



Política Económica y Mercados



# Informe de Política Monetaria

Primer trimestre 2023



BANCO CENTRAL  
DEL URUGUAY

## I. Resumen ejecutivo

### I.1 Contexto internacional

El desempeño económico global exhibe características que se advertían en el trimestre anterior: inflación elevada, desaceleración de la actividad y riesgo de recesión en las economías avanzadas. No obstante, se registran algunas novedades, tras la quiebra de algunos bancos regionales en Estados Unidos (EE. UU.) y del *Crédit Suisse* en Europa, pero de escala global. Asimismo, China muestra mayor dinamismo tras el retiro de las restricciones a la movilidad que implicaba la política oficial de “COVID 0”.

La inflación mundial se ha estabilizado en tasas elevadas. Aunque las mismas son menores a las del trimestre anterior, muestran una mayor persistencia debido a la presión sobre su componente núcleo. En tal sentido, si bien los shocks sobre los *commodities* y las cadenas de suministros globales se disiparon, el impacto inflacionario se ha difundido al resto de los precios. Esta situación agudiza el dilema de los bancos centrales, en un contexto de bajo crecimiento y mayores riesgos de estabilidad financiera. Según se desprende de las variables del mercado, los agentes esperan que la Reserva Federal (Fed) se vuelva más cauta en sus próximas decisiones en relación a su tasa de interés de referencia.

A nivel regional, en Argentina los riesgos macroeconómicos y financieros se ven agudizados por la severa sequía que atraviesa el país, al tiempo que en Brasil el gobierno presentó su nuevo marco fiscal que fue bien recibido por los mercados financieros.

### I.2 Contexto interno

En el cuarto trimestre la actividad económica exhibió una variación desestacionalizada de -1,3%, equivalente a una variación interanual de -0,1%, afectada fuertemente por la sequía. De este modo, en el segundo semestre la economía perdió el dinamismo que había mostrado en la primera mitad del año. Por otra parte, el crecimiento promedio anual fue 4,9%.

A nivel de sectores, la actividad primaria y la industria manufacturera tuvieron una importante incidencia negativa en términos interanuales, lo que fue parcialmente compensado por los sectores Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas y Transporte y almacenamiento, información y comunicaciones. Por el lado del gasto, el impulso interno fue más que compensado por la menor demanda externa neta.

De acuerdo a los indicadores de alta frecuencia disponibles se espera que la actividad recupere cierto dinamismo en el primer trimestre del año.

Por otra parte, a diciembre 2022 el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 3,2% del Producto Bruto Interno (PIB), aumentando 0,7 puntos porcentuales (p.p.) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, la reducción del déficit del sector público resultó inferior a la disminución del ahorro neto del sector privado.

El Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global se apreció 1,5% en el primer trimestre del año respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con Argentina. Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos atenuó la tendencia a la baja que muestra desde mediados de 2021.

Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se apreciaría 1,1% en el primer trimestre, ya que el impacto esperado al alza del deterioro de los términos de intercambio y de la menor relación gasto público/PIB tendría menos fuerza que el efecto a la baja provocado por la mayor productividad relativa esperada y el crecimiento del gasto privado en relación al PIB. De esta forma, la brecha entre el TCRE y el TCRf se ubicaría en el trimestre en niveles algo mayores a los del anterior. Esta brecha comenzaría a cerrarse en el trimestre siguiente, dando inicio a un ajuste que se prolongaría durante todo el Horizonte de Política Monetaria (HPM).

Por su parte, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora, presenta en los últimos meses leves aumentos, siguiendo al importante aumento observado en octubre.

Asimismo, en el año culminado a febrero 2023 el Sector Público Global (SPG<sup>1</sup>) tuvo un resultado deficitario de 3,2% del PIB. Mientras tanto, a diciembre 2022 se observó un leve aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 37,4% de PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras, como la mayor participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se sigue manteniendo por debajo de los pares de la región.

---

<sup>1</sup> El sector público global incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

En este marco, el 30 de diciembre de 2022 el Directorio del Banco Central del Uruguay (BCU) tras la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió subir la Tasa de Política Monetaria (TPM) 25 puntos básicos (p.b.) hasta 11,5%. Dicho nivel fue ratificado en el COPOM del 15 de febrero de 2023, acumulando un incremento de 700 p.b. desde el primer aumento en agosto 2021.

La trayectoria acumulada de la TPM ha permitido amortiguar el efecto de los shocks inflacionarios externos sobre los precios domésticos y sobre las expectativas de inflación en el HPM, a pesar de lo cual las mismas permanecieron por encima del objetivo inflacionario establecido entre 3% y 6% a 24 meses, lo cual es motivo de atención permanente del BCU.

### 1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a abril 2023 se ubicó en 7,61%, reduciéndose 0,7 p.p. respecto al registro de diciembre y acercándose al techo del rango-meta vigente de 3% a 6% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Esta disminución se explica por el comportamiento del núcleo inflacionario o subyacente (IPC excluidos frutas, verduras y administrados, IPCX), que se redujo más que la inflación *headline*, la que fue impulsada en particular por el fuerte aumento de Frutas y verduras, quienes recogieron el impacto directo de la sequía.

En este contexto, la inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del IPCX, se ubicó en abril en 6,2%, su nivel más bajo en los últimos 5 años y muy cerca de ingresar al rango-meta. A nivel de componentes se verificaron reducciones tanto en los precios Transables de Exclusión (TX), como en los precios No Transables de Mercado (NTX).

En esta caída de la inflación incide la evolución de los precios internacionales relevantes para la inflación uruguaya, los que han disminuido considerablemente respecto al año anterior, así como la estabilidad del tipo de cambio en lo que va del año.

Mientras tanto, las expectativas de inflación a 24 meses se redujeron levemente respecto a lo observado en diciembre; el indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se ubica actualmente en 7,5%. Por otra parte, en el horizonte a 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas relevados por el BCU también se mantuvo estable respecto a las mediciones previas y se situó en 6%. En atención a esta evolución de las expectativas, se continuará con la fase contractiva de la política monetaria y mejorando la comunicación de la misma.

### 1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base, la economía cerraría en 2023 con un crecimiento inferior al del año pasado, para retomar niveles de crecimiento similares recién en 2024. Esta expansión sería sostenida por el consumo privado, ante la recuperación de la masa salarial, la inversión privada y en 2024 se sumarían las exportaciones netas, en un contexto internacional algo menos dinámico que en el informe anterior.

La inflación interanual consolidaría una trayectoria decreciente a medida que los shocks transitorios vinculados a la sequía y a los precios de *commodities* continúen disipándose y se profundicen los efectos de la política monetaria contractiva. La desinflación progresiva estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva en todo el HPM y por el marco de coordinación de políticas pautado por aumentos de precios administrados y de salarios nominales compatibles con la estrategia de desinflación.

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

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

Finalmente, el principal riesgo para la inflación está asociado a la evolución de la inflación global, tanto por precios de *commodities*, como de cadenas de suministros y por la mayor persistencia al afectar eventualmente a la dinámica salarial. Por otra parte, a nivel doméstico se menciona la posible evolución desfavorable de las expectativas de inflación, pese a que para este informe el riesgo se ha mantenido estable.

### 1.5 Decisiones de política monetaria

Tras la reunión del COPOM del 19 de abril, el Directorio del BCU resolvió una reducción de 25 p.b. en la TPM, fijándola en 11,25%. Para ello tuvo en cuenta el desempeño reciente de la inflación y la inflación de exclusión, la dinámica de las expectativas inflacionarias de los distintos agentes

económicos y las proyecciones de los servicios técnicos, asociadas a un contexto de menores presiones inflacionarias externas.

La instancia de la política monetaria mantuvo su fase contractiva, estimándose que el nivel actual de la TPM se mantiene unos 200 p.b. por encima del nivel de neutralidad.

El comunicado del COPOM no anticipó el desempeño futuro de la TPM, mientras que informó que se continuará monitoreando la situación para asegurar que la inflación y sus expectativas converjan al rango-meta hacia el final del HPM.

## 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.

A su vez, 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 o para inyectar liquidez.

## II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

### II.1. La situación internacional y regional

Las perspectivas de crecimiento global mostraron escasas variaciones a lo largo del trimestre. No obstante, a las tendencias que se manifestaron en los trimestres previos se agregan otras, que incrementan el riesgo de un deterioro mayor en los próximos meses. Entre las primeras, se cuentan: la política monetaria restrictiva global para frenar la inflación, la guerra en el este de Europa y el aumento de las tensiones que supone mayores trabas al comercio e incrementa la aversión al riesgo global de los inversores. Entre las segundas, el evento principal fue la quiebra de algunos bancos regionales en EE. UU. y del *Crédit Suisse* en Europa, que condujeron a un entorno financiero más desafiante. En contraste, la reapertura de actividades en China y su mayor crecimiento esperado compensa los factores que empujan a la baja al nivel de actividad mundial.

En este marco, el Fondo Monetario Internacional (FMI) espera un crecimiento global de 2,8% en 2023, lo cual implica una desaceleración respecto al 3,4% observado en 2022, y al 3% en 2024. Para ambos años, la proyección se corrige levemente a la baja respecto a la publicada por el organismo en su reporte de enero.<sup>2</sup>

En otro orden, la inflación a nivel global comenzó a descender. Sin embargo, las presiones inflacionarias pasaron de los componentes volátiles (energía y alimentos) al componente núcleo de esta. Dicha situación agudiza el dilema de los bancos centrales, habida cuenta de que se mantiene la necesidad de continuar con la instancia contractiva de política monetaria, en virtud de que, de este modo, el proceso inflacionario se vuelve más persistente, en un contexto de debilidad del nivel de actividad y de riesgos de estabilidad financiera.

Este dilema se manifiesta con mucha claridad en EE.UU. y más aún en Europa. En el primero, en los últimos meses se observa una caída mucho más rápida de la inflación general que del componente núcleo (de hecho, el dato de marzo volvió a mostrar aumentos en el componente núcleo). Mientras que en el segundo, también se observa descenso de la inflación general, pero el componente núcleo de la misma continuó creciendo. Por su parte, en China los datos correspondientes al primer trimestre confirman la esperada reactivación, impulsada en gran medida por estímulos oficiales, tras el abandono de la política “COVID 0”.

Las presiones sobre el núcleo inflacionario, al ser más persistentes que las que se registran en los componentes volátiles, exigen acciones más decididas de política monetaria para combatirlas. Asimismo, la fortaleza que muestra el mercado laboral brinda margen a la Fed para profundizar el sesgo contractivo de su política monetaria. Sin embargo, el mercado percibe que los riesgos sobre la estabilidad financiera (materializados con la quiebra del Silicon Valley Bank y otros bancos regionales de EE. UU., así como la del *Credit Suisse* en Europa), serán preponderantes en las futuras decisiones de la autoridad monetaria. En tal sentido, según la curva implícita de la tasa de futuros, se espera una suba adicional de la tasa de interés de referencia en la próxima reunión del Comité de la Fed y luego comenzaría un ciclo a la baja, con el cual la tasa se ubicaría en el corredor 4,25% - 4,5% hacia el final de 2023. Esto contrasta con las expectativas de los gobernadores de la Fed, que esperan que la tasa se ubique en el rango 5% - 5,25% en ese período, 25 p.b. por encima del nivel actual.

Los activos financieros, tanto las acciones como los títulos de deuda, se recuperaron en el margen,

<sup>2</sup> FMI *World Economic Outlook*, abril 2023.

impulsados por las menores tasas esperadas por el mercado. Asimismo, el dólar mostró una trayectoria a la baja, tanto frente a economías avanzadas como emergentes en marzo, tras una leve apreciación observada en febrero, que interrumpió transitoriamente la evolución a la baja que muestra desde octubre de 2022.

Finalmente, los precios de los commodities continuaron descendiendo, luego de las subas que habían exhibido como consecuencia del shock de oferta que ocasionó el conflicto entre Rusia y Ucrania, aunque se mantienen elevados en términos históricos.

Respecto a la región, en Argentina las condiciones macro continúan mostrando fragilidad. Mientras tanto, en Brasil el Gobierno presentó su nuevo marco fiscal al Congreso, lo que fue bien recibido por los mercados, hecho que se reflejó en la apreciación que exhibieron los activos brasileños (moneda, acciones y bonos) durante el último mes.

### Actividad global

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

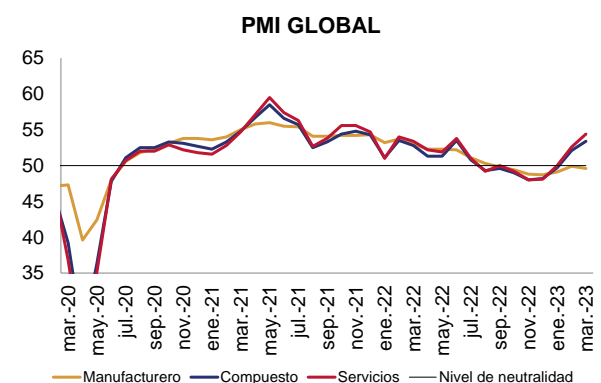
En EE.UU. el PIB creció 2,6% durante el cuarto trimestre, tras el incremento de 3,2% registrado en el tercero, siempre en términos desestacionalizados y anualizados. De este modo, el año cerró con una expansión de 2,1%. Asimismo, pese a las condiciones adversas de inflación y de altos costos crediticios, el mercado laboral continuó exhibiendo fortaleza durante el primer trimestre, sin perjuicio de que los datos de alta frecuencia parecen denotar cierto enfriamiento en el margen, tanto en la contratación de nuevos cargos, como en los aumentos salariales. Estos últimos acumulan varios meses creciendo por debajo de la inflación, aunque bastante por encima aún de la meta inflacionaria de la Fed. El FMI en abril elevó la proyección de crecimiento para 2023 de 1,4% a 1,6% y para 2024 de 1% a 1,1% en abril, respecto a sus proyecciones de enero.

Por su parte, en la Zona Euro (ZE) el PIB cayó levemente en el cuarto trimestre de 2022, como consecuencia de la caída del consumo de los hogares y de la inversión, componentes de la demanda agregada fuertemente afectados por la elevada inflación y por las subas en las tasas de interés. Asimismo, el sector público y las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento y compensaron parcialmente el descenso de los dos primeros. Los datos de alta frecuencia son mixtos, y si bien los Purchasing

Manager Index (PMI) muestran un panorama alentador, algunos indicadores más amplios elaborados por la Comisión Europea, señalan que el bloque ingresaría en recesión técnica en el primer trimestre. Sin perjuicio de lo anterior, el FMI subió levemente su proyección de crecimiento a 0,8% en 2023 (0,1% más que en enero) y la redujo a 1,4% en 2024 (0,2% menos que en el reporte anterior).

Mientras tanto, la economía china creció 2,2% en el primer trimestre y corrigió al alza la estimación del cuarto trimestre de 2022. De este modo, cerró el año con un crecimiento de 3% y acumula tres trimestres consecutivos de expansión, luego del abandono de los estrictos confinamientos que implementó el Gobierno para enfrentar una nueva propagación del COVID, del alivio en el sector inmobiliario y de menores tensiones en el sector tecnológico. Los datos más recientes señalan buen ritmo de crecimiento del consumo, de la inversión (especialmente en infraestructura) y de las exportaciones netas. Por otra parte, algunos datos, como el aumento del ahorro y el menor crecimiento global esperado en los próximos meses, suponen peores perspectivas para el consumo y para las exportaciones netas, respectivamente. En este contexto, el gobierno continuará impulsando la inversión pública y el banco central recortó los requerimientos de encajes para el sistema bancario. El FMI proyecta un crecimiento de 5% en 2023 y 4,5% en 2024, cifras análogas a las que esperaba en enero.

En este marco, los PMI repuntan en el margen con excepción del indicador manufacturero. Para que se cumplan las proyecciones de bajo crecimiento en el año, se debería registrar una sensible desaceleración en los próximos meses.



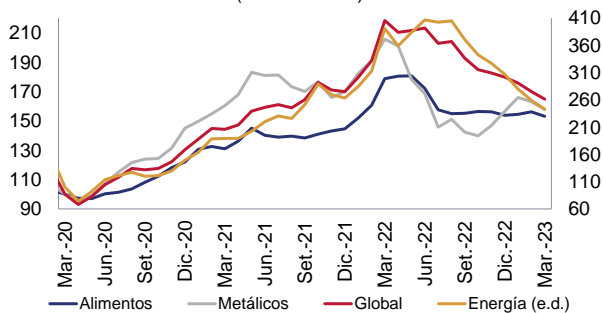
Fuente: Bloomberg.

### Commodities

Tras las fuertes subas que mostraron los precios de las materias primas desde febrero de 2022 como consecuencia del conflicto entre Rusia y Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia, los precios de los commodities convergen, en muchos casos, a los niveles previos al shock. El costo de la energía, caería un 38% este año, pero aún se ubica casi 50%

por encima de su promedio histórico. Escenarios de recrudescimiento de la guerra en Europa o acuerdos para el corte de la producción de crudo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (anunciado a inicios de abril) podrían derivar en un nuevo aumento en el precio del petróleo. Misma situación se observa en el precio de los fletes internacionales que, luego de tocar en febrero el menor valor desde mediados de 2020, rebotó en marzo a niveles superiores al promedio de final de 2022, aunque aún muy por debajo de los picos registrados dicho año.

**ÍNDICES DE COMMODITIES**  
(mar 20 = 100)

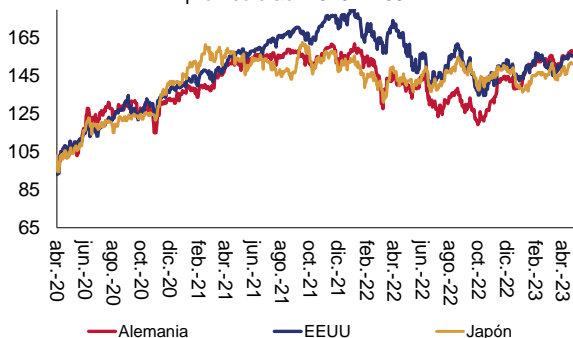


Fuente: Banco Mundial.

## Mercados financieros e inflación

Al bajo crecimiento esperado para los próximos meses, se suman factores de incertidumbre: la continuidad de la guerra en Europa, la crisis de los bancos regionales en EE. UU. y del *Crédit Suisse* en Europa, y la persistencia de la inflación, especialmente en su componente núcleo. Todos estos elementos, conspiran contra la apreciación de activos globales e incrementan los costos crediticios. A estos elementos se suma el riesgo de indexación salarial lo que enlentecería aún más el proceso de descenso inflacionario.

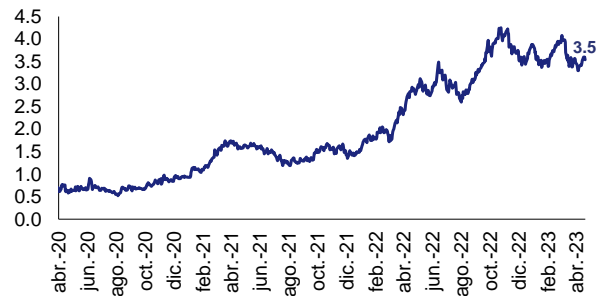
**ÍNDICES ACCIONARIOS GLOBALES**  
promedio abr 2020 = 100



Fuente: Bloomberg.

La incertidumbre y la cambiante perspectiva de los agentes, se refleja también en las tasas de interés de largo plazo. Actualmente, la tasa de los Treasuries a 10 años se ubica en el entorno de 3,5%, por encima de los valores de los últimos años, pero por debajo del máximo local alcanzado en octubre.

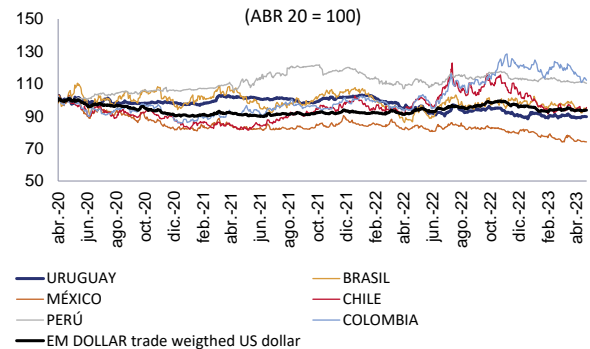
**Tasa de retorno de los Treasuries**  
(promedio diario en %)



Fuente: Fed.

Asimismo, esta reducción en el margen de la tasa a 10 años contribuyó a la apreciación de las monedas de la región frente al dólar.

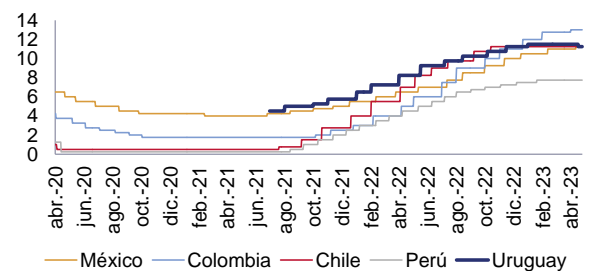
**COTIZACIÓN MONEDAS DE LA REGIÓN**  
(ABR 20 = 100)



Fuente: Bloomberg.

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

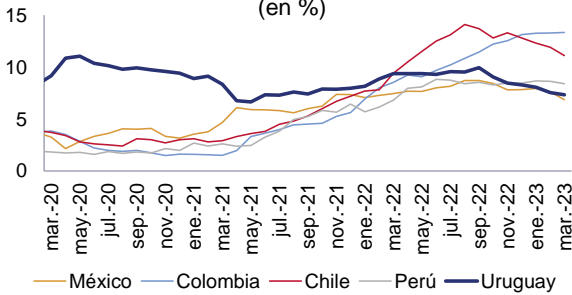
**TASA DE POLÍTICA**  
(en %)



En ese sentido, se observa que salvo casos puntuales la inflación muestra desaceleración desde fines de 2022 en los países de la región.



## INFLACIÓN (en %)

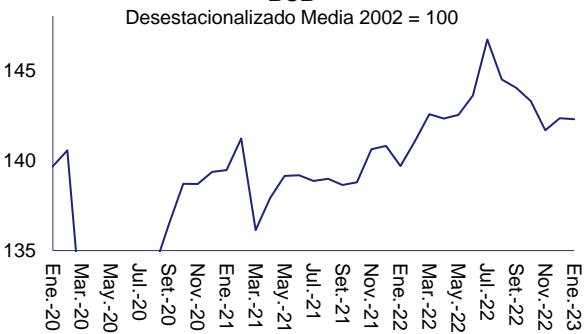


## La región

El nivel de actividad continúa mostrando muy bajo dinamismo en los países vecinos. Por su parte, la inflación continuó reduciéndose en Brasil, afectada favorablemente por la evolución del precio de la energía y por la política monetaria contractiva aplicada por el Banco Central de Brasil (BCB), mientras que en Argentina continuó acelerándose, cerca del 8% mensual y por encima del 100% interanual.

En Brasil, el PIB cayó 0,2% en términos desestacionalizados en el cuarto trimestre), tras la desaceleración que ya había experimentado en el tercero. Los datos de alta frecuencia siguen mostrando poco dinamismo. Algunos ejemplos de esta situación son la secuencia negativa de la producción manufacturera y del nivel de empleo. Se espera que la economía continúe con bajo crecimiento, conforme se mantiene la política monetaria restrictiva por parte del BCB. En ese sentido, la mediana de los analistas encuestados por la Autoridad Monetaria, espera un crecimiento inferior a 1% en 2023 y de 1,4% en 2024.

## ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL BCB



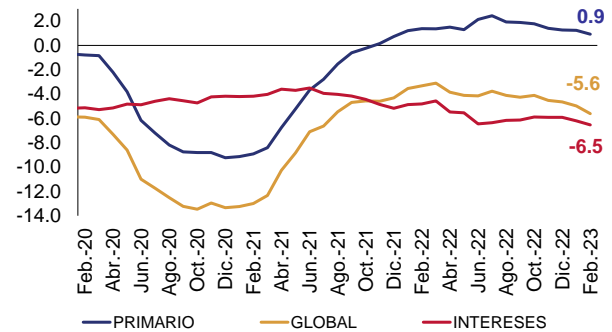
Fuente: BCB.

Por su lado, la inflación descendió en forma acelerada tras alcanzar un pico de 12,1% en abril de 2022, y se ubicó en 4,6% según el dato de marzo. Pese al marcado descenso, las expectativas de inflación para 2023 no acompañaron la reducción. Luego del anuncio oficial de la reimplantación de tributos a la gasolina, tras la exoneración transitoria de los últimos meses, las expectativas inflacionarias de los analistas volvieron a subir y se ubican por encima de 6% para 2023 (casi 3 p.p. por

encima del objetivo del BCB) y en el entorno de 4% para los años siguientes, desalineadas del centro del rango-meta. En este marco, el COPOM mantuvo la tasa la tasa SELIC en 13,75% en sus últimas reuniones y mantuvo su preocupación por el tema fiscal en su comunicado.

En ese sentido, el nuevo marco fiscal que presentó el Gobierno provocó una reacción inicial positiva por parte de los mercados. En líneas generales, el diseño propuesto se inclina por la corrección gradual de los gastos y abre el camino para el aumento de la carga tributaria, con el fin de estabilizar la deuda en el mediano y largo plazo.

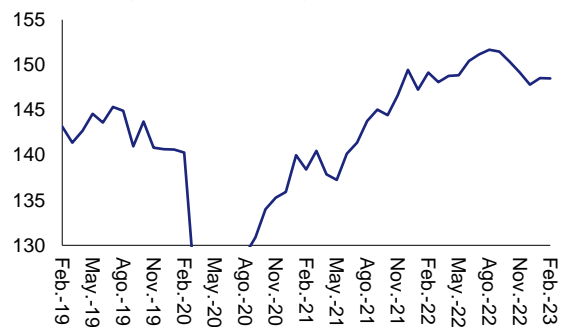
## RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO (En % del PIB)



Fuente: BCB

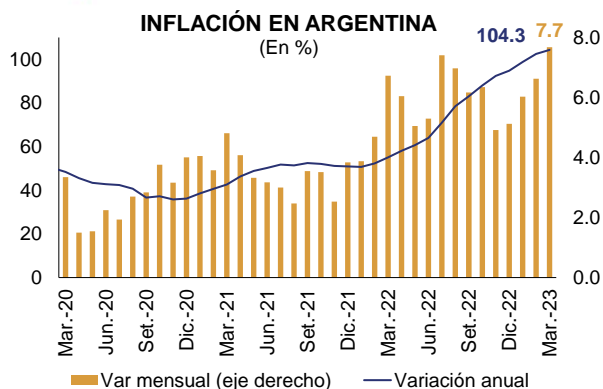
En Argentina, el PIB cayó 1,5% en términos desestacionalizados en el cuarto trimestre, tras la expansión de 1,4% registrada en el tercero, lo que refleja el deterioro de las condiciones económicas que se agudizó en los últimos meses de 2022, en el marco de la severa sequía que sufre el país. Los indicadores de alta frecuencia muestran que el nivel de actividad no se habría recuperado durante el primer trimestre.

## ARGENTINA - EMAE (Desestacionalizado) Media 1993 = 100



Fuentes: INDEC.

El escenario de partida es de mercados desequilibrios macroeconómicos y escasos márgenes de acción para el Gobierno. En ese contexto, la sequía impacta en múltiples ámbitos: externo, fiscal, nivel de actividad y precios. Estos últimos aumentaron casi 8% en marzo y 104,3% en la variación interanual.



En cuanto al impacto fiscal, es dable destacar que buena parte de la recaudación depende de las exportaciones agrícolas, por lo cual la misma se ve afectada por la merma en la cosecha, dificultando el cumplimiento de las metas fiscales pautadas en el programa con el FMI. Además, la caída en la recaudación implica tensionar los límites del financiamiento monetario permitido por el programa y supone más presión para incrementar el financiamiento en pesos indexados y de corto plazo (el único al cual accede el Gobierno).

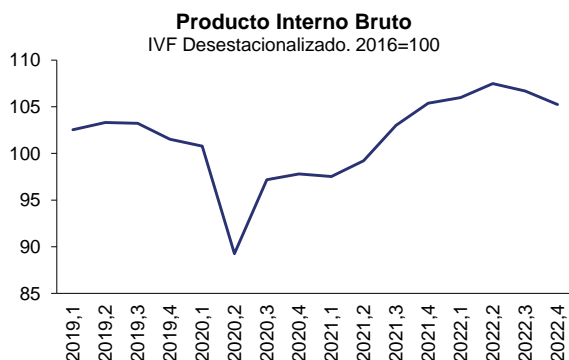
Por otra parte, a la escasez de dólares, se le enfrenta el aumento de la base monetaria y del stock de instrumentos remunerados del Banco Central de la República Argentina (BCRA), sumado a la mencionada deuda de corto plazo en pesos por parte del Gobierno. Esto dio como resultado una ampliación de la brecha cambiaria que, al cierre de este informe, superaba el 100%, lo cual resulta incompatible con un normal desarrollo de la actividad económica.

## II.2. La economía uruguaya

### II.2.1. Nivel de actividad y empleo

#### El cuarto trimestre de 2022

La actividad económica exhibió un descenso desestacionalizado de 1,3% en el cuarto trimestre de 2022. Esta variación es equivalente a un descenso interanual de 0,1%. De este modo, al cierre de 2022 la economía se situó 2,3% por encima del cuarto trimestre de 2019 (previo a la pandemia).



En la comparación interanual el leve descenso de octubre-noviembre se explicó principalmente por la marcada baja observada en el sector de actividades primarias, dónde se dio una caída importante de la agricultura, afectada de manera importante por la sequía. La Industria manufacturera también tuvo una incidencia negativa significativa en la comparación interanual, dentro de la cual se destaca el descenso en la actividad frigorífica y de la fabricación de pasta de madera.

Por otro lado, dentro de los sectores que tuvieron una incidencia positiva y permitieron casi compensar la caída de los sectores anteriores, destacan los mayores niveles de actividad observados en los sectores Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas y Transporte y almacenamiento, información y comunicaciones, que presentaron crecimientos de 5,6% y de 6,8% respectivamente, frente a igual trimestre de 2021. La reapertura de frontera y el mayor dinamismo del turismo tuvieron un impacto positivo en estos sectores. Además, contribuyeron positivamente también a este resultado el crecimiento de las actividades recreativas e inmobiliarias.

#### PIB Oferta: cuarto trimestre 2022

	Variación interanual	Incidencia
Activ. Primarias	-21.5%	-1.9%
Industria	-4.3%	-0.5%
Electricidad, gas y agua	-5.7%	-0.2%
Construcción	1.5%	0.1%
Comercio, aloj. y suministro de comidas y bebidas	5.6%	0.7%
Transp. y almac., información y com.	6.8%	0.6%
Servicios Financieros	2.7%	0.1%
Activ. profesionales y arrend.	3.8%	0.3%
Adm. pública	0.3%	0.0%
Salud, educación y otros	1.1%	0.3%
<b>PIB</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>

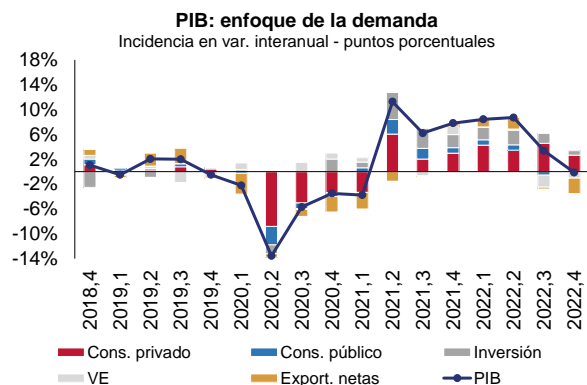
Por el lado del gasto, se observó un aumento de la demanda interna neta en términos interanuales, que fue más que compensada por la caída de la demanda externa neta.

A nivel de la demanda interna, el crecimiento se explicó tanto por el consumo privado como por la inversión. El consumo de los hogares se expandió 4,5% respecto a un año atrás, impulsado por el consumo durante los viajes de turismo en el exterior. El consumo del gobierno se mantuvo



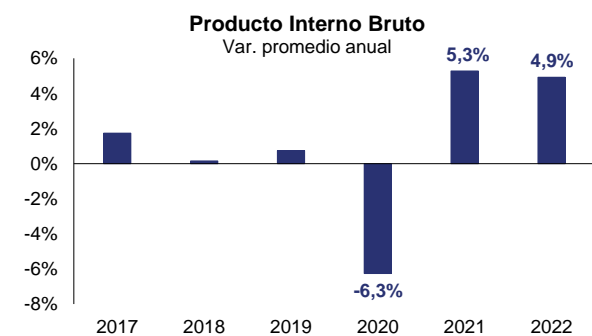
relativamente estable en la comparación interanual. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se expandió 3,9% interanual y contribuyó positivamente al PIB con 0,7 p.p., al impulso de mayor inversión en obras de construcción y en equipos de transporte.

Por otra parte, las exportaciones de bienes y servicios fueron menores a las observadas un año atrás, al tiempo que las importaciones aumentaron en esta misma comparación. De esta forma, la contribución de las exportaciones netas fue negativa, con una incidencia de -2,5 p.p.



## El año 2022

En promedio la economía se expandió 4,9% durante 2022 en comparación al año previo, luego de haber mostrado un incremento de 5,3% en 2021. De este modo, se en el promedio del año se ubicó 3,5% por encima del promedio de 2019.



En 2022 el crecimiento por sectores de actividad fue generalizado frente a 2021, debido a que buena parte de los sectores, en mayor o menor medida, aún se veían afectados por la crisis sanitaria en 2021. Las actividades con mayor incidencia positiva en esta comparación fueron Salud, educación, actividades inmobiliarias y otros servicios, Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas y Transporte y almacenamiento, información y comunicaciones. El retorno definitivo a la presencialidad de la educación tuvo un impacto positivo en el año. Al mismo tiempo, la reapertura de fronteras, las menores restricciones a la movilidad y el aumento del turismo impactaron de manera positiva en las actividades

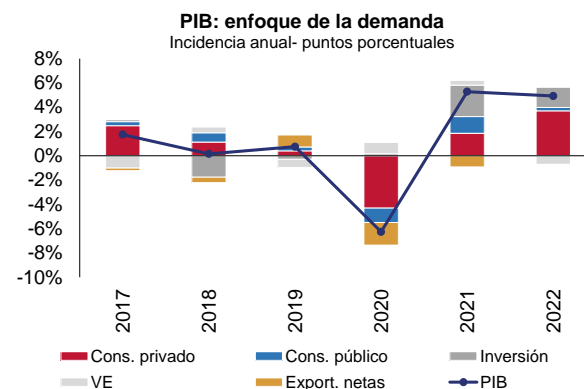
inmobiliarias, las actividades recreativas, y en el agregado Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas.

## PIB Oferta: 2022

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

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

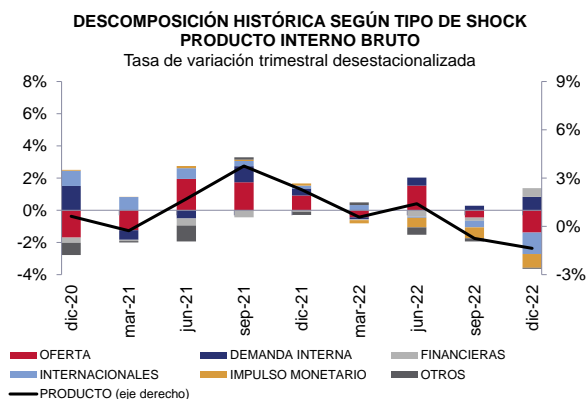
Si bien las exportaciones de bienes y servicios crecieron de forma significativa frente a 2020 (11,1%) y de este modo funcionaron como un motor del crecimiento, lo hicieron en una magnitud levemente menor que las importaciones (12,5%), por lo que la contribución de las exportaciones netas fue cercana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



## Descomposición histórica del PIB

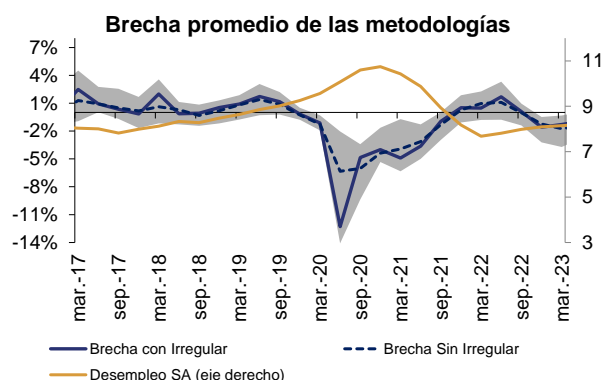
Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos

(DSGE)<sup>3</sup>. En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del producto respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizada en el período 2005T1 - 2022T4 (eje de la derecha).



En el cuarto trimestre de 2022 la economía mostró una caída de 1,4% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, determinada por una menor producción en el sector agropecuario como consecuencia de la sequía (shock negativo de oferta), junto al shock negativo internacional que suponen los sucesivos incrementos de la tasa de interés de referencia. En sentido opuesto operaron los shocks de demanda doméstica, en particular de la inversión y del consumo privado (este último siguiendo la recuperación de la masa salarial), así como las variables financieras, a través del shock a la paridad de tasas. Finalmente, se destaca la contribución del impulso monetario, en línea con la instancia contractiva de la política monetaria.

## Brecha de producto



<sup>3</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

<sup>4</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

La brecha de producto, según el promedio de los modelos utilizados, se habría ubicado en -1,7% en el primer trimestre del año, con un efecto irregular de 0,4%. Este guarismo es compatible con la evolución del desempleo desestacionalizado, el que exhibe un leve aumento en los últimos trimestres. Asimismo, el crecimiento tendencial se recupera en el margen, con una estimación promedio en el entorno de 2,2% anual para el mismo período<sup>4</sup>.

## Indicadores de actividad del primer trimestre de 2023

Indicadores parciales de actividad sugieren que en el primer trimestre la actividad económica mostraría cierta recuperación.

En el primer trimestre las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) mostrarían una cierta recuperación. Con datos preliminares a marzo habrían presentado un aumento desestacionalizado en torno al 20% frente al cuarto trimestre, con una importante incidencia al alza de los cultivos. Asimismo, en el primer trimestre del año las exportaciones de servicios turísticos continuaron con su recuperación, aunque el gasto de los turistas medido en pesos constantes se ubicó por debajo del observado en los años previos a la pandemia.

Por su parte, las importaciones de bienes de capital y las importaciones de bienes intermedios sin energéticos, tras haber mostrado un cierto descenso en el cuarto trimestre, se estabilizaría en el comienzo del año en la comparación desestacionalizada (fuente Aduana, datos preliminares a marzo).

A nivel de la industria manufacturera, el Índice de Volumen Físico (IVF) global exhibe una cierta recuperación en los últimos meses. En concreto, en el promedio enero-febrero presenta un aumento cercano a 2% desestacionalizado frente al promedio del cuarto trimestre. En la misma comparación el núcleo industrial<sup>5</sup> también mostró un incremento aunque de menor magnitud que en el global.

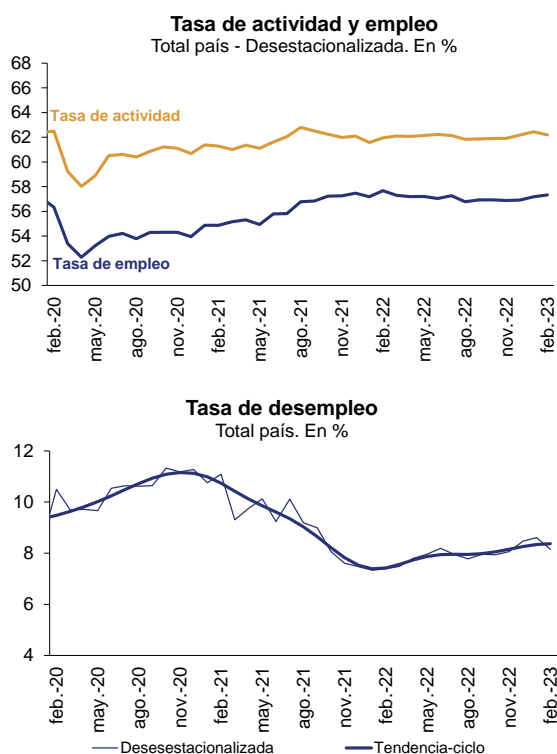
En los indicadores de consumo se observan algunas señales positivas. De acuerdo a datos preliminares, las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes aumentarían cerca de 4% desestacionalizado en el primer trimestre, mientras que las ventas de autos, presentan una cierta estabilidad en el promedio del trimestre desestacionalizado, aunque con una cierta aceleración sobre el final. Adicionalmente, el

<sup>5</sup> 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.

Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) tuvo un importante aumento en febrero, ubicándose en niveles de moderado optimismo y en su valor máximo desde comienzos de 2015. Del lado de los servicios importados, el marcado dinamismo del turismo emisor se mantuvo durante el primer trimestre.

## Empleo e ingresos<sup>6</sup>

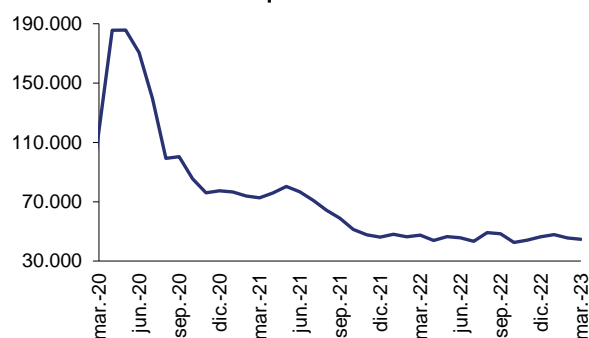
Se observa en los últimos meses un leve aumento del empleo y de la tasa de actividad. La tasa de desempleo se ajustó muy levemente al alza, situándose apenas por encima del 8%.



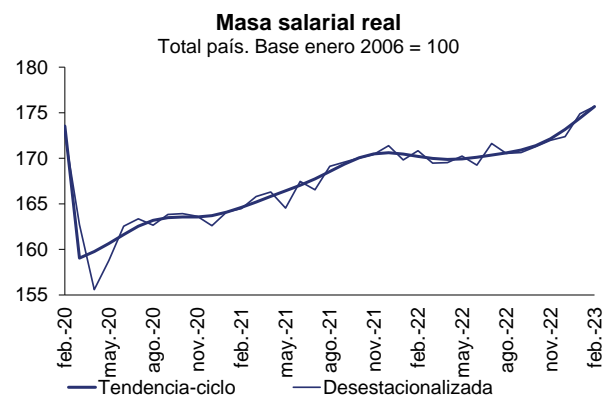
En la comparación respecto a un año atrás, se observa en el bimestre enero-febrero, tanto un descenso del empleo, como un pequeño aumento del desempleo. La tasa de empleo se ubicó en 57,5% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 0,2 p.p. por debajo del registro de igual periodo de 2022, mientras que en la misma comparación la tasa de actividad aumentó 0,5 p.p. y se ubicó en 62,8% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 8,3% de la Población Económicamente Activa (PEA).

Por otra parte, los beneficiarios del seguro de desempleo en la comparación interanual caen en el promedio del primer trimestre.

## Beneficiarios del subsidio por desempleo sin reliquidaciones



Finalmente, la masa salarial continúa recuperándose, impulsada en el margen por la mayor cantidad de ocupados y por la recuperación del salario real. De esta forma, en el bimestre enero-febrero la masa salarial se ubicó poco más de 1 p.p. por encima del mismo bimestre de 2020 (previo a la pandemia).



## II.2.2. Sector externo

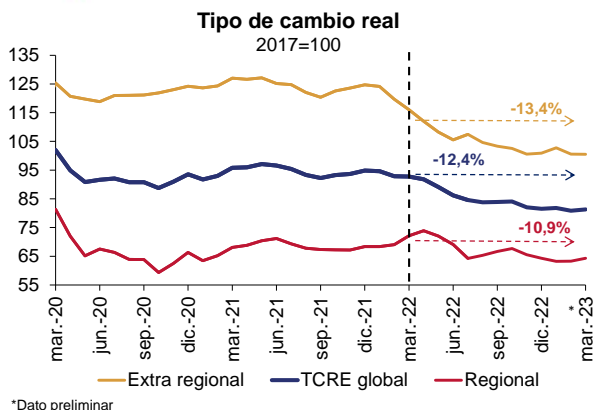
### Precios relativos

En el último trimestre de 2022 el TCRE ha mostrado una leve apreciación y se mantuvo en valores inferiores a los observados durante 2022. Así, en el promedio del trimestre (marzo preliminar) se ubicó 1,5% por debajo del trimestre previo, determinado casi totalmente por un encarecimiento frente a Argentina, ante la fuerte escalada del tipo de cambio nominal en ese país.

A nivel interanual se observa una apreciación de 12,4%, impulsada por la relación de precios frente a la extra-región, ante la depreciación del Euro respecto al dólar derivada del conflicto Rusia-Ucrania, y en menor medida frente a la región.

<sup>6</sup> Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del INE se realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales.

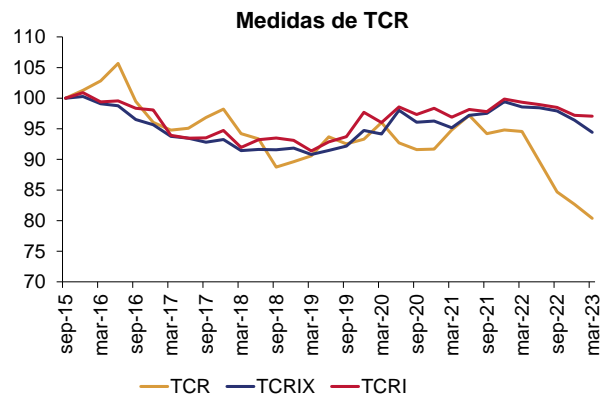
A su vez, a partir de julio 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



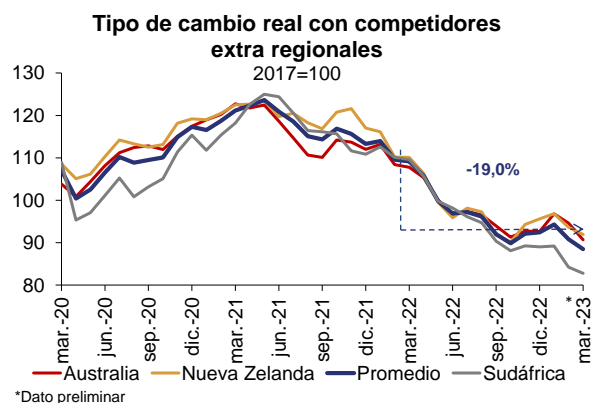
Por otra parte, la actual persistencia de la inflación a nivel local y global luego del shock de precios de commodities que supuso el conflicto Rusia-Ucrania desde febrero 2022 le ha dado una fuerte rigidez a los indicadores que comparan canastas de precios, como es el caso del TCRE.

Para levantar en parte esta restricción, en este informe se presentan algunos indicadores de precios relativos alternativos al TCRE, que los servicios técnicos monitorean en forma habitual. En particular, se expone un indicador basado en la definición de TCR como ratio entre precios transables y no transables de una economía, por lo que se denomina TCR interno (TCRI). El mismo trabaja con una desagregación de rubros del IPC, siendo compatible con la definición de componentes que se utiliza para el análisis de la inflación en este informe. Asimismo, se pueden excluir los rubros más volátiles en los transables, dando lugar a los TX, y los rubros administrados en los no transables, dando lugar a los NTX. Al ratio entre TX y NTX se lo denomina TCRI de exclusión (TCRIX).

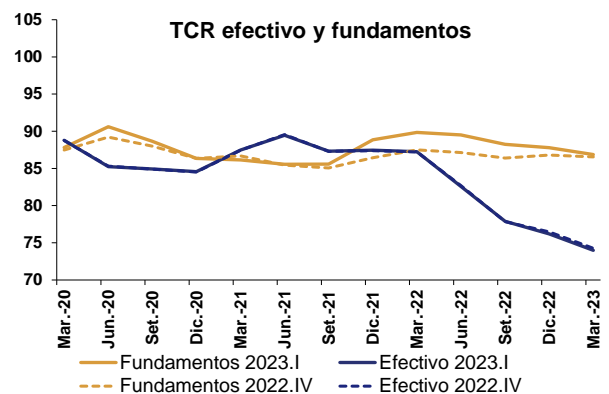
La gráfica siguiente muestra un periodo más largo que el habitual, en el cual generalmente estas 3 series presentan una evolución similar. Sin embargo, en los últimos trimestres esta evolución es diferente, no en el sentido de la variación sino en su magnitud. Así, en el año móvil a marzo 2023, basado en datos trimestrales, mientras que el TCRE se reduce 15%, el TCRI lo hace en 2,3% y el TCRI en 4,2%, probablemente ilustrando la aludida rigidez actual de medidas como el TCRE.



Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores atenuó en el primer trimestre del año la tendencia a la baja que viene mostrando desde mediados de 2021: en el promedio enero-marzo (marzo preliminar) se apreció 0,3% frente al trimestre previo, al impulso del encarecimiento observado frente a Sudáfrica.



Mientras tanto, el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se habría apreciado 1,1% en el primer trimestre, ya que el impacto del deterioro de los términos de intercambio y de la menor relación gasto público/PIB tendría menos fuerza que la mayor productividad relativa y el crecimiento del gasto privado en relación al PIB.



Al comparar con las cifras publicadas en el IPOM anterior se puede observar una revisión al alza en la estimación del TCRf en los últimos 6 trimestres; en particular esta revisión para 2022T4 (último

dato publicado en el IPOM previo) es de 1,1%. El fundamento es que, en el marco del ejercicio habitual de revisión anual de cifras de Cuentas Nacionales, se observó una revisión a la baja de la productividad relativa y de la relación gasto-producto, que superó el ajuste al alza de los términos del intercambio.<sup>7</sup>

Finalmente, al comparar el TCRf con el TCRE se observa que la brecha estimada se amplió levemente en el trimestre, ubicándose en el entorno de 15% promedio de estimaciones. Del punto de vista metodológico, valen los mismos comentarios que en el análisis previo sobre la rigidez de la medida de TCRE. En forma adicional, se puede mencionar que esta estimación basada en fundamentos incluye los términos de intercambio, que es un ratio de precios internacionales, por lo que reacciona mucho más velozmente a cambios en el entorno global de precios. Por lo tanto, esta estimación de TCRf podría estar magnificando el desvío actual del TCRE, ya que este último se irá ajustando en forma progresiva mientras que el primero, al menos en su componente de precios relativos, se ajusta en impacto.

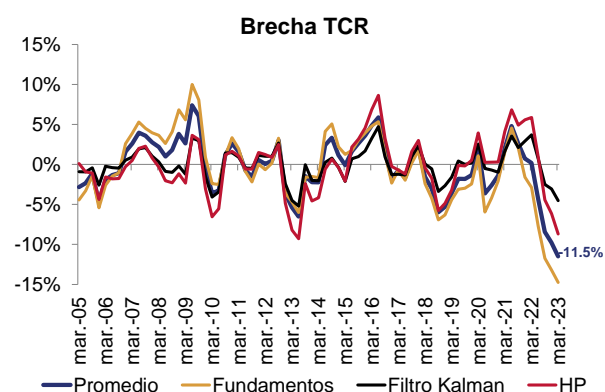
De esta forma, se incorporan al análisis dos nuevas estimaciones de TCR de equilibrio o de tendencia, las que surgen de aplicar el filtro de Kalman y el filtro de Hodrick Prescott (HP) a la serie de TCRE. Estas medidas presentan correlaciones superiores al 90% con el TCRf en el período analizado (2005T1-2023T1).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



<sup>7</sup> Las revisiones del TCR de fundamentos son bastante comunes en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en la estimación de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los términos de intercambio, y revisiones de CCNN, que modifican el PIB, el gasto público y el gasto privado, y por ende los ratios entre estas variables, así como la productividad relativa. Estos cambios son de mayor magnitud en el último valor de la serie, ya que las variables que integran los fundamentos son estimadas, al no contarse con los datos efectivos de CCNN para ese trimestre. En particular, durante 2022 los cambios en las series de base implicaron que la

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

En particular, la brecha entre el TCRE y el TCRf, que se ubica en 15%, es la de mayor magnitud, al tiempo que las estimaciones provenientes de los filtros univariados implican menores desvíos del TCR respecto de su tendencia de largo plazo: 4,5% según filtro de Kalman y 8,7% según filtro HP. Al incorporar estos dos indicadores, la brecha promedio estimada para 2023T1 se ubica en 11,5%.



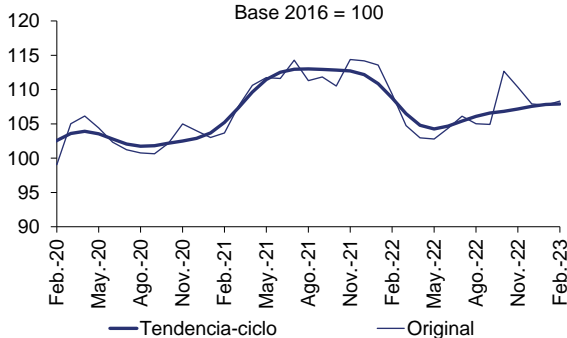
Finalmente, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU)<sup>8</sup>, que está disponible con mayor rezago, tras la importante recuperación observada en octubre, se ajusta levemente al alza en los últimos meses, recuperándose del descenso observado desde el comienzo de 2022. En el primer bimestre del año se ubica cerca de 3% por debajo de lo observado un año atrás, explicado por un leve aumento en los precios de exportación que fue más que compensado por el aumento de los costos.

revisión del TCRf del último trimestre reportado fuera de 1.7% en promedio.

<sup>8</sup> A partir de este informe se comienza a publicar la serie con año base 2016, compatible con la nueva base de las Cuentas Nacionales. Los principales cambios en los datos utilizados para su construcción y sus efectos sobre el indicador global se detallan en el box metodológico al final de este informe. Asimismo, la nueva metodología puede consultarse en: [http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-Indicadores/Precios\\_Relativos/metodologia.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf)

## Indicador de Excedente Bruto Unitario de la industria exportadora (IEBU)

Base 2016 = 100



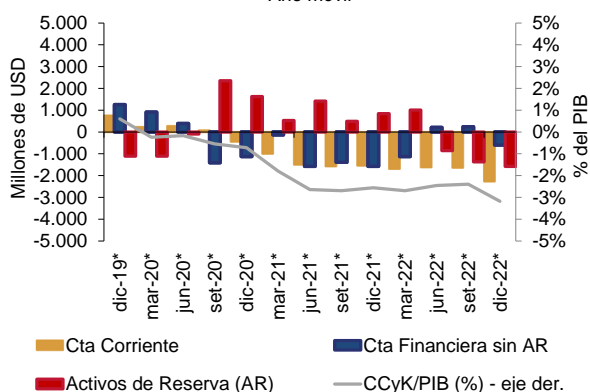
## Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La CCK de la BP registró en 2022 un déficit de 2.268 millones de dólares (3,2% del PIB), implicando una ampliación del déficit de 0,6% del PIB en comparación con al año anterior.

Esta evolución estuvo asociada al menor superávit del comercio en bienes y al mayor déficit del ingreso primario del sector privado, vinculado al aumento de las utilidades generadas en el país por empresas de inversión directa. Por el contrario, se observó un incremento en el superávit de la balanza de servicios, asociado a la reactivación del turismo tras el levantamiento de la emergencia sanitaria y, en menor medida, a la disminución del déficit del ingreso primario del sector público, vinculado al aumento de las rentas a cobrar por el incremento de las tasas de interés internacionales.

## Principales componentes Balanza de Pagos

Año móvil



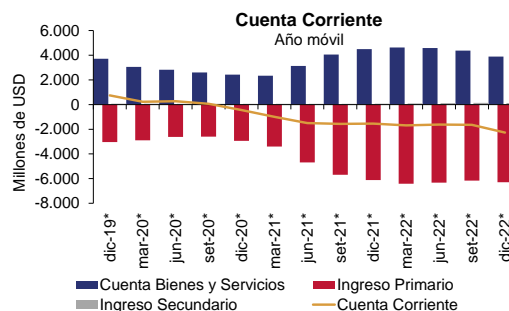
Asimismo, este mayor déficit observado en 2022 se explica en buena medida por la reversión de la cuenta corriente de las empresas dedicadas a la actividad de compraventa. Así, en 2022 estas empresas registraron un déficit de 131 millones de

dólares, que supuso un impulso negativo de 561 millones de dólares en el saldo de la cuenta corriente, explicado fundamentalmente por menores exportaciones netas de bienes y mayor déficit de servicios.

Por su parte, el superávit comercial de bienes se redujo respecto a un año atrás, alcanzando los 3.541 millones de dólares, en el marco de una mayor expansión de las importaciones (21,4%) que la experimentada por las exportaciones (9,3%).

En cuanto a la cuenta de servicios, se observó un saldo superavitario de 348 millones de dólares, lo que implicó una variación positiva desde el virtual equilibrio del año anterior, ante un mayor aumento de las exportaciones respecto a las importaciones.

El ingreso primario alcanzó un déficit de 6.292 millones de dólares, lo que representó un leve aumento en comparación al año anterior, al impulso de un mayor déficit del sector privado.



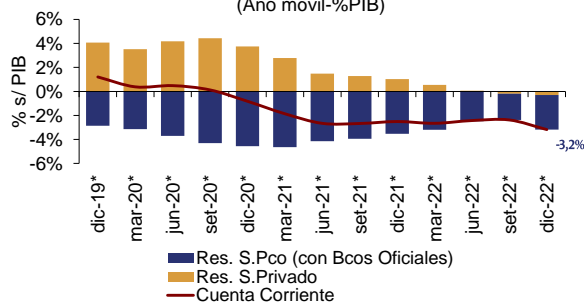
Analizando el comportamiento del resultado en cuenta corriente por sector institucional, se destaca la caída del excedente del ingreso disponible respecto al gasto en consumo e inversión del sector privado (alcanzando a -0,3% del PIB en 2022), mientras que el sector público<sup>9</sup> redujo su déficit respecto a un año atrás, ubicándose actualmente en -2,9% del PIB). Sin embargo, si no se considera el ingreso extraordinario del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) dentro de los ingresos del sector público<sup>10</sup>, la reducción del excedente del sector privado es prácticamente nulo, siendo entonces que todo el aumento del déficit en cuenta corriente es explicado por el sector público.

<sup>9</sup> Para este análisis se considera el Sector Público más Bancos Oficiales.

<sup>10</sup> El resultado del Sector Público incluye ingresos extraordinarios, originados por la contabilización a partir de

octubre 2018 de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), creado por la Ley 19.590. Dicho ingreso se registró dentro de las cuentas del Banco de Previsión Social (BPS).

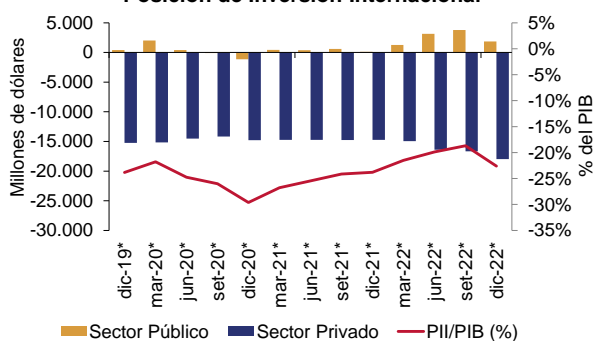
**Cuenta Corriente como excedente del gasto sobre el ingreso**  
(Año móvil-%PIB)



Asimismo, la cuenta financiera experimentó un endeudamiento neto de 2.174 millones de dólares con el resto del mundo durante 2022. La economía uruguaya cubrió su necesidad de financiamiento principalmente a través de la inversión directa y, en menor medida, con pérdida de activos de reserva, y financió al resto del mundo a través de la inversión de cartera y derivados financieros.

Finalmente, la economía uruguaya a diciembre 2022 obtuvo una posición neta deudora con el resto del mundo por 22,6% del PIB, siendo levemente inferior a la registrada un año atrás.

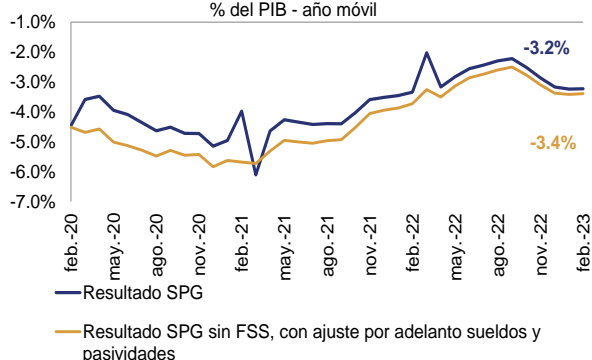
**Posición de Inversión Internacional**



## II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en febrero 2023, el SPG tuvo un resultado deficitario de 3,2% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios relevantes como la transferencia al FSS, el déficit resultante es 3,4% del PIB, 0,4 p.p. inferior al de un año atrás.

**Resultado Global Sector Público**  
% del PIB - año móvil



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia principalmente de la caída de 0,2% del PIB del déficit del BCU.

El déficit primario de Gobierno Central (GC) – Banco de Previsión Social (BPS) se redujo a 1,1% del PIB, luego de haber llegado a 1,4% del PIB un año atrás, al influjo de un aumento de los ingresos (0,2%, incluyendo al FSS) y de una caída de los egresos (0,2%), ambos en términos reales.

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y BPS aumentaron 3,4% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Por un lado, el crecimiento de aquellos que dependen de la evolución del PIB ha ido perdiendo fuerza; tal es el caso del IVA, el IMESI y el IRAE. En cambio, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial, como el IRPF y los aportes al BPS, han tenido un dinamismo creciente. De esta forma, el aumento de 1,2% de la recaudación neta de DGI fue liderado por el IRPF, mientras que los ingresos del BPS crecieron 9%.

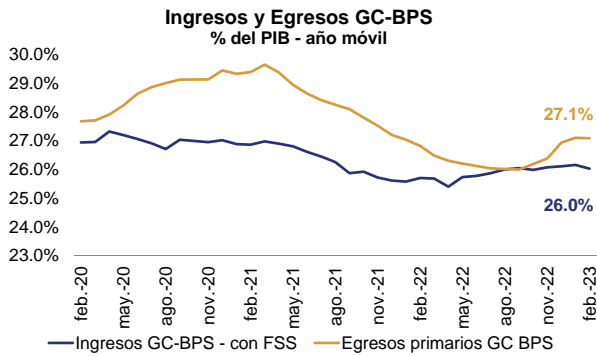
Por otra parte, la caída de los ingresos al Fondo COVID, en particular las transferencias del BROU, los menores aportes de las Empresas Públicas (EPP), por la falta de contribución de Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas (UTE), y la disminución de los ingresos al FSS, tuvieron un impacto importante en los ingresos de GC-BPS.

Ingresos GC-BPS - año a febrero 2023		
	Variación	Incidencia
DGI (recaudación neta)	1.2%	0.8%
BPS sin FSS	9.0%	2.2%
DGI MÁS BPS sin FSS	3.4%	2.9%
RESTO CON FSS	-20.4%	-2.7%
FSS	-84.6%	-0.8%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>0.2%</b>	
A partir de cifras deflactadas por IPC		

Los egresos primarios cayeron 0,2% en términos reales, ante la reducción de gastos del Fondo COVID. Si no se tienen en cuenta los egresos de dicho fondo, se observa un crecimiento de 4,3% real, al influjo de las transferencias, las inversiones y en menor medida los gastos no personales.

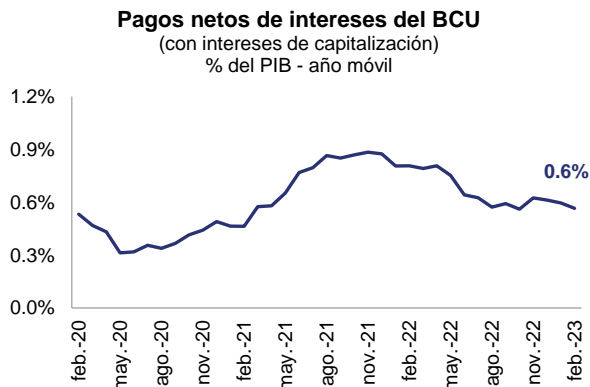
Finalmente, en el año móvil a febrero la crisis sanitaria acumuló un gasto de 0,4% del PIB.

Egresos primarios GC-BPS - año a febrero 2023				
	Observados		Sin efectos extraordinarios	
	Variación real	Incidencia	Variación real	Incidencia
Remuneraciones	-1.7%	-0.3%	-1.7%	-0.3%
Gastos no personales	-10.3%	-1.6%	9.1%	1.1%
Pasividades	-1.8%	-0.6%	-1.7%	-0.6%
Transferencias	1.6%	0.5%	7.3%	2.1%
Inversiones	46.8%	1.9%	46.8%	2.0%
<b>Total</b>	<b>-0.2%</b>		<b>4.3%</b>	
A partir de cifras deflactadas por IPC				



Mientras tanto, el resultado de las EEPF fue superavitario en 0,3% del PIB, cifra similar a la de un año atrás. Si no se tienen en cuenta efectos irregulares, como las exportaciones de energía eléctrica, la variación del stock de petróleo y las transferencias extraordinarias a GC, el resultado tuvo un leve crecimiento, de un equilibrio a un superávit de 0,1% del PIB. La sequía ha afectado las finanzas de UTE, en las que también se aprecia la caída de los ingresos por exportaciones, luego de los altos niveles del segundo semestre de 2021.

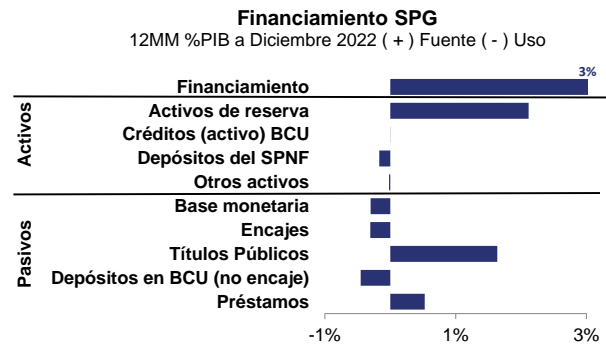
Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,6% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,6% del PIB, implicando una reducción de 0,2 p.p. respecto a un año atrás. Esta evolución se observó en el déficit en moneda nacional, en particular, los intereses de las LRM, ante la reducción de su stock en el promedio del año, pautado por el cese de las compras esterilizadas de divisas y las operaciones de canje entre GC-BCU y el mercado en febrero 2022 y febrero 2023. La evolución del stock superó el impacto del aumento de las tasas de interés de la Curva de Rendimientos (CR), producto de los sucesivos incrementos de la TPM llevados adelante por el BCU desde agosto 2021, cuando se comenzó a imprimir un sesgo contractivo a la política monetaria.



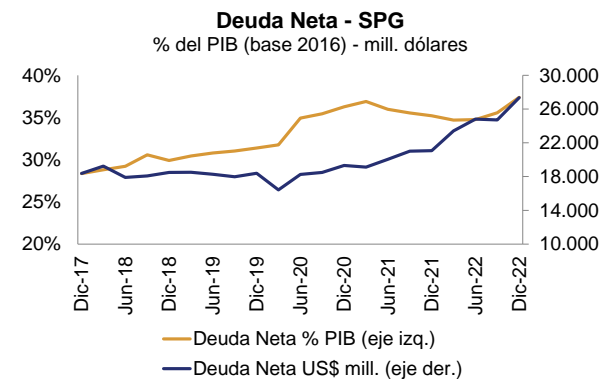
El déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento fue de 3% del PIB en el año 2022. En este caso, la contribución neta del FSS alcanzó

0,3% del PIB y el MEF estima que el impacto parcial de la pandemia fue -0,6% del PIB.

La principal fuente de financiamiento fue la desacumulación de activos de reserva, seguida por la emisión neta de títulos públicos, donde se destacan la emisión de bonos locales en moneda indexada en febrero y la emisión internacional del primer “Bono Verde” soberano en octubre, el que tiene como particularidad el estar indexado a indicadores de cambio climático<sup>11</sup>.



La deuda bruta del SPG alcanzó 47.696 millones de dólares (65,2% del PIB) en 2022, mientras que los activos se ubicaron en 20.349 millones de dólares (27,8% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 27.347 millones de dólares (37,4% del PIB), lo que implicó un aumento de 2,2 puntos del PIB respecto a 2021.

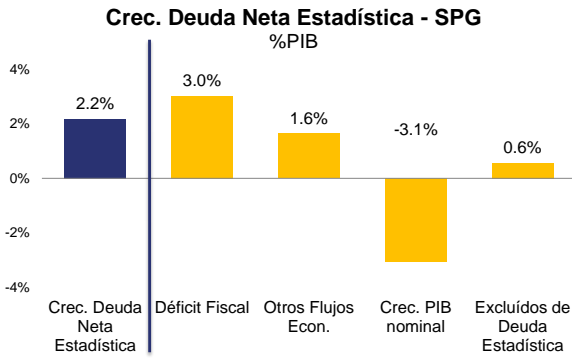


El ratio deuda-PIB se expandió para financiar el déficit y por la caída del valor de los activos en dólares ante la evolución del peso respecto al dólar (“otros flujos económicos), mientras que el crecimiento del PIB nominal contribuyó a su reducción relativa.

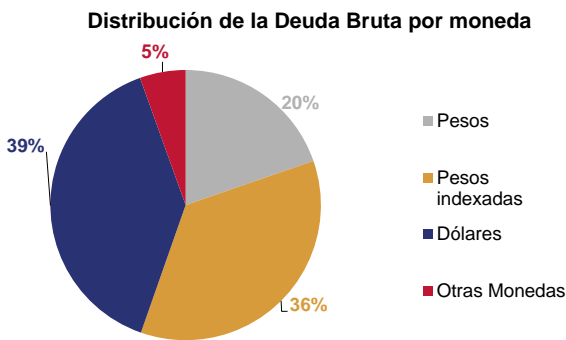
<sup>11</sup> Esta emisión alcanzó cerca de USD 1500 millones, de los cuales unos USD 1000 millones implicaron aumento de disponibilidades para el Gobierno Central; los restantes USD

500 millones se liquidaron como canje de bonos externos en circulación.

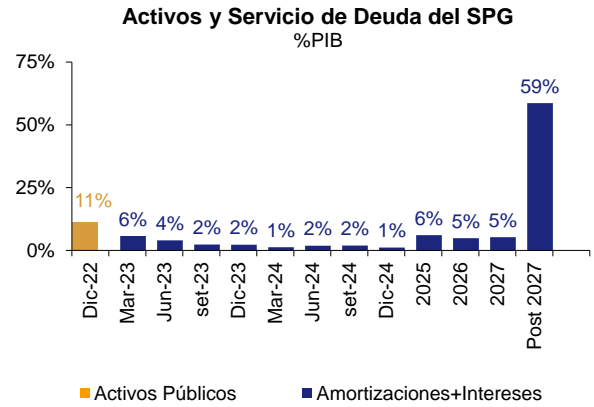




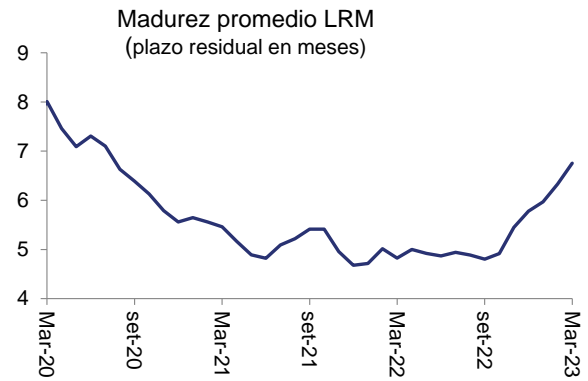
Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 5 p.p. en la participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a 2021, alcanzando el 55,4% del total al finalizar 2022. Mientras tanto, la deuda en dólares disminuye 3,8 p.p., ubicándose en 39% del total, y otras monedas caen 1,2 p.p. Este comportamiento se debió principalmente a la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.



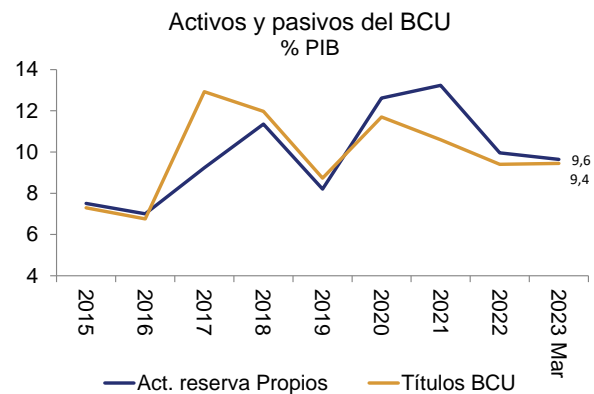
El nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU a diciembre 2022 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta julio 2023. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.515 millones de dólares (2% del PIB) a febrero 2023. Por otra parte, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2027.



Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos de BCU registró un aumento en el año, pasando de 5 a 7 meses.



Asimismo, en una versión estilizada de su hoja de balance, los activos propios del BCU siguen siendo algo superiores a sus títulos emitidos.



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a fines de febrero 2023, el BCU hubiera requerido 12.671 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades que le fueran asignadas por su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel

de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 15.741 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 3.070 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida<sup>12</sup>.

ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		
	Estimación de requerimientos a En millones de dólares	feb.-23
<b>I</b>	<b>Nivel actual</b>	<b>15 741</b>
<b>II</b>	<b>Riesgos a cubrir, por naturaleza</b>	<b>12 671</b>
<b>II.1</b>	<b>Mercado Monetario y Cambiario (*)</b>	<b>4 594</b>
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	487
II.1.b	Servicio deuda BCU	4 060
II.1.c	Deficit primario BCU	47
<b>II.2</b>	<b>Sector Público No Financiero (SPNF) (*)</b>	<b>3 329</b>
II.2.a	Mínimo de:	
	<b>i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS</b>	
	Servicio deuda	3 813
	+ Déficit primario	1 974
	ó	
	<b>ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU</b>	
	Uso de depósitos Gobierno	1 563
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1 708
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	59
<b>II.3</b>	<b>Sistema Financiero</b>	<b>4 748</b>
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	3 208
II.3.b	Depósitos AFAP	189
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	224
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1 126
<b>III=I-II</b>	<b>Holgura (+) o Déficit (-)</b>	<b>3 070</b>
	(**) 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 en el primer trimestre de 2023

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

El 30 de diciembre de 2022 el BCU aumentó la TPM a 11,5%, nivel que quedó operativo en el mercado de dinero desde el 2 de enero de 2023 y se mantuvo tras la reunión del COPOM de febrero, por lo cual

<sup>12</sup> Por más detalles sobre su elaboración, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

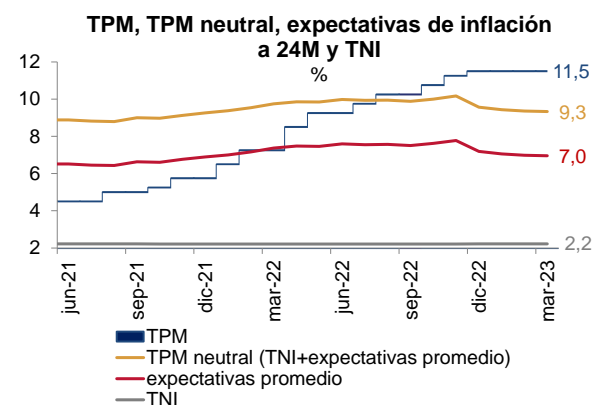
<sup>13</sup> Por detalles de las metodologías utilizadas para su estimación ver Box Metodológico 3 en la serie de box metodológicos.

<sup>14</sup> Esta expectativa surge de un promedio simple de la mediana de la encuesta a analistas económicos (realizada por el BCU), la

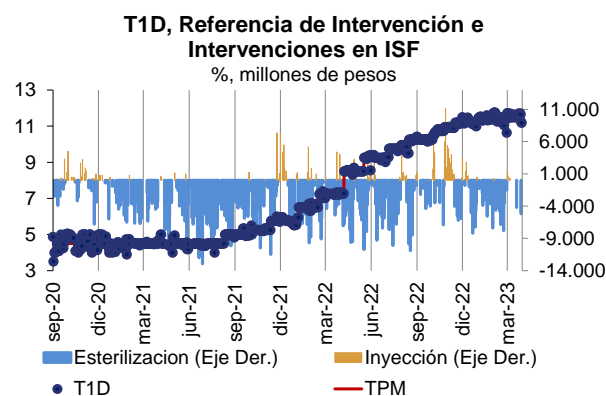
estuvo vigente durante todo el trimestre. En este marco, la TPM acumuló una suba de 700 p.b. desde el inicio del ciclo al alza de tasas en agosto de 2021.

Por otra parte, la estimación puntual de la Tasa Natural de Interés (TNI) para el primer trimestre 2023 se mantuvo en 2,2% según el promedio de las metodologías empleadas por los servicios técnicos<sup>13</sup>. A su vez, las expectativas de inflación a 24 meses promediaron 7,0%<sup>14</sup> en marzo, por lo cual la TNI nominal se ubicó en 9,3%. De esta forma y dado el referido nivel de la TPM de 11,5%, se estimó una brecha de tasas de interés positiva de 217 p.b., de manera que la instancia de política monetaria se mantuvo operando en su fase contractiva.

Esta brecha estimada de tasas de interés fue positiva de acuerdo con todas las mediciones de expectativas de inflación consideradas, en un rango comprendido entre 1,0% y 3,6%.

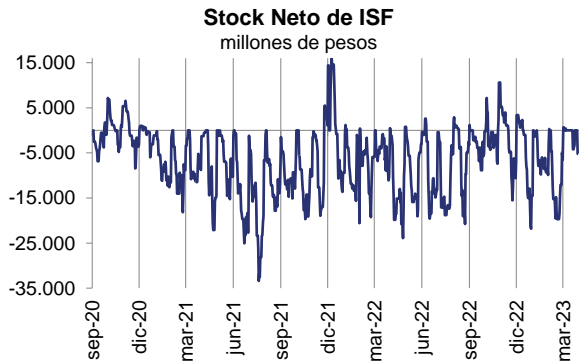


A nivel operativo, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores establecidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.

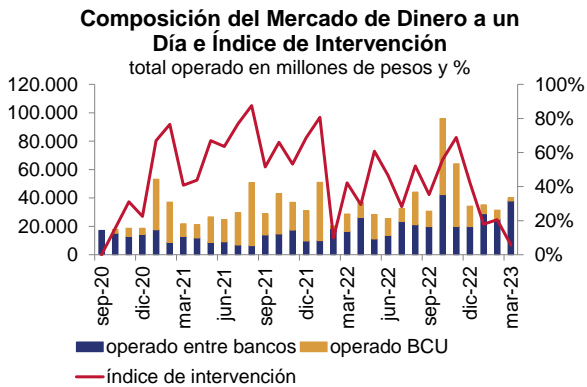


mediana de la encuesta a empresarios (recabadas por el INE), el diferencial de rendimientos entre las curvas en pesos nominales y UI, que aproxima la expectativa del mercado financiero (ver sección IV.4 de este informe) y las proyecciones del BCU en el escenario base (ver sección V.2 de este informe).

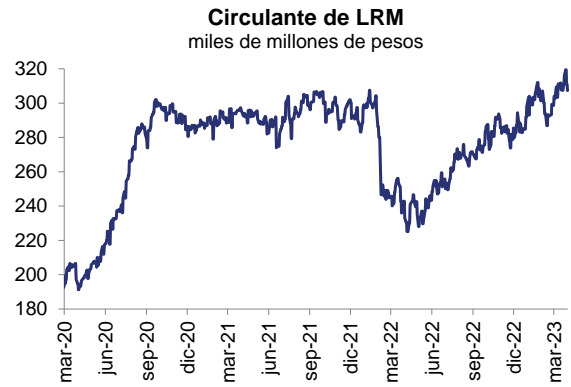
El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de forma que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 6.000 millones de pesos en el promedio del trimestre. Cabe señalar que se realizó un uso más intensivo de ISF en febrero debido a la operación de emisión y canje de títulos realizada en forma conjunta con el MEF, por lo cual su circulante promedio alcanzó 11.631 millones de pesos en febrero y se contrajo en marzo, ubicándose en 810 millones de pesos.



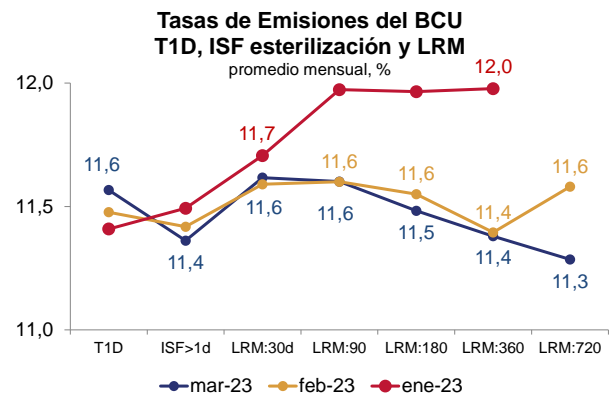
La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 14% de los montos operados en el trimestre, ubicándose por debajo del promedio de 2022 cuando representó 51% de los mismos. El BCU intervino en este mercado de forma puntual, tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.



El circulante de LRM se redujo de forma transitoria en febrero a raíz de la operación de emisión y canje ante señalada. A partir de la misma, el Gobierno emitió Notas del Tesoro por un valor efectivo de 35.316 millones de pesos, de los cuales 77% se integraron en títulos públicos emitidos por el MEF y BCU, y el resto con efectivo (pesos y dólares). Como resultado, el circulante de letras se redujo en 9.626 millones de pesos, de los cuales más de la mitad vencían en marzo.<sup>15</sup>



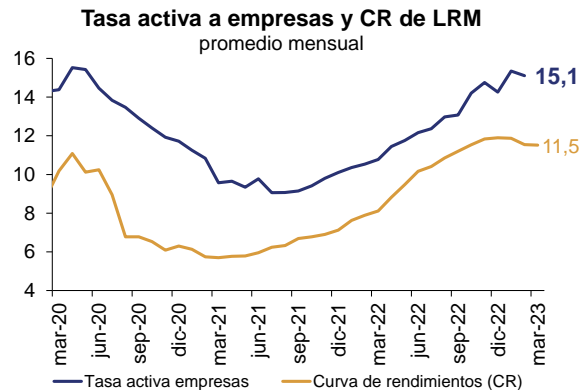
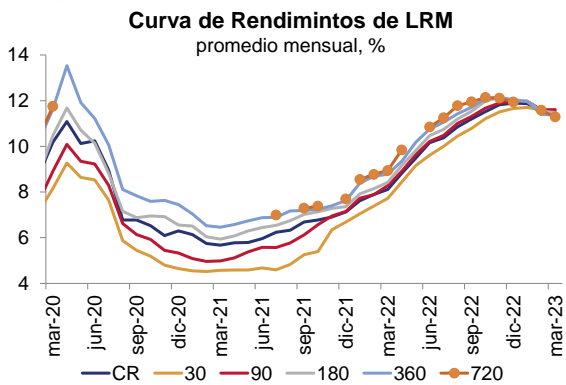
La CR de LRM se redujo previo al canje, pasando de promediar 11,9% en enero a 11,5% en febrero y marzo. Los tramos largos mostraron un mayor ajuste, lo cual dio lugar a una curva invertida con tasas comprendidas entre 11,6% y 11,3% en el promedio de marzo. La concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se mantuvo en torno a 55%, tras reducirse en el cuarto trimestre. En este marco, los agentes mostraron una mayor disposición por colocarse en tramos largos, en un contexto de rendimientos reales esperados positivos tras los incrementos de la TPM.



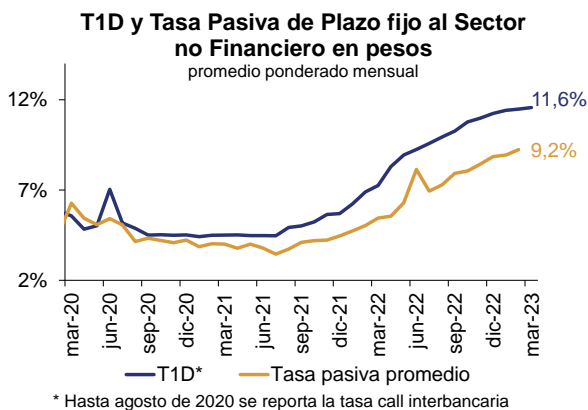
De esta forma, la CR promedio acumuló un incremento de 527 p.b. desde el primer aumento de la TPM que tuvo lugar en agosto de 2021, siendo mayor en los tramos cortos.

<sup>15</sup> En el siguiente enlace se encuentra disponible información relativa a la operación de emisión y canje de febrero de 2023:

<http://deuda.mef.gub.uy/innovaportal/file/30864/1/comunicado-conjunto-resultados.pdf>

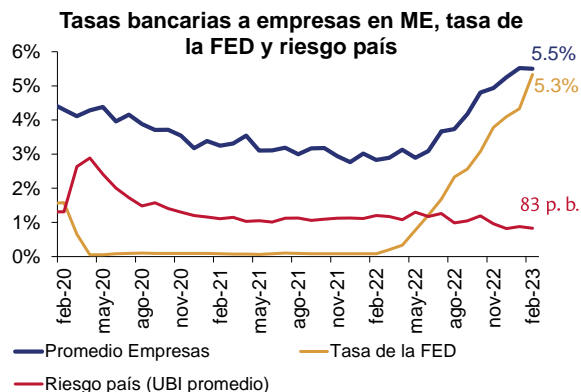


En línea con el mecanismo de transmisión de las tasas de interés, las tasas bancarias en moneda nacional presentaron una tendencia al alza desde que comenzó a incrementarse la TPM, mostrando señales mixtas en el margen. En este sentido, la tasa pasiva promedio al sector no financiero en pesos alcanzó 9,2% en febrero, acumulando un incremento de 579 p.b. desde agosto 2021.

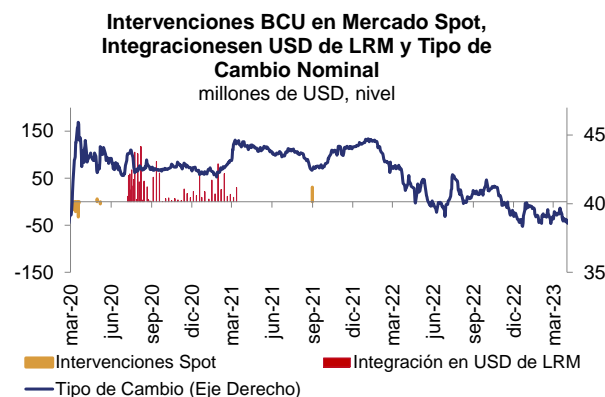


Asimismo, la tasa bancaria activa a empresas en pesos reaccionó en la misma dirección que la CR de LRM. En este sentido, alcanzó un nivel máximo de 15,4% en enero y ajustó a la baja en febrero promediando 15,1%, comportamiento que seguirá siendo evaluado a medida de que se cuente con nueva información. De este modo, la tasa activa promedio acumuló un incremento de 605 p.b. desde agosto 2021.

Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares promedió 5,5% en enero y febrero, ajustando al alza tras los incrementos de la tasa de la Fed, al tiempo que el riesgo soberano de Uruguay se mantuvo en niveles mínimos.

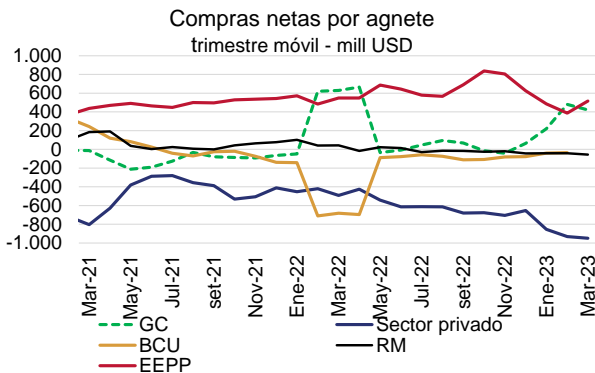


En el mercado de cambios, el peso se apreció 1,9% en el promedio del primer trimestre, comportamiento que se observó en otras economías de la región, mientras que el dólar global se debilitó con respecto al promedio del trimestre anterior<sup>16</sup>. A su vez, el BCU se mantuvo sin intervenir en los mercados spot o a plazo, al tiempo que culminaron sus contratos de ventas forward con EEPP.

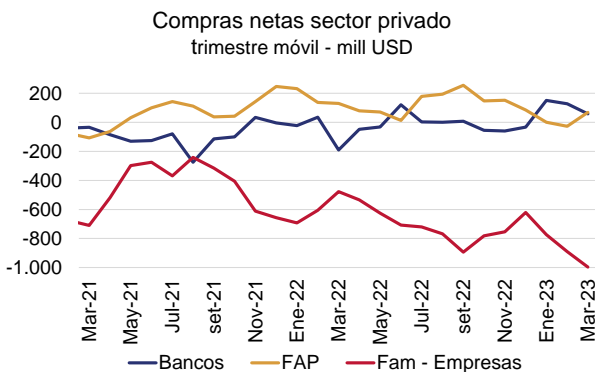


<sup>16</sup> El indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index retrocedió 3,6% en el promedio del primer trimestre.

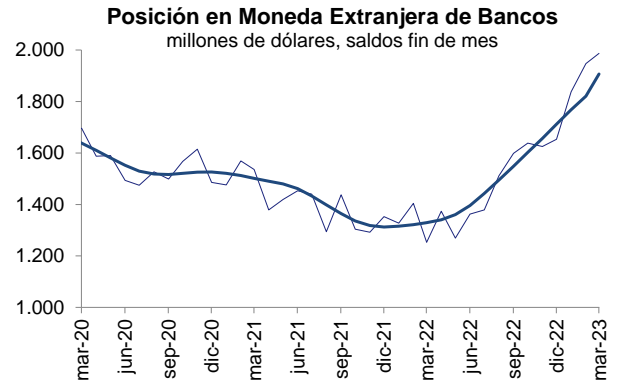
Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a marzo 2023 se destaca la demanda de divisas de EEPP y GC, que encontró su oferta en el sector privado. En el caso del GC, las compras se concretaron en el mercado spot y mediante de la operación especial de canje en febrero entre BCU-GC. Mientras tanto, se destaca que los agentes no residentes no han participado en forma directa en el mercado spot con montos significativos en el periodo<sup>17</sup>.



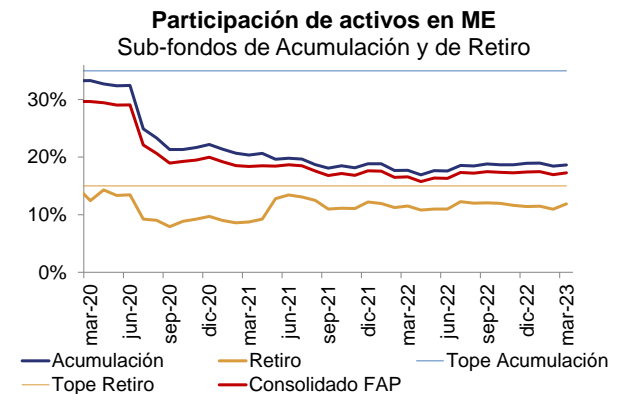
Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) reduce su demanda de divisas en un marco de mayor preferencia por instrumentos integrables en moneda nacional, mientras que los bancos recomponen su posición en moneda extranjera mediante resultados obtenidos en dicha moneda por sus negocios. Finalmente, el agregado familias-empresas es típicamente el principal oferente del mercado.



En este marco, los bancos a nivel agregado continuaron aumentando su posición en ME, la cual se ubicó en niveles superiores a los alcanzados previo a la pandemia de COVID-19.



Por su parte, el FAP mantuvo la conformación de su portafolio según monedas relativamente estable, en un nivel que implica una holgura respecto de la normativa de unos 2.900 millones de dólares (agregado de los fondos acumulación y retiro).

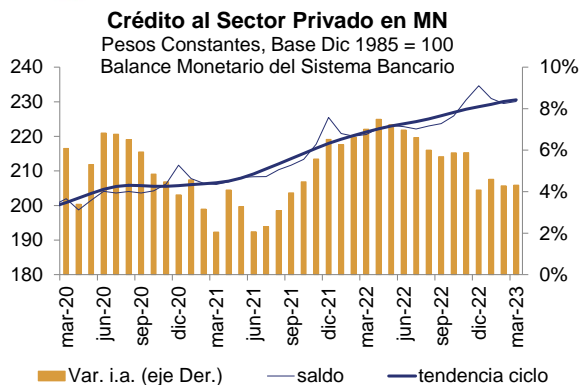


### III.2. Evolución del crédito al sector privado no financiero

El crédito bancario en moneda nacional registró una tasa de crecimiento interanual de 14,3% en el promedio del trimestre, equivalente a 4,4% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 4% real anualizado en el año móvil cerrado a marzo 2023.

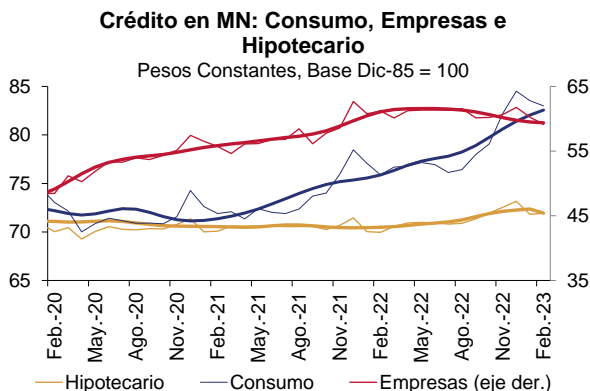
<sup>17</sup> Por detalles sobre la forma de cálculo y estimación de estos flujos ver Box Metodológico 13 en la serie de box metodológicos. Asimismo, las series de tiempo, de actualización trimestral, están disponibles en el siguiente sitio:

<https://www.bcu.gub.uy/Politica-Economica-y-Mercados/Paginas/Mercado-de-Cambios-y-Mercado-de-Dinero.aspx>



Dicho comportamiento se reflejó principalmente en el crédito al consumo que mostró una tendencia creciente desde mediados de 2021, al tiempo que los segmentos hipotecario y de empresas se mantuvieron relativamente estables en el margen medidos en términos reales. Cabe señalar que el crédito a empresas presenta una tendencia a la baja desde el segundo semestre de 2022, la cual es consistente con los aumentos de las tasas en pesos antes señaladas.

No obstante, en lo que respecta al crédito al consumo, las tasas en pesos no reaccionaron ante los incrementos de la TPM, ubicándose en torno de 31% para los préstamos otorgados con autorización de descuento de las cuentas del deudor desde 2021, observándose un mayor dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía<sup>18</sup>.

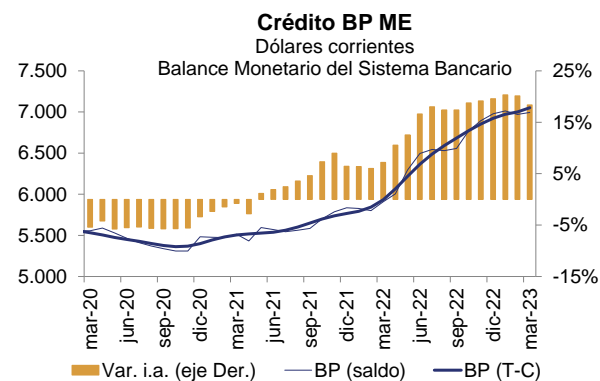


Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 18,7% medido en dólares corrientes en el primer trimestre, mostrándose relativamente estable en el margen. A nivel sectorial, dicho incremento se reflejó principalmente en el crédito concedido al sector agropecuario (que se financió 98% en dólares), seguido por comercio y servicios, no obstante la

<sup>18</sup> La tasa promedio de crédito al consumo con autorización fue de 30,9% en 2021 y de 31,3% en 2022.

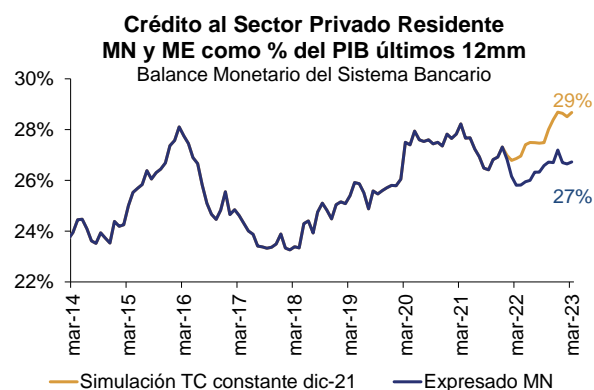
<sup>19</sup> En enero 2021 comenzó a aplicarse el calendario de reducción de las alícuotas de encaje en moneda nacional, dando lugar a reducciones permanentes del encaje, con una mayor incidencia en los plazos más largos. El cronograma se completó en enero

composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.



Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. Así, en marzo el encaje medio en moneda nacional se ubicó en 10,1%, mientras que en moneda extranjera se mantuvo en torno de 29%<sup>19</sup>.

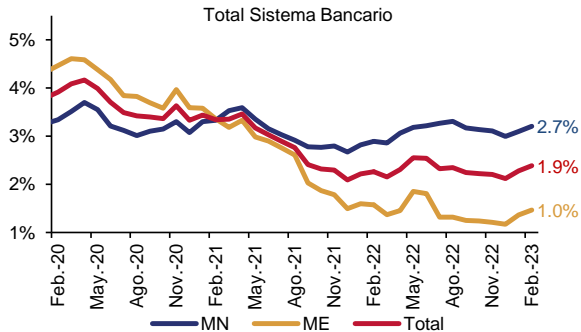
A nivel agregado, el crédito total se ubicó en torno a 27% del PIB, nivel similar al previo a la pandemia, con un grado de pesificación que alcanzó 53% en marzo, en línea con sus registros máximos.



La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente se mantuvo en niveles reducidos, ubicándose en 1,9% de los créditos totales en febrero, al tiempo que el ratio correspondiente al consumo en moneda nacional se mantuvo en 4,5% a nivel del sistema bancario.

2022. Esta medida buscó incentivar la desdolarización y la reconstrucción de los mercados en pesos, en el marco de una estrategia más general a nivel del gobierno. [https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/ReduccionC3%B3n%20encajes\\_diciembre%202020.aspx](https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/ReduccionC3%B3n%20encajes_diciembre%202020.aspx)

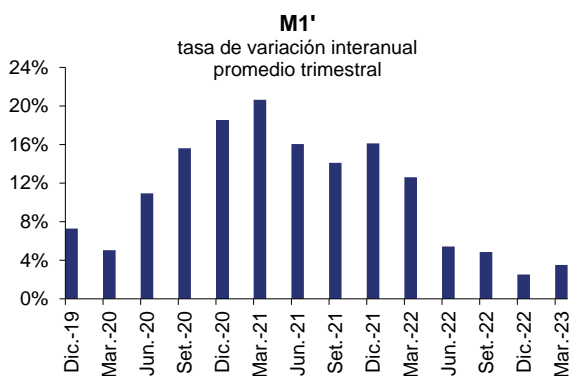
### Morosidad del Crédito al SNF Privado Residente



### III.3. Principales agregados monetarios

En el primer trimestre de 2023 los agregados monetarios habrían continuado consolidando las señales de normalización de su desempeño, tras verse afectados por los cambios en la preferencia por la liquidez asociados a la pandemia del COVID-19. Así, se observó cierta estabilidad de los medios de pago reales medidos en tendencia-ciclo, mientras que los depósitos a plazo y el circulante de títulos públicos en moneda nacional mostraron una tendencia creciente, consistente con sus rendimientos esperados.

El agregado M1' presentó una variación interanual de 3,5% en el promedio del primer trimestre, equivalente a una tasa real de -3,8%. Este desempeño se constató en un marco en el cual la demanda de dinero se habría comportado en línea con lo proyectado, estimándose un crecimiento desestacionalizado del agregado en torno a 2% nominal en el primer trimestre, similar al del cierre de 2022.

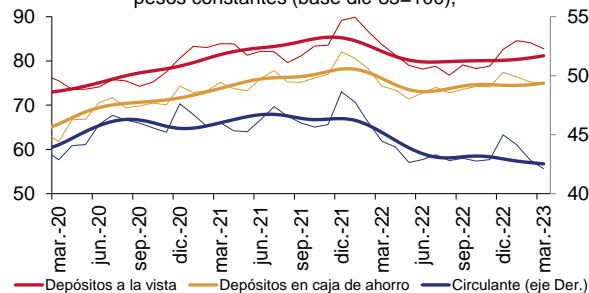


Sobre finales de marzo se destaca un fuerte incremento de M1', que pasó a crecer de forma transitoria por encima de 15% interanual diario, ante el adelanto de sueldos y pasividades del sector público realizado previo a semana de turismo, que se refleja en las cajas de ahorro y el circulante.

En este contexto, las mediciones mensuales de los componentes se mostraron relativamente estables (tendencia-ciclo en términos reales).

### Componentes de M1'

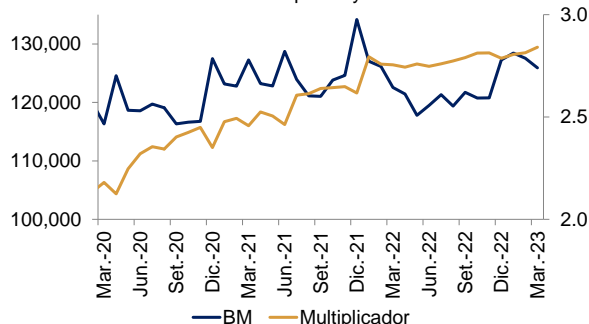
T-C y saldos promedio mensuales en millones de pesos constantes (base dic-85=100),



Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la Base Monetaria (BM) se contrajo en el trimestre, reflejando el comportamiento estacional de los depósitos y el circulante, al tiempo que las reservas bancarias voluntarias y los depósitos de otras instituciones financieras en BCU permanecieron en niveles reducidos. Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos tras la reducción de requerimientos de encajes de enero de 2022, manteniéndose en 2,8 durante el primer trimestre de 2023.

### Base Monetaria y Multiplicador de M1'

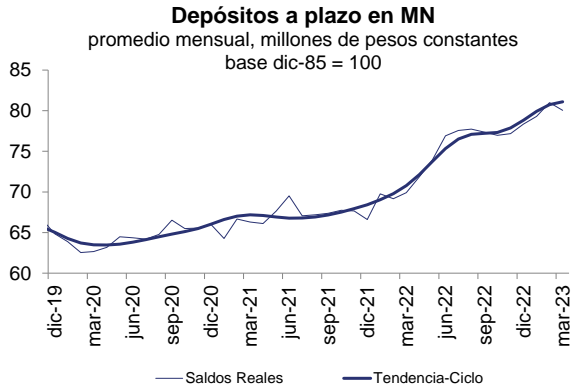
millones de pesos y nivel



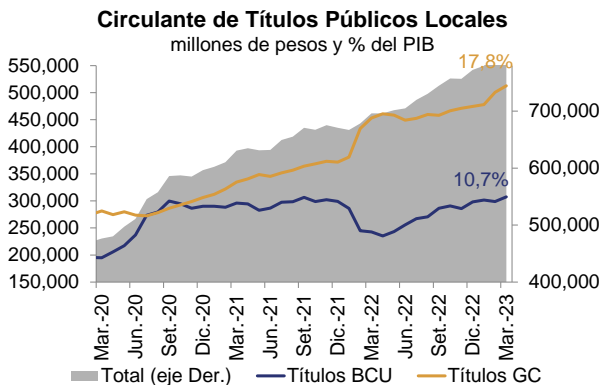
Los depósitos a plazo en moneda nacional mostraron una tasa de crecimiento de 23,9% interanual, equivalente a 15,1% real, mostrando una tendencia al alza que se suaviza en el margen, consistente con la trayectoria de las tasas de interés pasivas. Dicha dinámica se reflejó tanto en el desempeño de los depósitos a plazo fijo como de los certificados de depósitos, los cuales mantuvieron una participación en torno a 50% en el agregado de depósitos a plazo.



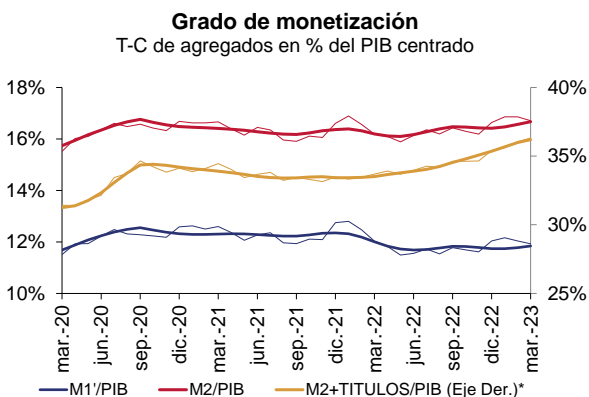
# BCU



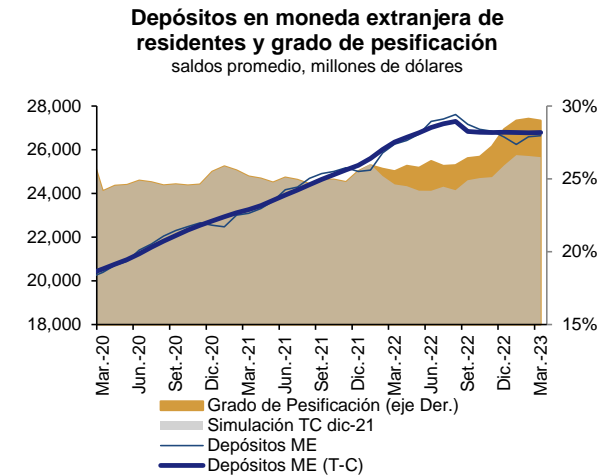
El circulante de títulos públicos de emisión local continuó creciendo durante el trimestre, impulsado por la operación de emisión y canje antes señalada, de manera que el mismo había aumentado en 1 punto del producto, ubicándose en torno a 28,5% del PIB en marzo. A su vez, si bien se registró un incremento de la tenencia de estos títulos por parte de no residentes cercana a 3.300 millones de pesos durante el trimestre, la misma se mantuvo en niveles reducidos, representando 1,1% del circulante de estos instrumentos.



En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1<sup>1</sup> se habría mantenido estable, en torno a 12% del PIB, al igual que el ratio medido a partir de M2, el cual que se ubicó cercano a 17%. A su vez, el indicador medido a partir del agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no financiero, continuó mostrando una tendencia creciente, ubicándose en torno a 36% del PIB en marzo.

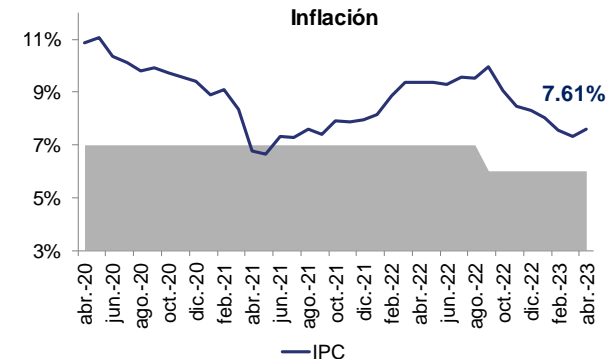


Finalmente, los depósitos en moneda extranjera se mantuvieron en niveles similares a los meses anteriores, en un contexto de menor financiamiento externo de grandes proyectos de inversión, menores ingresos derivados de las exportaciones y mayor turismo emisor. De esta forma, el grado de pesificación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



## IV. Evolución de los precios

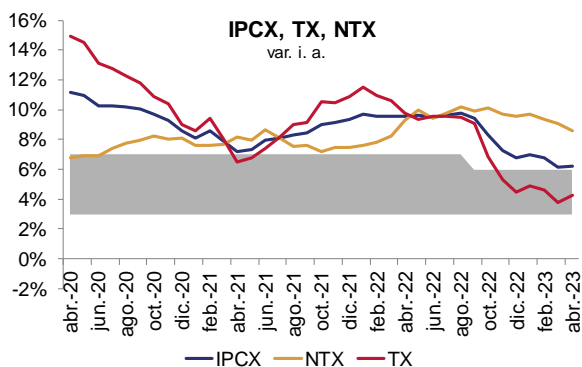
### IV.1 Análisis de la inflación por componentes



En el año móvil cerrado a abril 2023 la inflación *headline* se ubicó en 7.61%, 0.7 p.p. por debajo del registro de diciembre, aunque aún fuera del rango meta vigente de 3%-6% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM).

La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, volvió a reducirse con respecto al valor observado en diciembre y se ubicó en 6.2% en abril 2023, su nivel más bajo en los últimos 5 años y muy próximo al rango meta.

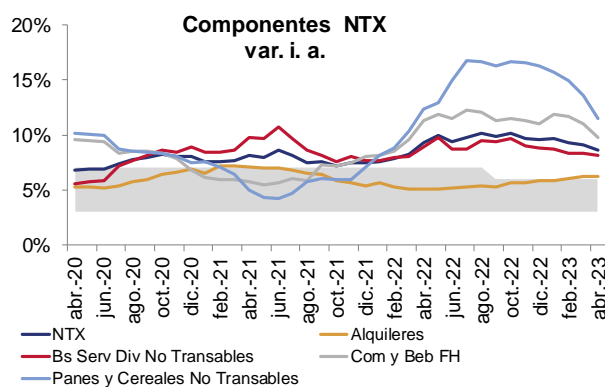




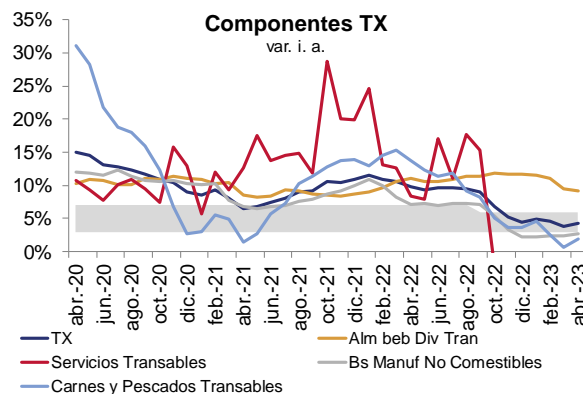
Detrás de la reducción de la inflación IPCX se encuentra la reducción en el precio internacional de alimentos y combustibles, que revirtieron el shock observado en el primer trimestre del año pasado, cuando se registraron importantes subas en el precio de los commodities relevantes para la inflación uruguaya ante el conflicto Rusia-Ucrania. Por su parte, el peso se apreció ligeramente respecto al dólar en los primeros cuatro meses del año, por lo que el tipo de cambio no habría generado presiones adicionales sobre la inflación.

A nivel de sus componentes, dicha reducción se explica tanto por los No Transables de mercado (NTX) como por los Transables de exclusión (TX).

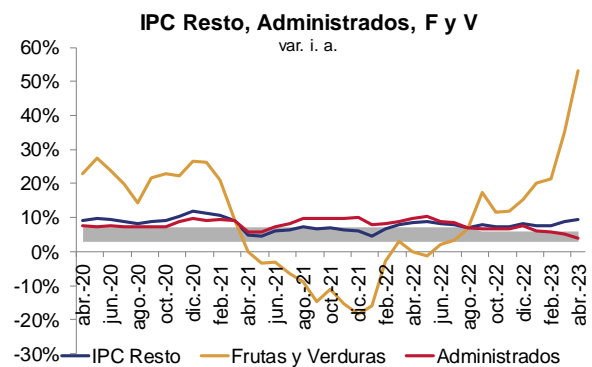
Los NTX redujeron su variación a 12 meses con respecto a diciembre, ubicándose en 8.6% a abril 2023. Esta reducción se observa en casi todos sus componentes.



En el mismo sentido, los precios de los TX se desaceleraron con respecto a diciembre, aunque en menor medida, alcanzando una variación interanual de 4.3%, principalmente por la reducción de *Alimentos y bebidas diversos* y *Carnes y Pescados*, parcialmente contrarrestado por *incrementos en Servicios transables* y en menor medida de *Bienes Manufacturados no comestibles*. En el margen se observa un crecimiento en los precios de algunos bienes transables que podría estar asociado al efecto de la sequía.

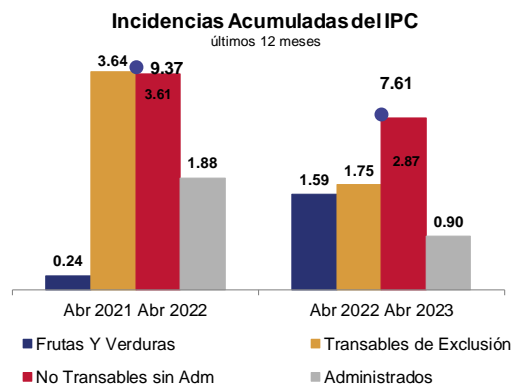


Por otra parte, el *IPC Resto* aumentó 1.1 p.p. en su medida a 12 meses con respecto a diciembre, guiado por el fuerte aumento de *Frutas y Verduras* y contrarrestado parcialmente por *Administrados*, especialmente por el componente *Tarifas*.



*Frutas y Verduras* experimenta una suba de 38% en lo que va del año, recogiendo el impacto de la sequía y sus consecuencias sobre la reducción de la oferta de frutas y verduras. Para tener idea de la magnitud del shock, el crecimiento interanual se ubica en 53%, valor muy cercano al máximo observado en la serie con base 2005 registrado en el año 2007.

En sentido opuesto, los *Administrados* se ubicaron en abril 3,7 p.p. por debajo del valor de diciembre, guiados principalmente por la caída de las tarifas, donde se destaca la reducción de combustibles.



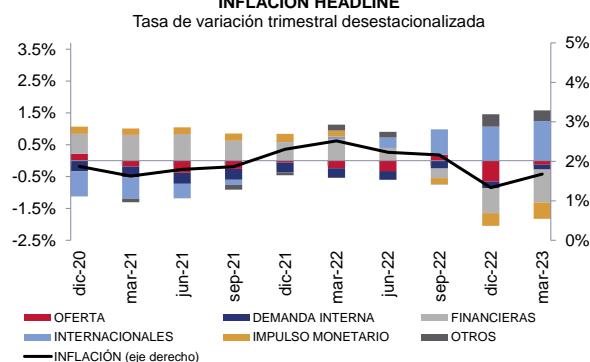
Incidencias variación interanual			
	abr.-22	mar.-23	Diferencias
<b>IPC</b>	<b>9.37</b>	<b>7.61</b>	<b>-1.76</b>
<b>IPCX</b>	<b>7.25</b>	<b>4.62</b>	<b>-2.63</b>
<b>NTX</b>	<b>3.61</b>	<b>2.87</b>	<b>-0.74</b>
Panes y cereales	0.43	0.29	-0.14
Alquileres	0.21	0.22	0.02
Comidas y Bebidas FH	1.14	0.77	-0.36
Bienes y Serv Diversos	1.31	1.07	-0.24
Enseñanza	0.33	0.33	0.00
Servicio Doméstico	0.19	0.19	0.00
<b>TX</b>	<b>3.64</b>	<b>1.75</b>	<b>-1.89</b>
Alimentos y bebidas diversos	1.07	1.16	0.10
Carnes y Pescados	1.22	0.16	-1.05
Bienes Manuf No Comes	1.22	0.47	-0.75
Servicios transables	0.14	-0.04	-0.18
<b>IPC Resto</b>	<b>2.11</b>	<b>2.49</b>	<b>0.38</b>
Frutas y Verduras	0.24	1.59	1.35
Administrados	1.88	0.90	-0.98
Tarifas	1.08	0.14	-0.94
Cigarrillos	0.19	0.10	-0.09
Resto Adm	0.61	0.66	0.05

En síntesis, la menor inflación observada a abril 2023 respecto al mismo período del año anterior es explicada tanto por el núcleo inflacionario IPCX (al influjo de sus dos componentes, NTX y TX) y por los rubros administrados, en parte recogiendo la reversión del shock de commodities de un año atrás. Su moderación más que compensa la mayor incidencia del componente de Frutas y Verduras, que experimenta el momento más álgido del shock de la sequía sobre sus precios.

## 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 tasa inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,9% trimestral desestacionalizada, equivalente a 7,7% anualizada en el período 2005T2 - 2023T1 (eje de la derecha)<sup>20</sup>.

## DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA SEGÚN TIPO DE SHOCK INFLACIÓN HEADLINE



La aceleración inflacionaria que se produjo en el primer trimestre de 2023 refleja en parte la reversión de los shocks negativos de márgenes que se habían producido en todos los sectores en el último trimestre de 2022 (shocks de oferta). Asimismo, se mantienen las presiones inflacionarias provenientes de los shocks internacionales, dada la evolución creciente de la tasa internacional de referencia y su efecto de equilibrio general en el modelo. Adicionalmente, se enfrentan presiones inflacionarias desde los precios de frutas y verduras como consecuencia de la sequía (componente "otros"). Por otra parte, la política monetaria ha contribuido a moderar esta aceleración, tanto a través del impulso monetario, dado que la política monetaria profundiza en el trimestre su instancia contractiva, como a través de la evolución del tipo de cambio ("financieras") el que en parte se determina por factores globales y en parte por factores domésticos. De esta forma, la política monetaria, actuando a través de sus diferentes canales de transmisión, habría logrado mitigar el shock inflacionario global.

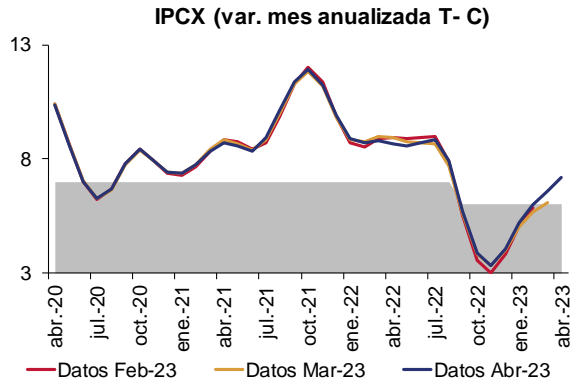
## IV.3 Inflación subyacente

El indicador de inflación subyacente disponible actualmente es el IPCX, medido en variación mensual anualizada de su tendencia-ciclo. El mismo es el único que incluye pronósticos y da cuenta de cierta aceleración en el núcleo duro de la inflación en los últimos meses. En particular, la estimación de abril lo ubica fuera del rango-meta<sup>21</sup>.

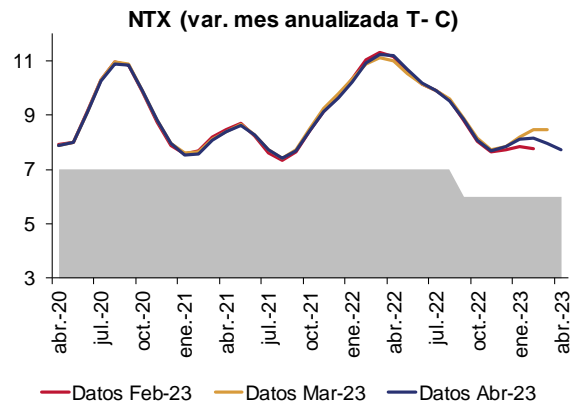
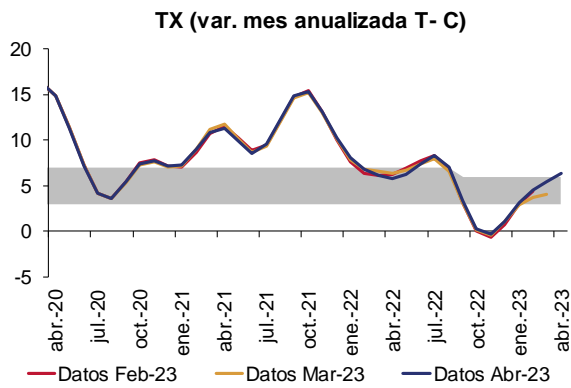
<sup>20</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

<sup>21</sup> El resto de las medidas de inflación subyacente que elabora y publica el Banco Central, como ser la Varianza Truncada (VT),

la Reponderación por varianza (RV) y la Media Truncada (MT) están sujetas a revisión debido al cambio de año base del IPC y estarán disponibles en los próximos meses.



Dicho comportamiento estaría explicado por el componente en tendencia-ciclo de los TX, compensados por los NTX que se desaceleran respecto al mes anterior en términos de tendencia-ciclo, aunque ubicándose por encima de la estimación de febrero.



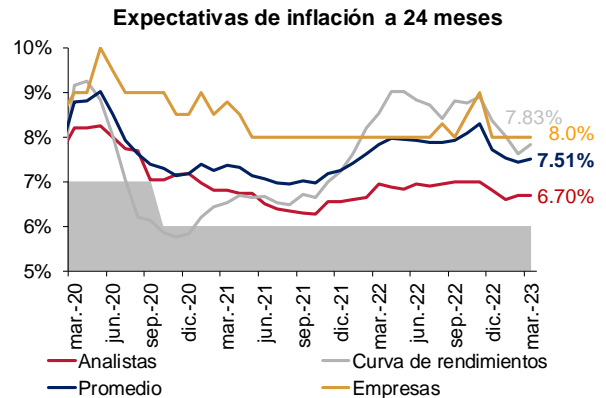
#### IV.4 Expectativas de inflación

En marzo 2023 los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM mostraron señales de desaceleración con respecto a lo observado en diciembre, aunque continuaron por fuera del rango-meta. Así, el indicador resumen

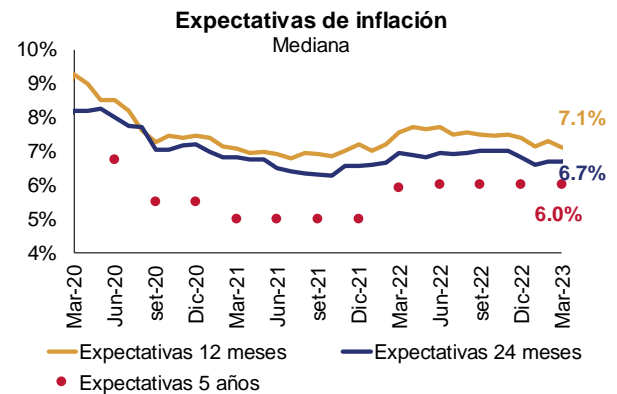
<sup>22</sup> Esta metodología tiene una limitación: al basarse en diferencia de curvas, toda vez que hay un ciclo al alza de la TPM, ésta se transmite parcialmente a la curva de LRM en pesos, por lo cual la tasa a 2 años nominal aumenta *pari passu* con la TPM. Sin embargo, esto no sucede necesariamente con el rendimiento a 2 años en UI, pues esta curva está más ligada a las emisiones

de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se redujo algo más de dos décimas respecto a diciembre 2022 y se ubicó en 7,5% a marzo 2023.

Por un lado, la mediana de expectativas de la encuesta de analistas recopilada por el BCU se ubicó en 6,7% en marzo, una décima por debajo del registro de diciembre. Por su parte, la mediana de la encuesta a empresarios recopilada por el INE se mantuvo estable en 8% durante todo el trimestre en el mismo valor que en diciembre. En tanto, las expectativas de los mercados financieros, implícitas en el diferencial de la CR entre títulos nominales e indexados, se ubicaron en 7,8%, casi medio punto por debajo del valor observado en diciembre<sup>22</sup>.



En el mismo sentido, para los próximos 12 meses, se observa un descenso respecto a diciembre en las expectativas de los analistas. En tanto que para el horizonte de 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas se mantuvo en 6% por quinta medición consecutiva, esto es 1,5 p.p. por encima del centro del rango-meta.



Ante la desaceleración de la inflación, especialmente de su núcleo duro, y ante la convergencia de las expectativas de inflación de los agentes en el último año, en el COPOM del 19 de

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.

abril de 2023 se decidió una reducción de la TPM de 25 p.p.

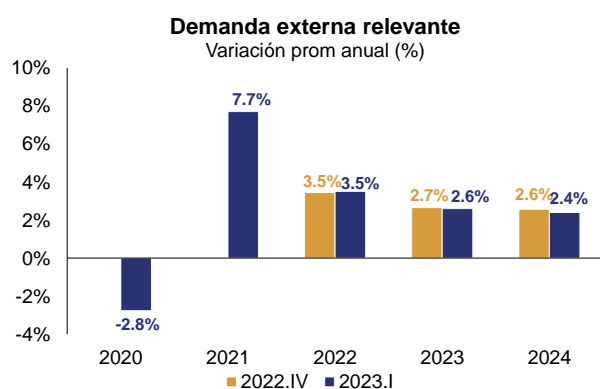
## V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

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

### V.1 El escenario base<sup>23</sup>

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

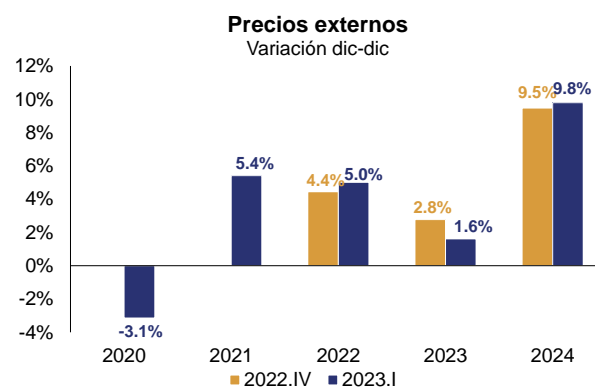
Las perspectivas para el escenario global presentan relativa estabilidad, aunque con sesgo negativo, respecto a lo que se preveía en el COPOM de setiembre.



Para este COPOM las perspectivas de crecimiento de la demanda externa relevante para Uruguay se corrigieron muy levemente a la baja para 2023 y 2024. El ajuste a la baja para 2023 se explica por un menor crecimiento esperado para la región, parcialmente compensado por una expansión esperada mayor de la extra-región. El ajuste correspondiente a 2024 responde a un menor crecimiento esperado en la mayoría de los socios comerciales.

Demanda externa relevante (var. prom. anual)			
	2022	2023	2024
<b>PIB externo relevante</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>
<b>Extra-región</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.7%</b>
China	3.1%	5.2%	5.1%
Estados Unidos	2.1%	1.0%	1.3%
México	3.1%	1.2%	1.5%
Zona Euro	3.6%	0.6%	1.2%
<b>Región</b>	<b>4.2%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>
Argentina	5.7%	0.0%	-1.1%
Brasil	2.9%	1.0%	1.4%

Los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares mantendrán una trayectoria al alza en el HPM, pero con una cadencia distinta a la esperada anteriormente. Así, actualmente se espera que los precios externos relevantes muestren subas por debajo de la proyección anterior para 2023 y por encima de la proyección anterior para 2024. El sensible aumento de precios en dólares esperado para 2024, se explicaría por la expectativa de una corrección de variables macro en Argentina.



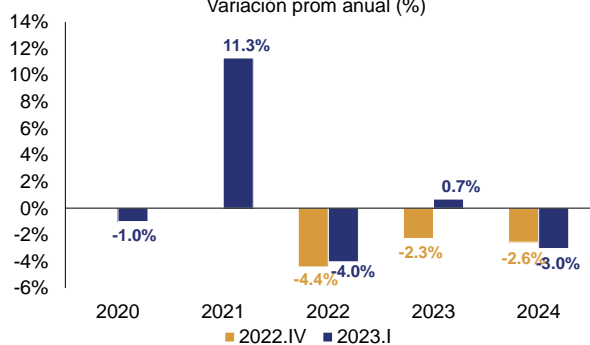
Asimismo, se habría registrado una menor pérdida de términos de intercambio en 2022. Posteriormente, para 2023 se espera una mejora en la relación de términos de intercambio, en contraste con lo que se esperaba en el COPOM anterior, al tiempo que en 2024 se observarían pérdidas mayores a las previstas en diciembre.

<sup>23</sup> 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.

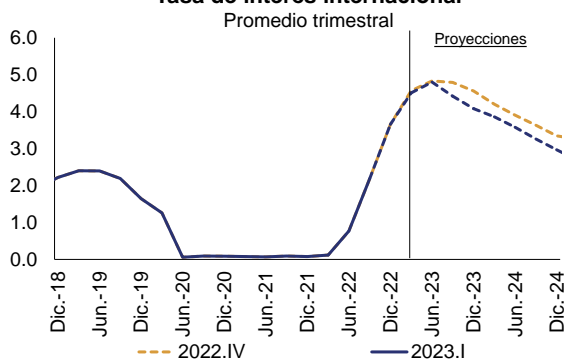
## Términos de intercambio bienes y servicios

Variación prom anual (%)



Por último, las condiciones financieras internacionales proyectadas para el HPM serían algo menos restrictivas que las esperadas tres meses atrás, en el marco de una política monetaria más laxa de la Fed respecto al informe de diciembre.

## Tasa de interés internacional



## V.2 Proyecciones macroeconómicas

### Actividad

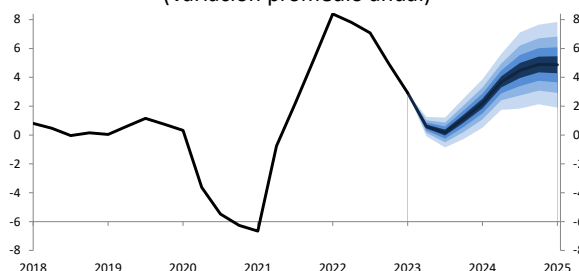
En el escenario base, la economía cerraría 2023 con un crecimiento menor al registrado en 2022, para retomar expansiones similares a dicho año en 2024.

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

mientras que en el IPOM anterior era 59%.

## Proyección de crecimiento del PIB

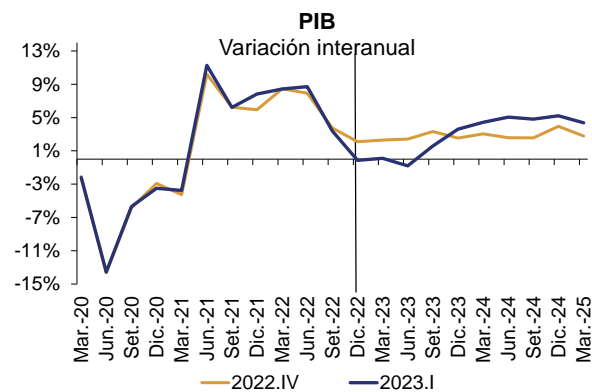
(Variación promedio anual)



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

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

La variación interanual del PIB muestra una trayectoria inferior a la del IPOM anterior durante los primeros tres trimestres de 2023, recogiendo el impacto negativo de la sequía. A partir de entonces la proyección se ubica por encima de la del IPOM anterior, al influjo de la recuperación de las exportaciones netas.



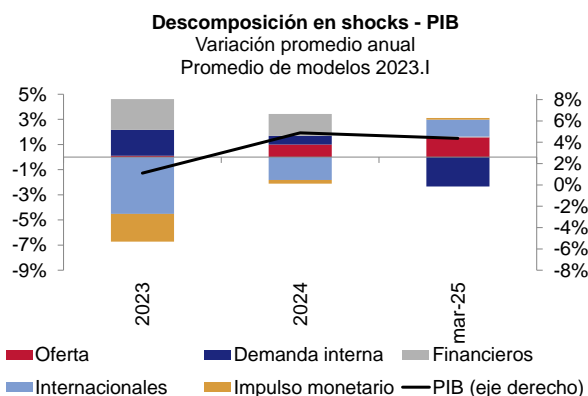
De acuerdo a la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2023 estaría impulsado por la demanda doméstica, destacándose el incremento en el consumo y la inversión privados, y por los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio<sup>24</sup>. En 2024 también contribuyen de manera expansiva los shocks de oferta, reflejando la puesta en marcha de UPM<sup>25</sup>. Por otra parte, el impacto agregado de los

<sup>24</sup> 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 2005-2023T1 (eje de la derecha).

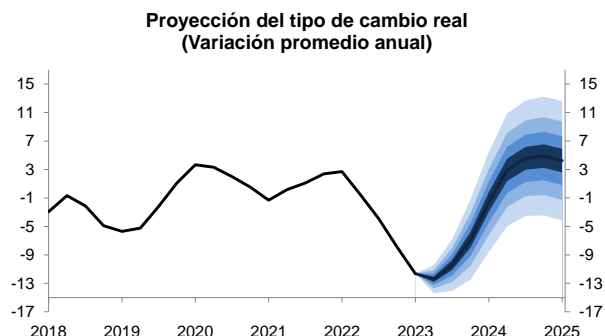
<sup>25</sup> UPM comienza a producir en 2023. Sin embargo, los shocks negativos de productividad identificados en este año a

shocks internacionales sería negativo en 2023 y 2024, en un contexto de condiciones financieras restrictivas y pérdidas en los términos de intercambio. Sobre fines de 2024 estos shocks tenderían a diluirse, por lo que a inicios de 2025 (fin del HPM) predomina el impulso expansivo desde la inflación externa. Finalmente, y en línea con la instancia contractiva, el impulso monetario mostraría un impacto contractivo durante 2023 y en menor medida durante 2024.



## Tipo de cambio real

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



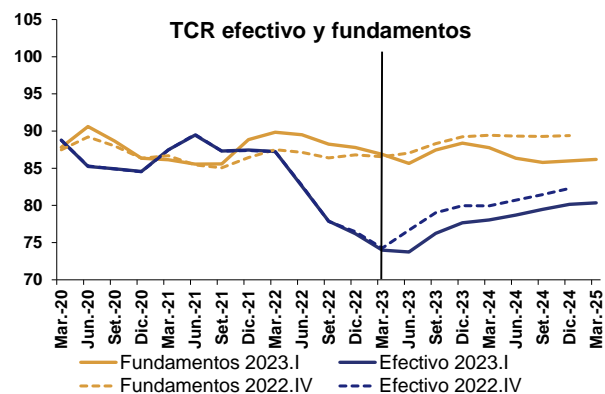
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

De acuerdo a la metodología Fan Chart habría un 74% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor similar al 76% reportado en el informe anterior.

Asimismo, la dinámica del TCR en el mediano plazo guarda una estrecha relación con la evolución del TCRf, aunque en general muestra cierto rezago, producto de las rigideces nominales de la economía uruguaya.

consecuencia de la sequía de fines de 2022 e inicios de 2023 compensan este efecto expansivo dentro de los shocks de oferta.

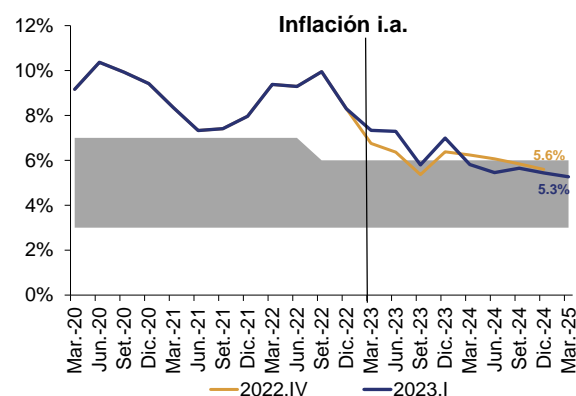
Se espera una apreciación del TCRf en el HPM, al influjo de un aumento de la relación gasto privado-PIB, un aumento de la productividad relativa y de una pérdida de vigor de la consolidación fiscal.



La brecha TCR alcanzaría su máximo en el punto de partida (marzo 2023) y a partir de entonces comenzaría a reducirse durante todo el HPM, sin llegar a cerrarse en este período.

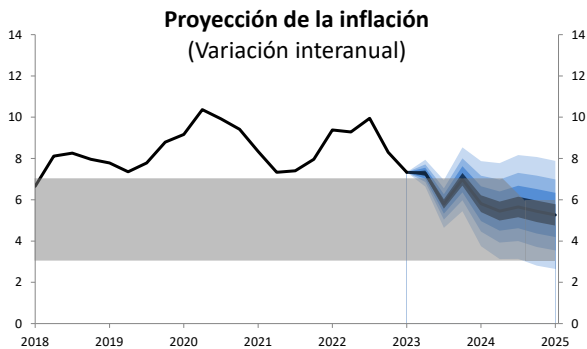
## Inflación

Afectada por el efecto de la sequía, la inflación corrige al alza en el punto de partida y en la primera mitad del HPM y ajusta a la baja a partir de 2024, en un escenario donde la política monetaria se mantiene en fase contractiva, las expectativas reaccionan favorablemente, aunque de forma rígida, mientras que los precios administrados y la dinámica salarial evolucionan en línea con la política monetaria y las expectativas en el HPM. En este marco, hacia el final del HPM la proyección puntual de la inflación es similar a la del IPOM anterior y a marzo 2025 se ubicaría en 5,3% interanual.



Esta trayectoria decreciente de la inflación a lo largo del horizonte de proyección es guiada por la política monetaria contractiva y el aumento de precios administrados compatibles con una estrategia moderada de desinflación. Las

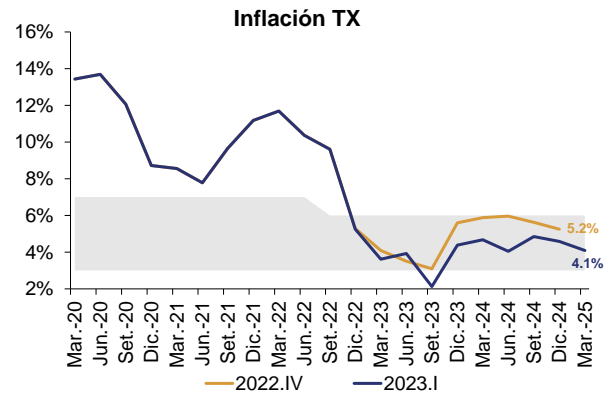
expectativas de inflación se ajustarían progresivamente a la baja, influenciando a su vez a los salarios nominales, los que generarían menores presiones inflacionarias en el HPM respecto a las esperadas en el informe anterior. Asimismo, la desaceleración de la inflación también estaría determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR y en menor medida de una brecha PIB en terreno negativo. Dado esto, la confianza que asigna el Fan Chart a que la inflación se ubique dentro del rango-meta al final del HPM es algo mayor a la del IPOM anterior: 55% en este informe, 49% en el previo.



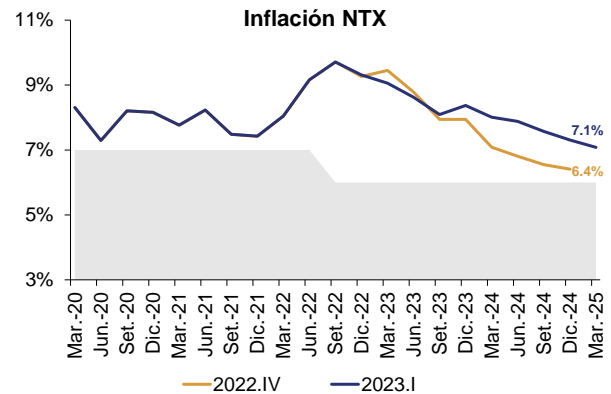
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

A nivel de componentes, la senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria levemente inferior a la del IPOM anterior en un contexto de mayor desaceleración de la inflación de TX y mayor dinamismo de NTX.

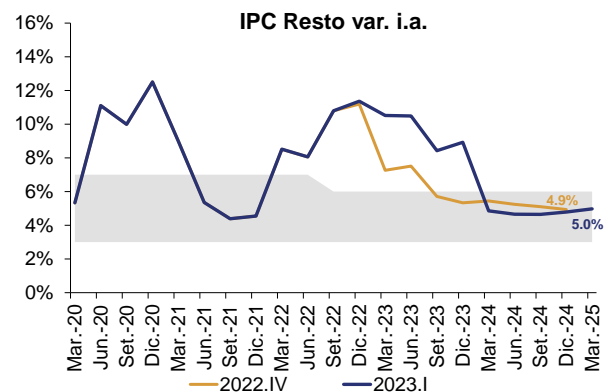
En la medida en que continúa diluyéndose el shock a los precios externos generado por el conflicto entre Rusia y Ucrania y en un contexto de relativa estabilidad del tipo de cambio nominal, el componente TX presenta una mayor desaceleración, que se revierte en 2023T4 por un efecto estadístico de base de comparación. A partir de ese punto la inflación de TX se estabiliza en niveles cercanos al centro del rango-meta. En esta dinámica juega un rol relevante la evolución proyectada de los precios externos y el tipo de cambio nominal, los que muestran una evolución en espejo en el HPM. Así, en la primera mitad del horizonte el tipo de cambio nominal se acelera en un contexto de tasas de interés internacionales crecientes y escaso dinamismo de los precios externos medidos en dólares. No obstante, el ritmo de aceleración es menor al del informe anterior, guiado por el actual escenario de menores aumentos de tasas de interés internacionales. Posteriormente, la inflación internacional se acelera y el tipo de cambio nominal modera su crecimiento, lo que permite estabilizar la inflación transable.



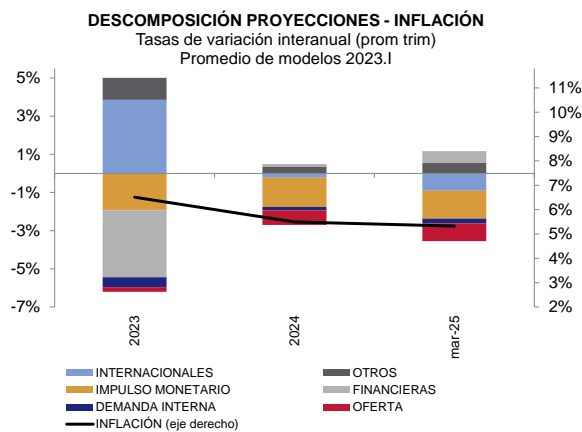
Por otro lado, los NTX, partiendo de un nivel menor que en el IPOM anterior, se desaceleran en forma más lenta en el HPM. Este componente, que es el más rígido del IPC, responde con rezagos a la política monetaria contractiva a través de sus distintos canales, donde se destacan el de expectativas y el de brecha PIB.



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



Estos factores pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco de un modelo DSGE.<sup>26</sup> En este contexto, la convergencia de la inflación hacia el rango-meta se logra en parte por las acciones de política del Banco Central, que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con su objetivo inflacionario (impulso monetario contractivo). Esto a su vez redundaría en menores expectativas de inflación, las que inciden en el proceso de formación de precios, salarios y márgenes empresariales (dentro de los factores de oferta). Asimismo, las tarifas públicas evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de “otros”)<sup>27</sup>. Por otra parte, también contribuyen la moderación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) y las ganancias de productividad en un marco de crecimiento económico (dentro de oferta). Estos factores compensan el entorno internacional más inflacionario y el shock de la sequía sobre los precios de frutas y verduras (dentro de “otros”), durante 2023.

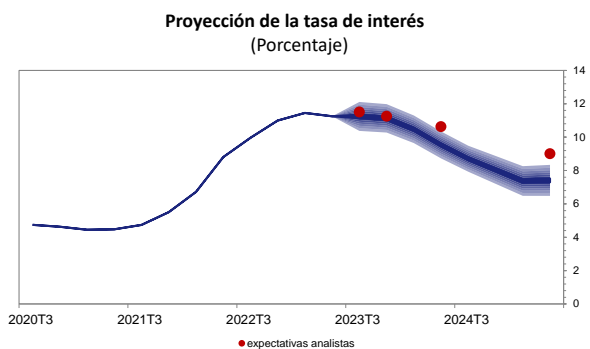


## Tasa de interés

Actuando en el marco analizado anteriormente, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad y genera una senda de la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y los salarios nominales evolucionando según lo acordado en los convenios; asimismo, incorpora la reducción de la TPM de 25 p.b. adoptada en el COPOM del 19 de abril.

Esta senda puede ilustrarse en el siguiente gráfico Fan Chart, que muestra el rango en que sería esperable que se ubique la TPM en el marco del

escenario base y del mapa de riesgos, siendo consistente con las proyecciones presentadas previamente. La senda considerada más probable es el área más oscura, que es la moda de la distribución de probabilidad. El gráfico incorpora además la mediana de las expectativas de analistas como referencia. Esta senda determina un nivel de TPM relativamente estable durante 2023 para luego descender en forma paulatina en la segunda mitad del horizonte de política. La senda esperada por los analistas, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, es similar, aunque en niveles más elevados hacia el final del HPM.



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

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

Estas proyecciones surgidas del escenario base se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre elevado, cuyos principales detonantes son la situación financiera de la región, el avance en la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados, la expansión de problemas bancarios en dichos países, la persistencia de la guerra entre Rusia y Ucrania y a nivel doméstico 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)<sup>28</sup>.

### Riesgos externos

<sup>26</sup> 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).

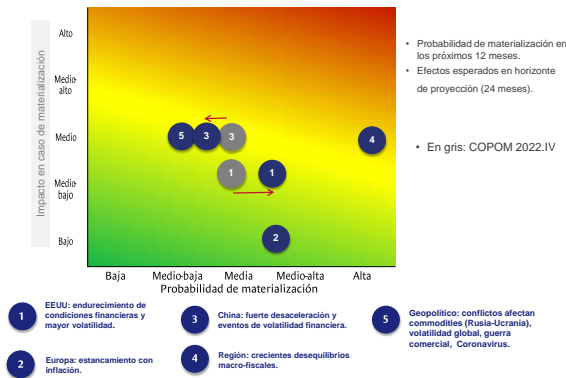
<sup>27</sup> En este componente se incluye también la evolución de los precios de frutas y verduras, que han mostrado fuertes presiones inflacionarias en los últimos meses a consecuencia de la sequía.

<sup>28</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.



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

Mapa de Riesgos internacionales, impacto en actividad.



Para este informe se juzga que disminuye el riesgo de una fuerte desaceleración en China, al tiempo que aumenta el riesgo de una política monetaria más contractiva que la esperada por parte de la Fed en el escenario base. Se juzgan como balanceados los restantes factores que podrían modificar la ubicación de los demás riesgos en el mapa, por lo que se mantuvieron en las mismas zonas que en el informe anterior.

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

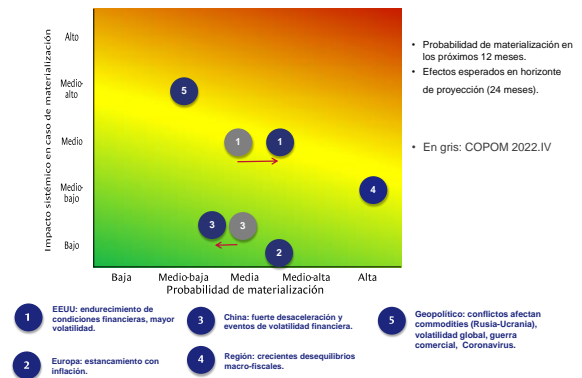
Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5), que incluye la evolución de la pandemia y el impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania, tiene una probabilidad de materialización de media a media-baja, con un impacto sobre la actividad en caso de materializarse de medio-alto a medio.

Mientras tanto, los riesgos vinculados a un endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. por encima de lo previsto en el escenario base (riesgo 1) y una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3), pese a sus respectivos movimientos, se mantienen en la zona verde/amarilla. En el caso del riesgo 1, la Fed podría reaccionar con subas más pronunciadas de su tasa de política, lo que ocasionaría mayores caídas en los precios de los activos, mayor fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los

mercados emergentes. Asimismo, podría generar una recesión en EE.UU. En el caso del riesgo 3, provocaría efectos recesivos sobre la economía mundial y una fuerte caída de los precios de nuestros productos de exportación.

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

Mapa de Riesgos internacionales, Impacto en inflación.



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

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

## Riesgos domésticos

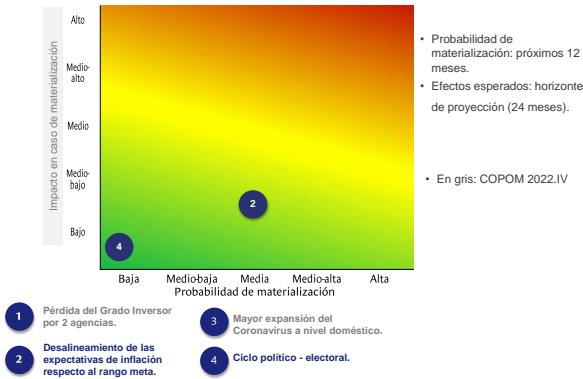
A nivel doméstico, el mapa actualmente incluye dos riesgos relevantes: el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango-meta (riesgo 2) y el ciclo político-electoral (riesgo 4).

El riesgo respecto al ciclo político-electoral fue incluido en el mapa a partir de diciembre. El mismo tiene su origen en que la evidencia empírica sugiere que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en los trimestres previos a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables económicas y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas. En base a estas consideraciones, este riesgo ingresa con una

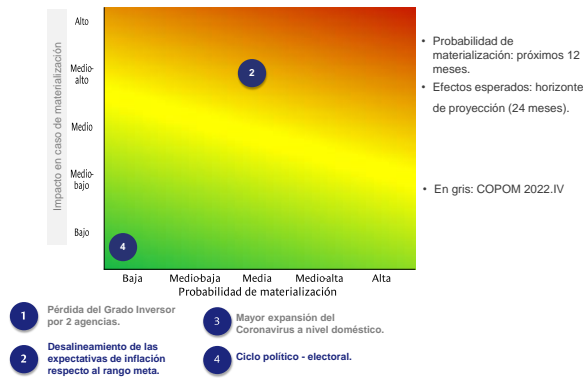
probabilidad y un impacto bajos en ambos mapas y pasa a ser motivo de monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

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

Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la actividad.



Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la inflación.



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

## V.4 Rendición de cuentas de las proyecciones de PIB e inflación en 2021.I

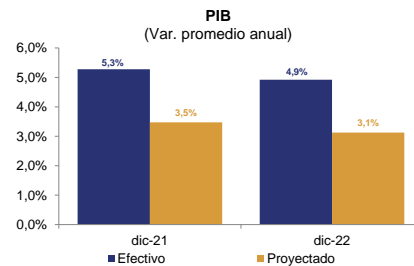
Las proyecciones macroeconómicas juegan un rol central en un régimen de metas de inflación, en tanto son una guía prospectiva sobre la dinámica de la inflación, de su entorno y de la estrategia de la política monetaria. En este contexto, la evaluación de los errores de pronósticos representa una rendición de cuentas que permite discriminar y comunicar si los mismos se originan en eventos

difíciles de prever, como la pandemia o el conflicto Rusia-Ucrania, si reflejan aspectos incorporados en forma inadecuada en los modelos o en los juicios técnicos incluidos en las proyecciones o si son producto de decisiones de política inadecuadas.

Esta rendición de cuentas completa el marco prospectivo en el que se desarrolla la política monetaria. Su difusión tiene sentido con una frecuencia anual a año cerrado, por lo que se presenta en el primer IPOM de cada año.

A continuación se evalúan las proyecciones realizadas en marzo 2021 a 24 meses, donde se compara el dato efectivo con el proyectado 24 meses atrás para la inflación (variación interanual) y para el crecimiento del PIB (promedio anual)<sup>29</sup>. Estas son las dos variables más relevantes del análisis macroeconómico, incluidas en las distintas versiones de reglas de política monetaria que habitualmente utilizan los bancos centrales, y sintetizan el equilibrio macroeconómico general.

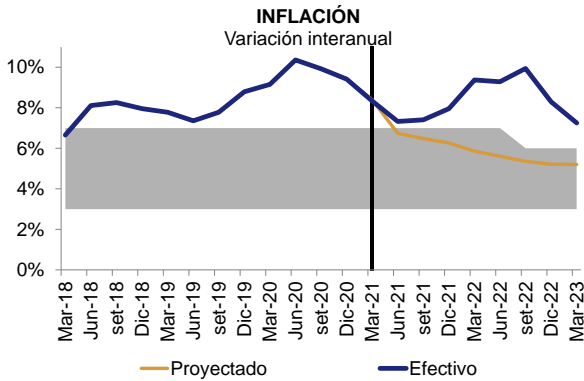
La proyección de la variación promedio del PIB a cuatro pasos (diciembre 2021) subestimó el dato efectivo en 1,8 p.p. Con relación al año 2022 (ocho pasos) el error de proyección alcanzó también 1,8 p.p. por debajo del dato efectivo.



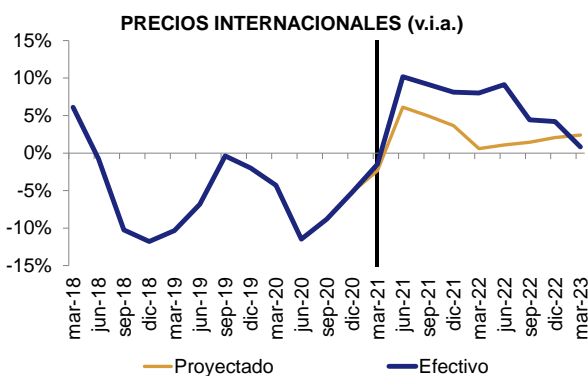
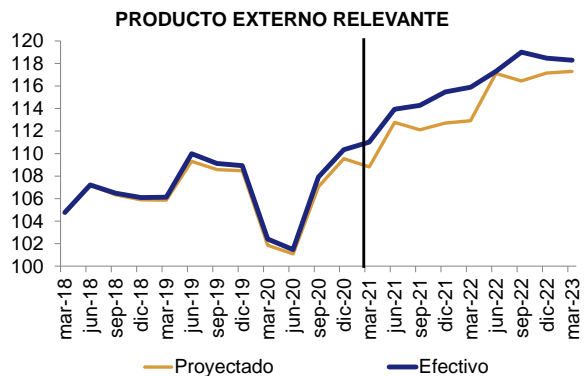
Para el caso de la inflación, la proyección a cuatro pasos (marzo 2022) había sido de 5,9%, mientras que el dato efectivo terminó siendo 9,4%, por lo que se subestimó el dato efectivo en 3,5 p.p. Hacia el final del HPM (marzo 2023, ocho pasos) la inflación proyectada había sido de 5,2%, mientras que el dato se situó en 7,3%, subestimando entonces el crecimiento efectivo de los precios en 2,1 p.p.

<sup>29</sup> La proyección del PIB a 8 pasos (24 meses) hace referencia diciembre 2022, ya que en marzo 2021 se contaba con datos a

diciembre 2020. Para el caso de la inflación, la proyección a 8 pasos hace referencia a marzo 2023.



En un marco de gran incertidumbre por la salida de la pandemia, la recuperación de la demanda agregada internacional fue superior a lo previsto hace 2 años. Los precios internacionales también evolucionaron por encima de lo previsto en el escenario base de marzo 2021, en parte por problemas en las cadenas de suministros agudizados a partir de febrero 2022 por la guerra entre Rusia y Ucrania. En particular esto afectó los precios de los alimentos y del petróleo, con fuerte incidencia en la inflación doméstica. Adicionalmente, la política monetaria reaccionó inicialmente de manera menos contractiva de lo previsto en la proyección.



Estos factores generaron un mayor crecimiento del PIB y una mayor inflación en todo el horizonte. La inflación se aceleró hasta el tercer trimestre de 2022, lo que tuvo como consecuencia mayores correctivos salariales y aumento de las expectativas de inflación. A partir del último trimestre de 2022, a pesar del shock de frutas y verduras, la inflación comenzó a ceder como resultado de la política monetaria contractiva y de la reversión del shock de precios internacionales.

Finalmente, como parte del ejercicio de rendición de cuentas, se incorpora el valor efectivo de las variables exógenas más importantes en cada uno de los modelos macroeconómicos. Esta proyección condicionada a los datos efectivos intenta evaluar la bondad de los modelos para proyectar en forma adecuada más allá del comportamiento diferente de las variables exógenas.

Las principales variables exógenas intervenidas para este ejercicio contrafactual refieren al PIB externo relevante, los términos de intercambio (efectos sobre el PIB doméstico), los precios internacionales, las tarifas, los demás precios administrados y los salarios (efectos sobre la inflación doméstica). Todas estas variables evolucionaron por encima del escenario exógeno impuesto para las proyecciones en marzo 2021.

Asimismo, para el caso del PIB se corrigió el impacto negativo estimado de UPM, que terminó siendo un punto porcentual menos de lo esperado (pasó de -1,2 p.p. a -0,2 p.p.).

Finalmente, en el modelo DSGE se eliminó el shock monetario contractivo impuesto en el HPM para reflejar una política monetaria que resultó ser algo menos contractiva que lo previsto en la simulación en marzo 2021, lo que tiene un efecto directo sobre la inflación y de segunda vuelta a través de las expectativas de inflación, las que evolucionaron por encima de lo previsto en marzo 2021.

Al incorporar estas sendas para las variables exógenas se efectuó una nueva proyección. En este ejercicio el crecimiento del PIB para 2022 resulta en 3,5%, por lo que se subestima al dato efectivo en 1,4 p.p., mientras que la proyección de inflación para el final del HPM es de 7,3%, en línea con el dato efectivo.

De esta forma, la proyección para el PIB y para la inflación luego de incorporar el valor efectivo de las variables exógenas relevantes para el HPM estuvieron dentro del rango de tolerancia de +/- 1,5% definido en los indicadores de los mapas estratégicos del BCU.

## Box metodológico 14. Revisión del Indicador de Excedente Bruto Unitario (Publicado en IPOM 2023.I)

### Antecedentes<sup>30</sup>

El Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU) surge con el objetivo de medir la rentabilidad del sector exportador de forma más directa que el Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE), debido a las debilidades que este último presenta, en particular para el caso de una economía abierta y pequeña en el comercio internacional como la uruguaya.

Los antecedentes teóricos de este indicador se encuentran en Basal *et al* (2011), donde se deriva, desde la función de costos de una empresa, el indicador micro-fundado de rentabilidad<sup>31</sup>. Vale resaltar, que este índice no es un indicador de rentabilidad bruta, sino que muestra la evolución de los márgenes de rentabilidad respecto a un año de referencia. A partir de la ecuación de margen unitario que surge de esta derivación, se construye el IEBU base 2005 para la economía uruguaya (se le denominará IEBU 2005). Esta es la metodología y la serie estadística asociada que han estado vigente hasta el momento.

En 2020 el Área de Estadísticas Económicas del BCU divulgó un nuevo set de información de Cuentas Nacionales con base en 2016. Entre otras cosas, esto provocó cambios en la información base para la construcción del IEBU, por lo que se ha actualizado el indicador incorporando estos nuevos datos. El mismo comienza a publicarse a partir de este IPOM y en lo que sigue de esta nota se referirá como IEBU 2016.

### Principales cambios respecto al IEBU 2005

Las novedades más importantes de incorporar la nueva información refieren a las ramas que integran el IEBU, la estructura de costos por rama y la información de comercio exterior.

En cuanto a las **ramas que lo integran**, se incorpora información actualizada de los Cuadros de Oferta y Utilización (COU) 2016, que incluyen el Valor Bruto de Producción (VBP) de los sectores de actividad y de las exportaciones por productos que se utilizan para seleccionar las ramas que forman parte del IEBU.

Respecto a la **estructura de costos de las ramas**, a partir de la tabla de Utilización Intermedia (UI) total (nacional e importada) y de la tabla de Valor Agregado Bruto (VAB) por industria del COU 2016 se tiene la información de la estructura de costos de los sectores de actividad. Estos productos serán clasificados para cada uno de los sectores que integren el IEBU en: materias primas, otros gastos y combustibles y energía eléctrica. Luego, de la matriz de VAB se obtiene el costo de la mano de obra (salarios y cargas sociales) que también formará parte de la estructura de costos de los sectores de actividad.

Finalmente, en lo que refiere a **información de comercio exterior**, en el IEBU 2005 se utilizaba información con fuente Aduana, con lo que no se incluían los sectores de actividad que exportan desde Zonas Francas. En el marco de la armonización de las Estadísticas de Balanza de Pagos y de Cuentas Nacionales, las series de comercio exterior actualmente incluyen la información de Territorio Económico, esto es se agregan los datos de exportaciones de las Zonas Francas ubicadas en el país, que incluyen sectores importantes como celulosa y jarabes y concentrados.

### Construcción del indicador

Lo que se realizó fue la incorporación de nueva información en base a la metodología original; no se trata de un cambio de metodología. Sin embargo, al revisar las series de base y contar con información más rica se producen cambios en el indicador global.

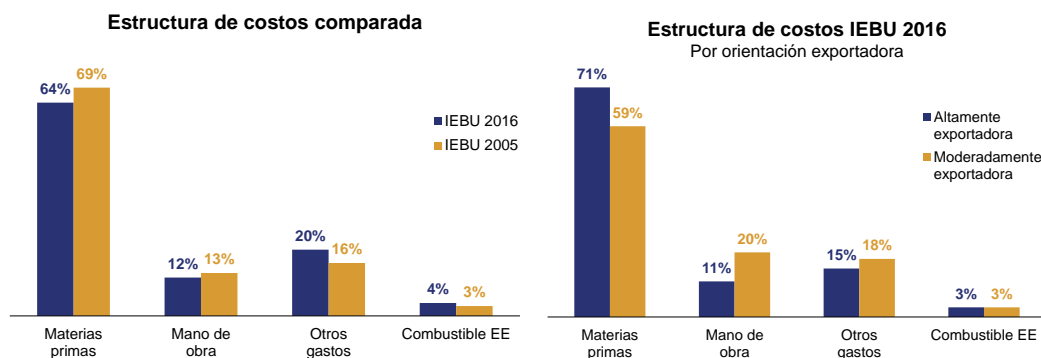
Siguiendo la metodología del IEBU 2005 se calculó la estructura de costos para cada rama de actividad para 2016, los que se clasifican en: materias primas, combustibles y energía eléctrica y otros gastos, donde se incluyen básicamente servicios personales, así como algunos bienes accesorios que no se consideran materia

<sup>30</sup>Una nueva metodología de medición de la rentabilidad de la industria exportadora uruguaya?. Documento de Trabajo del BCU No. 10 - 2011 <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/10.2011.pdf>

<sup>31</sup> La forma de cálculo del indicador se encuentra en [https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Metodologia%20Actualizacin%202020/Armonizacion%20BP\\_SCN.pdf](https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Metodologia%20Actualizacin%202020/Armonizacion%20BP_SCN.pdf)

prima para la producción. Por su parte, de la tabla de VAB se obtienen los gastos por remuneraciones (salarios y cargas sociales).

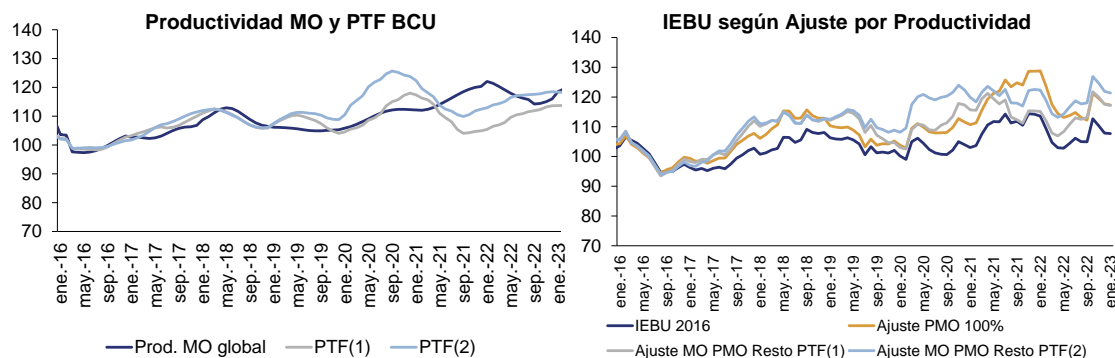
En los gráficos que siguen, se presenta la estructura de costos de las dos bases del IEBU y de la base 2016 por orientación exportadora; en ambos casos el ponderador utilizado son las exportaciones de cada una de las ramas en 2016. Se observa que la estructura de costos se ha modificado en forma muy leve con el cambio de base, con un pequeño descenso del peso de las materias primas en favor de los otros gastos. Asimismo, se mantiene la tendencia de mayor ponderación relativa de las materias primas en las ramas altamente exportadoras y de la mano de obra en las moderadamente exportadoras.



A partir de la derivación micro-fundada del índice de rentabilidad a nivel de una empresa, es necesario considerar el efecto de las mejoras tecnológicas de todos los factores productivos sobre los costos globales. Dado que no se cuenta con estimaciones de la Productividad Total de Factores (PTF) a nivel de ramas, se continúa utilizando la productividad de la mano de obra como aproximación para ajustar los costos, lo cual ha sido explicitado como una limitación de la metodología en el referido documento de 2011. Esta limitante no se ha podido levantar hasta el momento. En este contexto, a partir de esta revisión del IEBU se ha tomado la opción metodológica de ajustar solo la mano de obra y los otros gastos, que incluyen básicamente servicios tercerizados, por la productividad de la mano de obra. Por lo tanto, en el IEBU 2016 el 32% de los costos se ajusta por productividad de la mano de obra, mientras que el resto de los costos no se ajusta, siendo este el único cambio metodológico introducido en esta revisión.

Asimismo, como forma de darle consistencia macroeconómica al supuesto realizado respecto al ajuste por productividad de mano de obra (PMO), se estimaron series de PTF para la industria exportadora agregada a través de la metodología de función de producción, utilizando una función Cobb-Douglas. Para esto, se utilizaron como insumos los IVF de producción del BCU y la serie de estimación de stock de capital estimada por la Cámara de Industria Uruguaya (CIU). Para realizar el ajuste por utilización del capital, se probaron dos alternativas: el indicador (semestral) de capacidad instalada de la CIU (PTF(1)) y la utilización de energía eléctrica industrial (PTF(2)). Asimismo, se ajustaron las horas trabajadas por el indicador (anual) de logro educacional. De esta forma, se obtuvo un conjunto de estimaciones de la PTF que permiten evaluar la proxy de PMO y su efecto sobre el indicador agregado del IEBU.

Los resultados se muestran en los gráficos siguientes para la muestra completa del IEBU en la nueva base, que se inicia en enero 2016.



El gráfico de la izquierda compara las 3 aproximaciones de la productividad. Se observa que hasta el comienzo de 2020 la evolución de las series es similar, presentando una tendencia creciente y teniendo una correlación cercana a 0,7. Mientras tanto, en los últimos tres años de la muestra la PMO evoluciona en forma diferente; en particular, ésta presenta un aumento más suave durante 2020 y 2021, con una caída posterior;

mientras que las series de PTF muestran un crecimiento mayor en 2020, para luego reducirse durante 2021 y retomar el crecimiento en 2022, terminando en un nivel similar a la PMO.

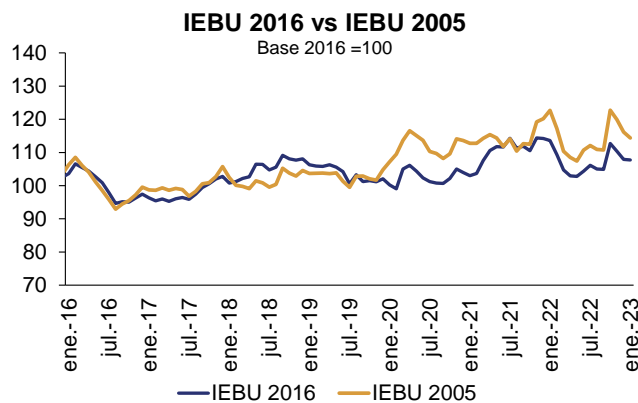
El gráfico de la derecha compara las distintas alternativas resultantes para el IEBU: el “IEBU 2016”, que es el que pasa a ser la serie estadística desde ahora, un extremo de ajuste de todos los costos por PMO y una alternativa intermedia que refiere a ajustar por PMO a la mano de obra y otros gastos y el resto por PTF, con sus variantes PTF(1) y PTF(2). Puede observarse una evolución similar de todas las series en el periodo, salvo en algunos momentos puntuales. Esto tiene su reflejo en las correlaciones entre ellas para el periodo, que se ubican en valores de 0,9 o superiores considerando las variaciones de las series.

Por otra parte, generalmente este tipo de indicadores que tratan de estimar un fenómeno inobservable, como también son por ejemplo la brecha PIB, la inflación subyacente, el TCR de equilibrio o la tasa neutral de interés, derivan su utilidad en el análisis de tendencias, más que de niveles. Aquí se observa que las 4 series del IEBU presentan una tendencia común en todo el periodo, lo que puede entenderse como una fortaleza de la metodología.

## Comparación de resultados

- **Comparación IEBU 2016 e IEBU 2005**

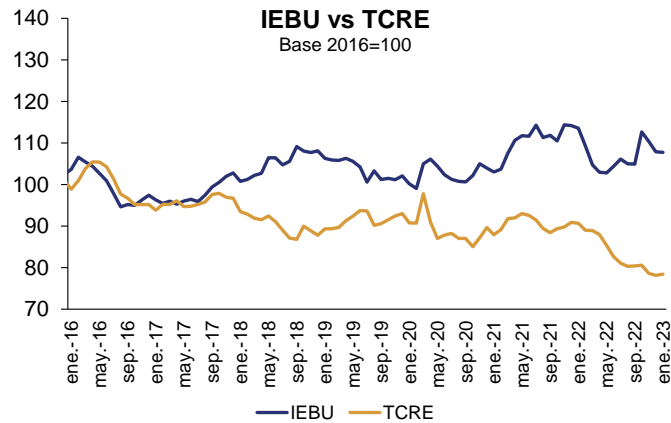
En el siguiente gráfico se presentan el IEBU 2016 y el IEBU 2005. Como fue mencionado anteriormente, las principales diferencias entre ambos indicadores refieren a la inclusión de los sectores “Jarabes y concentrados” y “Pasta de madera” y el ajuste por productividad, que antes se hacía para todos los costos y ahora se realiza para la mano de obra y otros gastos.



Como bien puede observarse, más allá de algunas diferencias en niveles que surgen desde la pandemia, ambos indicadores muestran una tendencia similar, así como signos de variaciones similares en toda la muestra.

- **Comparación IEBU 2016 y TCRE**

Finalmente se comparan el IEBU con el TCRE como aproximaciones a la rentabilidad del sector exportador, siendo éste el fundamento que dio origen al IEBU y por ende de donde se deriva su utilidad y su principal uso.



Los dos indicadores muestran una evolución divergente en el periodo: el TCRE tiene una tendencia descendente, mientras que el IEBU continúa aumentando.

El TCRE compara una canasta de precios al consumo domésticos con una canasta ponderada de precios al consumo de los principales socios comerciales, expresados en moneda local a través de los tipos de cambio bilaterales entre las monedas. Por ende, la apreciación del TCRE en el periodo es producto de un mayor aumento de los precios en dólares de Uruguay respecto a los precios en dólares de los socios relevantes. Este es el tipo de análisis que permite este indicador.

Analizando la rentabilidad de la industria exportadora a través del IEBU, puede analizarse que entre 2016 y 2018 se registró un incremento de los precios de exportación en dólares de los productos vendidos por la industria exportadora. Si bien en paralelo se observó un aumento de los costos en dólares, las mejoras de la productividad industrial llevaron a que los costos unitarios se mantuvieran relativamente estables, lo que se tradujo en una tendencia ascendente del IEBU, guiado en buena medida por el aumento de la rentabilidad del sector "Pasta de madera", debido al fuerte aumento de los precios de exportación. A partir de 2018 la mayor rentabilidad del sector exportador se asocia con una caída de costos en dólares, tanto por un descenso de los costos totales como por mejoras de productividad. Si bien los precios de exportación también cayeron en este período, lo hicieron en menor medida. Finalmente, hacia fines de 2020 se registraron nuevamente aumentos de los precios de exportación junto con subas de costos, ambos en dólares. Dado que los primeros crecieron más que los segundos, la rentabilidad continuó evolucionado al alza.