayectorias intramensuales obtenidas se le incorporan ajustes puntuales que consideran las características propias de cada serie y el comportamiento de la serie en meses previos.

La preferencia por circulante crece gradualmente entre el penúltimo día hábil del mes y los primeros días hábiles del mes siguiente, para luego comenzar a decrecer suavemente. El incremento a principios de mes se explica por el cobro de sueldos y pasividades, mientras que la caída posterior ocurre a medida en que se van sucediendo los distintos pagos que debe realizar el público. Sin embargo, hay ciertos periodos identificados donde esta pauta no se cumple: en los meses de junio y diciembre, asociados al pago de aguinaldos, y se observa

² La evolución diaria de los factores de variación de la base monetaria pueden seguirse en el [Informe Diario de Pasivos Monetarios y Activos de Reservas](#) publicado por el BCU.

³ Se distingue entre BROU, BHU y Banca Privada.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

una mayor demanda por motivo de las fiestas de fin de año y en los días previos a Semana de Turismo y Carnaval.

Los encajes bancarios también presentan una evolución decreciente al interior del mes, explicada en parte por el hecho de que la BM no incluye el encaje correspondiente al 100% de las cuentas del Gobierno Central y del Banco de Previsión Social (GC-BPS) en el BROU. Los encajes son más elevados a principios de mes, cuando el GC-BPS realiza pagos, ya que no se ven afectados por la reducción en las cuentas del GC-BPS, a la vez que aumentan los depósitos de familias y empresas. En contraposición, hacia fin de mes, cuando el GC-BPS recauda, el encaje acompaña la disminución que experimentan los depósitos de dichos agentes. Por su parte, la evolución intramensual de la demanda de los agentes no bancarios no sigue un patrón tan claro como las variables descritas anteriormente.

Proyección de la Oferta Monetaria

Dada la definición de BM considerada, la generación de la misma se produce como resultado de operaciones propias del BCU, así como de las realizadas por el GC-BPS en el manejo de sus disponibilidades. Estos factores no se vinculan a los objetivos de política monetaria, por lo que, si estos movimientos no resultan compatibles con la variación de oferta monetaria proyectada, el BCU deberá utilizar los instrumentos que le permitan neutralizar los efectos no deseados.

La variación de las disponibilidades del GC-BPS genera modificaciones en la oferta de BM. Las mismas están determinadas por varios factores, tales como el resultado de sus operaciones corrientes en pesos, la colocación o vencimiento de títulos en moneda nacional⁴ y la compra-venta de divisas que realice.

Monitoreo diario y corrección de desvíos

Diariamente se cuenta con datos nuevos sobre las variables que intervienen en el MGL, por lo que el monitoreo de los desvíos respecto de lo programado es permanente. El principal objetivo de este monitoreo es mantener una pauta que sea consistente con el promedio de BM proyectada, atendiendo simultáneamente a la necesidad de reducir las presiones sobre los mercados de dinero y de cambios generados por excesos o escasez de liquidez. Por tanto, además de corregir los desvíos de BM, la nueva secuencia de colocaciones de LRM diseñada debe ser acorde con la demanda de liquidez. La referencia para ello la constituye el componente de la BM que no es explícitamente modelado, si no que surge de forma residual: las reservas voluntarias de agentes bancarios.

Las reservas bancarias voluntarias suelen ubicarse en niveles cercanos a cero. Por tanto, una vez estimados los demás componentes de la BM, la evolución del gasto neto del GC-BPS, y diseñada la pauta de colocaciones de LRM, la existencia de reservas voluntarias bancarias relativamente elevadas es indicativa de un escenario con excesos de liquidez, lo que hace necesaria una revisión al alza de la sugerencia de colocaciones respecto al escenario base. Esta revisión al alza busca evitar que el exceso de liquidez se vuelque al mercado de dinero y presione a la baja la T1D, alejándola de la TPM anunciada por el COPOM. Por el contrario, si las reservas voluntarias que surgen residualmente son negativas, la secuencia de colocaciones planteada resulta excesiva, ya que estaría generando cierto grado de iliquidez en el mercado. En este caso, sería necesaria una disminución en el calendario de colocaciones de LRM de forma de evitar eventuales presiones alcistas sobre la T1D o la utilización de instrumentos para inyectar puntualmente liquidez.

⁴ El calendario de emisiones en el mercado local es publicado semestralmente por la Unidad de Gestión de Deuda del MEF y puede consultarse en su [web](#).