



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Cuarto trimestre 2023



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

La actividad mundial consolida la perspectiva de enlentecimiento, aunque sin entrar en recesión. Asimismo, se mantiene la heterogeneidad de los últimos trimestres entre las diferentes regiones. Desde una óptica global, 2023 y 2024 mostrarían un dinamismo similar al que se esperaba en el trimestre anterior.

La inflación mundial se redujo con mayor velocidad de la que se esperaba, ante menores presiones desde los commodities y el efecto acumulado de la política monetaria contractiva a nivel global, que impactó especialmente en el componente núcleo de la inflación, el que sigue descendiendo a un ritmo más lento que el nivel general. Los principales bancos centrales mantuvieron inalteradas sus tasas de referencia y comenzaron a señalar que el ciclo al alza habría llegado a su fin. En este marco, se observó un descenso de la curva de rendimientos, conduciendo a una mejora de las condiciones financieras globales.

En la región, el gobierno entrante de Argentina procura corregir los desequilibrios macroeconómicos, intentando brindar una señal clara de cambio en el régimen económico. Esta señal y posteriores acciones contribuirían a generar un impacto positivo sobre las expectativas y a encaminar la normalización del funcionamiento de la economía. Mientras tanto, en Brasil el nivel de actividad confirmó la desaceleración que se esperaba en el tercer trimestre, aunque se volvió a desempeñar levemente por encima de lo esperado.

I.2 Contexto interno

En Uruguay, la actividad presentó en el tercer trimestre del año un crecimiento de 1,0% desestacionalizado y se ubicó 0,2% por debajo del nivel de un año atrás. Por otra parte, las proyecciones de corto plazo sugieren que la economía continuaría en crecimiento en los dos trimestres siguientes.

A nivel de sectores, los principales impulsores del crecimiento en términos interanuales fueron la actividad agropecuaria, la pesca y la minería. Mientras tanto, la principal incidencia negativa fue determinada por la construcción, al recoger la menor inversión en obras relacionadas con la planta de celulosa UPM II, y por energía eléctrica, gas y agua, que siguen reflejando los efectos de la sequía del primer trimestre del año. Por el lado del gasto, se observó un dinamismo de la demanda interna, liderada por el consumo privado, junto a una contracción de la demanda externa neta.

De acuerdo con los indicadores de alta frecuencia y los modelos de proyección de corto plazo disponibles, se espera que la actividad se expanda en los próximos dos trimestres, ante la reversión de los efectos producción la sequía desde mediados de año y la mayor actividad de la planta de celulosa UPM II. Del lado de la demanda, el consumo privado seguiría siendo el principal motor de crecimiento.

Por otra parte, en el año móvil finalizado a setiembre 2023 la economía uruguaya experimentó un déficit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 3.659 millones de dólares (4,7% del Producto Interno Bruto, PIB). Este resultado representa un aumento de 1,6 p.p. (puntos porcentuales) en comparación con el mismo período del año anterior.

Mientras tanto, el Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global registró una depreciación de 1,4% en el promedio del cuarto trimestre respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con China y Brasil. Asimismo, el TCRE bilateral se depreció 4,7% con respecto a países competidores de nuestros productos en la misma comparación.

Asimismo, el Tipo de Cambio Real de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se apreciaría 0,6% en el cuarto trimestre, ya que el impacto a la baja del aumento de los términos de intercambio habría sido superior a las contribuciones positivas de la caída de la productividad relativa esperada, de la menor relación Gasto Público-PIB y de la baja del ratio Gasto Privado-PIB. De este modo, la brecha entre el TCRE y el TCRf se ubicaría en niveles similares a los del trimestre anterior y posteriormente se iría reduciendo durante el Horizonte de Política Monetaria (HPM).

Por su lado, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora, ajusta al alza en los últimos meses, acumulando un crecimiento de 1,3% en el promedio del trimestre y revirtiendo parcialmente la tendencia a la baja de los meses anteriores.

Finalmente, en el año culminado a noviembre 2023 el Sector Público Global (SPG)¹ tuvo un resultado deficitario de 4,1% del PIB. Mientras tanto, a setiembre 2023 se observó un aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 40,2% 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.

¹ El sector público global incluye: Gobierno Central, Banco de Previsión Social, Empresas Públicas, Banco Central del

Uruguay, Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado.

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 las tres principales calificadoras de riesgo.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a diciembre 2023 se ubicó en 5,1%, manteniéndose desde junio dentro del rango meta vigente de 3% a 6% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) por séptimo mes consecutivo. Este registro anual corresponde al menor valor observado desde 2005.

La inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX, se incrementó en menor medida, ubicándose actualmente en 4,3%. A nivel de sus componentes, en el trimestre se verificó un aumento en los Transables de Exclusión (TX), acompañado de una estabilidad en los precios de los No Transables de Mercado (NTX).

Este incremento moderado de los TX estuvo en consonancia con la depreciación del tipo de cambio observada a comienzos del trimestre y la evolución de los precios internacionales relevantes para la inflación uruguaya, especialmente los combustibles, que se incrementaron a comienzos del último trimestre y luego se redujeron, ubicándose en niveles similares a los de junio.

Tanto las expectativas de inflación a 12 como a 24 meses se redujeron significativamente respecto a lo observado en setiembre, completando 12 meses de reducciones consecutivas. Se destaca especialmente la reducción de las expectativas de empresarios, que se reducen 50 p.b. (puntos básicos) adicionales en el trimestre y se ubican en el registro más bajo de la serie que comienza en 2013. También se destaca la convergencia de las expectativas de analistas que a enero de 2024 alcanzaron el 6% en el horizonte de política. De esta forma, el indicador resumen de tres metodologías monitoreadas por el BCU se ubica actualmente en 6,5%, siendo también su mínimo histórico y acercándose al rango meta. 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%.

1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base la economía cerraría 2023 con un crecimiento levemente positivo y crecería en torno a 4% promedio en 2024 y 2025. En el HPM el consumo privado se mantendría como principal motor del crecimiento, junto a la recuperación de

las exportaciones netas en 2024 y a la inversión en 2025.

La inflación interanual se mantendría dentro del rango meta durante todo el HPM, en una trayectoria inferior a la del COPOM anterior. Puntualmente, se ubicaría en 5,3% al final del HPM (diciembre 2025). La evolución de la inflación dentro del rango meta estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva/neutral en todo el HPM, la acción de los distintos mecanismos de transmisión y el marco de coordinación de políticas pautado por aumentos de precios administrados y de salarios nominales compatibles con el objetivo inflacionario.

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 precios no transables durante el HPM. A esta evolución de la inflación también contribuirían otros factores macroeconómicos, como la evolución moderada del tipo de cambio y la persistencia de una brecha PIB en terreno negativo en la primera parte del horizonte de proyección, la que se cerraría en la segunda mitad del HPM.

El principal riesgo para el nivel de actividad sigue siendo los desequilibrios macroeconómicos de la región y en menor medida una desaceleración en China y los problemas geopolíticos.

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 la dinámica salarial. A nivel global, se destacan como riesgos más relevantes los temas geopolíticos y en menor medida eventos financieros en Estados Unidos.

1.5 Decisiones de política monetaria

Luego de la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 29 de diciembre, el Directorio del BCU resolvió una reducción de 25 p.b. en la Tasa de Política Monetaria (TPM), fijándola en 9% y manteniendo la fase contractiva de la política monetaria. La decisión se basó en que la inflación y la inflación de exclusión se encuentran dentro del rango meta, que las expectativas inflacionarias continúan ajustado a la baja, el funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria y que las proyecciones de los servicios técnicos indican que la inflación se mantendría dentro del rango meta durante todo ese período.

Asimismo, en el comunicado del COPOM el Directorio del BCU señala la conveniencia de que la instancia de política monetaria mantenga los

esfuerzos para que la inflación continúe su convergencia hacia el centro del rango meta.

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 y 180 días, 1 año y 2 años, a fin de esterilizar los excesos de liquidez de mediano y largo plazo. Cuando estas intervenciones no fueron suficientes para asegurar que la Tasa Media del Mercado de Dinero a 1 día (T1D) operase en torno de la TPM anunciada, el BCU realizó operaciones con instrumentos a plazos más cortos, referidos como Instrumentos de Sintonía Fina (ISF), ya sea para esterilizar como para inyectar liquidez.

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

La perspectiva sobre el crecimiento global muestra alteraciones leves respecto a lo que se preveía el trimestre pasado. En tal sentido, para 2023 se espera un crecimiento algo inferior al que se esperaba tres meses atrás, mientras que la proyección para 2024 se mantiene incambiada.

En este marco, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) corrigió 1 décima a la baja su proyección de crecimiento mundial para 2023 en su reporte de noviembre, pasando de 3,0% a 2,9% y mantuvo la previsión para 2024 en 2,7% respecto a su reporte de setiembre².

La inflación a nivel global se desaceleró a un ritmo mayor al esperado, al tiempo que también se redujeron las expectativas. Asimismo, se desacelera el núcleo inflacionario, aunque a un ritmo más lento que el resto de los componentes, al influjo de la robustez del mercado laboral y de los servicios.

Ante esta reducción de las presiones inflacionarias y en un marco de desaceleración del nivel de actividad esperado en las principales economías, el mercado espera una política monetaria menos restrictiva por parte de los bancos centrales más relevantes. En particular, si bien la Reserva Federal (Fed) mantuvo su tasa de referencia por tercera reunión consecutiva en la reunión de diciembre, las declaraciones del presidente y de distintos responsables del organismo conducen a mayores recortes de tasa esperados tanto en 2024 como en

los años siguientes, con respecto a lo que se esperaba en el trimestre anterior. No obstante, los datos correspondientes al mercado laboral también muestran robustez, lo cual disminuye la probabilidad de una recesión. Por su parte, la moneda china se mantiene depreciada en un marco donde la inflación doméstica del país fluctúa en torno a 0 desde hace algunos meses, lo cual contribuye con el proceso de desinflación global.

Por su parte, los activos financieros se vieron impulsados por las perspectivas de menores tasas de interés, que impactaron a la baja a lo largo de toda la curva de rendimientos. En tal sentido, las acciones exhibieron importantes ganancias a lo largo del trimestre. Asimismo, el dólar mostró una trayectoria a la baja frente a otras divisas, por efecto del mencionado descenso de tasas en los bonos de Estados Unidos (EE. UU).

Entre tanto, los precios de los commodities volvieron a descender, especialmente el petróleo, tras la suba del trimestre anterior.

A nivel regional, en Argentina el Gobierno entrante propone una corrección macroeconómica mediante una política de ajuste rápido. En este marco, se anunció un ajuste fiscal del orden de 5% del PIB, se liberaron los controles de precios y se ajustó el valor del tipo de cambio oficial, lo que implicó un aumento de casi 120% del dólar respecto al valor previo. Asimismo, se intenta terminar con el financiamiento monetario del fisco y con la emisión que genera el vencimiento de corto plazo de los pasivos remunerados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), al sustituirlos por bonos emitidos por el Tesoro de vencimiento más largo. Asimismo, el presidente envió un decreto que pretende eliminar más de 300 regulaciones económicas. Mientras tanto, en Brasil el crecimiento del tercer trimestre confirmó la desaceleración que se esperaba, tras el elevado crecimiento de la primera mitad del año.

Actividad global

Los datos de alta frecuencia exhiben heterogeneidad entre los grandes bloques económicos. Por un lado, EE.UU. exhibió un dinamismo superior al esperado en el tercer trimestre, junto a un mercado laboral robusto, que conduce a una corrección al alza en las proyecciones de crecimiento para 2023 y 2024, aunque con un enlentecimiento en 2024. Por su parte, la Zona Euro (ZE) y China muestran un panorama más desafiante, siendo que en la ZE el crecimiento fluctuó en torno a 0 en los últimos trimestres y no se descarta que entre en recesión en 2024, mientras que China mostró una aceleración en el tercer trimestre, impulsada por estímulos

² OECD Economic Outlook (noviembre 2023).

oficiales, pero se espera que continúe el proceso de caída de su tasa de crecimiento tendencial, en un marco de elevados riesgos financieros.

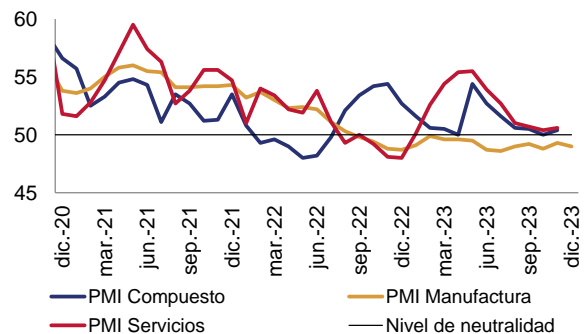
Más concretamente, en EE.UU. el PIB creció 4,9% durante el tercer trimestre, tras el incremento de 2,1% registrado en el segundo, en términos desestacionalizados y anualizados. Este crecimiento refleja las contribuciones positivas del gasto de los consumidores y el incremento de inventarios. Por su parte, el mercado laboral mantuvo la fortaleza de los últimos meses, a pesar del aumento de los costos crediticios como consecuencia de la política monetaria restrictiva implementada por la Fed. De este modo, la OCDE elevó su proyección de crecimiento para 2023 de 2,2% en setiembre a 2,4% en noviembre, y la de 2024 de 1,3% a 1,5%.

Por su parte, en la ZE el PIB cayó 0,1% durante el tercer trimestre, tras un crecimiento de 0,1% en el segundo, en términos desestacionalizados. Entre los componentes del gasto, el consumo de los hogares, la inversión y el descenso de las importaciones contribuyeron positivamente, mientras que el gasto público y las exportaciones contribuyeron negativamente. La OCDE mantuvo su previsión de crecimiento en 0,6% para 2023 y la recortó de 1,1% a 0,9%, para 2024.

Mientras tanto, China se expandió 1,3% en el tercer trimestre en términos desestacionalizados con respecto al segundo, superando tanto las expectativas de los analistas como el crecimiento registrado en el trimestre anterior. El mayor dinamismo fue impulsado por estímulos monetarios, como los recortes en las tasas de interés e inyecciones de liquidez por parte del Banco Central. Asimismo, los datos de alta frecuencia evidencian la persistencia de los problemas en el sector inmobiliario y la debilidad de la demanda doméstica. La OCDE elevó levemente su proyección de crecimiento de 5,1% a 5,2% para 2023 y de 4,6% a 4,7% para 2024.

Entre los datos de alta frecuencia, los *Purchasing Managers Index* (PMI) globales exhiben desaceleración durante el cuarto trimestre. En particular, el sector manufacturero se mantiene por debajo del nivel de neutralidad, al tiempo que los servicios se ubican muy cerca de ese nivel, aunque permanecen en terreno positivo.

PMI Global



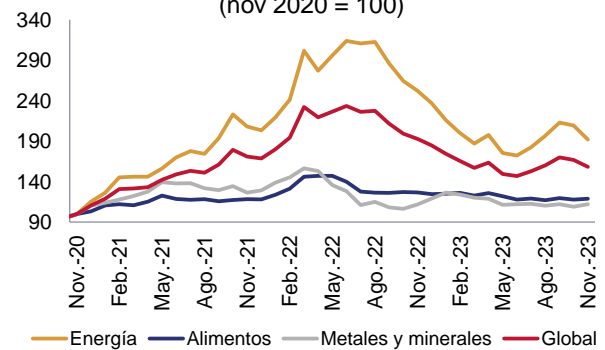
Fuente: Bloomberg.

Commodities

Tras el repunte que habían registrado en el tercer trimestre, los precios de las materias primas retomaron la trayectoria descendente que habían experimentado tras los shocks del COVID-19, la posterior interrupción de la cadena de suministros y el conflicto entre Rusia y Ucrania. A nivel de componentes, esta evolución global es determinada por los precios de los energéticos, en particular el petróleo, en virtud que tanto los alimentos como los metálicos muestran estabilidad.

Índices de commodities

(nov 2020 = 100)



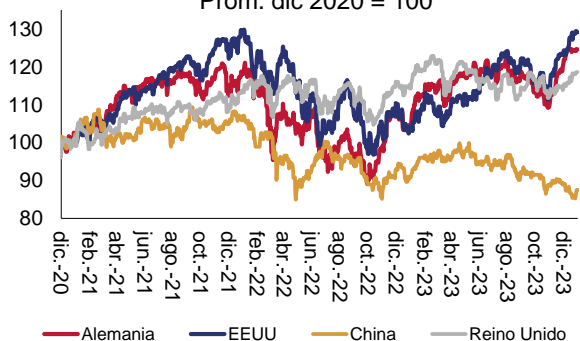
Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros e inflación

Los mercados internacionales se vieron impulsados por las expectativas de bajas en las tasas de interés. En ese sentido, las principales bolsas de valores exhibieron ganancias, especialmente hacia el final de trimestre, como resultado del menor atractivo de los activos libres de riesgo y de las menores tasas de descuento de los flujos futuros, que implican tasas de interés más reducidas. La excepción a este buen desempeño es el mercado accionario chino, afectado por las incertidumbres que generan su sistema financiero y su mercado inmobiliario.

Índices accionarios globales

Prom. dic 2020 = 100

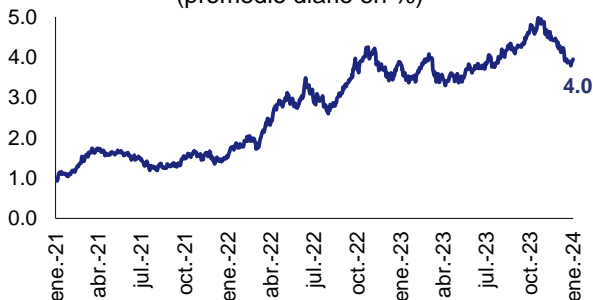


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la inflación a nivel global se redujo de forma más rápida de lo esperado. Las presiones inflacionarias provenientes de los commodities disminuyeron sensiblemente, lo cual contribuyó al descenso de la inflación general. Por su parte, la inflación núcleo continuó descendiendo a un ritmo más lento. Adicionalmente, la perspectiva de menor crecimiento y la caída de las expectativas de inflación de los agentes explican la trayectoria a la baja esperada de la tasa de los fondos federales para los próximos años. De este modo, la curva de rendimientos se movió a la baja en todos sus nodos. Actualmente, la tasa de los *Treasuries* a 10 años se ubica en el entorno de 4%, más de 100 p.b. por debajo de la registrada a mediados de octubre 2023.

Tasa de retorno de los Treasuries

(promedio diario en %)

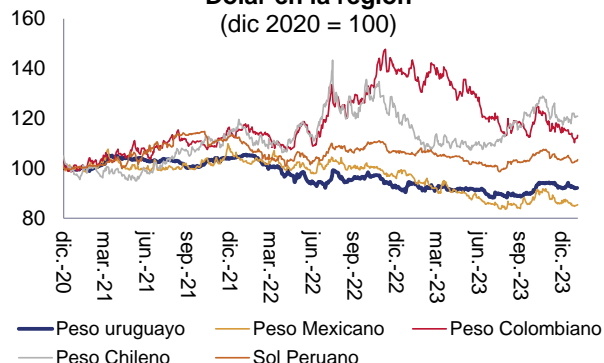


Fuente: Fed.

Entre tanto, el dólar se depreció a nivel global durante el trimestre, tanto con respecto a divisas de economías avanzadas como de economías emergentes, como consecuencia de la mencionada baja de tasas y del contexto financiero global menos restrictivo. En ese marco, las monedas de la región retornaron a la senda de fortalecimiento que exhibían desde el inicio de 2023, tras la pausa en esa tendencia que experimentaron durante el tercer trimestre.

Dólar en la región

(dic 2020 = 100)

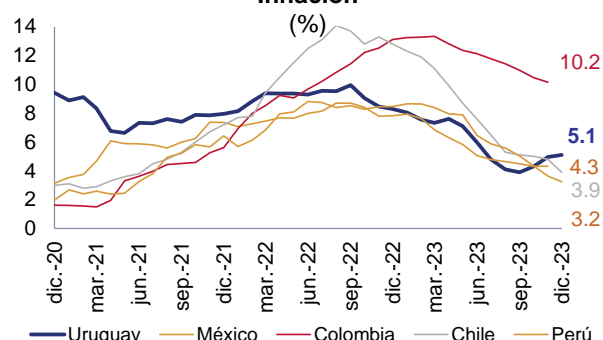


Fuente: Bloomberg y BCU.

Por otra parte, el fortalecimiento de las monedas regionales, entre otros factores, contribuye con el proceso desinflacionario que atraviesan las economías de la región desde hace algunos meses, tras los picos de inflación observados luego de las reaperturas post COVID-19 y el conflicto entre Rusia y Ucrania.

Inflación

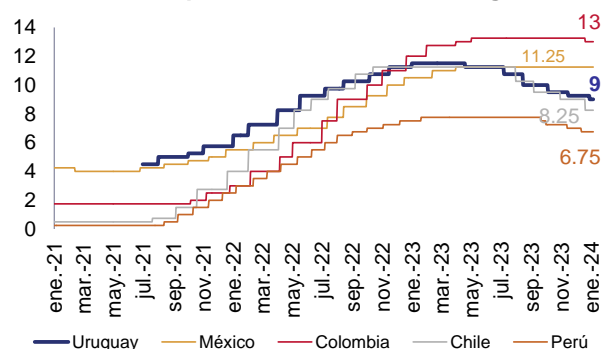
(%)



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

Este descenso de la inflación y de las expectativas inflacionarias de los agentes en la región permitió que los bancos centrales avanzaran en su ciclo a la baja de su tasa de interés y relajar sus políticas monetarias.

Tasas de política monetaria en la región

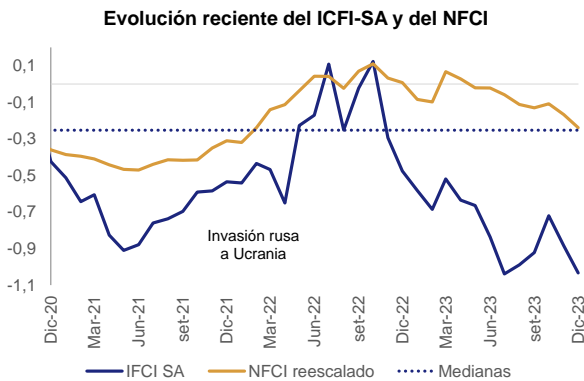


Fuente: BCU, BANXICO, BRC, BCCH, BRP.

Por último, se analizan las condiciones financieras para la región, las que pueden resumirse en el *Indicador de Condiciones Financieras para las Economías Sudamericanas* (ICFI-SA) elaborado por

el BCU. El mismo es construido para captar los ciclos financieros específicos de la región. En la gráfica siguiente se muestra su evolución en los últimos 15 años y se la compara con un indicador más estándar, como es el indicador NFCI elaborado por la Reserva Federal de Chicago³.

En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales se mantienen favorables desde hace más de un año, lejos del terreno neutral, señalado por su mediana. Asimismo, tras un endurecimiento relativo en octubre, las mismas se volvieron a suavizar en noviembre y diciembre, movidas por la disminución de la inflación mundial, la caída de las tasas globales de interés y la depreciación del dólar frente a las divisas emergentes.



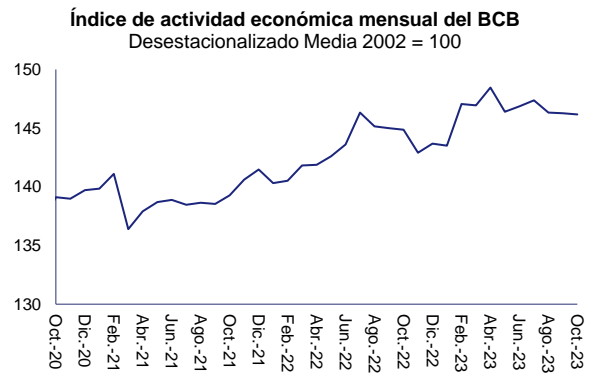
Fuente: BCU. NFCI es la sigla de National Financial Conditions Index (NFCI). Cuando una serie se ubica por encima (por debajo) de su mediana histórica, el contexto es relativamente desfavorable (favorable). Se entiende como “condición desfavorable” cuando existe un menor acceso al financiamiento externo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

La región

Los países vecinos continúan atravesando trayectorias divergentes: por un lado, Brasil pese a desacelerarse, muestra un crecimiento por encima de las expectativas en un contexto de inflación descendente; por el otro, Argentina inicia un nuevo Gobierno con el desafío de corregir desequilibrios macroeconómicos, cuyo proceso demandará costos en materia de actividad e inflación en el corto y mediano plazo. Los datos de alta frecuencia señalan desaceleración en Brasil y caída de actividad en Argentina. Por su parte, en Brasil la inflación se desaceleró por tercer mes consecutivo en noviembre y se espera una leve desaceleración adicional en diciembre. Mientras tanto, en Argentina el fuerte ajuste del dólar oficial, la actualización de precios regulados y de tarifas y la eliminación de los controles de precios provocaron

un nuevo impulso inflacionario en diciembre sobre una inflación de base ya muy elevada.

La economía brasileña volvió a crecer por encima de lo esperado en el tercer trimestre, aunque tan solo 0,1% en términos desestacionalizados, tras expandirse 1,0% en el segundo. Esta evolución está en línea con la desaceleración esperada, la que se extenderá durante 2024. Sus determinantes pueden encontrarse en los efectos rezagados de la política monetaria contractiva y el menor dinamismo global esperado. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el Banco Central de Brasil (BCB) espera un crecimiento de 2,9% en 2023, 1,5% en 2024 y 2% en 2025, proyecciones similares a las del trimestre anterior.



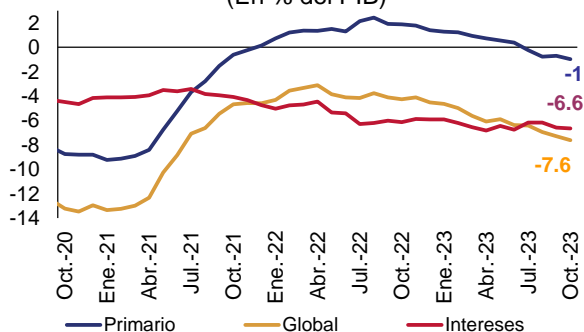
Fuente: BCB.

Asimismo, la inflación retomó su senda descendente a partir setiembre, tras una leve aceleración entre junio y agosto, cerrando noviembre en 4,7%. Según la encuesta que realiza el BCB, los analistas esperan en mediana que la inflación termine 2023 en 4,5% y 2024 en 3,9%, ante el marcado descenso de la inflación en los últimos meses. En este marco, el COPOM continuó su ciclo a la baja de la tasa de interés, al recortar 50 p.b. la tasa Selic en cada una de las últimas cuatro reuniones. Así, la tasa se sitúa actualmente en 11,75%. Se espera que el BCB continúe recortando su tasa al ritmo de 50 p.b. por reunión hasta mediados de 2024.

La evolución del déficit fiscal permanece como el aspecto macro de mayor incertidumbre. Por un lado, los mercados ponderan positivamente la preocupación del Gobierno por la consolidación de las cuentas públicas. No obstante, las dificultades que ha encontrado el Gobierno en el Parlamento para acordar subas de impuestos que permitan alcanzar las metas del nuevo marco fiscal son un factor de riesgo.

³ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico al final de este informe, que se corresponde con el número 17 de la serie de box metodológicos.

Resultado del sector público (En % del PIB)

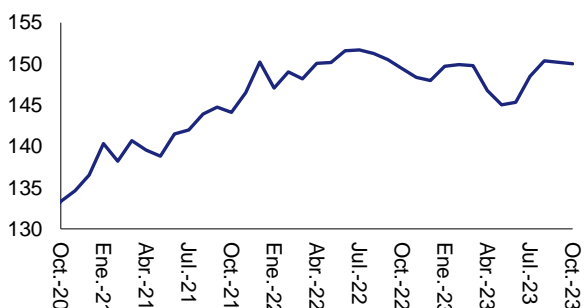


Fuente: BCB

Entre tanto, en Argentina el Gobierno entrante está intentando implementar las primeras medidas a nivel macro de su programa económico, que vienen acompañadas de un ambicioso conjunto de desregulaciones a nivel micro de la economía y de reformas estructurales. La hoja de ruta presentada busca corregir los actuales desequilibrios macroeconómicos, apuntando a dar una señal rápida de cambio en el régimen económico que contribuya a generar un efecto positivo sobre las expectativas y la confianza.

El nivel de actividad creció 2,7% en el tercer trimestre y recuperó buena parte de lo perdido durante el segundo. Dicho crecimiento se explica por la producción del yacimiento de Vaca Muerta, el anticipo de consumo por las expectativas de devaluación tras las elecciones en un ambiente de represión financiera y los estímulos por parte del Gobierno. Los datos de alta frecuencia muestran una pérdida de dinamismo al inicio del cuarto trimestre, el cual se espera que se profundice en los próximos meses, habida cuenta de la aceleración inflacionaria, la devaluación del dólar oficial y el ajuste fiscal en curso.

Argentina - EMAE Media 1993 = 100

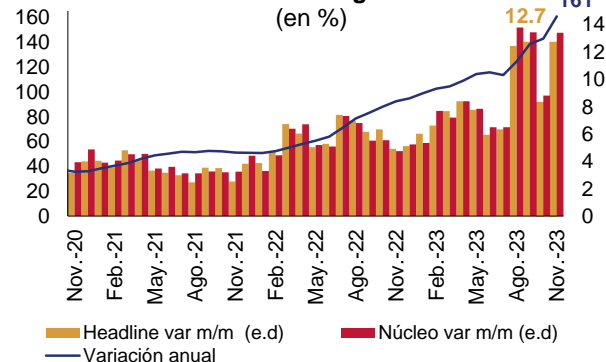


Fuentes: INDEC.

En noviembre la inflación mensual se ubicó en 12,7%, al tiempo que la interanual alcanzó 161%. Las mencionadas primeras medidas del nuevo Gobierno, como la corrección cambiaria y la actualización de tarifas y precios regulados, tendientes a corregir los desequilibrios de los precios relativos, presionan a la inflación. Se espera

que la variación mensual de precios de diciembre se ubique en torno a 25%, con lo cual la inflación anual finalizaría 2023 por encima de 200%.

Inflación en Argentina (en %)



Fuentes: INDEC.

Previo a liberar las restricciones y regulaciones cambiarias y financieras vigentes, el Gobierno entiende que es necesario solucionar el desequilibrio monetario, en la medida en que el stock de pasivos remunerados del BCRA constituye un riesgo adicional, una vez que se hayan equilibrado los precios relativos.

Por su parte, el déficit fiscal respecto al PIB registró una disminución en octubre, ante la licuación del gasto que ocasionó la aceleración de la inflación y por el aumento de impuestos. Uno de los pilares del programa del Gobierno es una política fiscal ambiciosa, por la magnitud y la velocidad del ajuste, que buscará alcanzar superávit primario y equilibrio global de las cuentas públicas en 2024. De este modo, se pretende eliminar el financiamiento monetario directo e indirecto.

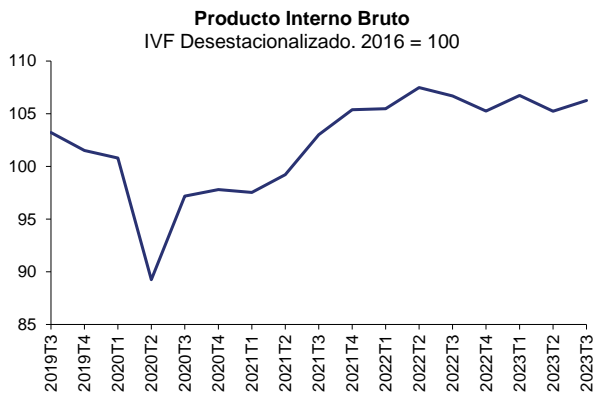
Finalmente, a nivel político se verifica al inicio de la nueva Administración una asimetría entre la magnitud y ambición de los objetivos del Gobierno y la fragmentación en la representación parlamentaria.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

El tercer trimestre de 2023

En 2023T3 la actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 1%, equivalente a una caída interanual de 0,2%.



En la comparación interanual, la leve caída del trimestre fue impulsada por la contracción de los sectores de construcción y energía eléctrica, gas y agua, en un entorno de menor inversión en obras asociadas a UPM II y menor producción de energía eléctrica de fuente hidroeléctrica y térmica, recogiendo todavía el impacto de la sequía.

Por su parte, las actividades agropecuarias, pesca y minería presentaron un importante crecimiento, asociado al mayor valor agregado de las actividades pecuaria y silvícola. Asimismo y en menor medida también crecieron algunas actividades asociadas a servicios.

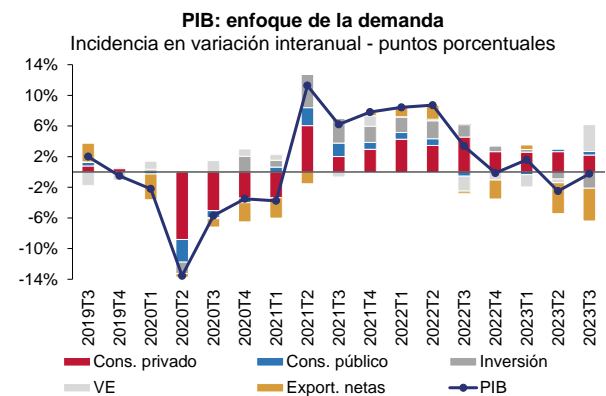
PIB Oferta: tercer trimestre 2023		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuaria, Pesca y Minería	9,6%	0,5%
Industria manufacturera	-1,0%	-0,1%
Energía eléctrica, Gas y Agua	-11,3%	-0,4%
Construcción	-8,6%	-0,4%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	-1,1%	-0,1%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	2,6%	0,3%
Servicios financieros	3,7%	0,2%
Actividades profesionales y Arrendamiento	-1,8%	-0,1%
Actividades de administración pública	2%	0,1%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	0%	0%
VALOR AGREGADO a precios básicos	-0,2%	-0,1%
Impuestos menos subvenciones a los productos	-0,9%	-0,1%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	-0,2%	-0,2%

Por el lado del gasto, en términos interanuales se observó un descenso de la demanda externa neta que no fue compensado por el crecimiento de la demanda interna.

Las exportaciones de bienes y servicios disminuyeron 9,2% respecto a un año atrás, al impulso de las menores exportaciones de bienes, aunque también se verificó menor exportación de servicios. En tanto, las importaciones de bienes y

servicios aumentaron 5%, explicado por mayores bienes de consumo y servicios del exterior, estos últimos principalmente por el turismo en Argentina. De esta forma, las exportaciones netas tuvieron una incidencia negativa de -4,3 p.p.

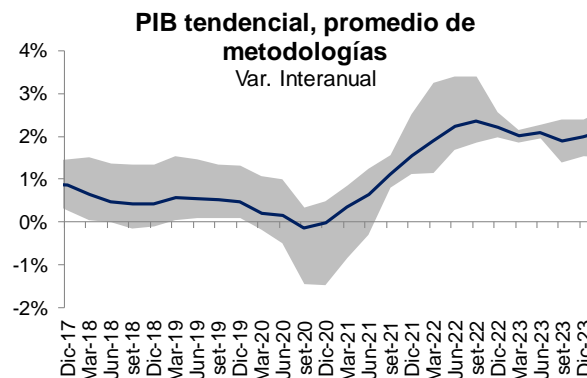
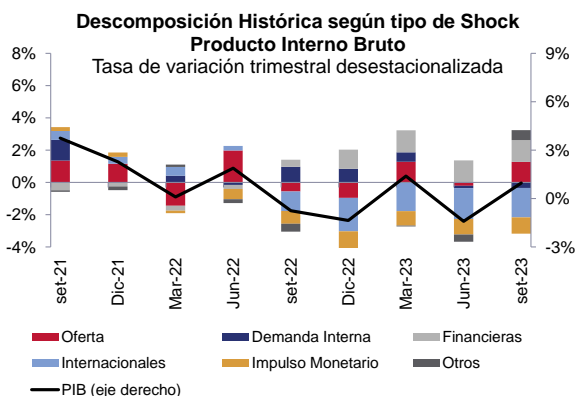
En contrapartida, la expansión de la demanda interna se explicó principalmente por el gasto de consumo final, apuntalado por el consumo privado que se expandió 3,4% en términos interanuales, destacándose el mayor gasto de consumo durante los viajes de turismo en el exterior. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se contrajo 11,3% incidiendo por las menores obras asociadas a UPM II. En tanto, el consumo del gobierno aumentó 2,7% en la misma comparación.



Descomposición histórica del PIB

Los principales determinantes macroeconómicos que explican la dinámica del PIB también pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)⁴. 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 - 2023T3 (eje de la derecha).

⁴ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.



El crecimiento desestacionalizado de 1% respecto al trimestre anterior obedeció en gran medida a la reversión del efecto sequía y a la puesta en producción de UPM II (shocks de oferta).

Los sucesivos incrementos de la tasa de interés externa de referencia incidieron a la baja (shocks internacionales), al igual que la contribución del impulso monetario, en línea con la instancia contractiva de la política monetaria. Finalmente, los shocks financieros mantuvieron su impacto al alza a través del shock a la paridad de tasas.

Indicadores de actividad del cuarto trimestre de 2023

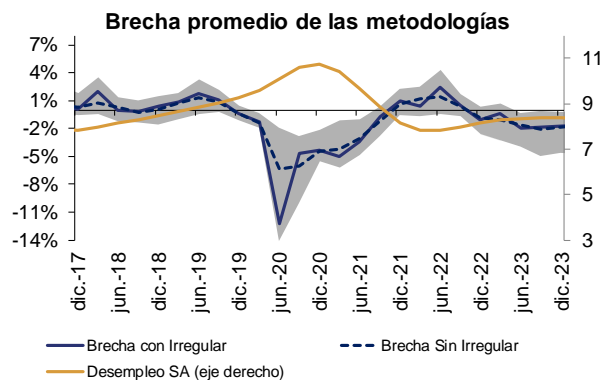
De acuerdo con los indicadores de alta frecuencia y las proyecciones de los modelos de corto plazo disponibles, se espera que la actividad se expanda en el cuarto trimestre, ante la reversión de los efectos de la sequía desde mediados de año y la mayor actividad de UPM II. Del lado de la demanda, el consumo privado seguiría siendo el principal motor de crecimiento.

Los indicadores de consumo se mantienen dinámicos. De acuerdo a datos preliminares, las ventas de autos se expanden en el promedio octubre-noviembre desestacionalizado, mientras que el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se situó en niveles de moderado optimismo en noviembre, apuntalado en las últimas mediciones por la intención de compra de bienes durables. A su vez, se habría mantenido el dinamismo del turismo emisor, aunque las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes descenderían un 3% desestacionalizado en el cuarto trimestre.

Por su parte, los indicadores parciales de inversión señalan un enlentecimiento. Las importaciones de bienes de capital mostrarían un leve descenso en la comparación desestacionalizada frente al trimestre previo; lo mismo sucedería con las importaciones de bienes intermedios sin energéticos, tras el leve aumento del tercer trimestre (fuente Aduana, datos preliminares a diciembre).

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) mostrarían recuperación en el cuarto trimestre, luego de haber sido fuertemente afectadas en trimestres anteriores como consecuencia de la sequía. Con datos a diciembre (preliminar), presentarían un crecimiento desestacionalizado cercano a 10% frente al tercer trimestre.

Brecha de producto



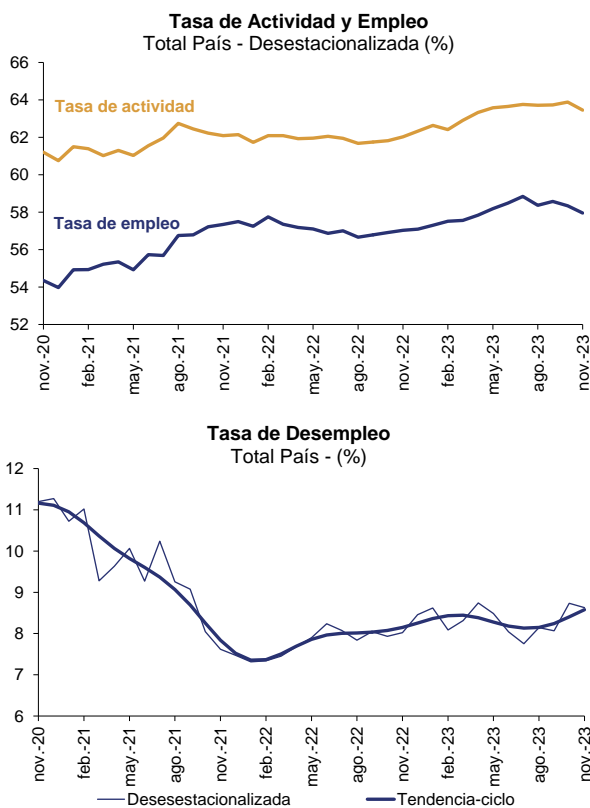
La brecha de producto según el promedio de los modelos utilizados, se habría ubicado en -1,7% al cierre de 2023, con un efecto irregular positivo de 0,2%, manteniéndose en niveles similares a los de los dos trimestres previos. Por otra parte, el desempleo desestacionalizado se habría mantenido estable en el margen, en niveles similares por tercer trimestre consecutivo. Asimismo, el crecimiento tendencial estimado muestra una leve recuperación en el margen y se ubica en el entorno de 2% anual para el mismo período (estimación promedio de metodologías), manteniéndose en niveles similares durante todo el año 2023⁵.

⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁶ exhiben cierto crecimiento. En concreto, en octubre se observa un crecimiento desestacionalizado cercano a 1,5% a nivel global y de 0,1% para el núcleo industrial, con respecto al promedio del tercer trimestre.

Empleo e ingresos⁷

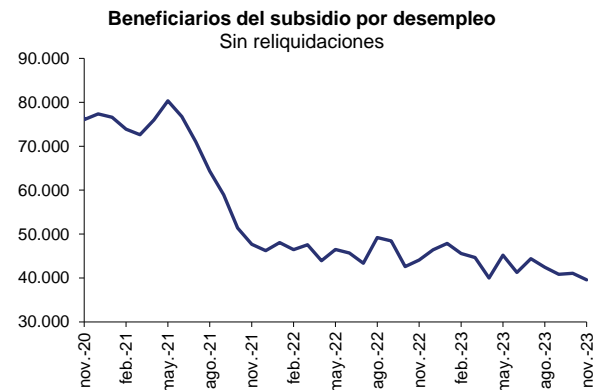
En términos desestacionalizados, tanto la tasa de actividad como la de empleo se reducen en el margen, aunque la segunda lo hace en mayor magnitud, con lo cual la tasa de desempleo aumentó y se situó algo por encima de 8,5%.



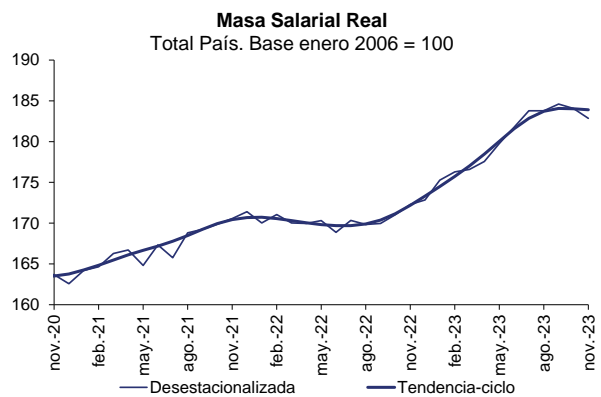
La tasa de empleo se ubicó en 58,5% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 1,2 p.p. por encima del registro de igual periodo de 2022, mientras que la tasa de actividad aumentó 1,7 p.p. y se ubicó en 63,9% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 8,5% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo se reducen tanto en la comparación interanual como en el margen.

⁶ 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.

⁷ Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Estadística (INE) se realizó



Finalmente, la masa salarial real presenta señales mixtas en el margen, donde la menor cantidad de ocupados no se compensa totalmente con el crecimiento del salario real. De esta forma, en el bimestre octubre-noviembre la masa salarial real se ubicó 6,9% por encima del mismo período de 2022, y 6,2% por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).

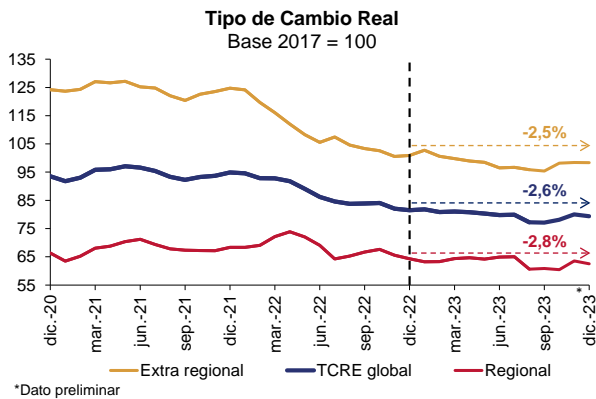


II.2.2. Sector externo

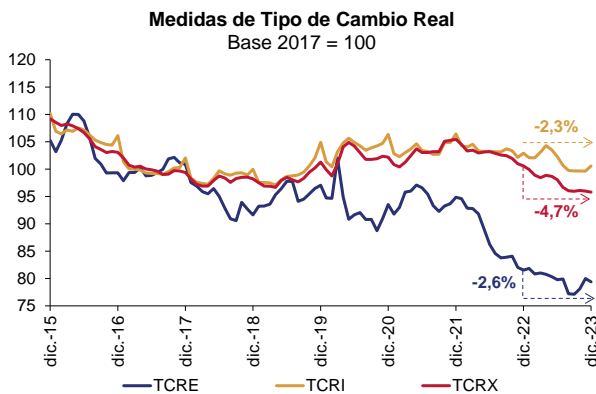
Precios relativos

En 2023T4 (diciembre preliminar) el tipo de cambio real efectivo (TCRE) registró una depreciación de 1,4% respecto al trimestre previo, pauta por la mayor depreciación del tipo de cambio nominal en Uruguay respecto a sus socios comerciales, a excepción de Argentina. Asimismo, a nivel interanual se observa una apreciación de 2,6%, reduciéndose desde el 8% informado en el informe anterior (datos a setiembre). Esta apreciación sigue siendo impulsada en su mayor parte por la relación bilateral con Argentina y en menor medida con China.

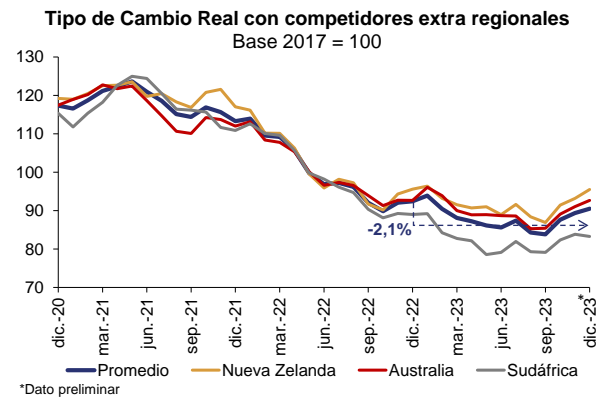
mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a partir de julio 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



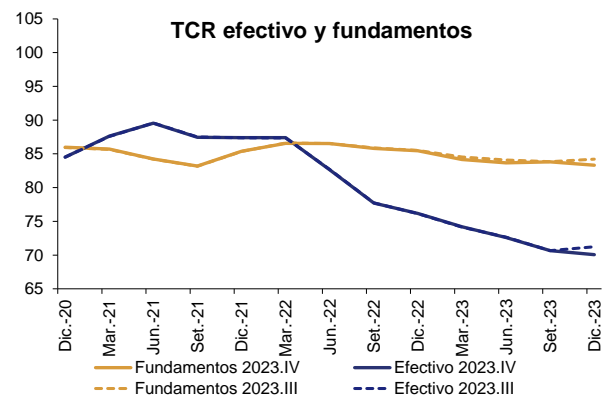
Por su parte, otros indicadores de TCR que se basan en ratios de precios relativos desagregando componentes del IPC, muestran una variación similar al TCRE en el margen, aunque continúan difiriendo en forma considerable respecto a los niveles⁸. En esta línea, en términos interanuales a diciembre 2023 el Tipo de Cambio Real Interno (TCRI) se aprecia 2,3% y el TCRI de Exclusión (TCRX) lo hace en 4,7%, ante la menor inflación del componente transable respecto al no transable.



Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se depreció 4,7% en el promedio del cuarto trimestre con respecto al inmediato anterior, impulsado por el abaratamiento respecto a Australia y Nueva Zelanda. A nivel interanual, esta apreciación es del orden de 2%, bastante menor que la registrada en el informe anterior.



Mientras tanto, el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se apreciaría 0,6% en el cuarto trimestre, ya que el impacto a la baja del aumento de los términos de intercambio habría sido superior que las contribuciones positivas de la caída de la productividad relativa, de la menor relación Gasto Público-PIB, y de la baja del ratio Gasto Privado-PIB.



Al comparar con las cifras publicadas en el informe anterior, se observa una leve corrección a la baja en la estimación del TCRf en el margen, pues se habría observado una menor contribución al alza del gasto público respecto al PIB.⁹

El TCRE también se corrige levemente a la baja al incorporar en 2023T4 datos efectivos hasta noviembre y preliminares a diciembre, sustituyendo la estimación para los 3 meses realizadas en el informe anterior. De esta forma, al comparar el TCRf con el TCRE se observa que la brecha estimada se mantuvo en niveles similares a los observados en el trimestre anterior la que,

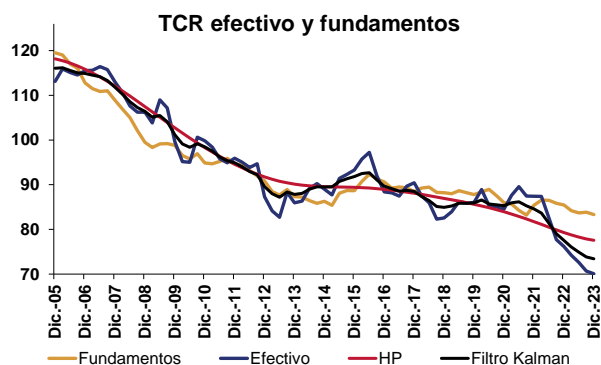
⁸ TCRI=T/NT, TCRIX=TX/NTX. Por más detalles ver el párrafo correspondiente en el IPOM 2023.I.

⁹ Las revisiones del TCRf 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

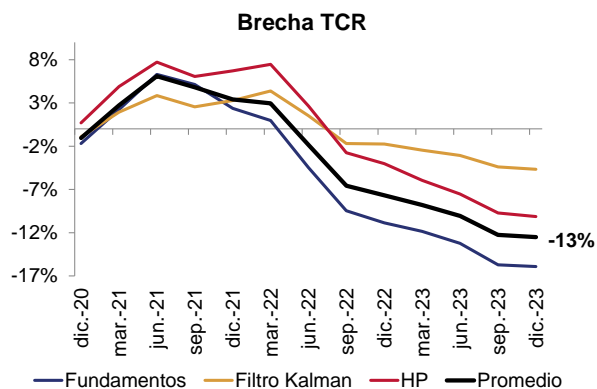
términos de intercambio, y revisiones de cuentas nacionales, que modifican el PIB, el gasto público y el gasto privado, y por ende los ratios entre estas variables, así como la productividad relativa. Estos cambios son de mayor magnitud en el último valor de la serie, ya que las variables que integran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

según el promedio de metodologías, se mantendría en torno a 16%.

Adicionalmente, en los últimos trimestres se continúa observando un apartamiento de la tendencia del TCR proveniente de los filtros (HP y Kalman) respecto al TCRf. Si bien todas las estimaciones se ubican en niveles superiores al TCRe, por lo que en todos los casos las brechas son negativas, el nivel del TCRf está marcadamente por encima del que surge de los filtros.

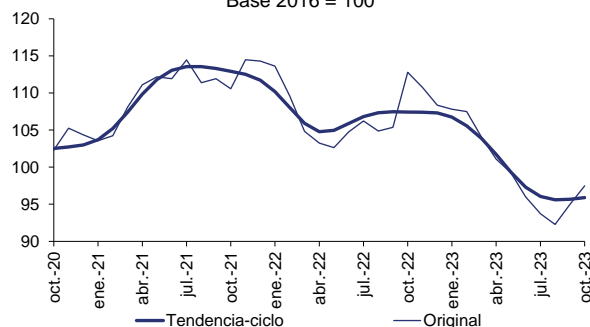


De esta forma, al incorporar estas dos estimaciones y promediar 5 metodologías, la brecha se mantuvo estable en 12,5%.



Finalmente, el IEBU, que está disponible con mayor rezago, ajusta al alza en los últimos tres meses, aumentando 1,3% en el promedio del trimestre móvil a octubre respecto al trimestre móvil anterior. En la comparación interanual, este indicador se ubica 11,9% por debajo de lo observado un año atrás, como resultado de un descenso en los precios de exportación que no pudo ser compensado por el descenso de los costos unitarios.

Indicador de Excedente Bruto Unitario de la Industria Exportadora (IEBU)
Base 2016 = 100

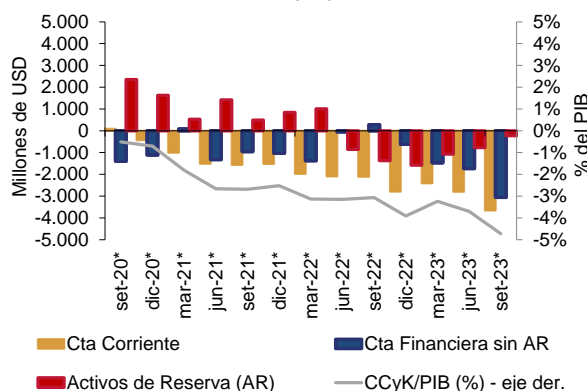


Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

En el año móvil finalizado en setiembre 2023 la economía uruguaya experimentó un déficit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 3.659 millones de dólares (4,7% del PIB). Este resultado representa un aumento de 1,6 p.p. en comparación con el mismo período del año anterior.

El mayor déficit observado durante el trimestre en comparación con el mismo período del año anterior se asocia principalmente a la disminución en el saldo de la balanza de bienes y servicios, al influjo de una mayor contracción de las exportaciones en relación a las importaciones de bienes y a una disminución en las exportaciones junto a un aumento de las importaciones de servicios.

Principales componentes Balanza de Pagos
Año móvil

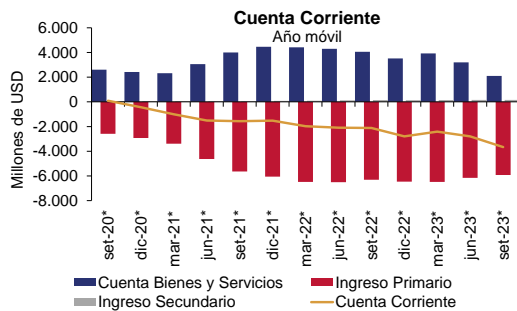


Asimismo, durante 2023T3 las empresas dedicadas a la compraventa presentaron un saldo de cuenta corriente casi equilibrado, el que puede descomponerse en un superávit de bienes de 488 millones de dólares, un déficit de servicios de 227 millones de dólares, explicado por el uso intensivo de servicios de transporte utilizados por esta actividad, y un déficit del ingreso primario de 284 millones de dólares.

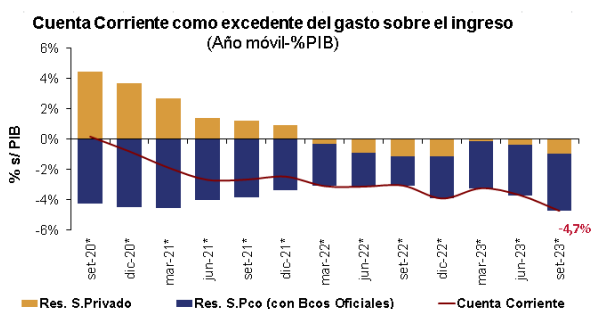
Mientras tanto, la cuenta de servicios presentó un déficit de 258 millones de dólares, ante una

disminución de las exportaciones junto a un aumento de las importaciones.

Por otra parte, el ingreso primario alcanzó un déficit de 1.201 millones de dólares, el que disminuye respecto al mismo trimestre del año anterior. Este comportamiento estuvo asociado al menor déficit del sector privado, mientras que el resultado del sector público se mantuvo estable.

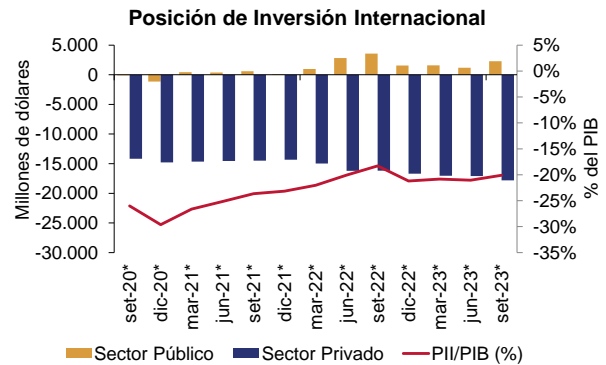


Al analizar la evolución de la cuenta corriente por sector institucional se destaca el incremento del déficit del sector público respecto a un año atrás (de -1,9% a -3,8% del PIB) y la disminución del desahorro del sector privado (de -1,2% a -0,9% del PIB).



Al mismo tiempo, la cuenta financiera experimentó un endeudamiento neto frente al resto del mundo de 958 millones de dólares. La economía uruguaya obtuvo financiamiento del resto del mundo a través de la inversión directa, la inversión de cartera y los derivados financieros. Por el contrario, financió al resto del mundo a través de los activos de reserva. Por sector institucional, tanto el sector público como el sector privado recibieron financiamiento neto del resto del mundo.

Finalmente, la economía uruguaya continuó mostrando una posición neta deudora con el resto del mundo, la que asciende a 2023T3 a 15.552 millones de dólares (20,1% del PIB), disminuyendo respecto al trimestre anterior en 358 millones de dólares.



II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en noviembre 2023, el SPG tuvo un resultado deficitario de 4,1% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios e irregulares relevantes como la transferencia al FSS, el déficit resultante es 4,3% del PIB, 1,2 p.p. superior al de un año atrás.



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia principalmente del aumento del déficit de Gobierno Central (GC) – Banco de Previsión Social (BPS).

El resultado primario de GC-BPS fue deficitario en 1,4% del PIB, aumentando desde el déficit de 0,3% del PIB un año atrás, ante una caída de los ingresos (-0,9% real, incluyendo al FSS) y un aumento de los egresos (+3,4% real).

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el BPS se mantuvieron estables 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 2% inferiores a los del año anterior. En cambio, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 1,7% para las rentas personales y 4,7% para los ingresos del BPS.

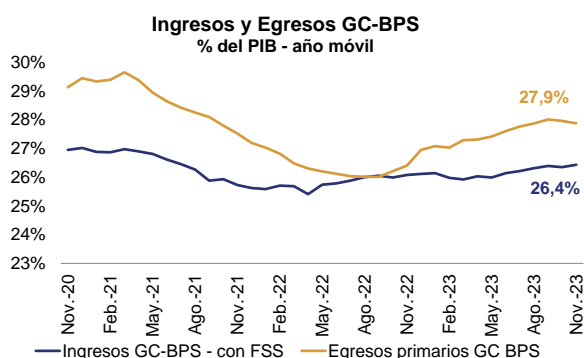
Asimismo, los menores aportes de las Empresas Públicas (EPP) y la disminución de los ingresos al FSS tuvieron un impacto a la baja en los ingresos de GC-BPS.

Ingresos GC-BPS - año a noviembre 2023		
	Variación	Incidencia
DGI (recaudación neta)	-1,9%	-1,2%
BPS sin FSS	4,7%	1,2%
DGI MÁS BPS sin FSS	0,0%	0,0%
RESTO CON FSS	-7,8%	-0,9%
FSS	-99,5%	-0,4%
Aportes EEPP	-19,9%	-0,5%
Otros	0,8%	0,1%
TOTAL INGRESOS	-0,9%	
A partir de cifras deflactadas por IPC		

Por su lado, los egresos primarios crecieron 3,4% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de estos egresos de 5,5% real, con incrementos generalizados, destacándose los gastos no personales y las transferencias, así como la recuperación de pasividades y remuneraciones.

En el año a noviembre, la crisis sanitaria ha implicado un gasto de 0,05% del PIB, siendo que en el segundo semestre de 2023 no se han registrado egresos en el Fondo COVID.

Egresos primarios GC-BPS - año a noviembre 2023				
	Observados		Sin efectos extraordinarios	
	Variación real	Incidencia	Variación real	Incidencia
Remuneraciones	4,2%	0,7%	4,2%	0,7%
Gastos no personales	-0,6%	-0,1%	13,4%	1,7%
Pasividades	3,7%	1,2%	3,6%	1,2%
Transferencias	3,8%	1,1%	4,9%	1,5%
Inversiones	7,1%	0,4%	7,1%	0,4%
Total	3,4%		5,5%	
A partir de cifras deflactadas por IPC				



Mientras tanto, el resultado de las EEPP fue deficitario en 0,1% del PIB, similar al del año anterior. 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 0,2% del PIB. Los ingresos por ventas de bienes y servicios se redujeron 0,8%

del PIB, ante menores ventas de combustibles en la frontera y menores ingresos extraordinarios de UTE vía exportaciones, al tiempo que las compras de bienes y servicios también se redujeron, en este caso en 1,1% del PIB, al influjo de la disminución en el precio del petróleo.

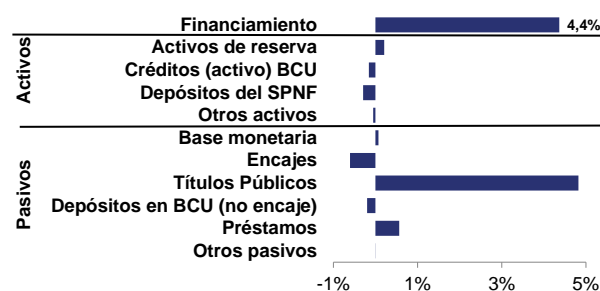
Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,5% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,4% del PIB, implicando una reducción de 0,2 p.p. respecto a un año atrás. Esta evolución refleja básicamente el aumento del superávit en moneda extranjera; asimismo, el déficit por operaciones en moneda nacional tuvo una leve reducción en el último año.

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



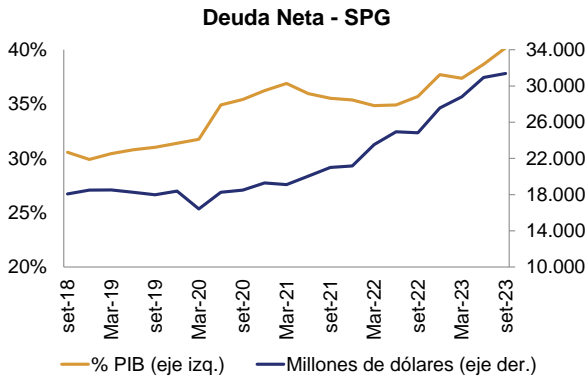
Por otro lado, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento fue de 4,4% del PIB en el año cerrado a setiembre 2023. La principal fuente de financiamiento ha sido la emisión de títulos públicos, que generaron un financiamiento de 4,8% del PIB. Se destaca la emisión internacional del primer "Bono Verde" en octubre 2022 que tiene como particularidad el estar indexado a indicadores de cambio climático, la emisión de bonos locales en febrero 2023 en el marco de una operación de canje conjunta del MEF y el BCU, y la emisión internacional de bonos en pesos nominales en julio 2023. Otras fuentes de financiamiento de menor magnitud han sido los préstamos y la desacumulación de activos de reserva. Las mismas permitieron financiar el déficit, hacer frente a los menores depósitos de agentes en el BCU y acumular activos del SPNF bajo la forma de depósitos.

Financiamiento SPG
12MM %PIB a Setiembre 2023 (+) Fuente (-) Uso

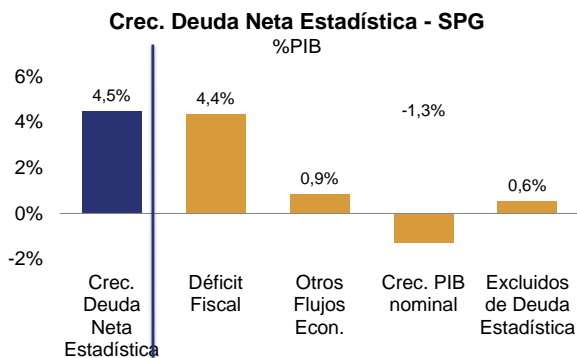


La deuda bruta del SPG a setiembre 2023 alcanzó

52.214 millones de dólares (66,9% del PIB), mientras que los activos se ubicaron en 20.832 millones de dólares (26,7% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 31.382 millones de dólares (40,2% del PIB), lo que implicó un aumento de 4,5 p.p. del PIB respecto a setiembre del año anterior.

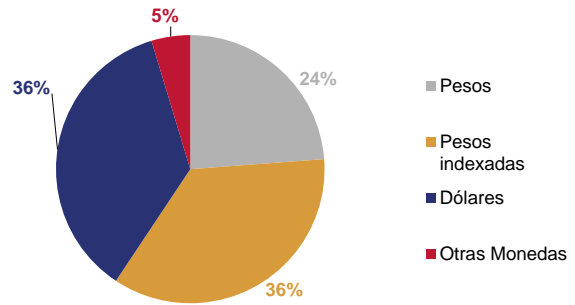


Este aumento del ratio Deuda-PIB se determinó básicamente como financiamiento del déficit y por el efecto de la apreciación del peso uruguayo en la caída del valor de los activos en dólares expresados en moneda nacional (dentro de “otros flujos económicos”). Finalmente, el crecimiento del PIB nominal, denominador del ratio, contribuyó a su reducción.



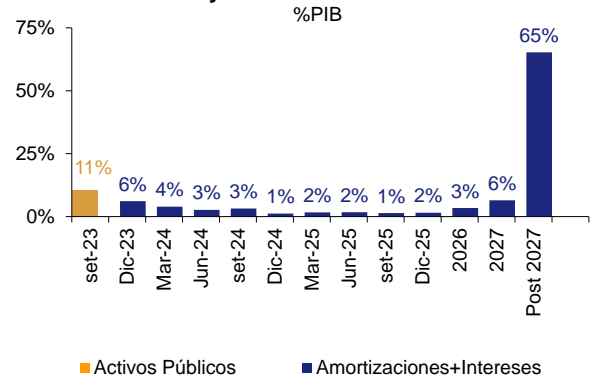
Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 5,2 p.p. en la participación de la moneda nacional (nominal e indexada) respecto a setiembre 2022, alcanzando actualmente el 59% del total. Por su parte, la deuda bruta en dólares disminuye 4,6 p.p., y en otras 0,6 p.p. Este comportamiento se debió principalmente a la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.

Distribución de la Deuda Bruta por moneda



Por otra parte, a setiembre 2023 el nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta abril 2024. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.039 millones de dólares (1,3% del PIB, dato a noviembre 2023). En forma adicional, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: unos dos tercios de la deuda debe honrarse luego de 2027.

Activos y Servicio de Deuda del SPG

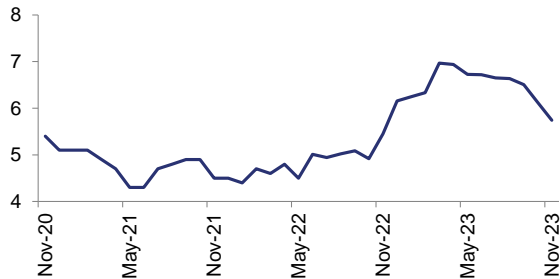


En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia en nivel y perspectiva en el último año¹⁰.

Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos de BCU a noviembre 2023 se sitúa en 5,7 meses, nivel similar al de un año atrás.

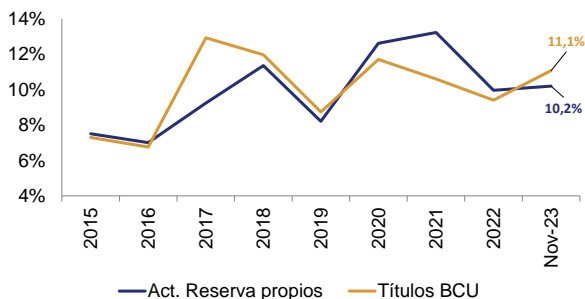
¹⁰ Por más detalles: <http://deuda.mef.gub.uy/29178/14/areas/calificadoras-de-riesgo.html>.

Madurez promedio de las LRM
Plazo residual en meses



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

Activos y pasivos del BCU
% PIB



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a noviembre 2023, el BCU hubiera requerido 13.992 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades asignadas en su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 16.258 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.267 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹¹.

ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		nov.-23
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	16.258
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	13.992
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	6.132
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	483
II.1.b	Servicio deuda BCU	5.596
II.1.c	Deficit primario BCU	53
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (*)	3.195
II.2.a	Mínimo de:	
	i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	3.917
	+ Déficit primario	2.582
	ó	
	ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	1.447
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1.714
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	34
II.3	Sistema Financiero	4.665
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	3.058
II.3.b	Depósitos AFAP	192
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	220
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1.196
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	2.267
	(**) 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

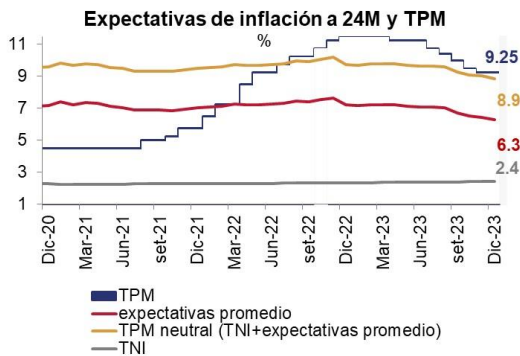
III. La política monetaria

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

A diciembre 2023, dado el nivel de la TPM de 9,25% vigente hasta el 29/12/2023 y el promedio de las mediciones de expectativas de inflación a 24 meses (analistas, empresarios, mercados financieros y las propias del BCU), se estima una brecha de tasa de interés positiva respecto a la tasa neutral (TNI) de alrededor de 40 p.b., de manera que la instancia de política monetaria se mantuvo operando en su fase contractiva en el trimestre.

Asimismo, si se analiza dicha brecha según los distintos indicadores de expectativas por agente, presenta un rango comprendido entre -0,2% y 1,0%, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y proyecciones del BCU, respectivamente.

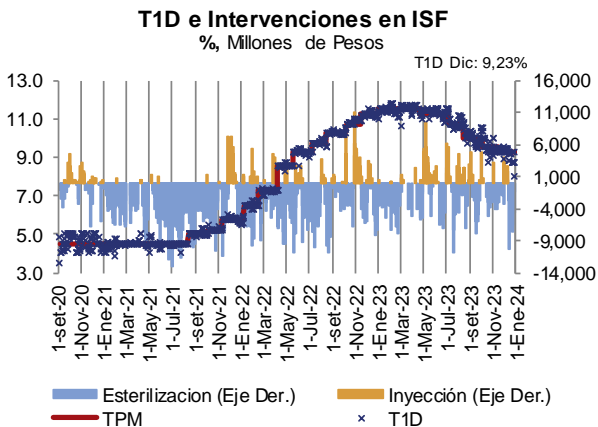
¹¹ Por más detalles ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.



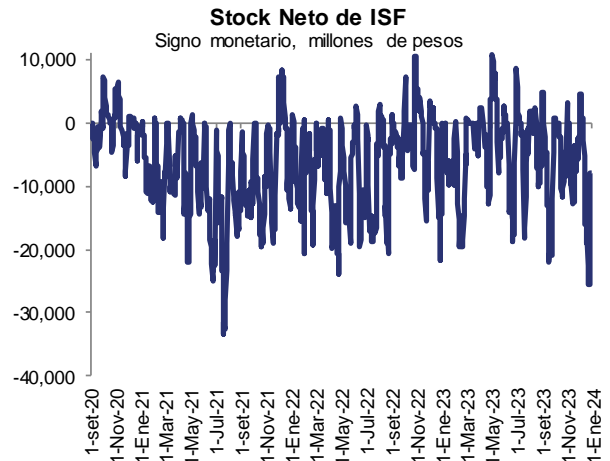
El cálculo de la brecha de TNI parte de la estimación de la TNI real (promedio de metodologías), que la ubica en 2,4%. Al agregar el promedio de expectativas de inflación, que continuaron bajando en el trimestre y se ubican en 6,3%, se obtiene una tasa nominal, también decreciente, de 8,9%. Luego, la misma se compara con la TPM vigente, obteniendo un valor positivo cercano a los 40 p.b., que indica una fase contractiva de la política monetaria.

A nivel operativo, se continuó observando el correcto funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

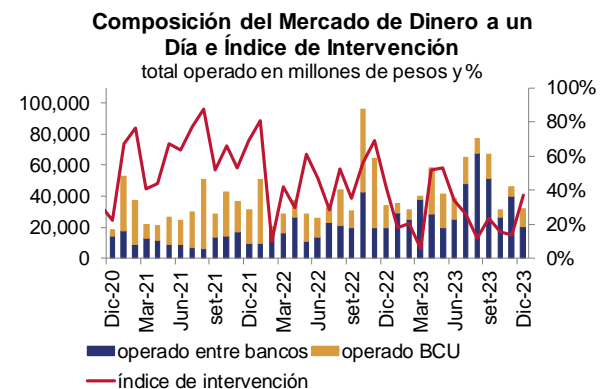
En primer lugar, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores definidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.



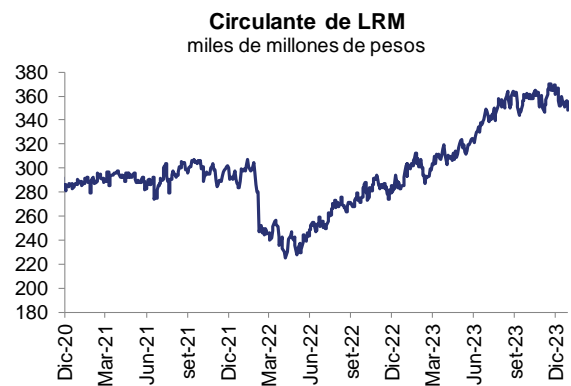
El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de manera que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 6.600 millones de pesos en el promedio del trimestre.



La participación del BCU en el mercado de dinero a 1 día representó 20% de los montos operados en el trimestre, registro similar al observado en el trimestre anterior. El BCU intervino tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.

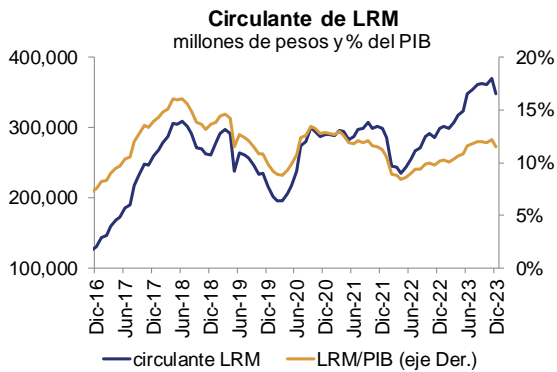


El circulante de LRM se ubicó en torno a 350.000 millones de pesos al cierre de diciembre, lo cual representa 11,5% del PIB, ratio similar al de 2021.



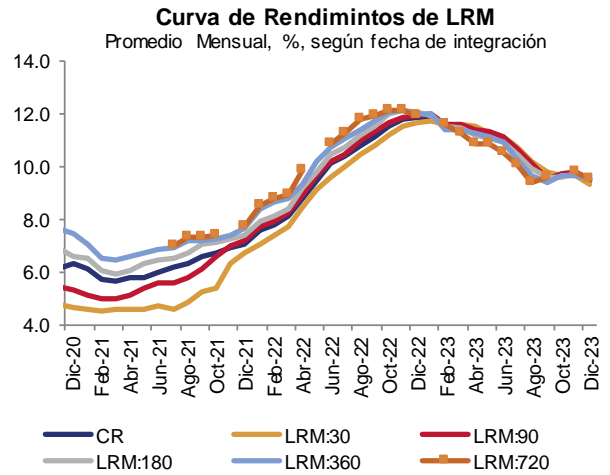
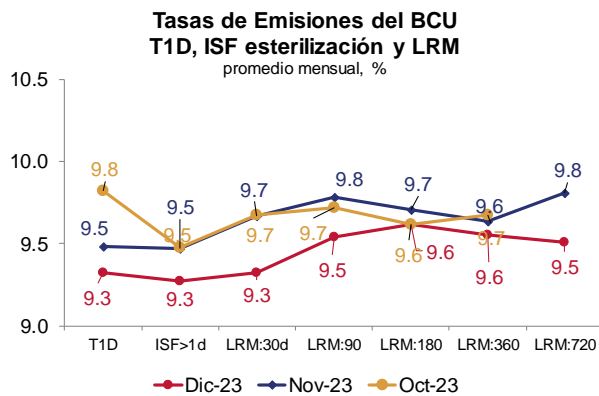
La tenencia de LRM por parte de no residentes aumentó cerca de 5.000 millones de pesos en el año, lo que sin embargo la mantiene en niveles muy

bajos: representa 2,9% del circulante de estos instrumentos.¹²

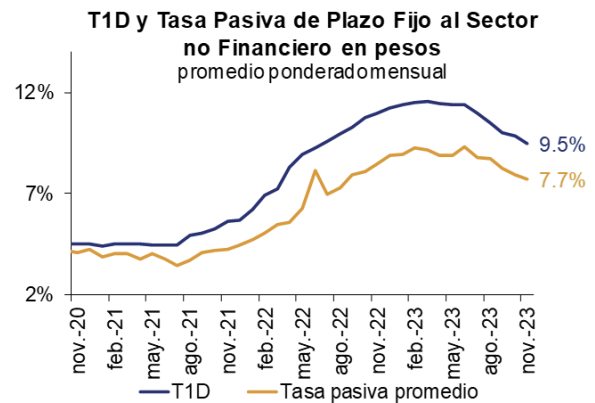


Si siguiendo la evolución de la tasa del mercado de dinero en el trimestre, la curva de rendimientos de LRM también se redujo, acumulando una baja de 43 p.b. en el promedio del trimestre en comparación con del trimestre previo. Asimismo, actualmente exhibe una forma relativamente plana, operando entre 9,3% y 9,6% en los tramos de 30 días y 1 año respectivamente, en el promedio de diciembre.

Por otra parte, la concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó por encima del 60%, manteniéndose en ese entorno tras reducirse en 2022T4.

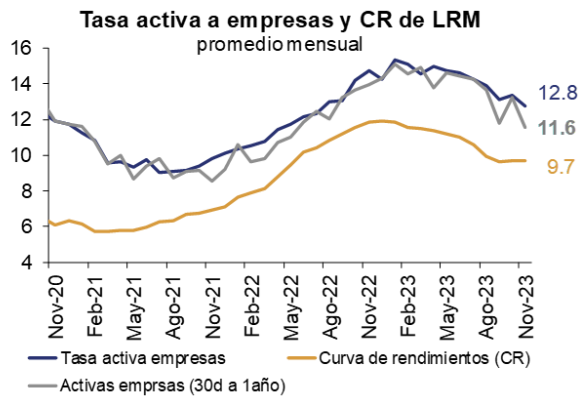


En línea con el mecanismo de transmisión de las tasas de interés, las tasas bancarias en moneda nacional se redujeron en lo que va del año. En este sentido, la tasa pasiva promedio al sector no financiero en pesos alcanzó un máximo de 9,2% en febrero, ajustando a la baja hasta 7,7% en noviembre (último dato disponible).

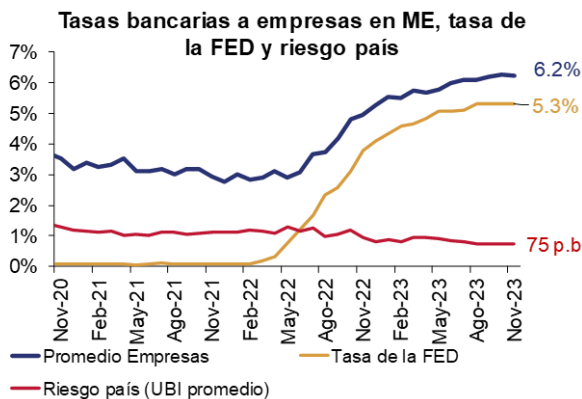


Asimismo, la tasa bancaria activa a empresas en pesos reaccionó en la misma dirección que la curva de rendimientos de LRM: tras alcanzar un máximo de 15,4% en enero, ajusta a la baja desde entonces, promediando 12,8% en noviembre.

¹² Asimismo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,2% del circulante de estos títulos en setiembre.

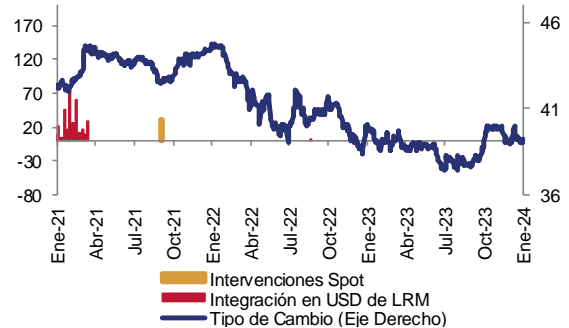


En otro sentido, la tasa activa promedio a empresas en dólares se ubicó en 6,2% en noviembre, mostrando cierta estabilidad y siguiendo la trayectoria de la tasa de la Fed y el riesgo soberano de Uruguay, el que se sigue ubicando en mínimos históricos.

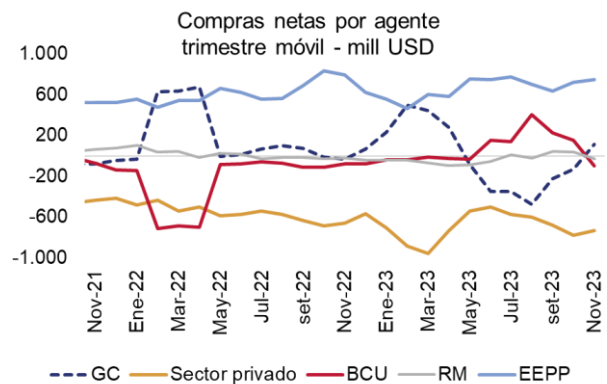


Asimismo, en un marco de descensos de la tasa de política en el año, en el mercado de cambios el peso se depreció 4,2% respecto al dólar en el promedio del trimestre, mientras que el dólar global (indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index) se fortaleció 1,3%. El BCU se mantuvo sin realizar intervenciones cambiarias directas en el mercado, tanto spot como a plazo.

Intervenciones BCU en mercado spot, integraciones en USD de LRM y tipo de cambio nominal
millones de USD, nivel

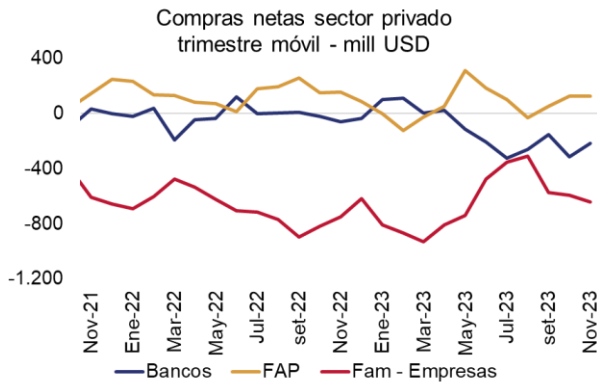


Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a noviembre 2023 se destaca la demanda de divisas de EEPP, que encontró su oferta en el sector privado. Asimismo, el GC compró 97 millones de dólares en su vínculo con el BCU. Es de hacer notar que los agentes no residentes no han participado en forma directa en el mercado spot con montos significativos en el período, al vender solamente unos 27 millones de dólares¹³. Por su parte, el BCU no registra intervenciones en el mercado por ningún mecanismo, más allá de su vínculo con el GC.



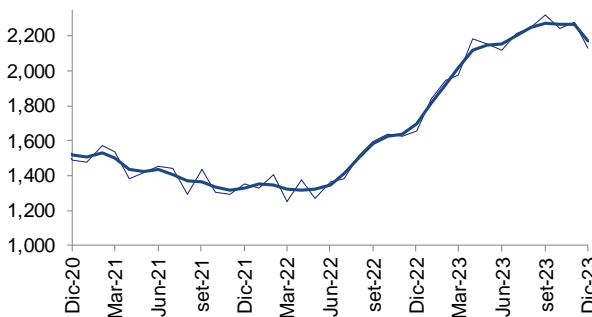
Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) presenta una demanda neta de divisas, adquiriendo activos netos en moneda extranjera. Los bancos venden divisas en el trimestre, a pesar de obtener un resultado positivo por sus negocios en moneda extranjera. Finalmente, el agregado familias-empresas, quien es típicamente el principal oferente del mercado, incrementa sus ventas respecto al trimestre anterior.

¹³ 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:



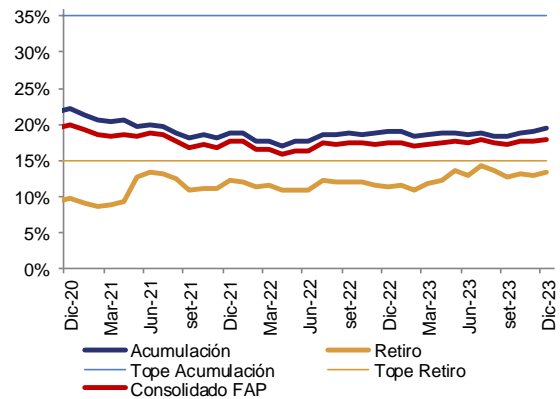
En este marco, la banca privada disminuyó su posición en moneda extranjera en el margen. Sin embargo, aún continúa ubicándose en niveles máximos, en un contexto de recuperación de mayores rendimientos de sus colocaciones en moneda extranjera en línea con el comportamiento de la tasa de la Fed.

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



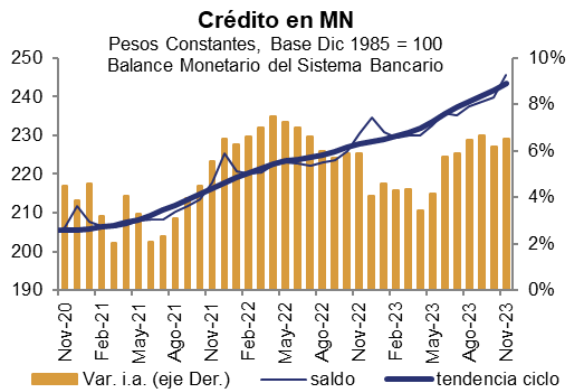
Por su parte, el FAP mantuvo la conformación de su portafolio según monedas. Se estima una holgura respecto del límite impuesto por la normativa bancocentralista equivalente a 2.458 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación y retiro en diciembre.

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



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

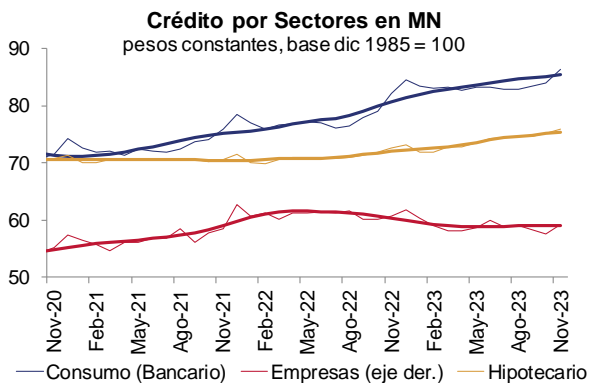
El crédito bancario en moneda nacional mantuvo su dinamismo con un incremento interanual de 11,3% en el promedio del bimestre octubre-noviembre, equivalente a 6,4% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 8% real anualizado en el mes de noviembre.



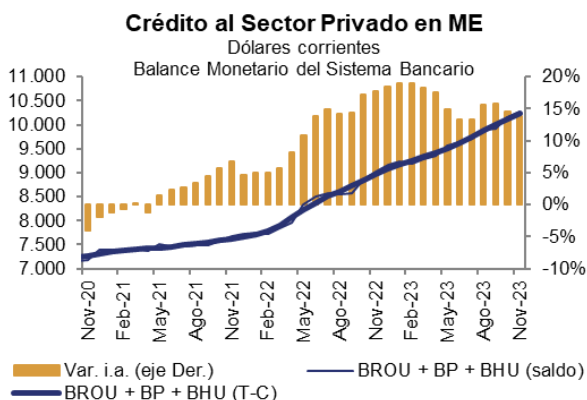
Dicho comportamiento sigue siendo liderado por el crédito al consumo, que mantiene una tendencia creciente desde mediados de 2021. Asimismo, el crédito hipotecario conserva el dinamismo mostrado desde el 2023T2, mientras que el crédito a empresas se estaría recuperando en el margen, luego de haber exhibido una tendencia a la baja desde el 2022T2.

En lo que respecta al crédito al consumo, las tasas en pesos comenzaron a reaccionar lentamente ante la evolución de la TPM, ajustando a la baja durante el año. En noviembre se ubican en torno a 28%, en un contexto de dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía¹⁴.

¹⁴ La tasa promedio del crédito al consumo con autorización fue de 31,3% en 2022 y desciende a 30,3% en el promedio julio-agosto 2023.

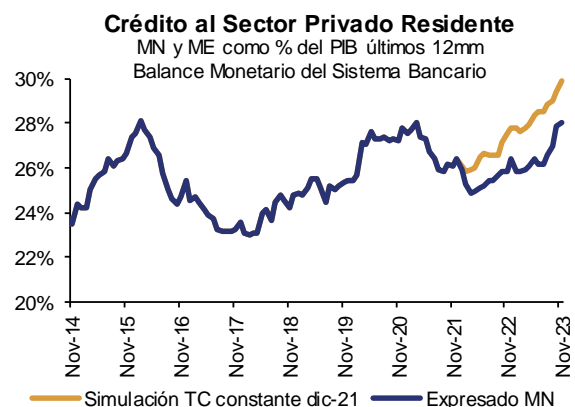


Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 14,2% medido en dólares corrientes en el bimestre octubre-noviembre, implicando un aumento en tendencia-ciclo en el margen de 13,3% en noviembre (variación mensual anualizada). A nivel sectorial, dicho incremento se reflejó principalmente en el crédito al sector agropecuario, seguido por la industria manufacturera y el comercio.

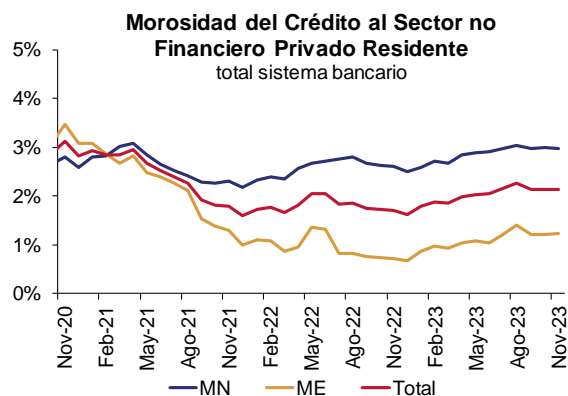


La dinámica global del crédito se da en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. Así, el encaje medio en moneda nacional se ubica en 10%, mientras que en moneda extranjera se encuentra en torno a 28%¹⁵.

A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 28% del PIB, nivel similar al previo a la pandemia, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 53% en noviembre, cercano a sus registros máximos.



Por último, la morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta una tendencia estable en niveles bajos, ubicándose en 2,1% de los créditos totales en noviembre, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3,3%.

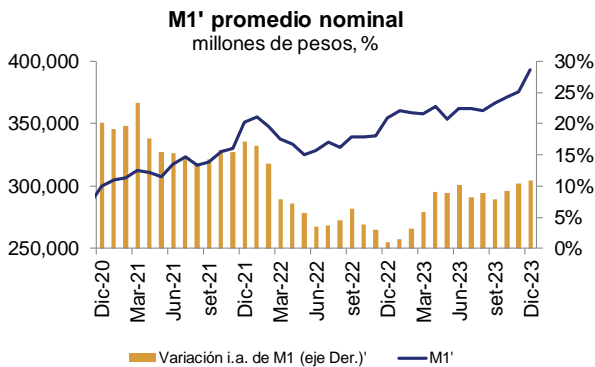


III.3. Principales agregados monetarios

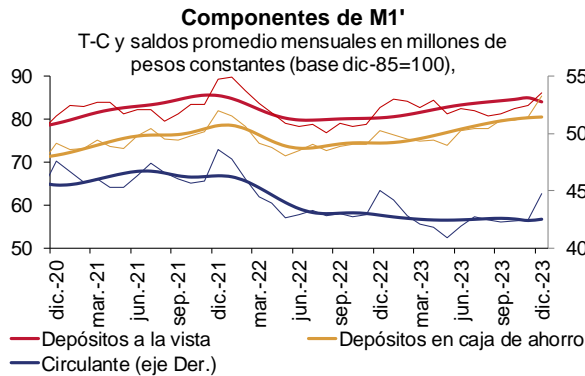
En el promedio de 2023T4 el agregado M1' presentó una variación interanual de 10,2%, equivalente a una tasa real de 5,1%. Este desempeño se dio en un marco en el cual la demanda de dinero se habría comportado en línea con lo proyectado, estimándose un crecimiento desestacionalizado de M1' en torno a 3% nominal en el trimestre.

¹⁵ En enero 2021 comenzó a aplicarse un calendario de reducción de las alícuotas de encaje en moneda nacional, el que se completó en enero 2022. Esta medida buscó incentivar la desdolarización y la reconstrucción de los mercados en pesos,

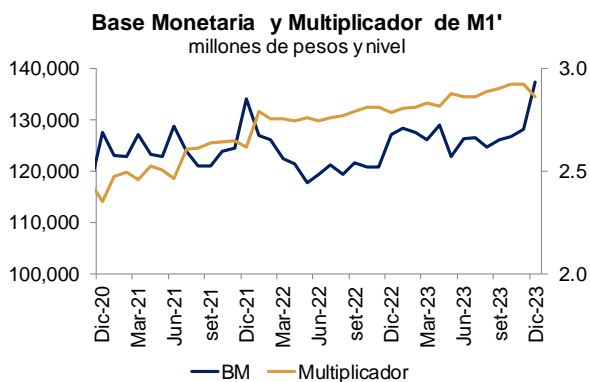
en el marco de una estrategia más general del Gobierno. https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Reduccion%20de%20encajes_diciembre%202020.aspx



A nivel de componentes, se continúa observando una tendencia creciente en los depósitos en caja de ahorro, mientras que el circulante y los depósitos a la vista se mantuvieron relativamente estables, medidos en su tendencia-ciclo.

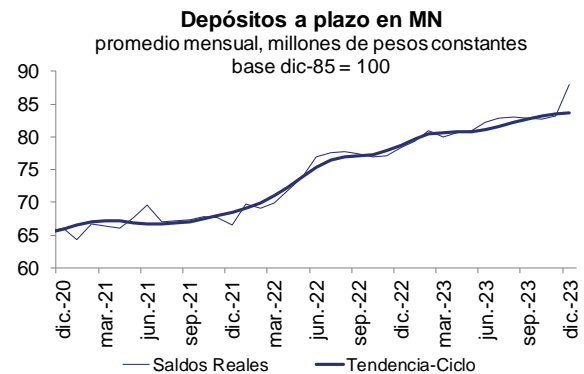


Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria creció en el margen, reflejando el comportamiento de los depósitos y del circulante y un nivel reducido de reservas bancarias voluntarias.¹⁶ Por lo tanto, el multiplicador monetario siguió posicionándose en niveles máximos históricos, ubicándose en 2,9 en diciembre.

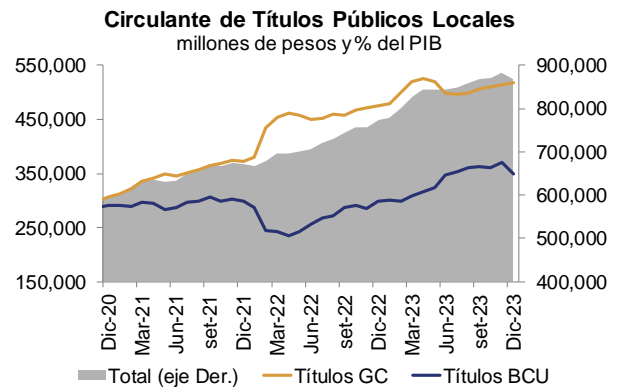


Los depósitos a plazo en moneda nacional continuaron presentando una tendencia creciente

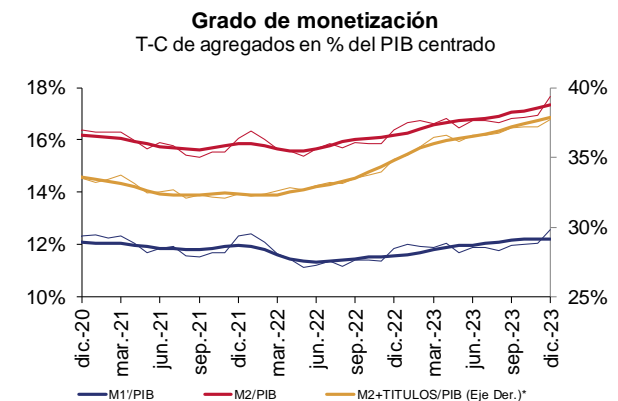
en el trimestre, la que se refleja en una variación interanual de 14,4% (9,2% real).



El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en 28,5% del PIB en diciembre, con lo que el ratio se mantuvo relativamente estable.

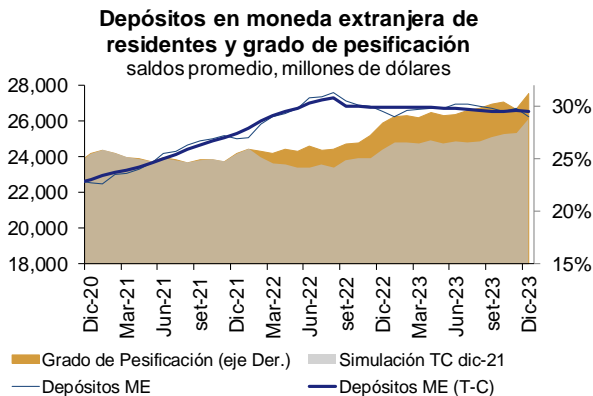


En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' continúa cercano a 12% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 continuó creciendo y alcanzó 17% del PIB. El indicador medido a partir del agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no financiero, también aumentó en el margen y se ubicó en 38% del PIB en diciembre.



¹⁶ No se incluyen los ISF ya que los mismos no forman parte de la base monetaria.

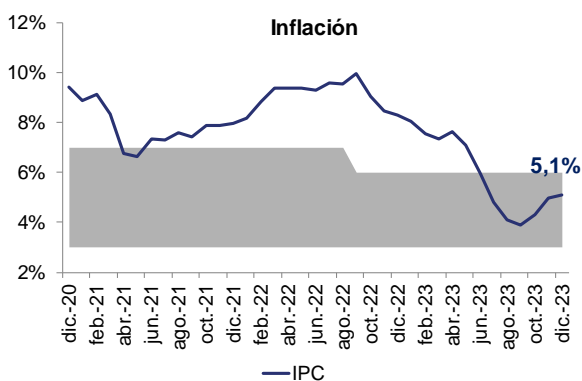
Finalmente, los depósitos en moneda extranjera cerraron el año levemente por debajo de los valores presentados en los meses previos, en un contexto de menores ingresos por exportaciones y mayor turismo emisoro. Así, presentaron una caída interanual de 1% en el promedio del trimestre, medidos en dólares corrientes. Por último, el grado de pesificación de los depósitos del sector no financiero se mantuvo durante el año en el entorno de 30%.



IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

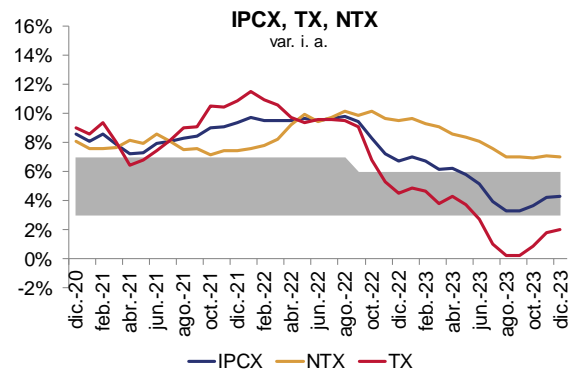
La inflación interanual a diciembre 2023 se ubicó en 5,1%, manteniéndose desde junio dentro del rango meta vigente de 3% a 6% fijado por el CCM por séptimo mes consecutivo. Este registro anual corresponde al menor valor observado desde 2005.



La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, se incrementó con respecto al valor observado en setiembre, aunque en menor medida que la inflación general, ubicándose en 4,3% a diciembre 2023.

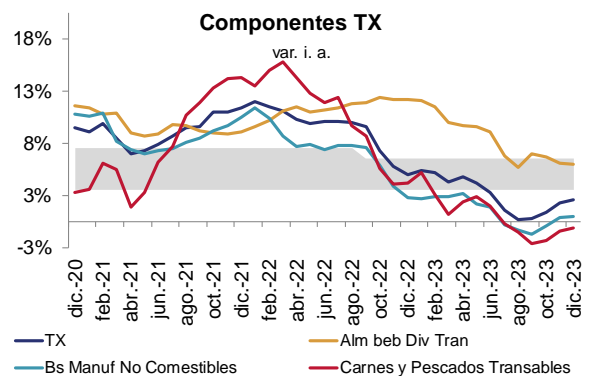
En 2023T4 esta evolución estuvo guiada por la dinámica de los precios TX, que se aceleraron desde niveles cercanos a cero, mientras que los NTX se mantuvieron estables en sus valores mínimos en 3 años. En concreto, la variación interanual de los

precios TX se ubicó en 1,8%, mientras que el aumento de los NTX fue de 7%.

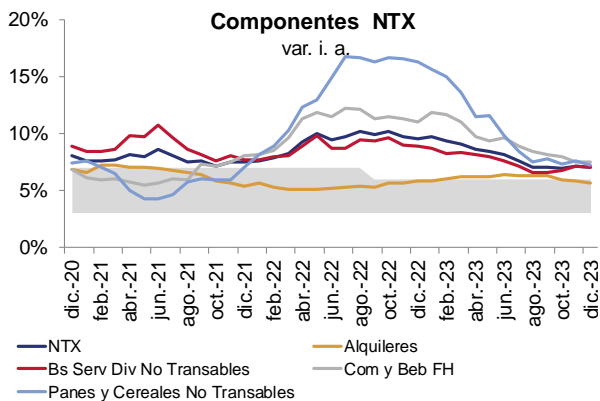


A nivel de componentes, la dinámica de TX estuvo pautaada por el aumento de los bienes manufacturados no comestibles, las carnes y pescados y los servicios transables, mientras que los alimentos y bebidas diversos se desaceleraron con respecto al trimestre anterior. En todos los casos, los aumentos mensuales fueron moderados, observándose un efecto estadístico en la variación interanual por la base de comparación, ya que en 2022T4 estos precios registraron reducciones significativas.

A nivel macro, esta evolución fue acompañada por un tipo de cambio que se depreció moderadamente en el trimestre, mientras que hasta diciembre los precios de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya se mantuvieron relativamente estables, con excepción de la dinámica de los combustibles.



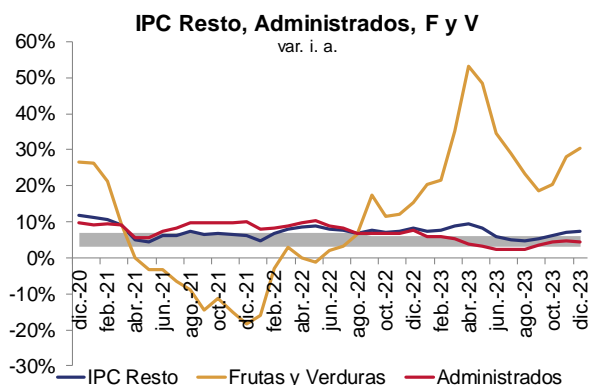
Por su lado, los precios de los NTX se mantuvieron estables en el entorno de su mínimo local de 7% interanual a lo largo del trimestre. Esta convergencia a valores cercanos a 7% se dio en casi todos sus componentes, con excepción de los alquileres, los cuales crecen en valores compatibles con el rango meta. A nivel macro esta evolución está determinada por la menor demanda doméstica, la moderación salarial y la evolución de los precios transables, que afectan a los sectores que los utilizan como insumo.



Mientras tanto, el IPC Resto se incrementa 2,7% p.p. en los 12 meses a diciembre respecto al trimestre anterior, guiado por el nuevo impulso de las frutas y verduras y en menor medida por los administrados, en particular, las tarifas.

La dinámica de frutas y verduras recoge un aumento mensual en diciembre y un efecto estadístico de base de comparación, ya que octubre y noviembre de 2022 habían sido meses de caídas de precios. De esta forma, la variación interanual de este componente pasó de 18,5% a setiembre a 30,6% a diciembre 2023. Cabe señalar que el sector hortifrutícola, si bien fue recomponiendo gradualmente su oferta durante el año, continuó atravesando dificultades derivadas de la sequía de comienzos de año.

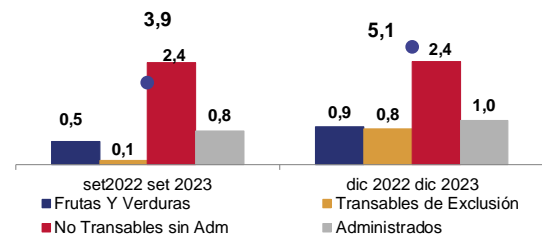
Finalmente, los administrados se ubicaron 1,6 p.p. por encima del valor del trimestre anterior, guiados por el aumento de las tarifas (aumento de 3,4 p.p. en el trimestre), donde se destaca el incremento en los combustibles en octubre junto al efecto de base, ya que en el mismo trimestre del año pasado registraban una caída. En el mismo sentido jugó el plan “UTE premia”, que determinó un menor premio en la tarifa que en diciembre 2022. Esto fue parcialmente compensado por caídas en el resto de los administrados.



En resumen, al analizar las contribuciones de los 4 componentes analíticos del IPC a la variación de la inflación en el trimestre, se observa que la

aceleración trimestral se explica por IPC_Resto (tanto frutas y verduras como administrados) y por los precios TX. Asimismo, se destaca una contribución estable de los precios NTX, siendo el único componente que no ha contribuido a la aceleración de la inflación en el margen.

Incidencias Acumuladas del IPC
últimos 12 meses

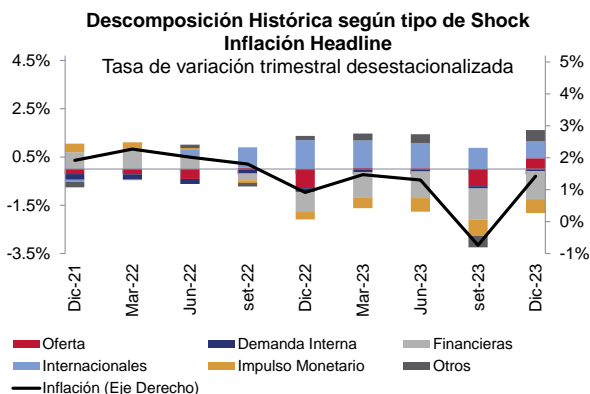


Incidencias Variación Interanual			
	sep.-23	dic.-23	Diferencias
IPC	3,9	5,1	1,2
IPCX	2,5	3,2	0,8
NTX	2,4	2,4	0,0
Panes y cereales	0,2	0,2	0,0
Alquileres	0,2	0,2	0,0
Comidas y Bebidas FH	0,6	0,6	0,0
Bienes y Serv Diversos	0,9	0,9	0,0
Enseñanza	0,3	0,3	0,0
Servicio Doméstico	0,1	0,1	0,1
TX	0,1	0,8	0,7
Alimentos y bebidas di	0,8	0,7	-0,1
Carnes y Pescados	-0,2	0,0	0,1
Bienes Manuf No Com	-0,2	0,1	0,3
Servicios transables	-0,3	0,1	0,4
IPC Resto	1,3	1,9	0,6
Frutas y Verduras	0,5	0,9	0,3
Administrados	0,8	1,0	0,2
Tarifas	0,2	0,5	0,3
Resto Adm	0,6	0,5	-0,1

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% anualizado en el período 2005T2 - 2023T4 (eje de la derecha)¹⁷.



El aumento en 2023T4 de la inflación promedio trimestral desestacionalizada estuvo pautado por el impulso de los precios de frutas, verduras y administrados (dentro del componente “otros”), y por shocks positivos a los márgenes de bienes importados (“oferta”). Ambos factores revierten su contribución respecto al trimestre anterior.

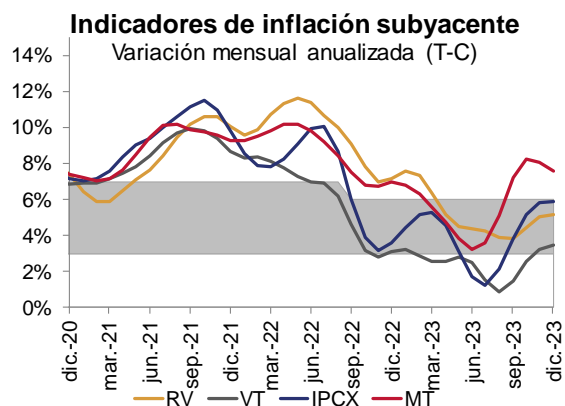
Por otra parte, se mantienen en el trimestre las presiones inflacionarias provenientes de los shocks internacionales, principalmente ante la evolución creciente de la tasa internacional de referencia, cuyo ciclo comenzó a mediados de 2022¹⁸.

Estas presiones al alza fueron compensadas por la política monetaria, que mantuvo su instancia contractiva y cuyo impacto se evidencia tanto en el propio impulso monetario como en la apreciación acumulada del tipo de cambio (“financieras”), el que en parte se determina por factores globales y en parte por factores domésticos. Así, la política monetaria habría logrado mitigar el shock inflacionario global a través de sus diferentes canales de transmisión.

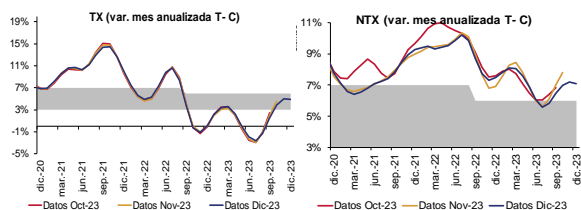
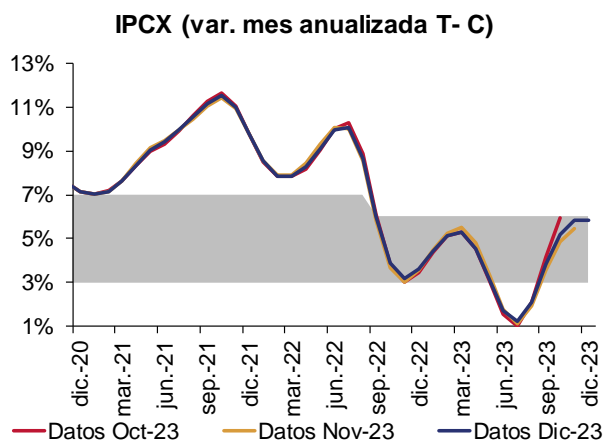
IV.3 Inflación subyacente

Los cuatro indicadores de inflación subyacente disponibles, medidos en variación mensual anualizada, dan cuenta de estabilidad o desaceleración en el margen. En concreto, esto sucede con la Varianza Truncada (VT), la Reponderación por Varianza (RV), la Media Truncada (MT) y el IPCX (que es el único que incluye pronósticos). Asimismo, se destaca que todos los indicadores, salvo la MT, presentan

guarismos dentro del rango meta, siendo además el único que se desacelera en el margen.



El IPCX muestra estabilidad en términos agregados, resultado de un incremento en los TX en tendencia-ciclo, que reestiman al alza en el margen y se ubican todavía dentro del rango, compensado por una caída de los NTX, los que sin embargo se ubican aún por encima del rango meta.



IV.4 Expectativas de inflación

En diciembre, los 2 indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a

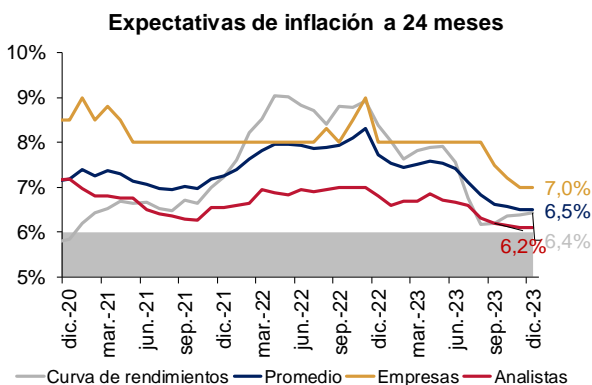
capturar en forma exitosa la correlación positiva observada empíricamente entre movimientos de la tasa de interés internacional y movimientos de los tipos de cambio. Así, en la economía uruguaya a nivel empírico se observan momentos de depreciación (apreciación) del peso junto a aumentos (descensos) de la tasa de la FED.

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

¹⁸ Ante un aumento de la tasa de interés internacional, la paridad de tasas de interés requiere un incremento de la tasa de interés doméstica o una baja en la depreciación esperada. Esto último ceteris paribus requiere un aumento del tipo de cambio spot, que incrementa el precio de los bienes transables y de la inflación headline. De esta forma, este mecanismo logra

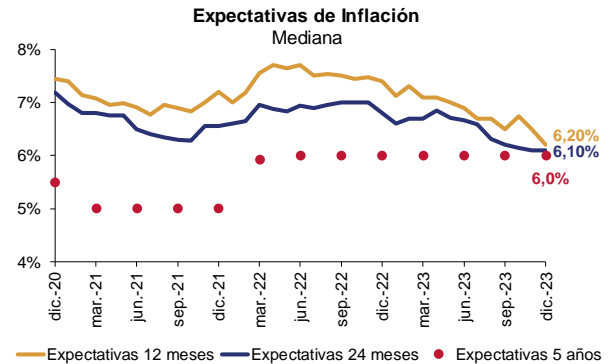
24 meses) mostraron una desaceleración con respecto a lo observado en setiembre, acercándose nuevamente al rango meta, mientras que el diferencial de rendimientos tuvo un leve aumento. En consecuencia, el indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se redujo 12 p.b. respecto a tres meses atrás y se ubicó en 6,5%, el valor mínimo de la serie.

A nivel de indicador, la mediana de expectativas de la encuesta de analistas (recopilada por el BCU) se ubicó en 6,1% en diciembre, cayendo 10 p.b. respecto al registro de setiembre. Asimismo, se destaca la convergencia de las expectativas de analistas que a enero de 2024 alcanzaron el 6% en el horizonte de política. Por otro lado, la mediana de la encuesta a empresarios (recopilada por el INE) se redujo 50 p.b. en diciembre, ubicándose en 7%. Se subraya que en ambos casos es el menor registro desde que se releva cada encuesta. Finalmente, las expectativas de los mercados financieros, implícitas en el diferencial de la curva de rendimientos entre títulos nominales e indexados, se ubicaron en 6,4%, 24 p.b. por encima del valor observado en setiembre¹⁹.



En el mismo sentido, para los próximos 12 meses se observa un descenso respecto a setiembre en las expectativas de los analistas, en este caso de 30 p.b. En tanto, para el horizonte de 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas se mantuvo nuevamente en 6%²⁰.

¹⁹ Esta metodología presenta como limitación que, al basarse en diferencia de curvas, toda vez que hay un ciclo al alza de la TPM, ésta se transmite parcialmente a la curva de LRM en pesos, por lo cual la tasa a 2 años nominal aumenta *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.



En este marco, en su reunión del 29 de diciembre de 2023 el COPOM realizó una valoración positiva de la permanencia de la inflación en el rango, de la convergencia gradual de las expectativas hacia el rango objetivo y el funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria y decidió una reducción de la TPM de 25 puntos básicos, fijándola en 9%. Asimismo, entendió conveniente que la instancia de política monetaria mantenga los esfuerzos para que la inflación continúe su convergencia hacia el centro del rango meta.

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 la inflación, la actividad y el 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.

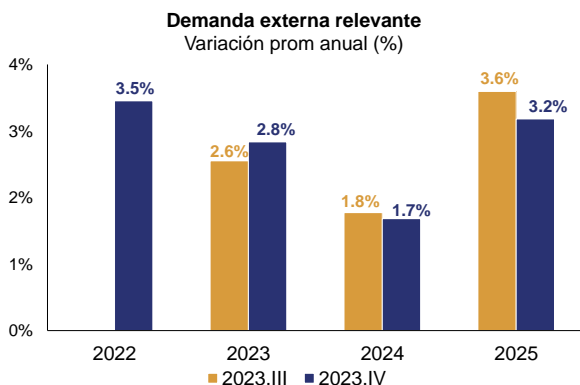
V.1 El escenario base²¹

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

Respecto a lo que se preveía en el COPOM de setiembre, la demanda externa relevante para Uruguay crecería algo más en 2023 y algo menos en 2024 y 2025.

²⁰ Cabe recordar que a partir de setiembre 2022 el rango pasa a ser de 3%-6%, siendo entonces el centro del rango 4.5%.

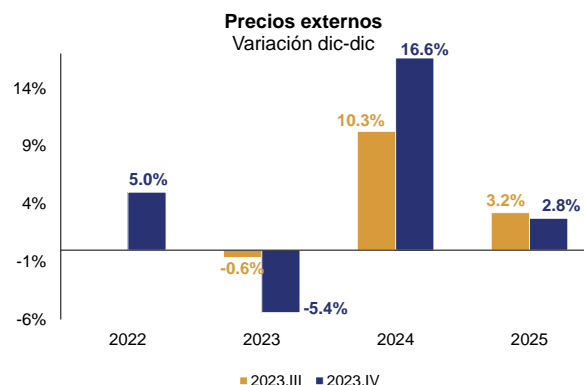
²¹ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo Monetario Internacional, Global Projection Model y Tendencias Consultora.



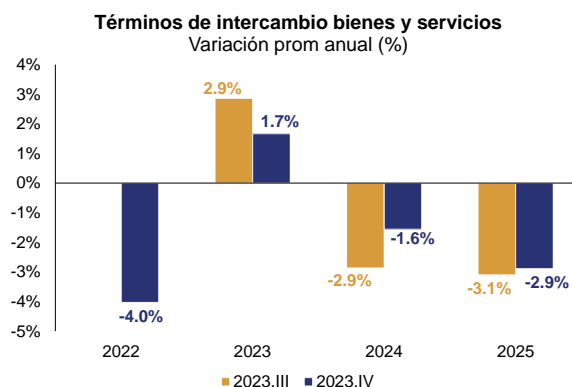
El mayor crecimiento esperado en 2023 resulta de una corrección al alza de la expansión en EE.UU. y una menor caída en Argentina, que no es compensada por la corrección a la baja en el crecimiento de China y de la Unión Europea (UE). Para 2024, el leve ajuste a la baja responde a la mayor caída en Argentina y un menor crecimiento en China y la UE, compensado en parte por una mayor expansión prevista en EE.UU.

Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2022	2023	2024	2025
PIB externo relevante	3.5%	2.8%	1.7%	3.2%
Extra-región	3.0%	4.0%	3.2%	3.6%
China	3.0%	5.2%	4.5%	4.7%
Estados Unidos	1.9%	2.4%	1.1%	1.7%
Zona Euro	3.8%	0.8%	0.7%	1.6%
Región	4.0%	1.0%	-0.6%	2.6%
Argentina	5.0%	-1.5%	-2.9%	3.4%
Brasil	3.0%	2.8%	1.5%	1.8%

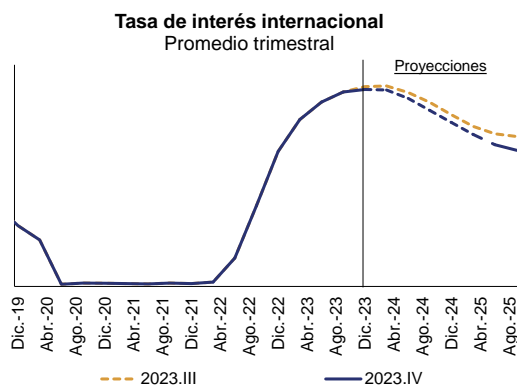
Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares se reducirían en 2023 en mayor medida que lo que se esperaba en setiembre, afectados por la fuerte corrección cambiaria del dólar oficial en Argentina en diciembre; luego, aumentarían a un ritmo mayor del esperado en 2024 y algo por debajo en 2025. El mayor aumento esperado para 2024 se explica por la corrección del desajuste macroeconómico en Argentina, que implica una aceleración de la inflación doméstica y una reducción de la brecha cambiaria y eventual desaparición en la segunda parte del año, una vez que se logre unificar el mercado cambiario. Más allá de presentar una trayectoria algo diferente, el nivel de precios externos relevantes para Uruguay al final del HPM se ubicaría en niveles similares a los del trimestre anterior.



Por otra parte, para la relación de términos de intercambio se espera una evolución similar a la esperada en el trimestre anterior para todo el HPM, con menores ganancias en 2023 y menor deterioro de allí en adelante.



Por último, las condiciones financieras internacionales serían algo más favorables que las esperadas tres meses atrás. Así, la trayectoria esperada de la tasa de la Fed se corrige a la baja respecto al informe de setiembre, en un marco de menores presiones inflacionarias y de descenso en la inflación núcleo, pese a la fortaleza del mercado laboral.



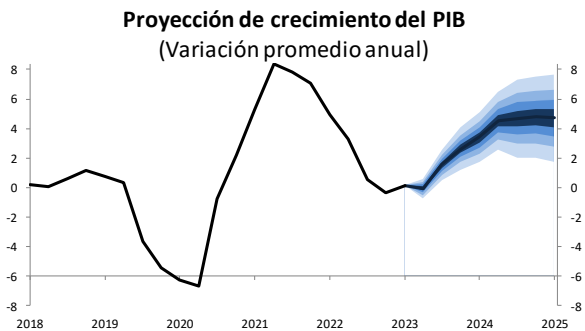
V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad

En el escenario base, la economía mostraría un crecimiento levemente positivo en 2023, recogiendo el impacto de la sequía, el cierre de la

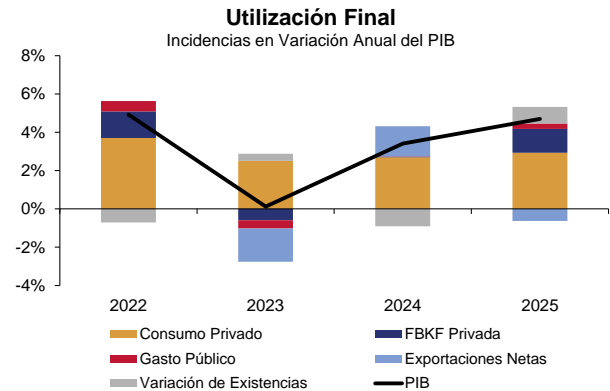
refinería, el deterioro de la balanza turística y la finalización de las obras de UPM II y su puesta en marcha. Luego, se expande en torno a 4% promedio anual en el resto del HPM.

Este escenario está enmarcado en un alto nivel de incertidumbre, asociado en gran medida al desempeño en la región, que sigue mostrando desequilibrios macroeconómicos persistentes, junto a la evolución incierta del ajuste macroeconómico que iniciará el gobierno argentino entrante. 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 se incrementa respecto al COPOM anterior de 77% a 82%.

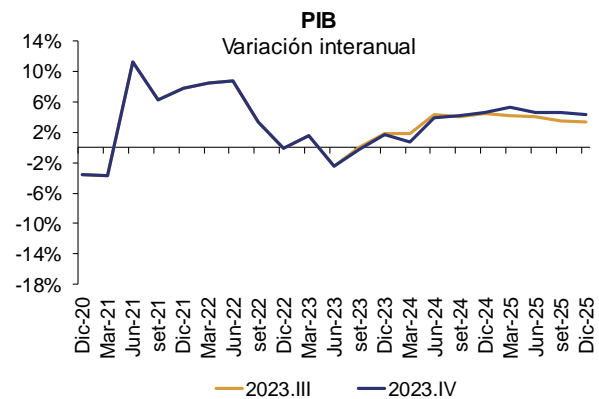


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Del punto de vista de los componentes de la demanda, el cierre de 2023 marcaría un crecimiento muy leve, impulsado por el consumo privado, al influjo de la recuperación de la masa salarial, mientras que inciden a la baja las exportaciones netas como consecuencia de la sequía, la inversión privada y el ajuste del gasto público. El consumo se mantendría como principal motor del crecimiento en el horizonte de proyección, junto a la recuperación de las exportaciones netas en 2024, mientras que en 2025 se destaca el aporte positivo de la inversión privada y en menor medida del gasto público, según proyecciones presentadas en la última rendición de cuentas.



La variación interanual del PIB para 2024T1 muestra una proyección algo inferior a la del informe anterior como consecuencia del cierre de la refinería más prolongado que lo previsto en el COPOM anterior. Luego de la reversión de este shock, la senda proyectada se ubica algo por encima de la presentada anteriormente.



De acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2023 estaría impulsado por la demanda doméstica, destacándose el incremento en el consumo privado. Contribuyen en el mismo sentido los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio, y los shocks de oferta, que reflejan la puesta en marcha de UPM²².

El mayor dinamismo en 2024 estaría explicado por un contexto internacional menos desfavorable, en la medida que se esperan condiciones financieras menos restrictivas ante los recortes esperados de la tasa de interés de referencia, una política monetaria doméstica menos restrictiva, que a su vez afecta en parte al aumento del tipo de cambio, y el efecto de la puesta en producción de UPM, dado que empezó a funcionar a mediados de 2023 (shock de oferta).

Posteriormente, en 2025 se acentúan los efectos expansivos del impulso monetario doméstico y

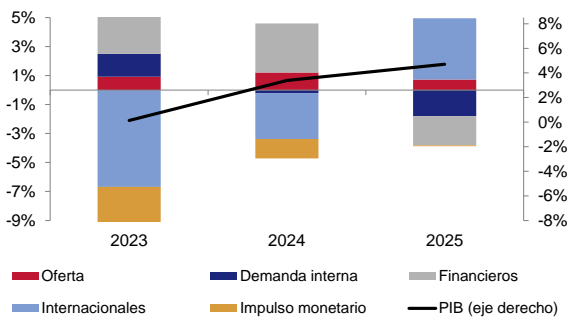
²² El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB

respecto a su promedio histórico, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2023T4 (eje de la derecha).

especialmente desde las variables internacionales, ya que a la tasa internacional en niveles más bajos se agrega la mayor inflación externa, que implica una ganancia de precios relativos para la economía doméstica. Por otra parte, los shocks financieros (paridad de tasas) y de demanda interna revertirían su impacto y contribuirían negativamente en la evolución del PIB.

Cabe destacar que la política monetaria iría diluyendo progresivamente su impulso contractivo yendo hacia la neutralidad en la medida que la inflación se mantiene dentro del rango meta.

Descomposición en shocks - PIB
Variación promedio anual
Promedio de modelos 2023.IV

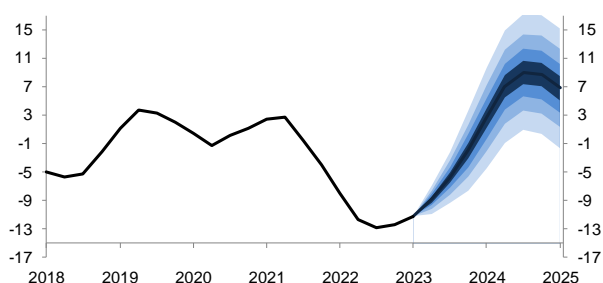


Tipo de cambio real

En el escenario base, el TCR se depreciaría a lo largo del HPM. En concreto, de acuerdo con la metodología *fan chart* habría un 85% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor similar al % reportado en el informe anterior.

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

Proyección del tipo de cambio real
(Variación promedio anual)



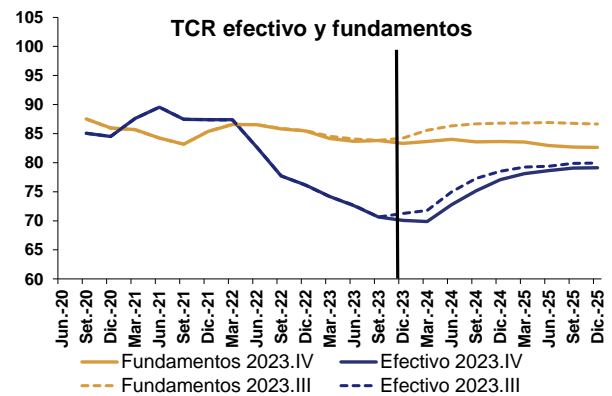
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Tanto la senda del TCR como la del TCRf, se corrigen a la baja. La magnitud relativa de estos traslados es tal que la brecha del TCR con respecto a su nivel de fundamentos se ubicaría en un nivel menor al que se esperaba el trimestre anterior en casi todo el HPM.

Mostrando una leve apreciación en el primer paso de proyección (2024T1), que recoge el impacto de la devaluación del dólar oficial en Argentina, el TCR se depreciaría a partir de entonces, siguiendo la evolución sus fundamentos.

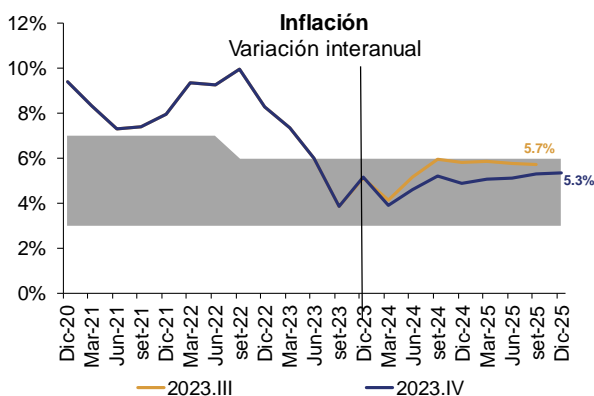
Por otra parte, el TCRf se re-estima a la baja en todo el HPM, impulsado básicamente porque en este informe se espera una menor caída de la relación Gasto Público-PIB y, con menos impacto, una caída inferior de los términos del intercambio. En contrapartida, el crecimiento esperado más bajo del ratio Gasto Privado-PIB no logra compensar los movimientos anteriores.

Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR parte de un valor de 15 p.p. y se va corrigiendo progresivamente en el horizonte de proyección. En tal sentido, hacia el final del HPM el TCR se encontraría unos 4 p.p. por debajo de su nivel de fundamentos, recortando buena parte del desvío inicial.

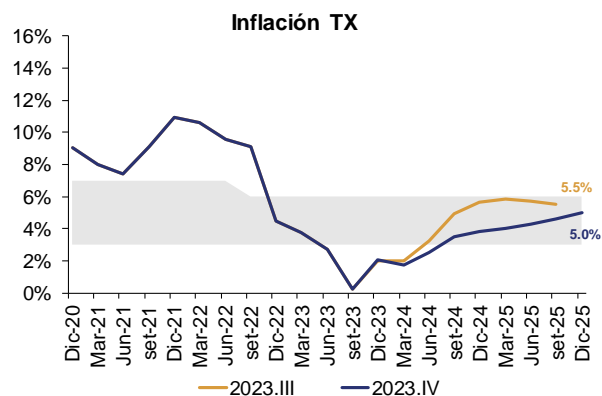


Inflación

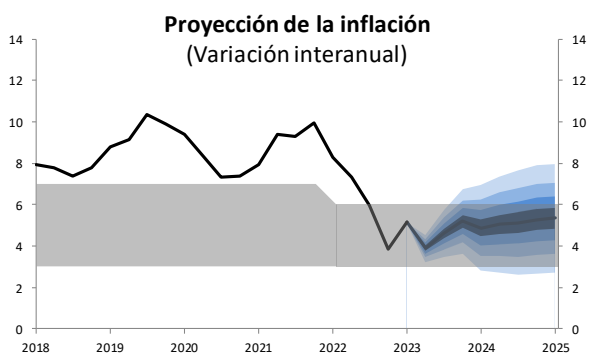
La senda proyectada de inflación se corrige a la baja respecto a la proyección anterior y permanece dentro del rango meta durante todo el HPM, en un escenario donde la política monetaria se mantiene en fase contractiva/neutral y las expectativas reaccionan favorablemente. Por su parte, los precios administrados y la dinámica salarial evolucionan en línea con la política monetaria y las expectativas en el HPM. La evolución de la inflación también está determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR negativa, aunque cerrándose en forma progresiva y en menor medida una brecha PIB negativa en la primera mitad del horizonte de proyección. En este marco, hacia el final del HPM (diciembre 2025) la proyección puntual de inflación se ubica en 5,3% interanual, dentro del rango meta de 3%-6%, siendo inferior a la del informe anterior.



La menor senda proyectada para la inflación determina que el rango de valores que puede adoptar la misma se traslade hacia abajo. Esto implica que la confianza de que la inflación se encuentre por debajo del techo del rango meta al final del horizonte se incrementa de 59% a 69% respecto al informe anterior.



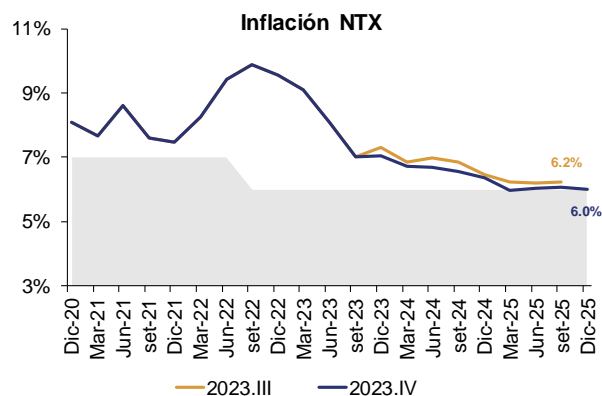
Por otro lado, los NTX repiten la moderación esperada en el informe anterior en un nivel algo más bajo y se ubican en el techo del rango meta al final del HPM. Este componente, que es el más rígido del IPC, responde con rezagos a la política monetaria a través de sus distintos canales, donde se destaca el de expectativas y el de brecha PIB.



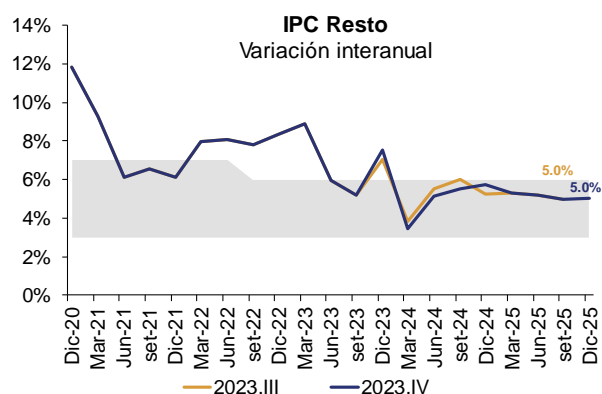
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

La senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la de la inflación. Se destaca que ambos componentes del IPCX (es decir los precios TX y en menor medida los precios NTX) presentan valores inferiores a los del informe anterior en toda la trayectoria.

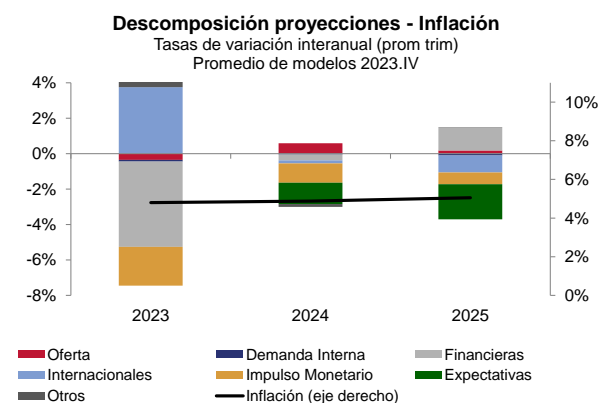
Asimismo, la dinámica de IPCX resume una desaceleración del componente no transable y una aceleración del componente transable, esta última impulsada por la depreciación nominal y el contexto de alta inflación regional, en especial durante 2024, al influjo del ajuste de precios relativos de Argentina.



Por otra parte, la proyección del IPC_Resto es similar a la del informe anterior. Hacia el fin del HPM este componente se ubicaría en el entorno de 5%, acercándose al centro del rango meta, en la medida que se revierten los shocks de oferta sobre frutas y verduras y precio del petróleo, y las tarifas públicas y demás servicios administrados evolucionen en línea con el objetivo de inflación, dado el actual marco de coordinación de políticas monetarias, fiscales y de ingresos.



Los distintos factores que afectan a la inflación pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco de un modelo DSGE²³. En este contexto, la permanencia de la inflación en niveles cercado al centro del 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. Esto a su vez redonda progresivamente en menores expectativas de inflación, las que van incidiendo progresivamente en el proceso de formación de precios, salarios y márgenes empresariales, proceso que se consolida en la segunda mitad del HPM. A medida que este proceso se va consolidando, la política monetaria exhibe un menor impulso monetario negativo. Asimismo, las tarifas públicas y demás administrados evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de “otros”, donde también se incluyen las frutas y verduras), no generando presiones adicionales en ninguna dirección. Por otra parte, también contribuye a esta senda moderada de inflación al comienzo del HPM la moderación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras), influido en parte por factores macro-financieros y siendo además un mecanismo de transmisión de la política monetaria. Hacia 2025, también favorecen a una inflación menor las ganancias de productividad en un marco de crecimiento económico (dentro de oferta) y en mayor magnitud la evolución de las variables internacionales (precios y condiciones financieras menos restrictivas hacia el final del HPM), mientras que los shocks al tipo de cambio van adquiriendo un mayor rol como factor positivo sobre la inflación, a medida que se va corrigiendo la brecha de TCR.



²³ 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).

²⁴ Al inicio del horizonte la inflación se ubica cercana a su objetivo puntual que es el centro del rango meta, mientras se parte de una brecha PIB negativa; en estos primeros pasos entonces, la TPM se ajusta a la baja para cerrar esta última.

Tasa de interés

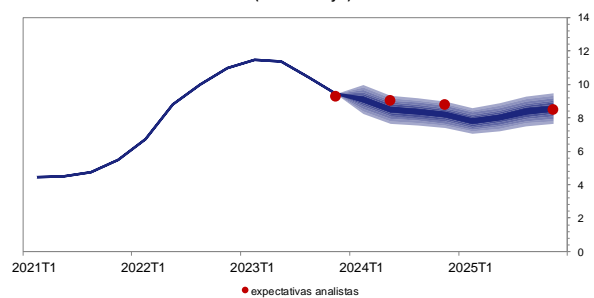
En este marco, la política monetaria va reaccionando a los desvíos de inflación y actividad, y genera una senda para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y la evolución de los salarios nominales según lo acordado en los convenios; asimismo, incorpora la reducción de 25 p.b. adoptada en el COPOM del 29 de diciembre, que la ubica en su actual nivel de 9%.

La senda puede ilustrarse en un gráfico *fan chart*, que muestra el rango en que sería esperable que se ubique la TPM dado el escenario base y los riesgos resumidos en el Mapa de Riesgos (MR). Por tanto, es consistente con las proyecciones presentadas previamente y con el análisis de riesgos que sigue en el punto siguiente. 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 refleja una trayectoria moderadamente decreciente para la TPM al inicio del HPM y un leve incremento en la segunda mitad²⁴.

Por otra parte, la senda esperada por los analistas, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, se ubica por encima de la trayectoria central en los primeros pasos y es similar al cierre del HPM.

Proyección de la tasa de interés
(Porcentaje)



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

Luego, en la segunda mitad del HPM, la brecha PIB está relativamente cerrada mientras que la inflación se aleja progresivamente de su objetivo puntual; en este marco, la TPM se incrementa para cerrar la brecha de inflación. Es de hacer notar que como estos desvíos son moderados, también lo es la trayectoria creciente de la TPM; al final del horizonte, el nivel de TPM es inferior al del punto de partida.

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 macro-financiera de la región, el ritmo de salida de la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados y la persistencia de conflictos geopolíticos a nivel global. 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 análisis prospectivo presentado como escenario base. Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

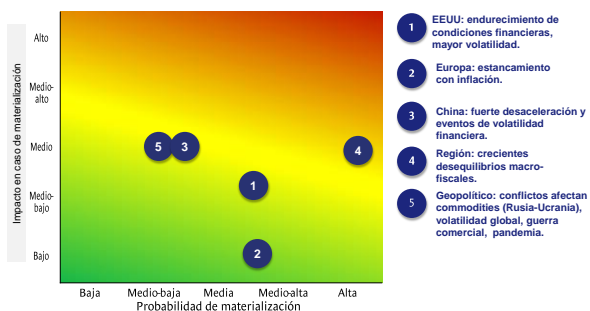
A continuación se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del Mapa de Riesgos (MR)²⁵.

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 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), el 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 probabilidad de materialización alta e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección. En caso de materializarse este riesgo, dificultaría el crecimiento y podría desencadenar salidas de capitales en la región, por lo que

impactaría en forma negativa en Uruguay por sus efectos sobre el nivel de actividad y sobre la estabilidad financiera y cambiaria.

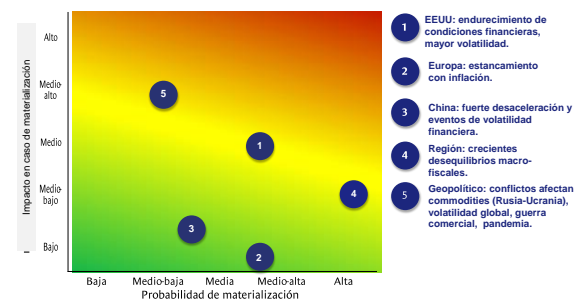
Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5), que incluye los impactos del conflicto entre Rusia y Ucrania, así como una eventual escalada del conflicto en Medio Oriente, con impactos financieros y en precios de commodities, tiene una probabilidad de materialización media-baja, con un impacto medio sobre la actividad.

En la misma zona, aunque con un poco más de probabilidad se encuentra el riesgo de una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3). De materializarse, se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una fuerte caída de los precios de nuestros productos de exportación.

Mientras tanto, el riesgo vinculado a un endurecimiento mayor al esperado de las condiciones financieras en EE.UU. por encima de lo previsto en el escenario base (riesgo 1) se mantienen en la zona verde/amarilla. Este riesgo recoge una potencial reacción de la Fed más dura de lo esperado, que en el contexto actual supone mantener incambiada su tasa de política siendo que los distintos agentes esperan una trayectoria decreciente, lo que ocasionaría 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.

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

Mapa de riesgos internacionales, impacto en inflación



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

²⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

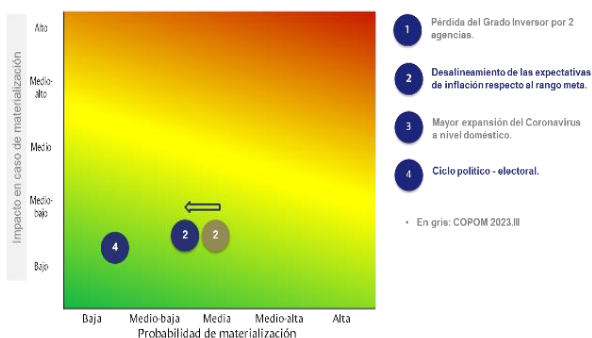
En este caso, los principales riesgos que pueden afectar al alza la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los desequilibrios en la región (riesgo 4). Los mismos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un aumento del riesgo soberano, 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.

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 político-electoral fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones entraron en el HPM (octubre 2024). 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 financieras y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas. Este riesgo se mantiene en la misma ubicación del informe anterior para ambas variables (actividad e inflación), en zona verde.

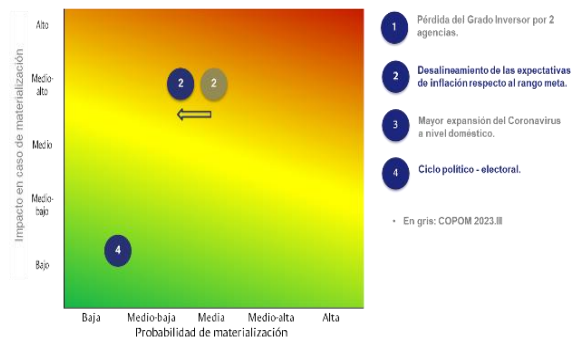
Mapa de riesgos domésticos, impacto en actividad



Por otra parte, se reduce la probabilidad de ocurrencia del riesgo de desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango meta (riesgo 2), pasando de media a medio-baja, en virtud del constante descenso en las expectativas inflacionarias de los distintos agentes registrado durante el año y de la consolidación de la moderación salarial como resultado de la última ronda de negociación. Sin perjuicio de lo anterior, se sigue considerando como el principal riesgo doméstico a monitorear respecto a la inflación, en virtud que dichas expectativas, pese al descenso mencionado, aún se encuentran fuera del rango meta. Asimismo, este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, ya que una mayor inflación esperada afectaría directamente la

velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en inflación



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

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



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 17. ICFI-SA: Un indicador de Condiciones Financieras Internacionales relevante para Economías Emergentes Sudamericanas. (Publicado en IPOM 2023.IV)

Introducción

Las condiciones financieras internacionales resultan relevantes para los bancos centrales de las economías emergentes en la medida en que pueden afectar la evolución de variables claves, tales como la inflación, el crecimiento económico o el tipo de cambio. Estas variables forman parte de los objetivos de la política monetaria de los bancos centrales, por lo que resulta de particular interés contar con algún indicador sintético que permita tanto monitorear en tiempo real estas condiciones financieras internacionales (análisis de coyuntura) como simular escenarios de stress financiero (análisis de riesgos).

Este indicador sintético debería resumir la evolución de una serie de variables financieras de interés para las economías emergentes sudamericanas y adaptarse a sus características particulares, al explicitar el rol de los precios de commodities como variable diferencial respecto a las economías avanzadas.

Con este objetivo, Brum et al (2023)¹ desarrollan un indicador específico para economías emergentes sudamericanas que están afectadas por los mismos shocks externos. El indicador propuesto en este artículo es denominado Índice de Condiciones Financieras Internacionales para economías Sudamericanas (ICFI-SA), el que se construye a partir de un Modelo Factorial Dinámico, cuyo factor común resume la evolución de un conjunto amplio de variables financieras relevantes.

Estas variables de interés pueden ser clasificadas en globales y regionales. Las variables globales muestran el grado de aversión al riesgo a nivel global, mientras las variables regionales reflejan el grado de aversión al riesgo hacia activos financieros de algunas economías sudamericanas, específicamente Brasil, Chile y Uruguay. La inclusión de los precios de commodities se justifica tanto por su influencia en la capacidad de repago de las obligaciones financieras de estas economías como por el proceso de financialización de commodities de las últimas dos décadas.

El mecanismo de transmisión de estas variables puede resumirse de la siguiente manera. En un contexto de menor aversión global al riesgo, que supone mejores condiciones financieras para las economías emergentes sudamericanas, es esperable que los agentes busquen deshacer posiciones en activos libres de riesgo y posicionarse en activos más riesgosos. Como resultado, aumenta la demanda de activos de renta variable (sube el índice de precios de las acciones en Estados Unidos y se reduce su volatilidad), disminuye la demanda del activo libre de riesgo (aumentan sus rendimientos) y se aprecian en términos reales las monedas emergentes respecto al dólar. Asimismo, cuando la aversión al riesgo hacia las economías emergentes disminuye, se producen un mayor apetito de los inversores hacia títulos soberanos de estos países (caen las primas de riesgo de los títulos soberanos de Brasil, Chile y Uruguay), y aumentos en los precios de los commodities, que se aprecian tanto por ser activos financieros riesgosos, como por estar nominados en dólares.

¹ Brum Civelli, C., Fried Gindel, A., García Hiernaux, A. (2023). ICFI-SA: An International Financial Conditions Index for South American Economies. Documento de Trabajo del BCU N° 006-2023, ISSN 1688-7565.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Variable	Descripción	Tipo	Dirección ante menor aversión al riesgo
Standard & Poors-500	Índice de precios de las acciones en EE.UU.	Global	Sube
VIX	Índice de Volatilidad del Standard & Poors-500	Global	Baja
Rendimiento de Bonos del Tesoro a 10 años en EE.UU.	Rendimiento representativo de los bonos libres de riesgo.	Global	Sube
Cotización real del dólar de EE.UU.	Tipo de cambio real del dólar de EE.UU. respecto a canasta de monedas emergentes, ponderado por comercio de ese país.	Global	Baja
Primas de Riesgo de los títulos soberanos de Brasil, Chile y Uruguay.	Diferencial de rendimiento del título del país emergente respecto a un título de igual plazo de EE.UU.	Regional	Baja
Precios internacionales de: Carne, Soja, Arroz, Leche, Cobre, y Petróleo.	Precios en dólares estadounidenses de los principales commodities que exportan Brasil, Chile y Uruguay.	Regional	Suben

Un Modelo de Factores Dinámicos

De acuerdo con la amplia literatura sobre el tema y dadas las características del indicador, se optó por utilizar un Modelo de Factores Dinámicos (MFD). En este modelo, el factor común representa el comovimiento de todas las variables que integran el indicador y permite obtener el ICFI-SA, al tiempo que los componentes idiosincráticos recogen los sucesos particulares que afectan a las variables individuales².

Las principales ventajas que posee esta metodología en relación a la de los Componentes Principales es que las variables a partir de las cuales se construye el indicador pueden ser proyectadas, al tiempo que permite simular escenarios de tensión consistentes.

El MFD asume que cada variable incluida en el vector de variables observables Z_t puede descomponerse en dos componentes, uno que depende del factor común f_t y otro idiosincrático u_t (Ecuación de Medida o de observación)

$$Z_t = \beta f_t + U_t$$

En esta ecuación Z_t es el vector de las k variables observables en t , sobre las que se elabora el indicador; f_t es el factor común, que representa el comovimiento de todas las variables en el momento t ; U_t es el vector que incluye los k componentes idiosincráticos en t y β es el vector de los k factores de carga del modelo, que mide la sensibilidad de cada variable observable al factor común. Es a partir del factor común f_t que se obtiene el indicador resumen ICFI-SA.

En este trabajo tanto f_t como los U_t , variables inobservables, pueden representarse como procesos autorregresivos de orden 2 y 1 respectivamente (Ecuaciones de Estado o de Transición):

$$f_t = \phi_1 f_{t-1} + \phi_2 f_{t-2} + v_{1t}$$
$$U_t = \Phi_1 U_{t-1} + V_2$$

² En la literatura, los indicadores disponibles incluyen variables domésticas y externas, mientras que el ICFI-SA sólo incluye las externas. Todas las variables fueron transformadas a efectos de volverlas estacionarias.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La dinámica del factor común es captada por los escalares ϕ_i , mientras que la dinámica de los componentes idiosincráticos se capta a través de las matrices diagonales Φ_1 de dimensión $(k \times k)$.

Los errores v_{1t} tienen una distribución normal con media cero y varianza σ_f^2 , mientras que los V_2 tienen una distribución normal con media igual al vector nulo y varianza representada por la matriz diagonal $\Sigma_u^2 = \text{diag}(\sigma_1^2, \sigma_2^2, \sigma_3^2, \dots, \sigma_k^2)$.³

Este modelo se estima por máxima verosimilitud; las variables inobservables se obtienen a través de la metodología de filtro de Kalman.

Una vez estimado f_t , se obtiene el ICFI-SA mediante dos pasos. En primer instancia, se estima y_t de manera recursiva:

$$y_t = y_{t-1} + \hat{f}_t$$

Siendo \hat{f}_t la estimación del factor común del MFD obtenido con el filtro de Kalman.

En una segunda instancia, a efectos de hacerlo comparable con los indicadores habituales que miden las condiciones financieras globales, se remueve la tendencia de la serie y_t , para hacer foco en las fluctuaciones cíclicas y los ruidos. El y_t sin tendencia es el indicador ICFI-SA.

Análisis histórico utilizando el ICFI-SA

A continuación, se presenta la estimación del indicador para el periodo octubre 2007 a diciembre 2023, ilustrando su utilidad para el análisis y diagnóstico. De esta forma, la gráfica siguiente muestra la evolución del ICFI-SA, comparándola con la del *National Financial Conditions Index* (NFCI), un indicador representativo de las condiciones financieras globales, elaborado por la Reserva Federal de Chicago para Estados Unidos.

La interpretación del gráfico es la siguiente: cuando una serie se ubica por encima (por debajo) de su mediana histórica, el contexto es relativamente desfavorable (favorable). Se entiende como “condición desfavorable” cuando existe un menor acceso al financiamiento externo y/o el financiamiento disponible es más costoso.⁴

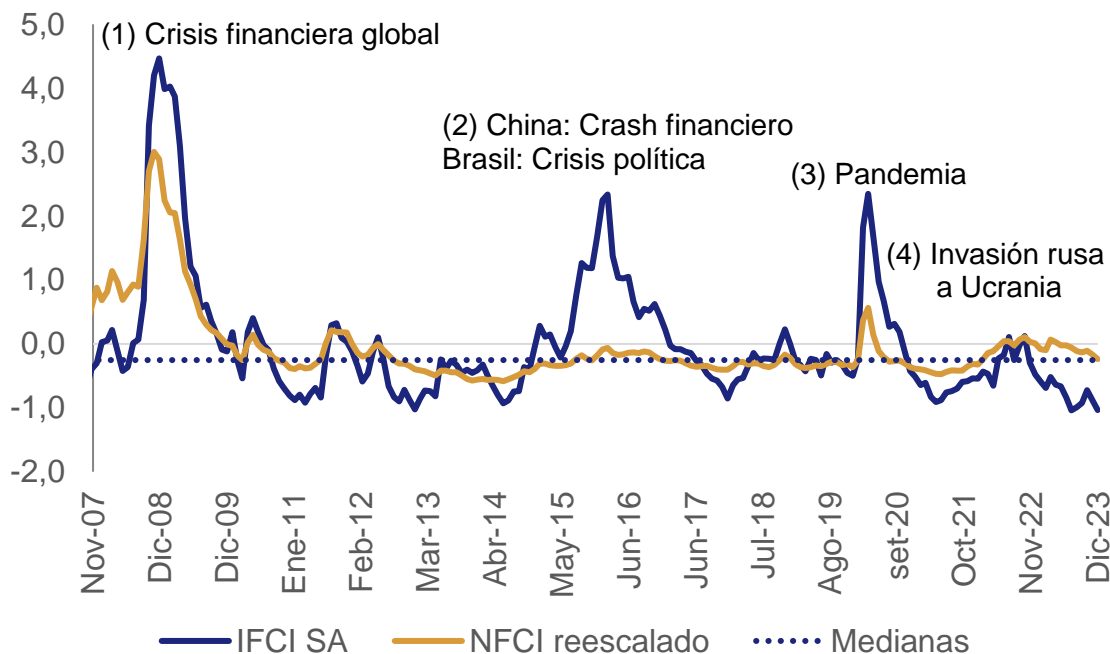
³ El hecho de que las matrices Φ_1 y Σ_u^2 sean diagonales implica que las variables observables se vinculan únicamente a través del factor común.

⁴ Para facilitar la comparación, el NFCI fue re-escala en el gráfico de manera que coincidan las medianas de ambos índices.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Evolución histórica del ICFI-SA y del NFCI



En la muestra considerada, los momentos de mayor tensión financiera, tanto a nivel global como regional, se observan durante la crisis financiera *subprime* de 2008-2009 (episodio 1), la crisis bursátil de China en simultáneo con problemas políticos de Brasil en 2015-2016 (episodio 2) y la pandemia del COVID-19 en 2020 (episodio 3).

Claramente, los episodios 1 y 3 son globales mientras que el episodio 2 afectó especialmente a los mercados emergentes y en particular, a las economías sudamericanas. De esta forma, durante los episodios 1 y 3 se observan picos relativos en el ICFI-SA y en el NFCI, y luego de ellos caídas importantes en los dos indicadores, como resultado de las políticas monetarias fuertemente expansivas aplicadas por los principales bancos centrales del mundo. En el caso de la crisis del COVID-19 adicionalmente se implementaron políticas fiscales expansivas, que mejoraron las condiciones financieras globales en forma incremental. Mientras tanto, en el episodio 2, cuyo epicentro se ubica en economías emergentes, como China y Brasil, la diferencia entre ambos indicadores es muy significativa, ya que afectó mayormente a las economías emergentes.

Asimismo, en los tres episodios se observa un mayor endurecimiento de las condiciones financieras en las economías emergentes sudamericanas que a nivel global, lo que se refleja en picos más pronunciados en el ICFI-SA con respecto a los del NFCI.

Por otra parte, se constata que en momentos de condiciones financieras favorables las economías emergentes sudamericanas tienden a experimentar una mejora algo mayor que las avanzadas, a partir del hecho que en esos períodos el ICFI-SA muestra una mayor distancia respecto a su mediana histórica que la del NFCI respecto a la suya. Esto ocurrió con frecuencia en la primera mitad de la década pasada, durante el llamado superciclo de los precios de los commodities y en el marco de una apreciación de las monedas emergentes. En estos casos, los precios de los commodities actuaron como amplificadores de las condiciones financieras favorables.

En el mismo sentido, la muestra también da cuenta de episodios donde los precios de los commodities operaron como amortiguadores de las condiciones financieras adversas. Tal es el caso



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

del año previo al estallido de la crisis financiera global de 2008-2009, donde se observa un entorno financiero restrictivo general. Sin embargo, para las economías emergentes sudamericanas el deterioro fue menor, en un contexto de importante aumento de los precios de los commodities. Lo mismo ocurre tras el conflicto Rusia-Ucrania a inicios de 2022, momento en el que las condiciones financieras se deterioraron a nivel global, pero en las economías emergentes sudamericanas el ambiente financiero permanece en niveles relativamente favorables. En ambos casos, los precios de los commodities amortiguaron el efecto de las condiciones globales más restrictivas.

En síntesis, puede concluirse que el ICFI-SA es un indicador muy útil para el análisis de coyuntura y riesgos internacionales. Por un lado, logra resumir en un solo indicador la evolución de una serie de variables de interés, las que no necesariamente evolucionan todas en el mismo sentido. Por otra parte, este indicador adapta indicadores similares de la literatura a las características especiales de las economías emergentes, explicitando en forma notoria el rol de los precios de los commodities como variable diferencial respecto a las economías avanzadas.