



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Tercer trimestre 2024



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

La perspectiva sobre el dinamismo del nivel de actividad global muestra algo más de crecimiento para 2024 y niveles similares para 2025 respecto a lo que se preveía en el trimestre anterior.

La inflación mundial continuó descendiendo, con la contribución a la baja de los commodities, aunque en las últimas semanas se registró un repunte de estos precios. Asimismo, los precios de los servicios continúan con una inercia relativa mayor, lo que indica que las presiones en el núcleo más duro de la inflación no se han terminado de diluir. Esto podría provocar que la transición hacia una política monetaria más laxa pueda ser más lenta de lo que se esperaba un mes atrás.

En la región, Argentina continúa presentando evoluciones divergentes entre el contexto monetario-financiero y el sector real. El régimen de regularización de activos y un contexto financiero global algo más benevolente contribuyeron a estabilizar en el margen a las variables financieras, en un contexto que se mantiene recesivo para el nivel de actividad. Mientras tanto, en Brasil se advierte un mayor dinamismo, impulsado por un daño menor al esperado de las inundaciones en el sur y por el dinamismo del consumo. Asimismo, los desafíos en el frente fiscal, la sequía, la robustez del mercado laboral y el desalineamiento de las expectativas de inflación, llevaron a que el Banco Central de Brasil (BCB) interrumpiera su ciclo de recortes en su tasa de política Selic con una suba de la misma.

I.2 Contexto interno

En el segundo trimestre de 2024 la actividad económica exhibió una variación trimestral desestacionalizada de 2,0% y se ubicó 3,8% por encima del nivel de un año atrás. Este crecimiento trimestral es más del doble que su promedio histórico y significa la mayor expansión en un trimestre desde el primero de 2023. Asimismo, implica un efecto arrastre positivo para el crecimiento promedio del año.

A nivel sectorial el crecimiento interanual fue impulsado por el sector agrícola, en particular la soja, acompañado por energía eléctrica, gas y agua. Este dinamismo fue parcialmente compensado por el menor valor agregado de la industria manufacturera y actividades profesionales y arrendamiento. Por el lado del gasto, se registró una contracción de la demanda interna y una expansión de la demanda externa neta, lideradas

en el primer caso por la formación bruta de capital y en el segundo por las exportaciones de bienes.

De acuerdo con indicadores de alta frecuencia y proyecciones de corto plazo de los servicios, se espera que el nivel de actividad se expanda en los próximos dos trimestres del año en términos desestacionalizados, ante el crecimiento moderado del consumo privado y la recomposición de la demanda externa neta. Por el lado de la oferta, se espera que en la segunda mitad de 2024 se terminen de revertir los efectos negativos de los irregulares asociados a la sequía y al cierre de la refinería de petróleo.

El saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 1,9% del Producto Interno Bruto (PIB) en el año móvil a junio de 2024, disminuyendo 1,4 p.p. (puntos porcentuales) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, se observó un mayor ahorro neto del sector privado (de 0,1% a 1,9%), mientras que el sector público acentuó su déficit (de 3,4% a 3,9%).

En el mercado de cambios, desde inicios de setiembre se verificó un fenómeno de depreciación, que llevó al dólar a un máximo local el 24 de setiembre para luego comenzar a descender suavemente. Por otra parte, no se registraron intervenciones del BCU en el mercado spot

Asimismo, el Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global se depreció 3,4% en el tercer trimestre (setiembre preliminar) con respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con Argentina y China. Por otra parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos registró una depreciación de 7% en la misma comparación.

Mientras tanto, en el año cerrado en setiembre 2024, el Tipo de Cambio Real de Fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente con respecto al trimestre anterior, al influjo de la caída esperada de los términos del intercambio. De esta forma, se estima que en el tercer trimestre de 2024 la brecha TCR se reduzca unos 3 p.p., quedaría en el entorno de 13% (promedio de 3 estimaciones) o de 9% (promedio de 5 metodologías, incluyendo filtros estadísticos) Se hace notar que además de esta corrección, se da un ajuste en las brechas anteriores.¹

Por otro lado, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora y se dispone con mayor rezago, acumuló un aumento de 3,4% en el promedio del trimestre móvil a julio respecto al

¹ Para mayor detalle ver Box Metodológico 19.

trimestre móvil anterior, confirmando la mejora observada en el informe pasado.

Finalmente, en el año culminado a agosto 2024 el Sector Público Global (SPG)² tuvo un resultado deficitario de 4,3% del PIB, mientras que se observó un aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 42,3% del PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras, como la participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se mantiene en niveles inferiores a sus pares de la región y la deuda soberana ha mantenido su calificación crediticia en niveles máximos históricos.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a setiembre 2024 se incrementó 37 p.b. (puntos básicos) respecto al trimestre anterior, se ubicó en 5,3% y completó 16 meses consecutivos dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Este es el período más largo de permanencia de la inflación dentro del rango desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.

El aumento de la inflación en el trimestre estuvo guiado por la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, la que se ubicó en 4,8%, muy cercana del centro del rango. Este aumento estuvo promovido por su componente Transable (TX), mientras que el componente No Transable (NTX) se redujo levemente. Por otra parte, el IPC Resto se desaceleró en términos interanuales, al impulso de los administrados, mientras que los precios de frutas y verduras mostraron una nueva tendencia al alza.

En setiembre, los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el Horizonte de Política Monetaria (HPM)³, a 24 meses, mostraron desaceleración con respecto a lo observado en junio, destacándose reducciones en las 3 mediciones en el entorno de los 15-20 p.b. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas monitoreadas volvió a reducirse respecto a tres meses atrás. Así, acumula 7 trimestres de reducciones consecutivas y se ubica en 5,9%, dentro del rango meta y en el valor mínimo de la serie. Asimismo, es importante resaltar que la

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

³ El trimestre pasado se sustituyó el indicador de expectativas de inflación implícito en el diferencial entre la curva de

primera vez en que cada una de las 3 medidas de expectativas se ubican dentro del rango meta.

1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

Desde el informe anterior, la referencia de proyección es un ejercicio consistente con la convergencia de la inflación al centro del rango meta (4,5%) al final del HPM (setiembre de 2026). Esta meta se alcanzaría tanto con una programación pasiva como activa. Este es el resultado de la evolución del entorno macrofinanciero doméstico, regional y global, y de la política monetaria.

En el escenario de referencia, la economía crecería en torno a 3,5% promedio, tanto en 2024 como en el resto del HPM. El principal motor de crecimiento serían las exportaciones netas en 2024 y el gasto privado en el resto del HPM.

La inflación interanual se mantendría dentro del rango meta durante todo el HPM y convergería al centro del rango (4,5%) a mediados de 2025, ubicándose en torno a ese nivel hasta el final del horizonte. Dicha evolución estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva-neutral en todo el HPM, la acción de los distintos mecanismos de transmisión y el marco de coordinación de políticas, pautado por la moderación de la dinámica de los salarios nominales y aumentos de precios administrados compatibles con el centro del rango.

Esta dinámica se daría en el marco de expectativas de inflación que continúan reaccionando favorablemente. A esta evolución de la inflación también contribuirían otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR negativa que se cierra a un ritmo relativamente lento y la presencia de una brecha PIB en terreno levemente negativo a lo largo de todo el horizonte.

El principal riesgo internacional para el nivel de actividad está relacionado con los desequilibrios macroeconómicos de la región, mientras que el ciclo político-electoral uruguayo continúa presente en el mapa de riesgos domésticos.

Por otra parte, el principal riesgo para la inflación está asociado a la no convergencia de las expectativas hacia el centro del rango, lo que determinaría una mayor persistencia inflacionaria a través de los ajustes de precios y de la dinámica salarial. Este riesgo tiene asociado un impacto

rendimientos de los bonos en pesos y unidades indexadas por la encuesta de expectativas de inflación relevada a los operadores primarios que realiza el BCU, la cual se publica de manera oficial desde abril 2024.

relativamente alto y una probabilidad medio-baja. Asimismo, se destaca el riesgo derivado del aumento de las tensiones geopolíticas globales, con impacto directo en los precios de los commodities y en los costos de transporte, e indirecto en el aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores, que redundaría en una apreciación del dólar a nivel global y aumento en las primas de riesgo soberano en países emergentes.

1.5 Decisiones de política monetaria

En la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 8 de octubre se tomó la decisión de mantener la tasa en 8,5%, valor que se ha mantenido desde el COPOM del 10 de abril. Este valor implica que la política monetaria se continúa ubicando en el entorno de la neutralidad. Asimismo, en el comunicado se explicita que tal decisión se basó en el objetivo de consolidar la convergencia de la inflación y sus expectativas al centro del rango (4,5%) en el HPM, así como en los riesgos valorados en dicha coyuntura.

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. El BCU continuó gestionando la oferta primaria a través de colocaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en pesos nominales con plazos de 30, 90, 180 días y 1 año, 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 sobre el crecimiento global se corrigen levemente al alza para 2024 y se mantienen estables para 2025 y 2026, respecto a lo que se preveía el trimestre anterior. Así, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) elevó la estimación de crecimiento mundial para 2024 en su informe de setiembre a 3,2% desde el 3,1% que proyectaba en mayo y mantuvo inalterada la proyección para 2025 en 3,2%⁴.

La inflación a nivel global continuó descendiendo, en buena medida como resultado del descenso en

el precio de los commodities. No obstante, persisten presiones en los precios de los servicios, que aún se presentan por encima del resto de los precios de la economía.

La reducción de la inflación en EE.UU. (Estados Unidos), el episodio financiero global de principios de agosto y a la corrección en el mercado laboral indujeron a un cambio en los focos de la Reserva Federal (FED). En tal sentido, el foco de atención pasó de ser la inflación para ponderar con mayor peso la estabilidad financiera y el mercado laboral. De este modo, en la reunión de setiembre, el Comité resolvió el inicio del ciclo expansivo de su política monetaria, con un recorte de 50 p.b. en la tasa de interés de referencia. En consecuencia, las expectativas del mercado financiero respecto a la evolución futura de la tasa se corrigieron sensiblemente a la baja respecto a lo que se esperaba el trimestre previo. Mientras tanto, la inflación de setiembre se presentó por encima de las expectativas, al tiempo que los datos vinculados al mercado laboral reflejarían cierta pérdida de dinamismo.

En este marco, los agentes del mercado redujeron en parte las expectativas de recortes más agresivos y se consolida la probabilidad de que se registren 50 p.b. de recortes adicionales antes de fin de año.

La instancia de política monetaria de otros bancos centrales relevantes es heterogénea. Por un lado, el Banco Central Europeo (BCE) ya había iniciado su ciclo expansivo, mientras que el Banco de Japón (BOJ) y algunos de los principales bancos de economías emergentes estarían comenzando a endurecer su política monetaria. El recorte de tasas en EE.UU., sumado al cambio en las expectativas respecto a su evolución y las subas de tasas por parte de otros bancos centrales serían los factores que impulsaron la depreciación del dólar durante el último mes respecto a las principales divisas emergentes.

Entre tanto, los activos financieros exhibieron ganancias durante el trimestre, aunque no exenta de volatilidad, como en el mencionado evento de principios de agosto, al influjo del recorte de la tasa de la FED y las menores tasas esperadas por el mercado.

Por su lado, los precios de los commodities, que venían descendiendo desde principios del segundo trimestre, repuntaron en el margen. En particular, el petróleo se apreció durante las últimas semanas, producto del recrudescimiento de las tensiones en Medio Oriente.

En cuanto a la región, Argentina continúa presentando evoluciones divergentes entre el contexto monetario-financiero y las variables

⁴ OCDE, World Economic Outlook (Julio 2024).

concernientes al sector real de la economía. En ese marco, la brecha cambiaria se mantuvo reducida y el riesgo país continuó descendiendo, aunque se mantiene en niveles incompatibles con el regreso del país a los mercados voluntarios de deuda. Mientras tanto, el nivel de actividad y el consumo volvieron a caer en el segundo trimestre. Los datos de alta frecuencia mostraron un repunte en julio, aunque no señalizan que la recuperación sea sostenida. En Brasil el dinamismo fue mayor al esperado en el segundo trimestre, lo que llevó a una corrección al alza en la proyección de crecimiento para 2024. Asimismo, los desafíos en el frente fiscal, el contexto externo y la robustez del mercado laboral, junto al progresivo desalineamiento de las expectativas de inflación, llevaron a que el BCB interrumpiera su ciclo de recortes en su tasa Selic e iniciara un nuevo ciclo al alza en su último COPOM.

Actividad global

Los datos de alta frecuencia mantienen robustez a escala global, aunque con diferencias entre los grandes bloques económicos y sectores de actividad. En EE.UU. el crecimiento se ubicó por encima de lo esperado durante el segundo trimestre. El nivel de actividad continuaría creciendo en lo que resta del año y en 2025, aunque a un ritmo menor. En la Zona Euro (ZE) se observa una modesta reactivación en los últimos trimestres, tras el estancamiento observado en 2023. Mientras tanto, el nivel de actividad en China se desaceleró en el segundo trimestre, ante la influencia de eventos climáticos extremos y la debilidad del consumo de los hogares.

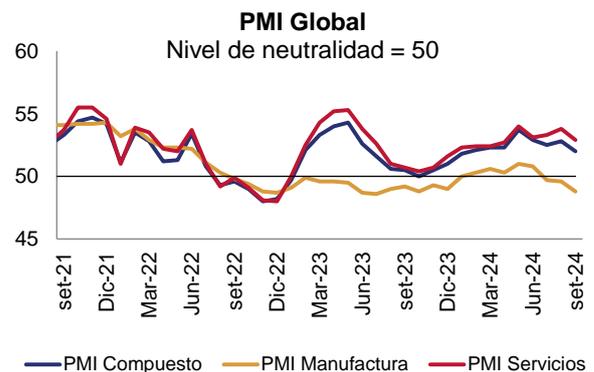
En EE.UU. el PIB creció 3% durante el segundo trimestre en términos desestacionalizados y anualizados, tras el incremento de 1,6% registrado en el primero. Asimismo, el mercado laboral mostró un moderado enfriamiento, lo cual, sumado a una disminución en los precios de la energía, explican la desaceleración de la inflación. Sin perjuicio de lo anterior, los datos correspondientes a setiembre evidenciaron mayor fortaleza que la esperada en el mercado laboral y también mayores presiones inflacionarias. En este marco, la OCDE mantuvo su proyección de crecimiento para 2024 en 2,6% y recortó la de 2025 de 1,8% en mayo a 1,6% en setiembre.

Por su lado, en la ZE el PIB creció 0,2% durante el segundo trimestre, tras el crecimiento desestacionalizado de 0,3% registrado en el primero. La OCDE mantuvo su previsión de crecimiento en 0,7% para 2024, mientras que para 2025 se espera una tasa de crecimiento 1,3%, lo que significa 0,2% p.p. menos que lo proyectado en mayo.

Mientras tanto, China se expandió 0,7% en el segundo trimestre respecto al primero en términos

desestacionalizados, tras el crecimiento de 1,5% registrado en dicho trimestre. Esta desaceleración refleja múltiples dificultades como las inundaciones, la debilidad del consumo de los hogares, el elevado endeudamiento de los gobiernos locales, la persistente crisis de sector inmobiliario y la profundización de las tensiones comerciales con EE.UU. y sus aliados. En particular, la crisis que atraviesa el sector inmobiliario desde hace más de tres años constituye el principal obstáculo para lograr un mayor dinamismo. Luego de buscar una aproximación incremental para aliviar la situación del sector, el Gobierno anunció un paquete masivo de medidas en los últimos días. La OCDE mantuvo las proyecciones de crecimiento tanto para 2024 como para 2025, en 4,9% y 4,5%, respectivamente. Estas proyecciones fueron realizadas previo al anuncio del paquete de estímulos.

Entre los datos de alta frecuencia globales, los Purchasing Managers Index (PMI) exhiben desaceleración en el margen, aunque dos de los tres indicadores se mantienen por encima del nivel de neutralidad.

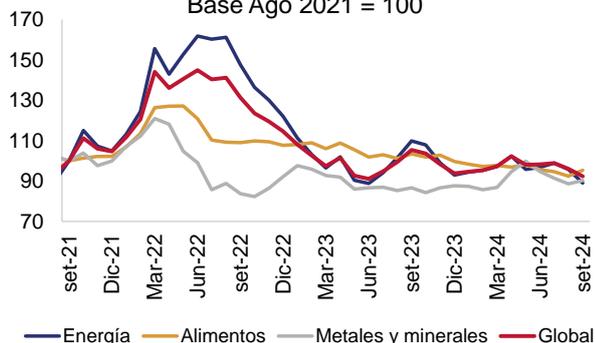


Fuente: Bloomberg.

Commodities

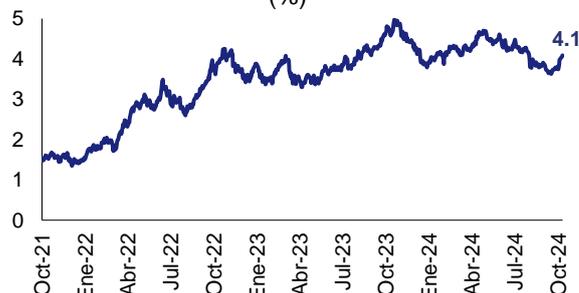
Los precios de las materias primas mostraron caída en el tercer trimestre. Las tres grandes agrupaciones (energéticos, alimentos y metálicos) mostraron descensos, aunque con diferente cadencia: mientras los energéticos comenzaron a bajar en abril, los alimentos caen desde fines del año pasado, al tiempo que los metálicos se apreciaron hasta mayo y comenzaron a descender en junio. Las últimas dos agrupaciones, comenzaron a repuntar en agosto. En el margen, se advierte un aumento general, producto de la depreciación del dólar a nivel global y, en el caso de los energéticos, el conflicto en Medio Oriente.

Índices de commodities
Base Ago 2021 = 100



Fuente: Banco Mundial.

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



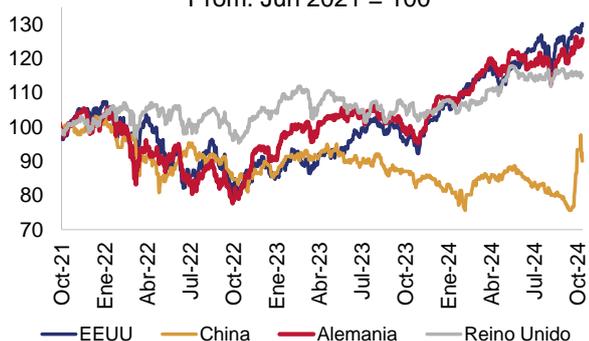
Fuente: Fed.

Mercados financieros e inflación

Desde finales del año pasado, los mercados de renta variable se vieron impulsados por las expectativas de ganancias de las empresas tecnológicas. Por otro lado, la persistencia de la inflación y el contexto de elecciones en numerosos países en el corriente año elevó la incertidumbre, lo que llevó a los principales bancos centrales a manejar con cautela sus decisiones de política. Estos elementos le imprimieron volatilidad al mercado en los últimos meses. El recorte de tasas efectuado por la FED en su última reunión, dio impulso a los activos en el margen. Asimismo, el anuncio de mayores estímulos por parte del Gobierno de China, también estimularon las ganancias en la bolsa de país, tras más de un año de rendimientos por debajo del presentado por sus pares de otras economías.

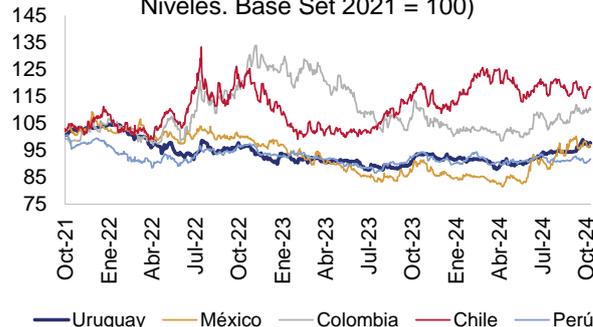
Entre tanto, más allá de la volatilidad que presenta, el dólar se había depreciado frente a las monedas de la región (con algunas excepciones) luego del mencionado recorte de tasas por parte de la FED. Tras el dato de inflación de finales de setiembre, la moneda estadounidense volvió a mostrar presiones alcistas en la región, en concordancia con el aumento de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos.

Índices accionarios globales
Prom. Jun 2021 = 100



Fuente: Bloomberg.

Dólar en la región
Niveles. Base Set 2021 = 100

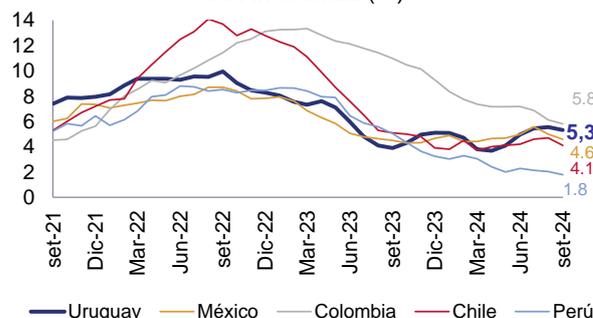


Fuente: Bloomberg y BCU.

Pese a la volatilidad observada en las paridades cambiarias, la inflación en la región continuó su trayectoria de convergencia a los respectivos objetivos de inflación.

Los últimos datos de inflación en EE.UU. moderaron las expectativas de recortes más agresivos en la tasa de referencia, lo cual condujo a un ligero aumento en las tasas más largas. En particular, la de los Treasuries a 10 años retornó al entorno de 4,1%, nivel similar al que se ubicaba a fines del trimestre pasado, tras la suba de unos 30 p.b. que experimentó desde la última semana de setiembre.

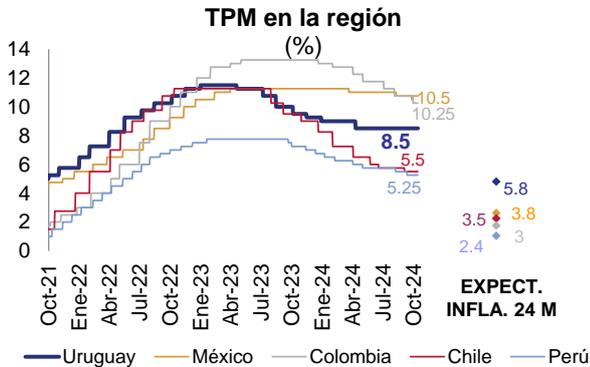
Inflación
Var. interanual (%)



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

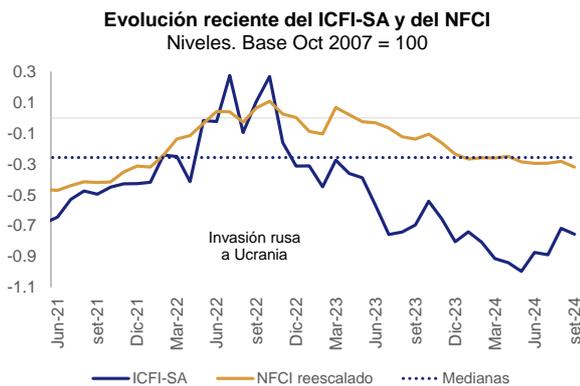
La reducción de la inflación, el anclaje de las expectativas inflacionarias y la menor tasa de la FED, son los factores que propiciaron que los

bancos centrales de la región avancen en su ciclo expansivo de la política monetaria.



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

Las condiciones financieras para la región pueden resumirse en el Indicador de Condiciones Financieras para las Economías Sudamericanas (ICFI-SA) elaborado por el BCU. El mismo es construido para captar los ciclos financieros específicos de la región⁵.



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

En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales mejoraron en setiembre, luego de tres meses de moderado deterioro, al influjo del recorte de tasas por parte de la FED.

La región

En Brasil el PIB creció por encima de lo esperado en el segundo trimestre al tiempo que, si bien los últimos datos de inflación fueron positivos con un índice de difusión por debajo de la media histórica, se materializaron algunos riesgos y se mantiene el desalineamiento de las expectativas respecto al objetivo del BCB. Los desafíos de Brasil se continúan ubicando en el frente fiscal.

En Argentina se continúa observando una evolución heterogénea. Por un lado, se mantiene el ancla fiscal, una brecha cambiaria relativamente reducida y la reducción del riesgo país, aunque aún en niveles muy elevados. Por otro lado, el PIB volvió a caer en el segundo trimestre y los datos de actividad de alta frecuencia correspondientes al tercero no señalizan de forma clara una recuperación. Adicionalmente, no se han eliminado las restricciones cambiarias. En este marco, existe incertidumbre respecto al mantenimiento en el tiempo de estos ajustes.

Respecto a Brasil, el dato de actividad del segundo trimestre de 2024 presentó un crecimiento de 1,4%, mayor al esperado por los analistas. Los datos de alta frecuencia muestran sectores que permanecen muy dinámicos, en particular, los más sensibles a la evolución del empleo y del ingreso de los hogares como los servicios. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el BCB corrigió al alza la expectativa de crecimiento a 3% para 2024 y mantuvo en 1,9% la expectativa de crecimiento para 2025.

Índice de actividad económica mensual del BCB



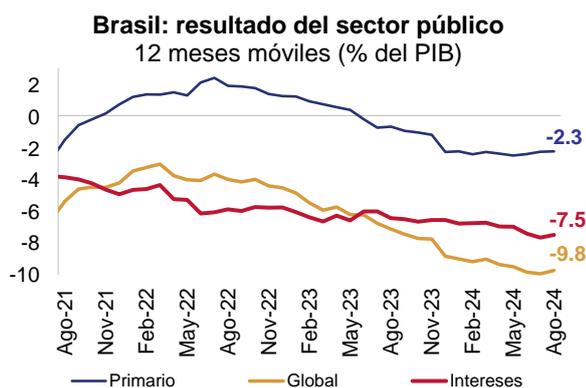
Fuente: BCB.

Este dinamismo de la economía junto a la fortaleza del mercado laboral y las políticas de estímulo a la demanda agregada le han puesto una presión adicional a la inflación. En el mismo sentido, se suma la materialización de dos riesgos: las novedades en el conflicto en Medio Oriente y su impacto en el precio del petróleo; y la prolongación de la sequía y su impacto en el precio de los alimentos y la energía. En este marco, se ha observado un desalineamiento progresivo de las expectativas de inflación: según la última encuesta del BCB, los analistas esperan en mediana que la inflación termine en 4,4% en 2024 y en 4% en 2025, por encima de la meta de 3%. A este cuadro en los últimos meses se agrega la incertidumbre global que derivó en una importante depreciación cambiaria a lo largo del año.

⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 17 en la serie de box metodológicos.

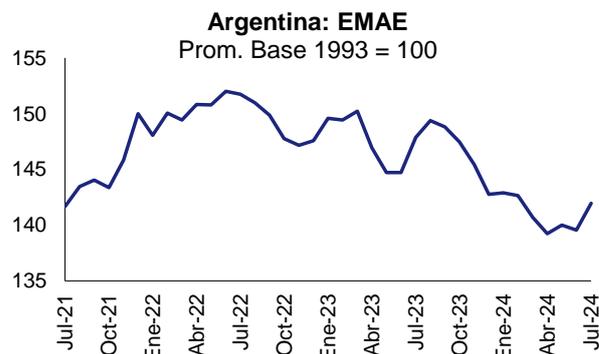
En este contexto, el COPOM interrumpió su ciclo de recortes de la tasa Selic y realizó un nuevo aumento en la reunión de setiembre. De esta forma, la tasa se sitúa en 10,75% y se espera que finalice el año en 11,75%, de acuerdo con la mediana de expectativas de analistas consultados por el BCB.

Por su parte, la evolución del déficit fiscal permanece como el aspecto de mayor incertidumbre macroeconómica. Si bien el aumento de la recaudación morigeró el resultado mensual en agosto, la preocupación está dada por el incremento estructural de los gastos. En los próximos meses se observaría una desaceleración de los egresos por efecto del calendario previsional, con lo que se alcanzaría la meta señalada por el nuevo marco fiscal para 2024 de 0,3% de déficit primario. Sin embargo, el crecimiento de los gastos estructurales condiciona una perspectiva más favorable en cuanto a la evaluación de los riesgos fiscales en los próximos años.



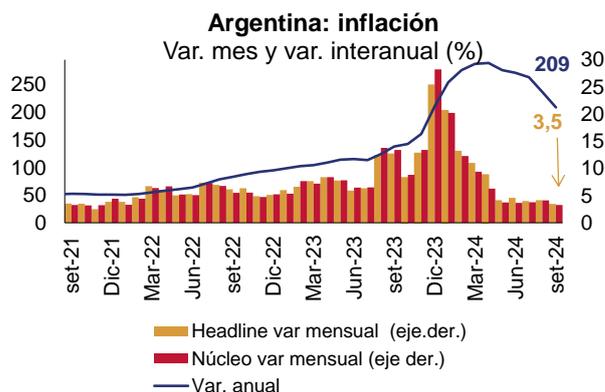
Fuente: BCB

Mientras tanto, en Argentina el PIB cayó 1,7% desestacionalizado en el segundo trimestre, tras una caída de 2,2% en el primero y un descenso de similar magnitud en el cuarto trimestre de 2023. Los datos de alta frecuencia mostraron una recuperación en julio, aunque datos parciales de agosto han puesto dudas sobre si esta recuperación sería sostenible: la industria mostró una suba mensual de 1,5% desestacionalizada, mientras que la construcción exhibió una caída de 2,9% respecto al mes previo y de 26,4% interanual. En esta línea, datos anticipados de actividad para setiembre, como las ventas minoristas, mostraron una baja de 0,5% mensual.



Fuentes: INDEC.

En cuanto a la inflación, en setiembre se ubicó en 3,5% mensual y representó el dato más bajo desde noviembre de 2021. Asimismo, la inflación núcleo fue 3,3%, lo que implica una desaceleración respecto al promedio de 3,9% de los tres meses previos; los precios estacionales crecieron 2,9% y los precios regulados aumentaron 4,5% debido a subas en tarifas de servicios públicos. De este modo, la inflación interanual continuó desacelerándose y se ubicó en 209%.



Fuentes: INDEC.

En otro sentido, en los planos monetario, cambiario y financiero, el Gobierno ha obtenido resultados favorables en las últimas semanas, explicado por el régimen de regularización de activos y por un contexto internacional algo más benevolente. En tal sentido, la brecha cambiaria se estabilizó en mínimos desde mediados de mayo, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) dejó de perder reservas luego de la reducción del impuesto PAIS, el Riesgo País disminuyó hacia el entorno de los 1.300 p.b. y los depósitos privados en dólares mostraron un alza considerable en el marco del régimen de regularización de activos. Al considerar esta dinámica, las autoridades extendieron la primera etapa del régimen de regularización de activos en la búsqueda de prolongar los beneficios que trae aparejados para el esquema actual. Por otra parte, en octubre y noviembre comenzarían a impactar los pagos postergados de importaciones, frente a la expectativa de la baja en el impuesto PAIS que fue convalidada a principios de

setiembre. Adicionalmente, en los últimos meses del año aumenta estacionalmente la demanda de divisas y desciende la oferta del sector agroexportador, lo que pondrá una presión adicional sobre el actual esquema.

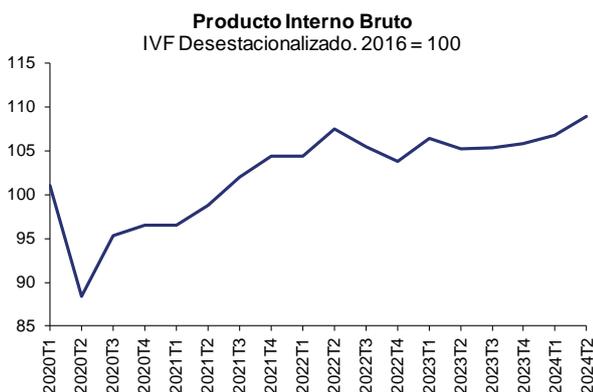
Por su parte, las finanzas públicas registraron superávit primario mensual por octavo mes consecutivo y recuperaron el superávit global tras el importante pago de intereses en julio. Esta situación continúa consolidando el ancla fiscal y contribuye a apuntalar la credibilidad. No obstante, las características del ajuste implementado sobre el gasto, y en particular por su impacto en los ingresos de la población, en las transferencias a las provincias y en el gasto en capital, luce desafiante de sostenerse en el tiempo en un marco donde no se ha dinamizado la actividad. En este contexto, el Gobierno busca aprobar el presupuesto para 2025, en el que se introdujo una regla que establece que el resultado financiero deberá ser equilibrado o superavitario. La aprobación del presupuesto sería una noticia positiva para el Gobierno, porque daría una señal de apoyo político a la disciplina fiscal, lo que allanaría las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

Segundo trimestre de 2024

En el segundo trimestre 2024, la actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 2%, el que estuvo por encima de lo esperado, y es equivalente a un crecimiento interanual de 3,8%.



En la comparación interanual, la expansión del trimestre fue impulsada principalmente por el sector agropecuario, pesca y minería, energía eléctrica, gas y agua, y comercio, alojamiento y suministro de comida y bebidas. Por su parte, contrarrestaron parcialmente la menor actividad de la industria manufacturera y actividades profesionales y arrendamiento.

En cuanto a la actividad del sector agropecuario, pesca y minería y su contribución al crecimiento, se destaca el crecimiento del valor agregado agrícola, principalmente de la soja. En menor medida, también contribuyó la actividad de energía eléctrica, gas y agua que aumentó, principalmente por la mayor generación de energía basada en fuentes renovables, lo cual incrementó la participación de energía hidráulica y redujo la de energía térmica.

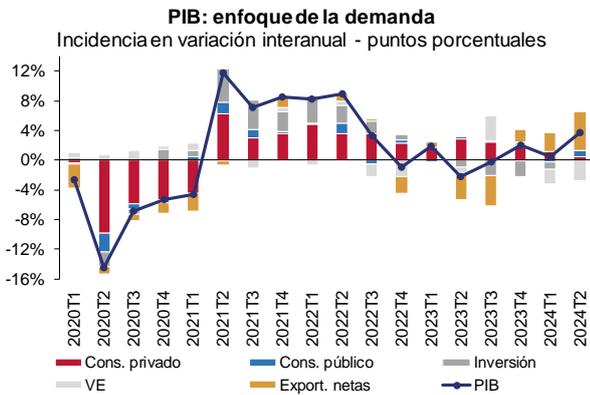
PIB Oferta: segundo trimestre 2024		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuario, Pesca y Minería	22.6%	1.3%
Industria manufacturera	-0.5%	0%
Energía eléctrica, Gas y Agua	30%	0.7%
Construcción	0.1%	0.0%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	4.5%	0.6%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	3.7%	0.4%
Servicios financieros	4.7%	0.3%
Actividades profesionales y Arrendamiento	-0.4%	0%
Actividades de administración pública	0.7%	0.0%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	1.3%	0.3%
VALOR AGREGADO a precios básicos	4.0%	3.5%
Impuestos menos subvenciones a los productos	2%	0.2%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3.8%	3.8%

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

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 14,4% respecto a un año atrás en el segundo trimestre, al impulso de las mayores exportaciones de bienes, principalmente de soja, celulosa, carne bovina y energía eléctrica, que fueron parcialmente contrarrestadas tanto por menores exportaciones de productos lácteos, como por una contracción del turismo receptivo. Entre tanto, las importaciones de bienes y servicios cayeron 4,3%, donde todavía se observan efectos asociados al cierre de la refinera. En este contexto, se registraron aumentos en las importaciones de combustibles y gasolinas que compensaron la reducción de las compras externas de petróleo. Asimismo, se registró una caída en las importaciones de energía eléctrica que habían sido muy elevadas durante el segundo trimestre de 2023 a causa de la sequía y en bienes para uso intermedio. En contraste, se verificó un incremento en la compra de vehículos automotores y bienes duraderos con destino consumo, así como en las importaciones de capital. En tanto, en los servicios se registraron caídas en las importaciones, así como en el gasto de turismo emisor asociado a una menor salida de turistas hacia Argentina. De esta forma, las exportaciones netas mostraron una mejora en términos de

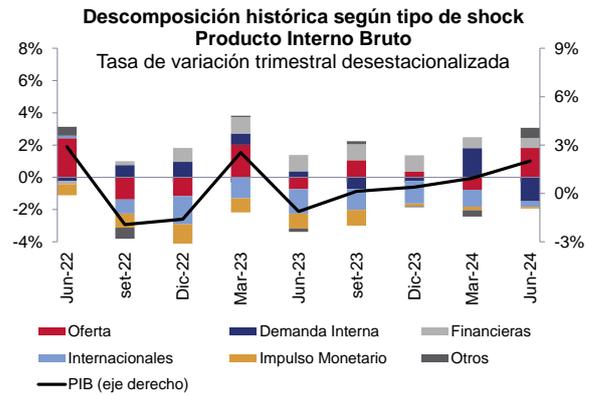
volumen físico y aportaron una incidencia positiva de 5,3 p.p. al crecimiento.

Al mismo tiempo, la contracción de la demanda interna se explicó principalmente por la menor formación bruta de capital ante la desacumulación de existencias asociadas a la zafra de cultivos de verano que comenzó a ser exportada. Mientras tanto, la inversión en activos fijos se mantuvo en niveles similares al año anterior, con menor inversión en edificios y mayor inversión en otras construcciones y maquinaria y equipo importada. Este efecto fue parcialmente contrarrestado por: el consumo privado que se expandió 1,6% en términos interanuales, principalmente por el mayor gasto en servicios de educación; vehículos y otros bienes de consumo importados; y el consumo del Gobierno que aumentó 4,4% en la misma comparación. En contraste, se redujo el gasto en turismo en el exterior.



Descomposición histórica del PIB

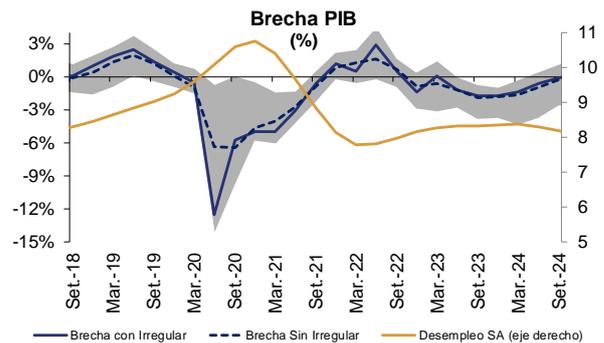
Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)⁶. En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del PIB respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizado en el período 2005T1 - 2024T2 (eje de la derecha).



En segundo trimestre de 2024 la economía creció 2% en términos desestacionalizados con respecto al trimestre anterior, más del doble que su promedio histórico y siendo la mayor expansión desde el primer trimestre de 2023. Este mayor dinamismo se explica por un shock positivo de productividad (shock de oferta), impulsado por factores extraordinarios como la reversión de la sequía, la reapertura de la refinería y el aumento de la producción de energía debido al exceso de lluvias. En sentido contrario, los shocks de demanda afectaron negativamente en este trimestre debido a la caída en la inversión. Por otra parte, el impulso monetario negativo ha venido perdiendo importancia en los últimos trimestres.

Este mayor dinamismo de la actividad en el segundo trimestre de 2024 implica un efecto arrastre positivo para el crecimiento promedio del año.

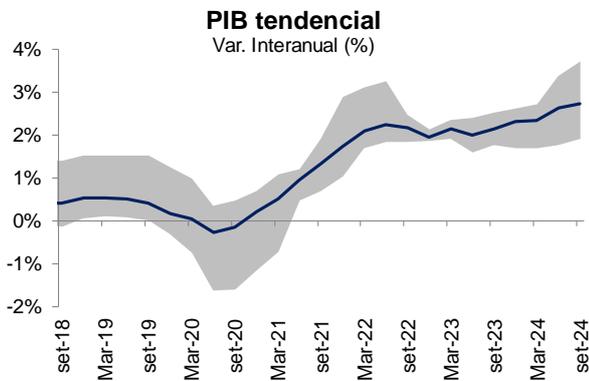
Brecha de producto



La brecha de producto según el promedio de los modelos utilizados se habría ubicado en -0,3% en el tercer trimestre de 2024, con un efecto irregular positivo, continuando la tendencia hacia el cierre de la brecha que se observa en los últimos trimestres. En esa línea, el desempleo desestacionalizado desciende levemente en el margen. Asimismo, el crecimiento tendencial

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

estimado se ubica ligeramente por encima de 2,5% interanual para el mismo período⁷.



Indicadores de actividad del tercer trimestre de 2024

Según los indicadores de alta frecuencia disponibles y las proyecciones de los modelos de corto plazo, se espera una expansión desestacionalizada del PIB en el tercer trimestre en el entorno de 1%.

Los indicadores de consumo muestran dinamismo en el margen. De acuerdo con datos preliminares, las ventas de autos crecieron 5,8% en términos desestacionalizados en el bimestre julio-agosto respecto al segundo trimestre. Por su parte, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se mantuvo estable en agosto al permanecer en niveles de moderado optimismo, ante un descenso de los subíndices de la situación personal y de la situación económica del país, que fueron parcialmente contrarrestados por la mejora en el subíndice de la intención de compra de bienes durables. En contrapartida, el turismo emisoro presentó un aumento en el tercer trimestre en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior, al tiempo que las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes, caerían cerca de 0,9%, frente al trimestre pasado.

Entre tanto, los indicadores parciales de inversión registraron caídas. Las ventas de camiones presentaron una caída el bimestre junio-julio en términos desestacionalizados respecto al segundo trimestre, al tiempo que las inversiones del sector público no financiero (sin stock de petróleo) cayeron en agosto. Por su parte, las importaciones de bienes de capital mostrarían una leve caída en la comparación desestacionalizada frente al

⁷ Por más detalles ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

⁸ 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.

trimestre previo (fuente Aduana, datos preliminares a setiembre).

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) se mantuvieron estables en el tercer trimestre, ante la caída de las exportaciones de fuente primaria, compensados parcialmente por las exportaciones sin cultivos. Con datos a setiembre (preliminar), los cultivos presentarían una caída desestacionalizada cercana al 10% frente al segundo trimestre del año, mientras que las exportaciones sin cultivos crecerían en el entorno de 9% en la misma comparación.

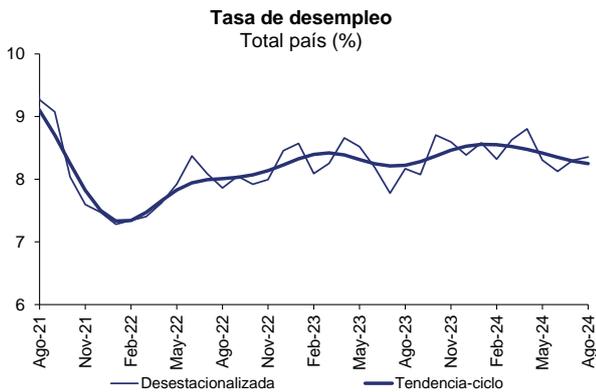
A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁸ muestran señales de cierto repunte en el tercer trimestre. En concreto, para el promedio julio-agosto se observa un crecimiento desestacionalizado de 1% a nivel global respecto al segundo trimestre, mientras que la industria sin refinería creció 0,4% en la misma medición. Por su parte, el núcleo industrial registró un aumento de 1% con respecto al segundo trimestre del año.

Empleo e ingresos⁹

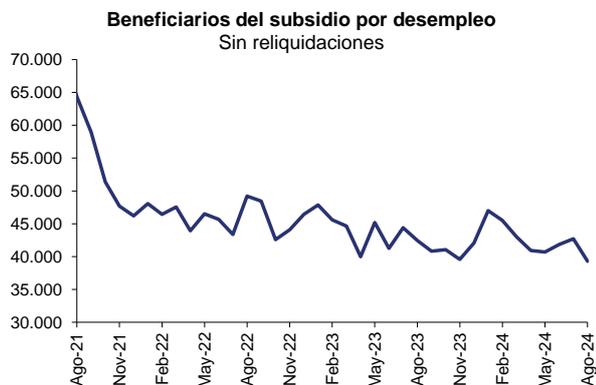
En términos desestacionalizados, tanto la tasa de actividad como la tasa de empleo aumentan en el margen, si bien la primera lo hace en mayor magnitud. De este modo, la tasa de desempleo sube levemente al entorno de 8,4%, con datos a agosto.



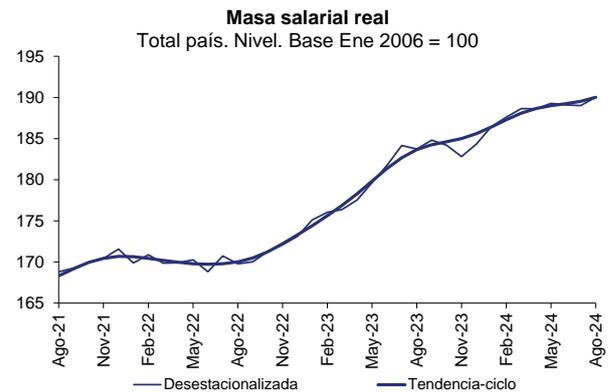
⁹ Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Estadística (INE) se realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a partir de julio 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



En el bimestre julio-agosto, la tasa de empleo observada se ubicó en 59% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 0,5 p.p. por encima del registro de igual período de 2023. En tanto, la tasa de actividad subió 0,8 p.p. ubicándose en 64,4% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo presentaron una caída en el promedio del bimestre con respecto al segundo trimestre de 2024. Asimismo, se reducen tanto en el dato punta como a nivel interanual.



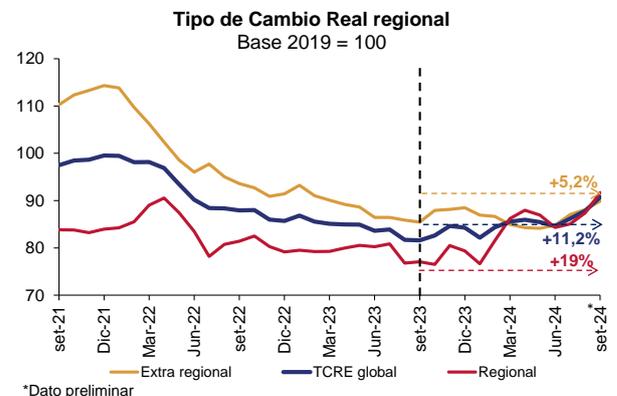
Finalmente, la masa salarial real continúa la dinámica ante el crecimiento conjunto tanto de la cantidad de ocupados como del salario real. De esta forma, en el bimestre julio-agosto la masa salarial real se ubicó 3,1% por encima del mismo período de 2023 y casi 10% por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).



II.2.2. Sector externo

Precios relativos

En el promedio del tercer trimestre (setiembre preliminar), el TCRE habría registrado una depreciación de 3,4% con respecto al segundo trimestre, principalmente por la relación con China y Argentina. Asimismo, en términos interanuales se observa una depreciación de 11,2%, motivada en su mayor parte por la relación con Argentina, la que se vio parcialmente contrarrestada por la relación con Brasil y México. Esto impulsa al aumento del TCRE regional (+19%), aunque también el TCRE con la extra región aumenta, en menor medida, en el año móvil a setiembre 2024.

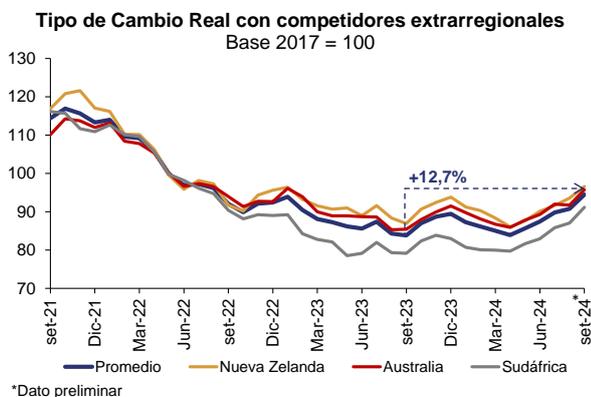


La corrección de precios relativos con Argentina también se refleja en indicadores que capturan los precios de frontera. El Indicador de Precios Fronterizos (IPF)¹⁰ registró una caída en la brecha de precios de bienes entre las ciudades de Salto y Concordia, pasando de 180% más cara en Salto en setiembre de 2023 a 47% en setiembre de 2024. Este valor es el menor desde la medición de abril de 2018.

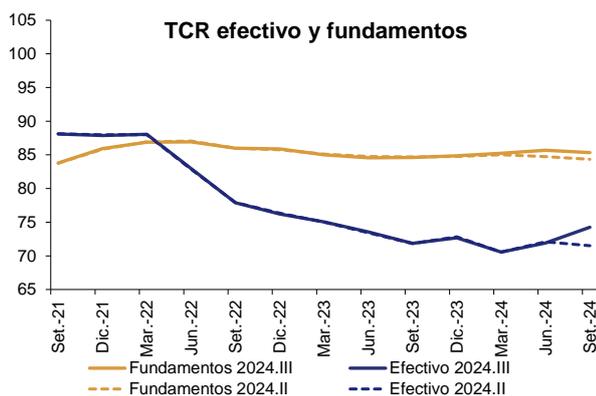
Por su parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se habría depreciado 7% en el promedio del tercer trimestre (setiembre preliminar) en comparación con el inmediato

¹⁰ Indicador elaborado por el Observatorio Económico de Salto de la Universidad Católica del Uruguay.

anterior. Esto implica una depreciación interanual de 12,7% explicado mayormente por la relación bilateral con Sudáfrica.



Mientras tanto, en el mismo periodo, el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente con respecto al año anterior, al influjo básicamente de la caída de los términos del intercambio.¹¹



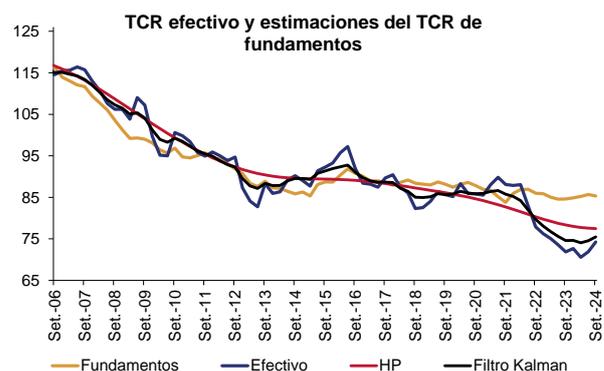
Asimismo, al comparar con la estimación realizada en el informe anterior, se observa una corrección al alza del TCRf en el segundo trimestre de 2024, determinada por los términos de intercambio: la caída observada contrastó con el aumento previsto. De esta forma, la brecha de TCR se corrige al alza en el segundo trimestre de 2024, pasando de 14,9% a 16,1%.¹²

Por otra parte, para el tercer trimestre de 2024 se estaría observando la referida depreciación del TCRE, mayor a la corrección al alza del TCRf, por lo tanto, se espera que, en el tercer trimestre de 2024, la brecha se reduzca unos 3 p.p., quedando en el entorno de 13%.

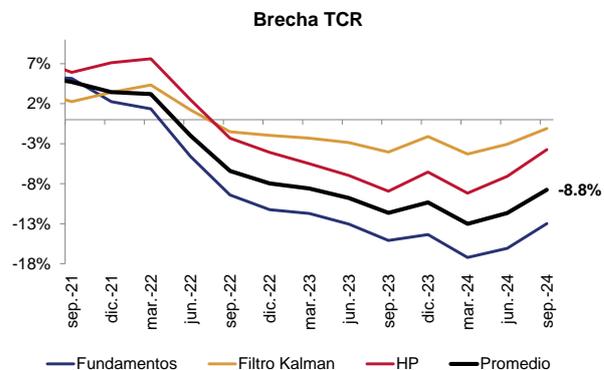
¹¹ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 7 en la serie de box metodológicos.

¹² Las revisiones del TCRf son habituales en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en las series de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los

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



De esta manera, la brecha TCR que incluye las estimaciones mediante filtros (promedio de cinco metodologías) presenta niveles inferiores, en valor absoluto, a los que surgen de considerar únicamente modelos estructurales. No obstante, las series presentan una evolución similar.

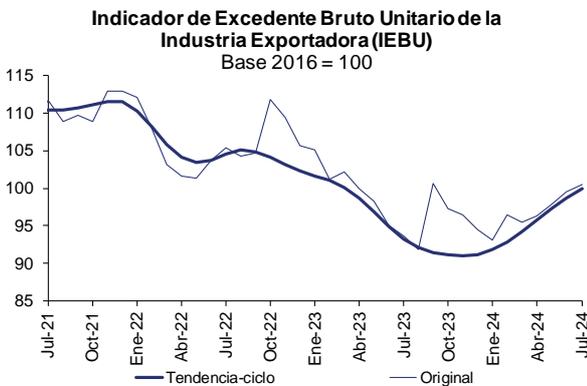


De esta forma, la brecha de TCR respecto a la tendencia de los filtros se ubicaría en el entorno de 3%, implicando una brecha del entorno de 9% para el promedio de metodologías.

Finalmente, el IEBU, que está disponible con mayor rezago, ajusta 3,4% al alza en el promedio del trimestre móvil a julio respecto al trimestre móvil anterior. En la comparación interanual este indicador se ubica 7,4% por encima de lo observado un año atrás, como resultado de un aumento de los

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

precios de exportación y a menores costos unitarios.



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La CCK de la BP, de acuerdo con estimaciones preliminares, registró en 12 meses móviles a junio de 2024 un déficit de 1.528 millones de dólares (1,9 % del PIB). Este resultado representó una reducción del déficit de 1,4 p.p. en comparación con el año anterior cuando éste había alcanzado a 3,3 % del PIB.

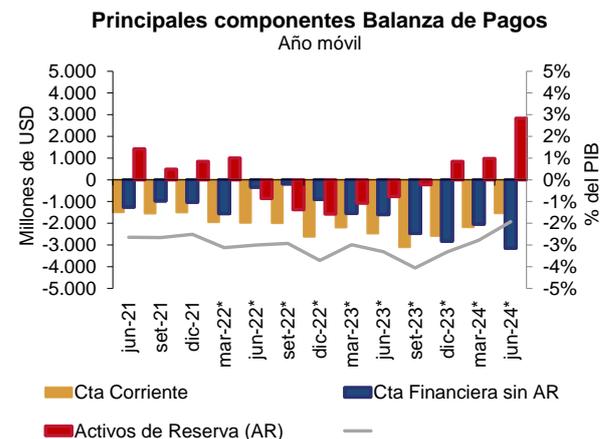
En el segundo trimestre de 2024, la cuenta corriente registró un superávit de 51 millones de dólares, a diferencia de lo ocurrido en igual trimestre del año anterior, en donde era deficitario en 593 millones de dólares. Al analizar el saldo en cuenta corriente del segundo trimestre (sin considerar las operaciones de compraventa), se observa un mayor superávit de bienes y servicios por una reversión del saldo de bienes y a su vez un mayor superávit de servicios (de 216 a 319 millones de dólares). Por su parte, el saldo del ingreso primario (sin considerar las operaciones de compraventa) profundizó su déficit en 103 millones de dólares debido a menores créditos por rentas cobradas al extranjero, ya que los débitos en este rubro no registraron grandes variaciones en la comparación al mismo trimestre del 2023.

En tanto, las empresas principalmente dedicadas a la actividad de compraventa presentaron un menor superávit de la cuenta corriente debido a una reducción del superávit de bienes y servicios, parcialmente compensada por un menor déficit del ingreso primario. En lo que respecta al saldo de bienes y servicios de estas empresas, este fue superavitario en 452 millones de dólares, compuesto por un superávit del saldo de bienes de 711 millones de dólares y un déficit del saldo de servicios de 259 millones de dólares. A su vez, el saldo del ingreso primario de estas empresas presentó un déficit de 213 millones de dólares, lo

que implicó una reducción de 143 millones de dólares frente al segundo trimestre del 2023.

Por su parte, durante el segundo trimestre de 2024 el superávit comercial de bienes experimentó un aumento en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando los 1.215 millones de dólares, en el marco de un incremento de las exportaciones (12,7%) mayor al experimentado por las importaciones (1,1%).

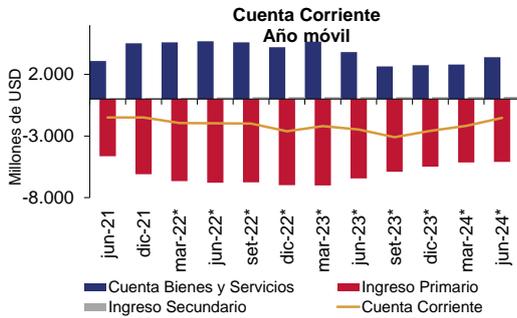
Las exportaciones de mercancías generales verificaron un crecimiento del 25,1% respecto al mismo período del año anterior, siendo relevante el aumento de las ventas externas de soja, celulosa y, en menor medida, de energía, vehículos automotores, arroz y carne. Por el contrario, se destacaron las menores colocaciones externas de productos lácteos.



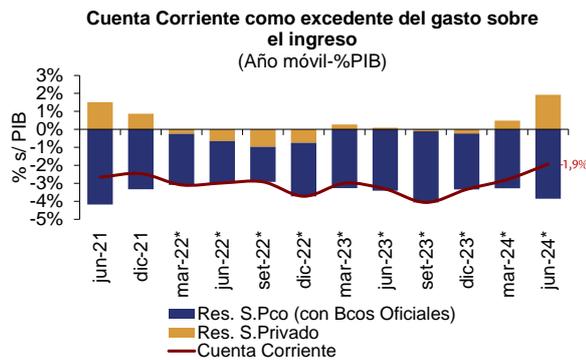
Respecto a la cuenta de servicios, el segundo trimestre de 2024 presentó un superávit de 60 millones de dólares, lo que significó una reversión del déficit presentado en el segundo trimestre de 2023. Este resultado surge de una caída de las importaciones de 148 millones de dólares, mayor a la que experimentaron las exportaciones de 24 millones de dólares. En cuanto a las exportaciones de este rubro, alcanzaron los 1.481 millones de dólares en el trimestre, lo que representó una disminución interanual de 1,6%. En relación con las importaciones de servicios, disminuyeron 9,4% respecto al mismo trimestre del año anterior, totalizando en 1.420 millones de dólares.

Por su parte, el ingreso primario alcanzó un déficit de 1.267 millones de dólares en el segundo trimestre de 2024, lo que representó una disminución de 40 millones de dólares en comparación a igual periodo del año anterior, donde se observó un saldo deficitario de 1.308 millones de dólares. Este comportamiento se asoció al menor déficit del sector privado, mientras que el

sector público incrementó levemente su resultado negativo en el período analizado.



Según la apertura por sector institucional, el menor déficit del saldo en cuenta corriente a junio de 2024 se descompone en un mayor ahorro neto del sector privado (de 0,1% a 1,9% del PIB) y, por el contrario, un mayor déficit del sector público (de 3,4% a 3,9% del PIB) en la comparación interanual.



Durante el segundo trimestre de 2024 y de acuerdo con estimaciones preliminares, la cuenta financiera experimentó un financiamiento neto hacia el resto del mundo de 464 millones de dólares. A nivel de categoría funcional, la economía uruguaya financió al resto del mundo a través de los movimientos de inversión directa, otra inversión y mediante la adquisición de activos de reserva. Por el contrario, se registraron entrada neta de capitales asociados a la inversión de cartera y, en menor medida, por los movimientos de los derivados financieros. Por su parte, los movimientos no registrados, que se recogen en el rubro de errores y omisiones, fueron positivos y alcanzaron los 413 millones de dólares. En cuanto al análisis por sector institucional para el segundo trimestre de 2024, el sector privado muestra un endeudamiento neto con el resto del mundo y, por el contrario, el sector público presenta un financiamiento neto hacia el resto del mundo.

A fines de junio de 2024, la economía uruguaya continuó mostrando una posición neta deudora con el resto del mundo, la cual ascendió a 13.557 millones de dólares (equivalentes a 17,1% del PIB). Al analizar por sector institucional se observa una

posición neta deudora del sector privado y una posición neta acreedora del sector público.



II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en agosto de 2024, el SPG tuvo un resultado deficitario de 4,3% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios e irregulares relevantes como la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), el déficit resultante es 4,4% del PIB, 0,2 p.p. superior al de un año atrás.



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia de una caída en el resultado del BCU, de las Empresas Públicas (EPP) y de las Intendencias, que superó a la disminución del déficit del Gobierno Central (GC) y del Banco de Previsión Social (BPS) y al aumento del superávit del Banco de Seguros del Estado (BSE).

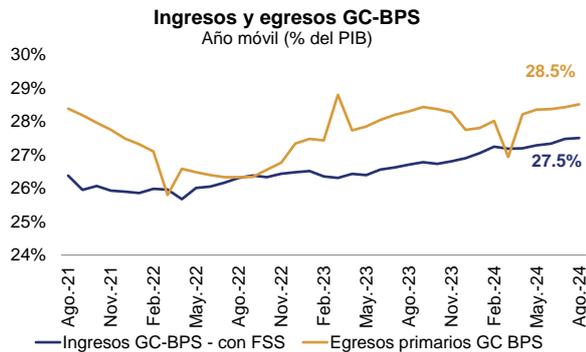
El resultado primario de GC-BPS fue deficitario en 1% del PIB, un déficit inferior al de 1,6% del PIB de un año atrás, ante un aumento de los ingresos (3,3% real, incluyendo al FSS) que superó al de los egresos (0,9% real).

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el BPS crecieron 1,5% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Por un lado, aquellos que dependen de la evolución del PIB (IVA, IMESI, IRAE) estuvieron en niveles 0,4% superiores a los del año anterior. Por otro lado, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 0,8% para las rentas personales y 6,7% para los ingresos del BPS. En un escenario de aumento de la masa salarial y de pasividades, la

moderación en el crecimiento de la recaudación de IRPF e IASS se vincularía a la rebaja impositiva implementada recientemente.

Prácticamente la mitad del crecimiento de los ingresos de GC-BPS se explica por los mayores aportes de las EEPP, básicamente el BROU.

Por otro lado, los egresos primarios crecieron 0,9% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de estos gastos de 1,9% real, destacándose la contribución de la recuperación de pasividades y remuneraciones.



Mientras tanto, el resultado de las EEPP fue deficitario en 0,2% del PIB, luego de haber sido superavitario en 0,1% del PIB un año atrás. Si no se tienen cuenta efectos irregulares (como los sobrecostos en la generación de energía eléctrica y la variación del stock de petróleo), se pasa de un superávit de 0,4% del PIB a un equilibrio. Si bien los gastos caen en términos del PIB (0,3 p.p.), los ingresos lo hacen en mayor medida (0,5 p.p.).

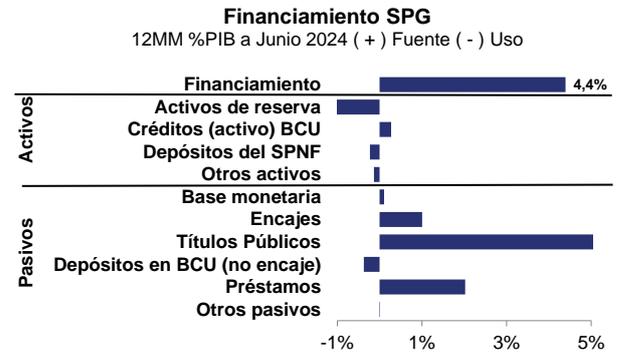
Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,9% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,9% del PIB, cifras superiores en 0,4 p.p. a las de igual período del año anterior. El crecimiento del déficit en moneda nacional está detrás de esta evolución, en especial por el pago de intereses de LRM.

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



Por otro lado, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento, fue de 4,4% del PIB en el año a junio de 2024. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos, que generó un financiamiento de 5,2% del PIB. Se destacan en el año móvil tres emisiones importantes: la emisión internacional de bonos en pesos nominales en julio de 2023¹³, la emisión del bono soberano en dólares vinculado a la sostenibilidad (bono verde) en noviembre de 2023¹⁴ y la operación conjunta MEF-BCU de mayo 2024¹⁵.

En relación con los restantes instrumentos, los préstamos constituyeron la segunda fuente de financiamiento relevante en el período, al tiempo que los activos de reserva constituyeron un uso de financiamiento.



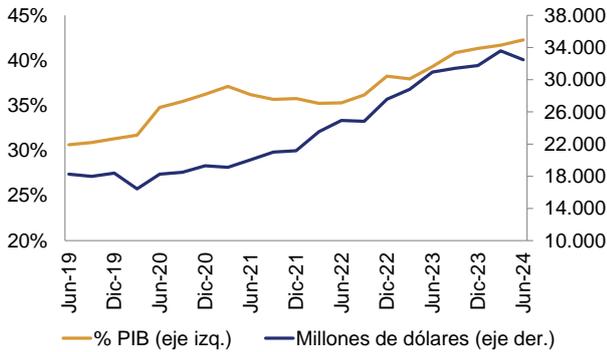
La deuda bruta del SPG alcanzó 56.074 millones de dólares (73% del PIB) a junio de 2024, mientras que los activos se ubicaron en 23.593 millones de dólares (30,7% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 32.481 millones de dólares (42,3% del PIB), lo que implicó un aumento de 3 p.p. del PIB respecto a junio de 2023.

¹³ Se emitieron cerca de 1.300 millones de dólares, de los cuales alrededor de 1.000 millones de dólares se integraron con efectivo y el remanente con otros títulos en circulación.

¹⁴ Este bono tiene una tasa variable sujeta al desempeño de Uruguay respecto a dos indicadores climáticos. Se emitieron 700 millones de dólares, integrados en su totalidad con efectivo.

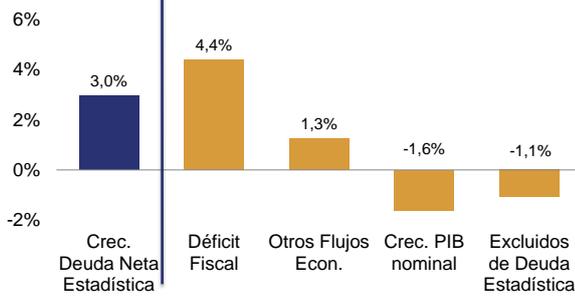
¹⁵ El GC emitió 1.800 millones de dólares, de los cuales 1.500 millones de dólares correspondieron a un bono global en unidades indexadas con vencimiento en 2045 y los restantes 300 millones de dólares se colocaron en un bono en pesos nominales con vencimiento 2033. En el marco de la operación conjunta con BCU, aproximadamente la mitad de la emisión bruta del GC se integró con títulos públicos (bonos y LRM) y el resto con efectivo.

Deuda Neta - SPG



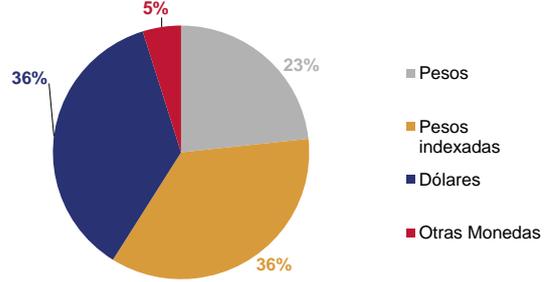
Este incremento del ratio de deuda neta a PIB se debe al financiamiento del déficit y a los otros flujos económicos¹⁶. Ambos efectos fueron contrarrestados parcialmente por el crecimiento del PIB nominal.

Crec. Deuda Neta Estadística - SPG



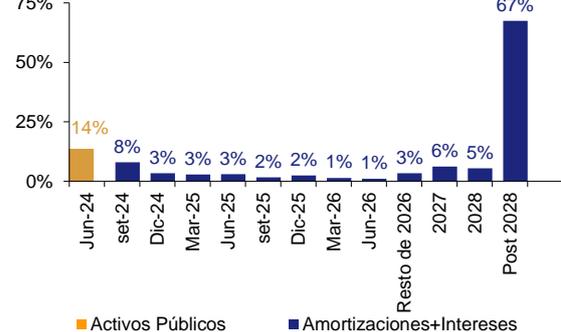
Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un leve aumento de 0,7 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a junio de 2023, alcanzando el 58,9% del total. Mientras tanto, la deuda en dólares disminuye 0,7 p.p. y otras monedas se mantienen incambiadadas respecto a junio del año anterior. Este comportamiento está influido por las emisiones de títulos y la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.

Distribución de la Deuda Bruta por moneda



El nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU a junio de 2024, permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta febrero de 2025. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 664 millones de dólares (0,9% del PIB) a agosto de 2024. Por otra parte, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2028.

Activos y Servicio de Deuda del SPG



En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha mantenido su calificación crediticia en nivel y perspectiva durante 2023¹⁷ y el primer semestre de 2024. Destacándose la revisión de la agencia Moody's Ratings en marzo de 2024, que coloca a Uruguay en la categoría Baa1 con perspectiva estable. Asimismo, en junio de 2024, Fitch Ratings mantuvo su calificación en BBB con perspectiva estable.

La madurez promedio de los títulos de BCU se encuentra en 5 meses a agosto 2024, cifra levemente inferior los casi 7 meses de un año atrás.

¹⁶ Aquí se destaca que la inflación incrementa el valor en pesos de la deuda bruta indexada y el aumento del tipo de cambio incrementa el valor de los pasivos nominados en dólares expresado en pesos.

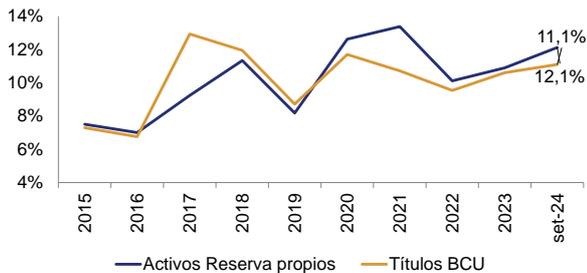
¹⁷ Por más detalles: <http://deuda.mef.gub.uy/29178/14/areas/calificadoras-de-riesgo.html>.

Madurez promedio de las LRM
Plazo residual en meses



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

Activos y pasivos del BCU
% PIB



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a agosto de 2024, el BCU hubiera requerido 15.005 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades asignadas en su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 17.652 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.647 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹⁸.

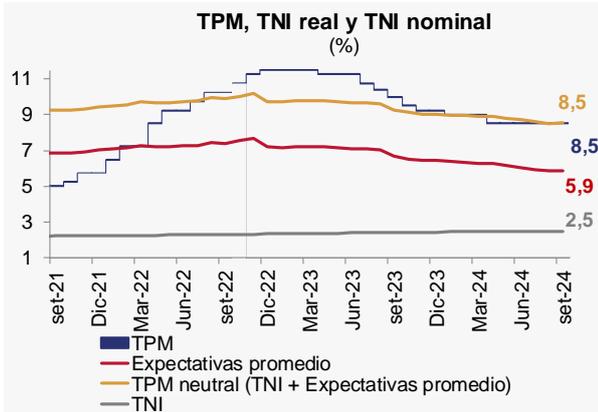
ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		ago.-24
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	17 652
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	15 005
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	6 863
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	510
II.1.b	Servicio deuda BCU	6 315
II.1.c	Deficit primario BCU	38
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (*)	2 897
II.2.a	Mínimo de:	
	i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	3 955
	+ Déficit primario	1 963
	ó	
	ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	903
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1 966
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	27
II.3	Sistema Financiero	5 245
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	3 365
II.3.b	Depósitos AFAP	107
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	189
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1 585
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	2 647
	(**) Cierre estimado para acceso a mercados de deuda soberana (1% significación, meses)	13 meses
	(**) Cierre estimado para acceso a mercado en moneda nacional (1% significación, meses)	5 meses

III. La política monetaria

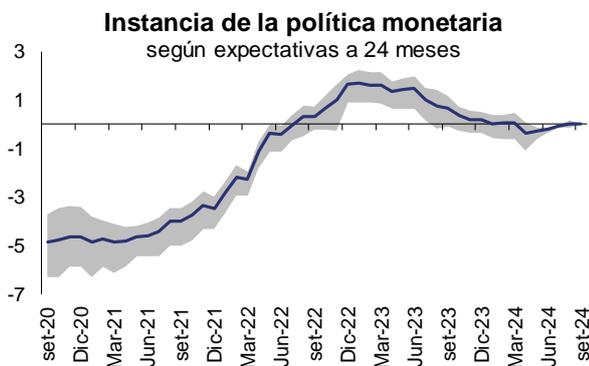
III.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero, tasas de interés y mercado de cambios

El nivel actual de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 8,5% y el promedio de las mediciones de expectativas de inflación a 24 meses, implican una estimación puntual de la brecha de tasa de interés en torno a 0, por lo que la instancia de política monetaria se habría mantenido en el entorno de la neutralidad.

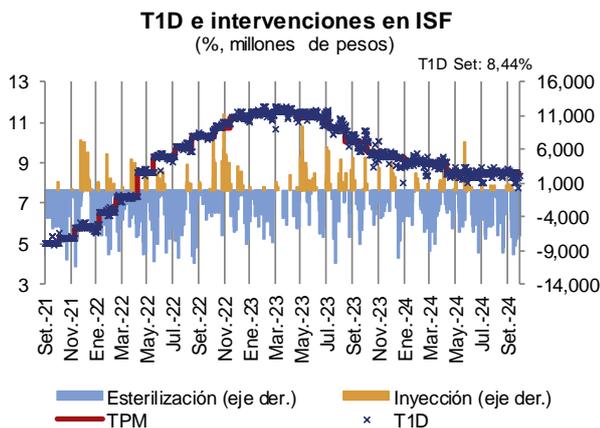
¹⁸ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.



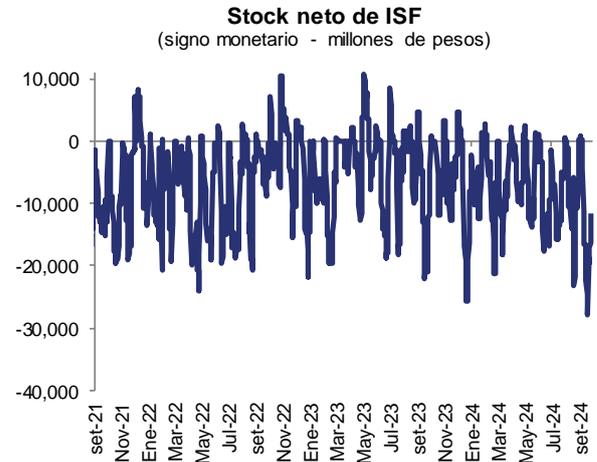
Al analizar la instancia según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, ésta presenta un rango entre $-0,1\%$ y $0,1\%$, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y analistas respectivamente. Es importante destacar que la convergencia de las distintas medidas de expectativas de inflación observada en los últimos meses reduce el rango de incertidumbre sobre la estimación puntual de la Tasa Natural de Interés (TNI) nominal y por ende de la brecha de TNI, dando una señal más firme respecto a la instancia de política monetaria.



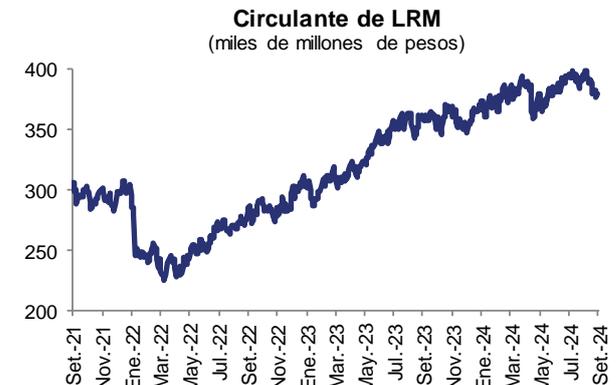
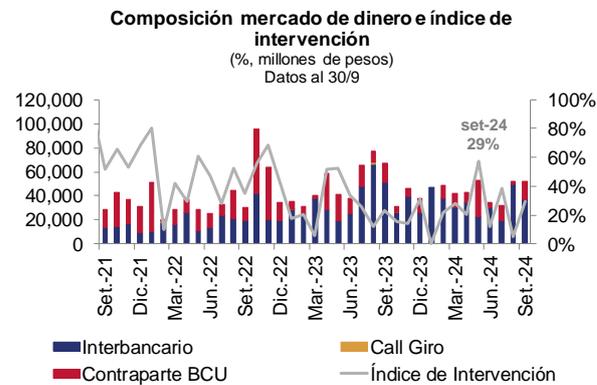
A nivel operativo, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores definidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.



El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de manera que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 10.500 millones de pesos en el promedio del tercer trimestre.

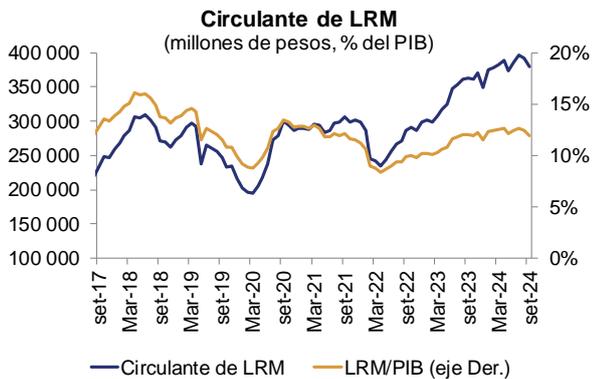


La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 22,2% de los montos operados en el trimestre, registro inferior al observado en el trimestre anterior, explicado por valores excepcionalmente bajos en el mes de agosto. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.

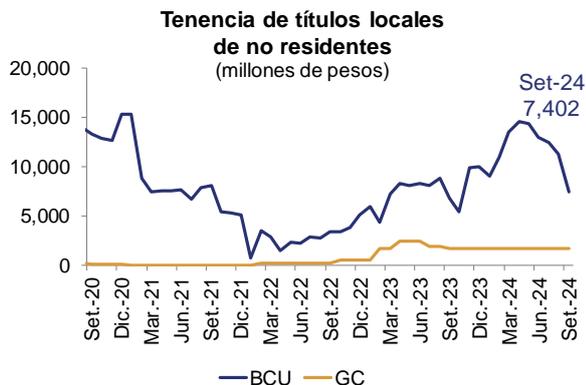


El circulante de LRM alcanzó su máximo histórico nominal en los primeros días de setiembre

acercándose a un valor de 400.000 millones de pesos. A partir de entonces, como consecuencia de una mayor preferencia de los agentes por la liquidez, comenzó un lento descenso que lo ubica en 380.000 millones de pesos al final de dicho mes. A su vez, este monto representa un 11,9% del PIB del año móvil, en niveles similares a los del año 2021.

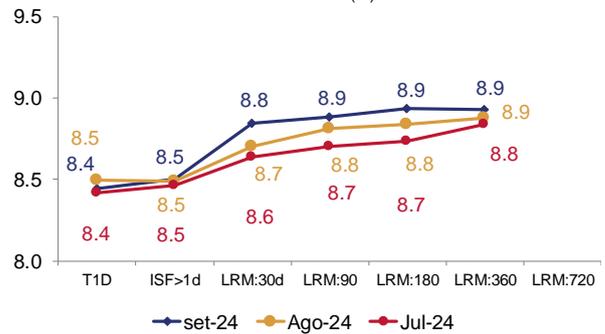


La tenencia de no residentes de LRM locales disminuyó en setiembre, ubicándose cerca de 7.400 millones de pesos, pasando a representar un 1,9% del circulante de dichos instrumentos¹⁹.

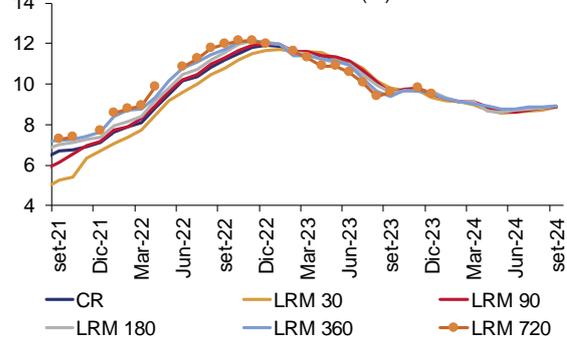


La curva de rendimientos de LRM aumentó 9 p.b. en el promedio del tercer trimestre en comparación con el trimestre anterior. En el mes de setiembre se operó entre 8,8% y 8,9% en los tramos de 30 días y 1 año, respectivamente. Asimismo, la concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó en 74%, manteniéndose en ese entorno.

Tasas de Emisiones del BCU
T1D, ISF esterilización y LRM
Prom. mensual (%)

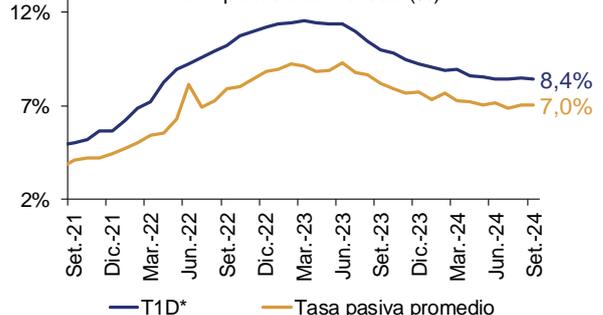


Tasa promedio de la CR de LRM
Prom. mensual (%)



La tasa pasiva promedio al sector no financiero se situó en 7% en setiembre, continuando con una tendencia estable que refleja las decisiones tomadas sobre la TPM.

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

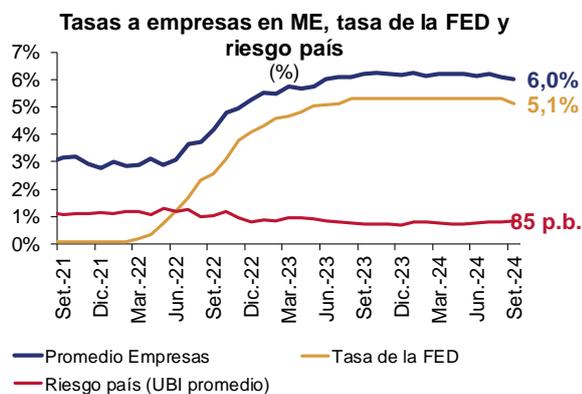


En este sentido, la tasa bancaria activa a empresas en pesos ha tenido una evolución similar a la de curva de rendimientos de LRM. La misma alcanzó un nivel máximo de 15,4% en enero de 2023 y ajustó progresivamente a la baja hasta promediar 11,5% en setiembre.

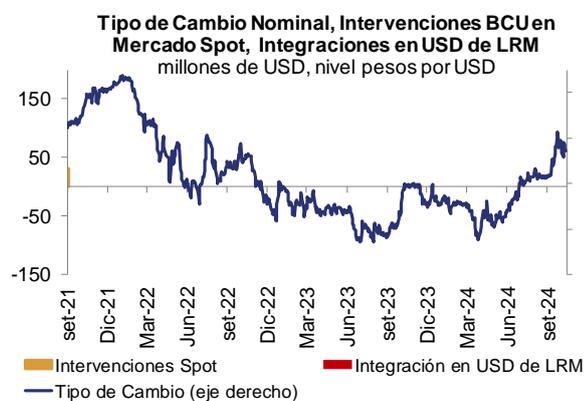
¹⁹ Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,3% del circulante de estos títulos en marzo.



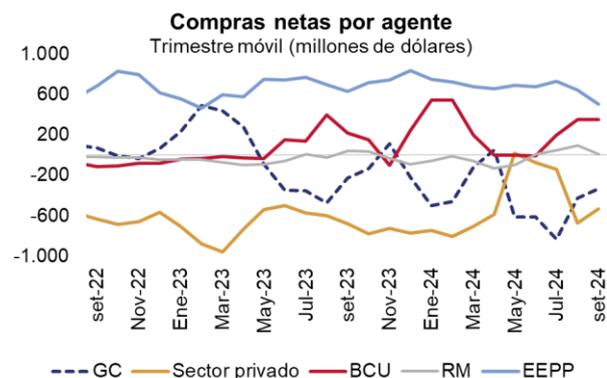
Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares se mantuvo estable, siguiendo la trayectoria de la tasa de la FED, ubicándose en 6% en setiembre. Asimismo, el riesgo soberano de Uruguay se ubica en niveles históricamente bajos.



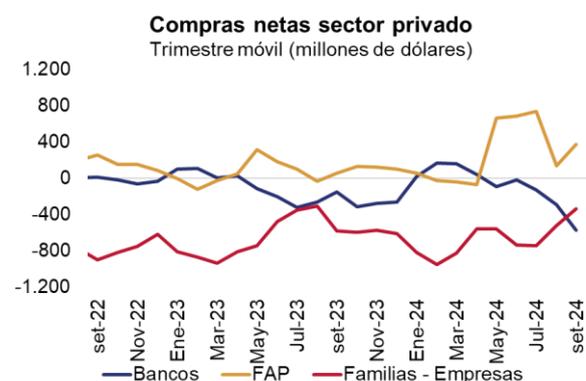
En el mercado de cambios, el peso se depreció 4,6% en el promedio del tercer trimestre con respecto al segundo, mientras que el dólar global se mantuvo estable²⁰. Al interior del trimestre, desde inicios de setiembre se verificó un fenómeno de depreciación, que llevó al dólar a un máximo local el 24 de setiembre para luego comenzar a descender suavemente. Por otra parte, no se registraron intervenciones del BCU en el mercado spot.



Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a setiembre, se destaca la demanda de divisas de EEPP, que encontró su oferta en el sector privado, en particular en familias y empresas y bancos. Por otro lado, el GC vendió 334 millones de dólares al BCU en su calidad de agente financiero.



Los agentes no residentes prácticamente no participaron en forma directa en el mercado spot en el trimestre. Sin embargo, la gestión de su portafolio afectó indirectamente el comportamiento de los agentes financieros en el mercado cambiario local. En particular, en setiembre, los agentes no residentes decidieron reducir la exposición a la moneda nacional de sus portafolios, vendiendo parte de sus tenencias de títulos públicos nominados en dicha moneda. Como resultado, se ajustó a la baja el precio de los mencionados títulos y los Fondos de Ahorro Previsional (FAP) compraron dólares en el mercado spot a fin de adquirir dichos instrumentos, ya que si bien son nominados en pesos, se transan en dólares. Por otra parte, los bancos incrementaron sus ventas de divisas con el fin de abastecer dicha demanda. Finalmente, el agregado familias-empresas, quien es típicamente el principal oferente del mercado, reduce sus ventas respecto al trimestre anterior.



²⁰ Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

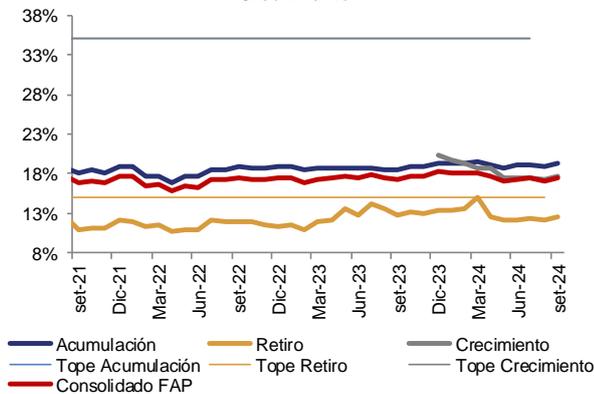
La posición en moneda extranjera del total del sistema bancario desciende en el margen. En particular, esto se explica por el comportamiento de la banca privada, que habría proveído de dólares a las AFAPs para la compra de títulos globales a no residentes.

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

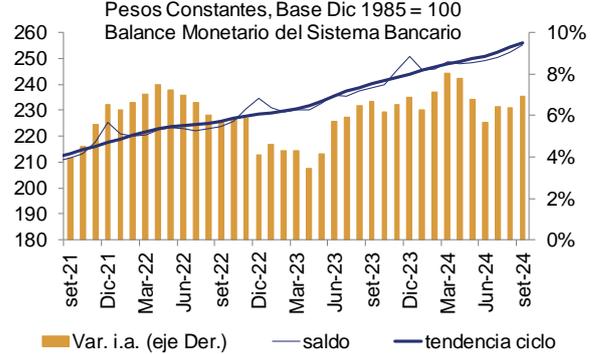


Por su parte, el FAP mantuvo prácticamente estable la conformación de su portafolio según monedas. En este contexto, se calcula una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a 2.997 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación, retiro y crecimiento en setiembre.

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

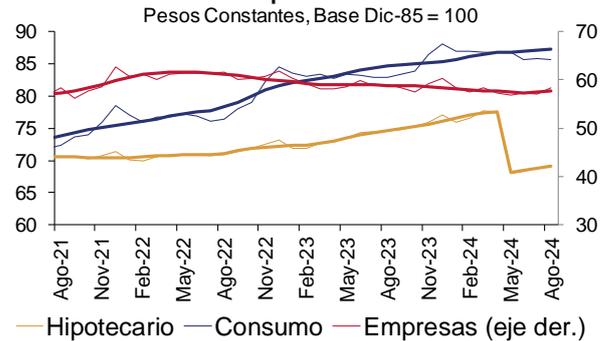


Crédito al Sector Privado en MN



Con información a agosto, este comportamiento se explica por sus tres componentes: consumo, hipotecario y empresas que crecen en el margen. En particular, si se considera la variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, el componente con mayor incidencia en el crecimiento es el hipotecario. Por otra parte, el crédito a empresas habría recuperado dinamismo luego de presentar una tendencia descendente desde finales de 2021.

Crédito en MN: Consumo, Empresas e Hipotecario

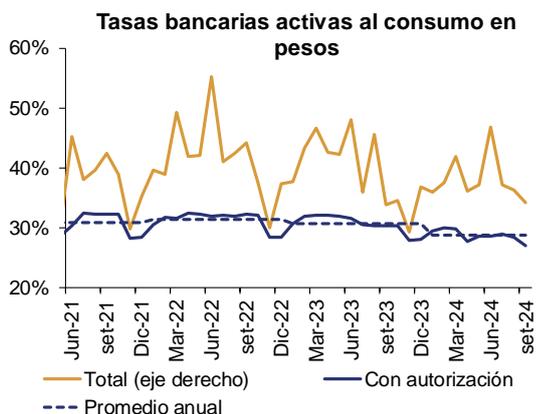


En lo que respecta a la tasa de crédito al consumo (con autorización), presenta un leve descenso en el margen ubicándose en torno a 27% para los préstamos otorgados con autorización, en un contexto de mayor dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía.

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

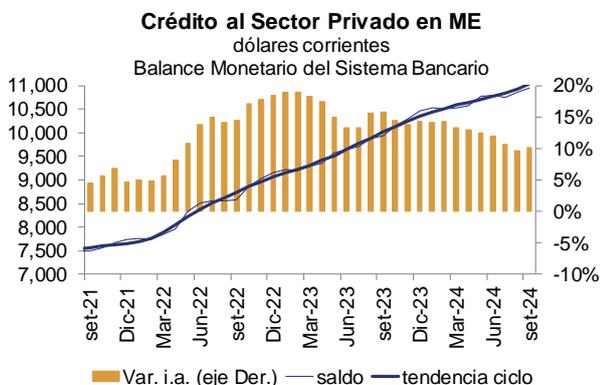
El crédito bancario en moneda nacional²¹ mantuvo su dinamismo, con un incremento interanual de 12,4% en el promedio del tercer trimestre, equivalente a 6,6% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 8,6% real anualizado en el mes de setiembre.

²¹ Esta medida del crédito no toma en cuenta el efecto de la Ley N° 20.237 por la que se crea un fideicomiso para reestructurar créditos hipotecarios.



Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 10,2% medido en dólares corrientes en el tercer trimestre de 2024, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de 12,4%, variación mensual anualizada en el mes de setiembre.

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

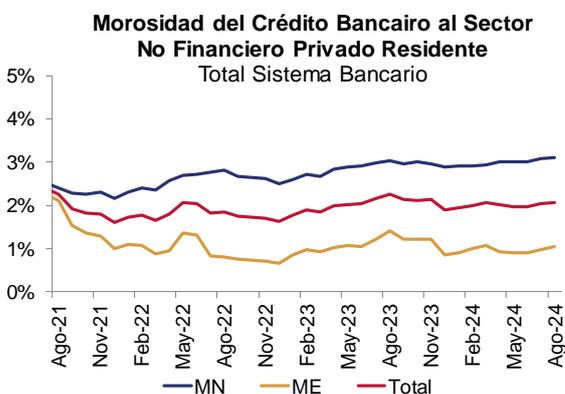


Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. De este modo, el encaje medio en moneda nacional se mantuvo en 9,9% en setiembre, mientras que en moneda extranjera se mantuvo en torno a 28%.

A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 30% del PIB, nivel un tanto mayor al previo a la pandemia, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 51,5% en setiembre, similar a sus registros máximos.

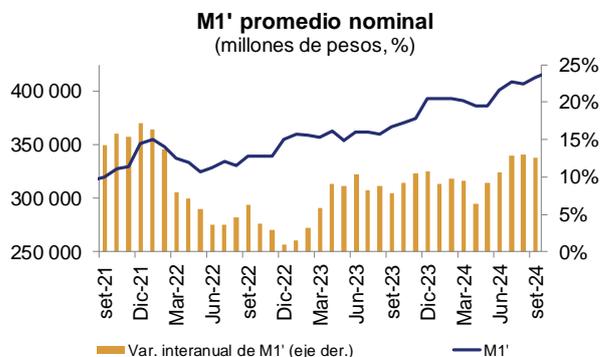


La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta una tendencia estable, ubicándose en 2% de los créditos totales en agosto, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3,5% a nivel del sistema bancario.

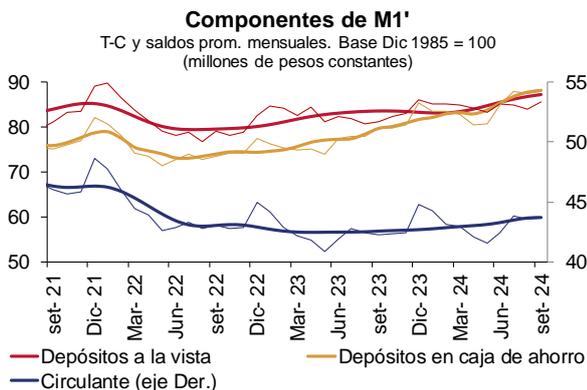


III.3. Principales agregados monetarios

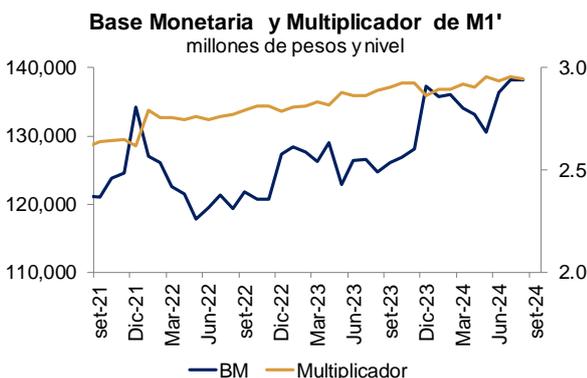
En el promedio del tercer trimestre de 2024 el agregado M1' presentó una variación interanual de 12,8%, equivalente a una tasa real de 7%, mostrando una tasa de crecimiento interanual de 12,6% en setiembre. A su vez, se estima un crecimiento desestacionalizado del agregado en torno a 4,8% nominal en el tercer trimestre.



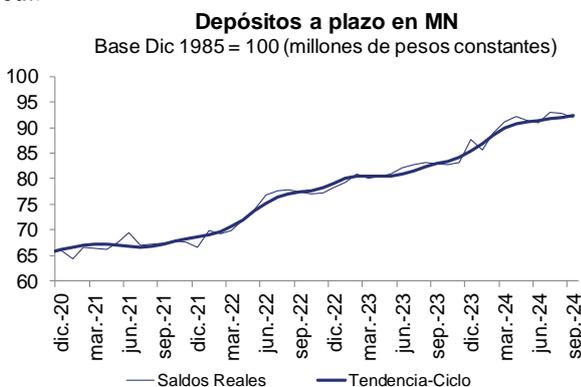
A nivel de componentes, se continúa observando una tendencia creciente en los depósitos en caja de ahorro y vista, mientras que el circulante se mantuvo relativamente estable, medido por su tendencia ciclo.



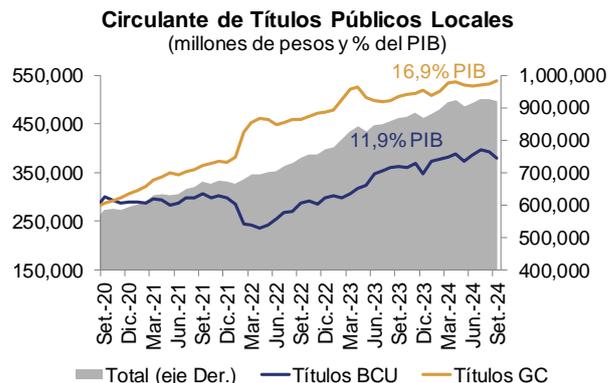
Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria creció en el margen, explicado principalmente por el comportamiento de los depósitos más líquidos. Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos, alcanzando 2,9 en setiembre.



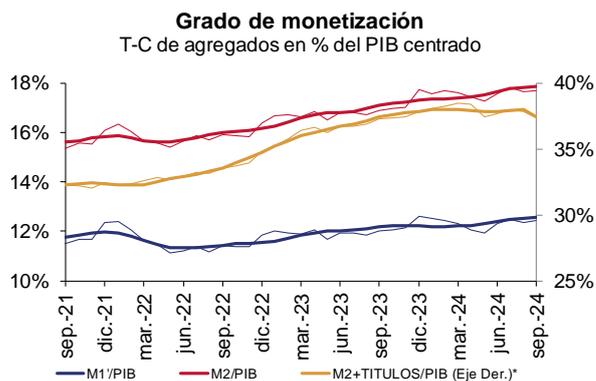
Los depósitos a plazo en moneda nacional continuaron presentando una tendencia creciente en el tercer trimestre, que se refleja en una variación interanual de 18%, equivalente a 11,1% real.



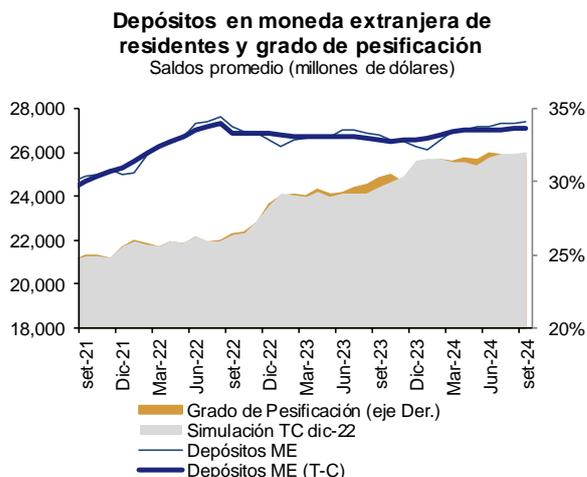
El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en torno a 29,2% del PIB en el promedio del trimestre, alcanzando 28,9% en setiembre.



En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' aumenta a niveles cercanos a 12% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 alcanzó 17,9%. A su vez, el indicador del agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no financiero, disminuyó levemente en el margen, ubicándose en 37,5% del PIB en setiembre.



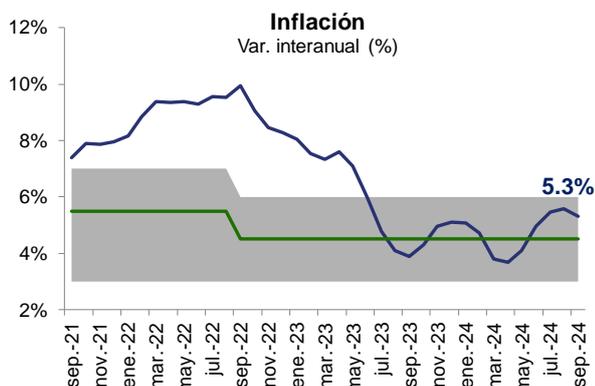
Los depósitos en moneda extranjera crecieron en el tercer trimestre de 2024. Asimismo, el grado de pesificación estuvo algo por encima de 30% de los depósitos al sector no financiero.



IV. Evolución de los precios

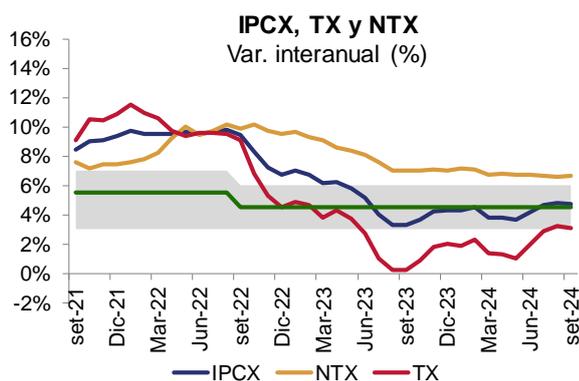
IV.1 Análisis de la inflación por componentes

La inflación interanual a setiembre se incrementó 37 p.b. respecto al trimestre anterior, se ubicó en 5,3% y completó 16 meses consecutivos dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el CCM. Este es el período más largo de permanencia de la inflación dentro del rango desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.

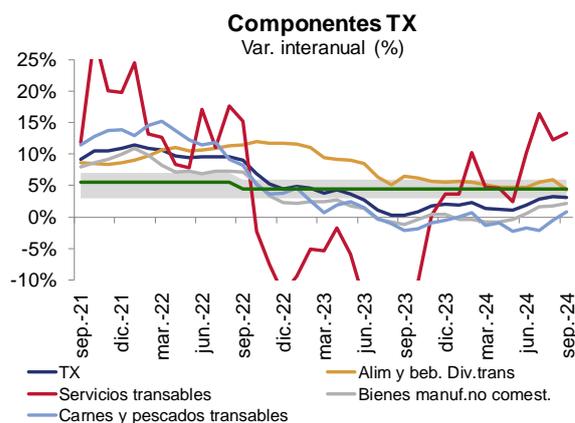


El aumento de la inflación en el trimestre estuvo guiado por su componente subyacente, medido a través del indicador de exclusión IPCX, el que se ubicó en 4,8%, muy cerca del centro del rango. Este aumento estuvo promovido por su componente TX, mientras que el componente NTX se redujo levemente. Por otra parte, el IPC Resto se desaceleró en términos interanuales, al impulso de los administrados, mientras que los precios de frutas y verduras mostraron una nueva tendencia al alza.

En concreto, la variación interanual de los precios TX se elevó de 1,9% en junio a 3,1% en setiembre, mientras que la variación de los NTX se redujo levemente, de 6,7% a 6,6% en el mismo período.



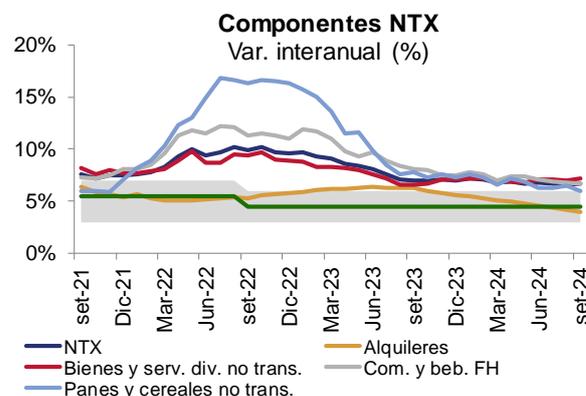
A nivel de componentes, en la dinámica de TX se destaca la aceleración en el trimestre de las categorías más ligadas al tipo de cambio, como servicios transables y, en menor medida, bienes manufacturados no comestibles, así como también de carnes y pescados. Por otra parte, alimentos y bebidas diversos se desaceleraron levemente.



A nivel macro, la mayor depreciación del peso en el trimestre fue en parte compensada por la estabilidad con tendencia bajista de los precios de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya.

Entre tanto, los precios de los NTX continuaron con su senda decreciente en forma parsimoniosa, pasando de una variación interanual de 6,7% en junio a 6,6% en setiembre, mínimo de la serie Base 2010. Esta desaceleración está en línea con la menor demanda doméstica, la paulatina convergencia de las expectativas de inflación de los agentes y la moderación salarial.

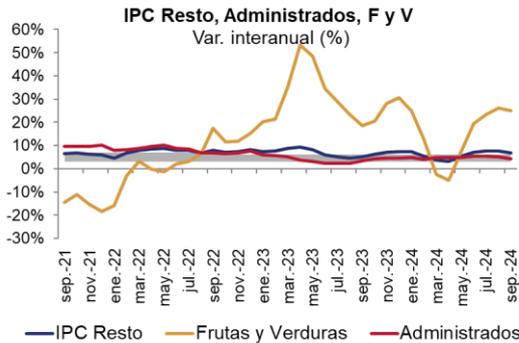
A nivel de componentes esta evolución sigue siendo liderada por alquileres y panes y cereales.



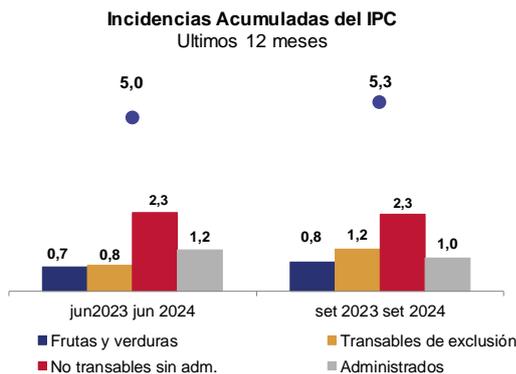
Mientras tanto, el IPC Resto (variación interanual) se redujo 32 p.b. en el trimestre, guiado por la reducción interanual de los rubros administrados, al influjo de la desaceleración de las tarifas de combustibles por un efecto de base de comparación. Esta evolución determina que en los últimos 12 meses los precios administrados muestren un aumento de 4,2%, compatible con el centro del rango.

En contraste, las frutas y verduras volvieron a aumentar en la medición interanual, esta vez 5,6 p.p., compensando parcialmente la reducción de los administrados. A nivel mensual, esta evolución está determinada por menores caídas (en julio y agosto) y mayores aumentos (en setiembre)

respecto al tercer trimestre de 2023. La variación interanual de este componente pasó de 19,4% en junio a 25% en setiembre.



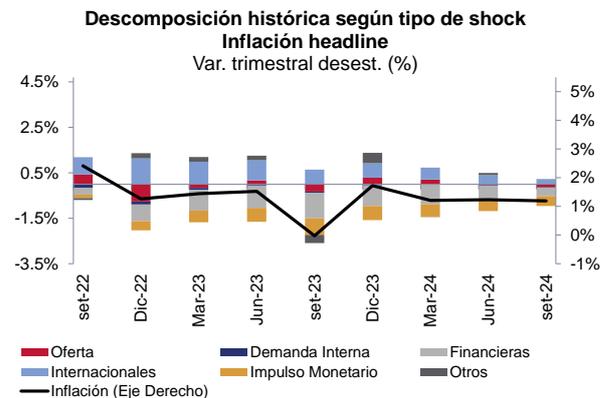
En resumen, al analizar la contribución de los cuatro componentes analíticos del IPC a la variación de la inflación general, se observa que el leve aumento trimestral se explica principalmente por el componente TX, mientras que la incidencia del componente NTX y del resto del se mantuvo relativamente estable.



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

IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los determinantes macro que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse en un marco de equilibrio general a través de la descomposición histórica que brindan los modelos DSGE. En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks a sus determinantes (eje de la izquierda) sobre el desvío de la inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 7,7% anualizado en el período 2005T2 - 2024T3 (eje de la derecha)²².



En términos desestacionalizados, la inflación promedio trimestral se mantuvo estable a lo largo del año, acumulando 8 trimestres consecutivos en niveles inferiores a su promedio histórico.

En los tres trimestres de 2024 se destacan los efectos provenientes de la política monetaria, la cual mantuvo su carácter contractivo. Esto se evidencia en el propio impulso monetario como en la apreciación acumulada del tipo de cambio ("financieras"), que responde en parte a factores globales y en parte a factores domésticos. De este modo, la política monetaria ha sido un factor clave en la actual desinflación a través de sus diferentes canales de transmisión. Asimismo, se observa en estos trimestres una reducción de su contribución.

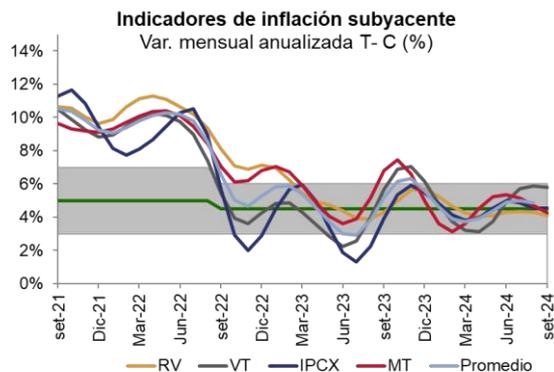
Por otra parte, la fuente principal de presiones inflacionarias son las variables internacionales, en un contexto de reducción de la tasa de interés internacional de referencia, junto a caídas en los precios de importación. De igual modo, este factor ha venido reduciendo su contribución en el año.

IV.3 Inflación subyacente

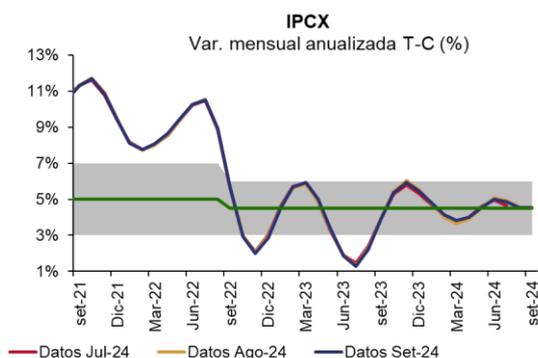
Los cuatro indicadores de inflación subyacente disponibles, medidos en variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, presentan guarismos dentro del rango meta y dan cuenta de una estabilidad en el margen. A su vez, tres de ellos

²² Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

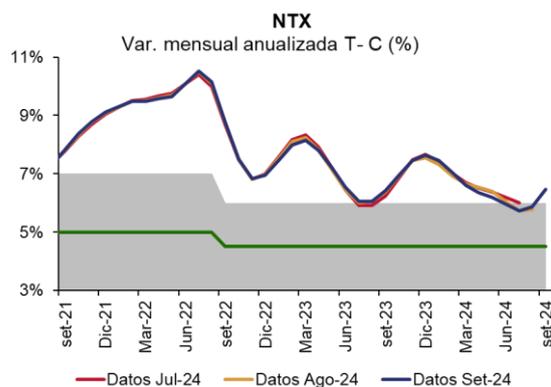
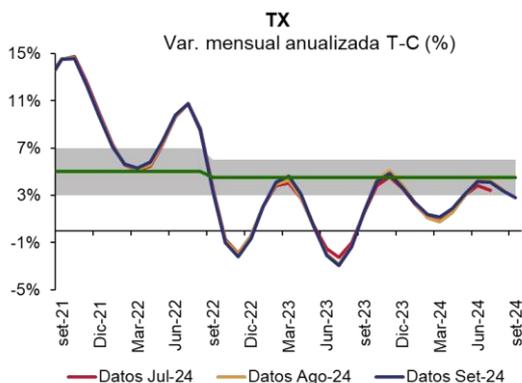
se ubican en valores cercanos al centro del rango meta: la Varianza Truncada (VT), la Media Truncada (MT), y el IPCX (que es el único que incluye pronósticos).



Por otra parte, se destaca que, al ir incorporando nueva información mensual, el IPCX muestra estabilidad en T-C en términos agregados y se continúa ubicando cercano al centro del rango.



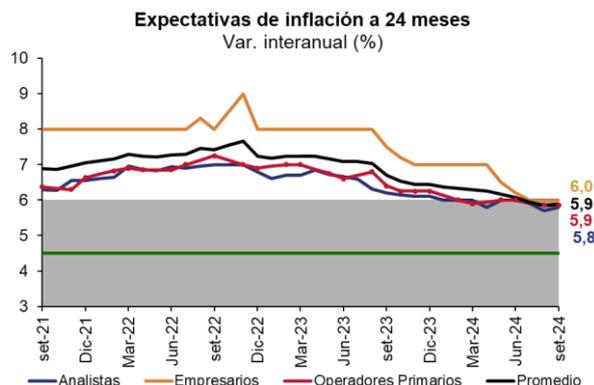
Esto es resultado de una desaceleración en el margen de los TX, mientras que los NTX aumentan y se reestiman al alza en el margen.



IV.4 Expectativas de inflación

En el tercer trimestre, todos los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a 24 meses), mostraron descenso con respecto a lo observado en junio, destacándose reducciones en las 3 mediciones en el entorno de 15-20 p.b. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas volvió a reducirse respecto a tres meses atrás. Así, acumula 7 trimestres de reducciones consecutivas y se ubica en 5,9%, dentro del rango meta y en el valor mínimo de la serie. Asimismo, es importante resaltar que es la primera vez en que cada una de las 3 medidas de expectativas se ubican dentro del rango meta.²³

Al analizar la mediana de expectativas de cada encuesta, se observa que la de analistas se ubicó en 5,8% en setiembre, 20 p.b. debajo respecto al registro de junio; la de empresarios se redujo 20 p.b. respecto a junio y se ubicó en 6%, llegando al rango meta y siendo el menor registro desde que se releva dicha encuesta; mientras que la de los mercados financieros se redujo 15 p.b. durante el tercer trimestre, ubicándose en 5,9%²⁴.

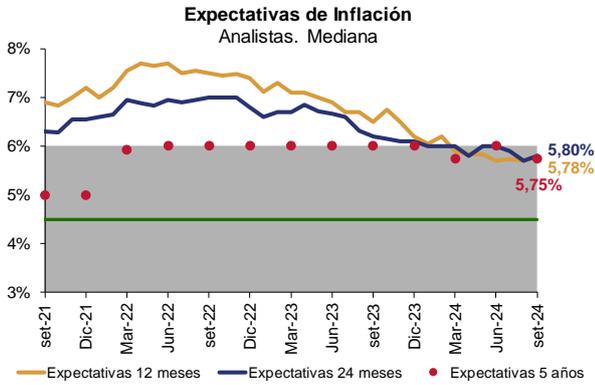


²³ Desde abril 2024 el BCU publica el promedio de expectativas de inflación a 24 meses considerando las tres encuestas disponibles: empresarios, analistas y operadores primarios. A partir de entonces, esta última sustituye a las expectativas implícitas en el diferencial de las curvas de rendimientos entre bonos nominales y bonos en unidades indexadas. Se considera que la encuesta refleja en forma más certera las expectativas de

los mercados financieros, al ser una fuente directa en lugar de una aproximación metodológica.

²⁴ Las encuestas de expectativas de inflación de analistas y de operadores primarios son relevadas por el BCU, mientras que la encuesta de empresarios es recopilada por el INE.

Por otro lado, las mediciones de analistas a distintos horizontes (12 meses, 24 meses y 5 años) convergen a un valor de 5,8%, estando entonces todas dentro del rango meta. En particular, se destaca el descenso de 25 p.b. de las expectativas de inflación para el horizonte de 5 años.



En este marco, en su reunión del 8 de octubre, el COPOM valoró positivamente el funcionamiento de la política monetaria, la permanencia de la inflación en torno al centro del rango meta y la convergencia gradual de sus expectativas. El Directorio del BCU decidió que la TPM continúe en 8,5%, consistente con el objetivo de consolidar la convergencia de la inflación y sus expectativas al 4,5% anual hacia el final del HPM.

V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria de las principales variables macroeconómicas consistente con la convergencia de la inflación al centro del rango meta al final del HPM (setiembre de 2026). En particular, se presenta la evolución esperada de la inflación, la actividad y el TCR, dada la información disponible al momento de celebrarse el COPOM.

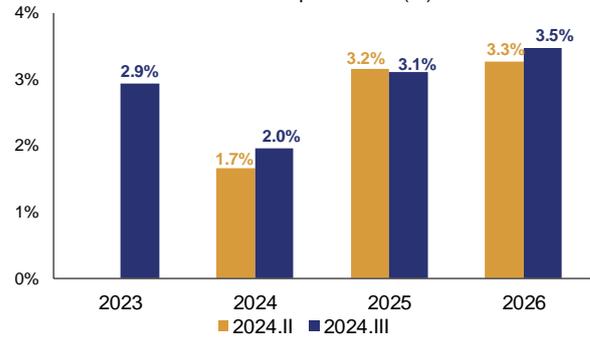
Al final del capítulo se plantean los principales riesgos que podrían incidir en esta trayectoria y se analiza cómo podrían afectarla.

V.1 El escenario base²⁵

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

La demanda externa relevante para Uruguay en 2024 crecería algo más de lo que se esperaba en junio y de forma similar en el resto del HPM.

Demanda externa relevante
Variación prom anual (%)

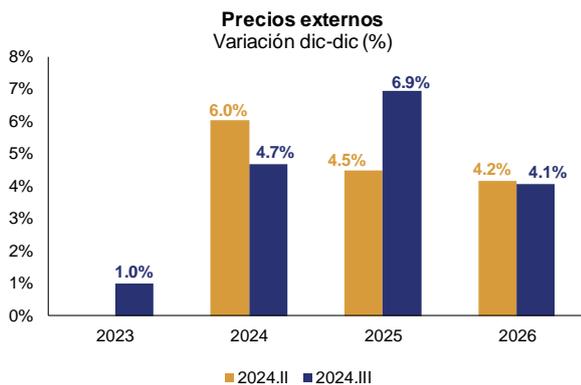


Respecto a lo presentado en el informe anterior, para 2024 se espera mayor crecimiento en EE.UU., la ZE y especialmente Brasil, así como una menor contracción en Argentina. Por su lado, para 2025 no se introducen mayores cambios y para 2026 se estima un mayor crecimiento de Argentina y Brasil junto a una expansión menor en la ZE.

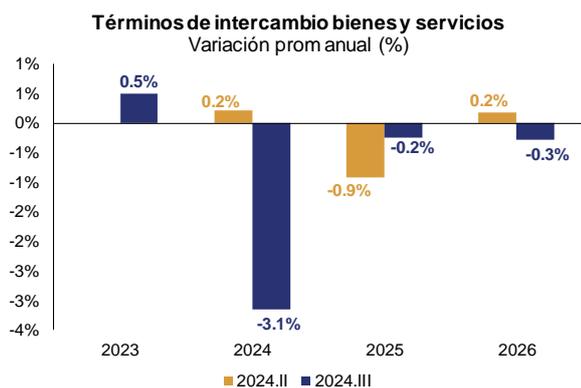
Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2023	2024	2025	2026
PIB externo relevante	2.9%	2.0%	3.1%	3.5%
Extra-región	4.1%	3.5%	3.3%	3.3%
China	5.6%	4.9%	4.6%	4.5%
Estados Unidos	2.5%	2.4%	1.6%	2.0%
Zona Euro	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%
Región	1.2%	0.0%	2.8%	3.5%
Argentina	-1.6%	-3.4%	3.6%	4.7%
Brasil	2.9%	2.9%	1.7%	2.0%

Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares aumentarían en 2024 menos de lo previsto en el COPOM anterior, explicado por la menor inflación doméstica en Brasil y en la extra-región. Asimismo, en 2025 los precios externos crecerían más de lo previsto, mientras que en 2026 lo harían levemente por debajo de lo esperado en el COPOM pasado. De este modo, hacia el final del HPM el nivel de precios externos relevantes para Uruguay se ubicaría por encima de lo esperado en el trimestre anterior.

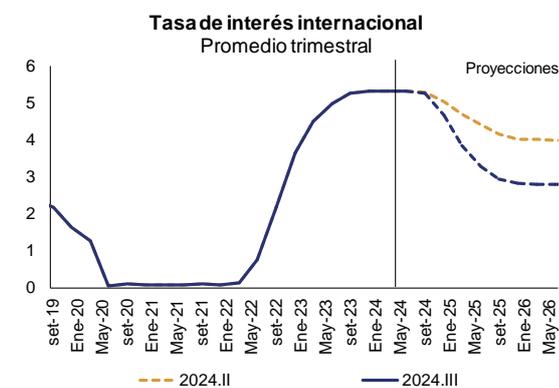
²⁵ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacaron: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo



En cuanto a la relación de términos de intercambio, en 2024 se espera un deterioro de 3,1%, versus la moderada ganancia esperada en el informe anterior. Por su parte, en 2025 se sigue esperando una caída del ratio, pero algo menor que la prevista anteriormente. Finalmente, para 2026 en cambio, se espera una pérdida de 0,3%, frente a la ganancia de 0,2% que se proyectaba en el informe de junio.

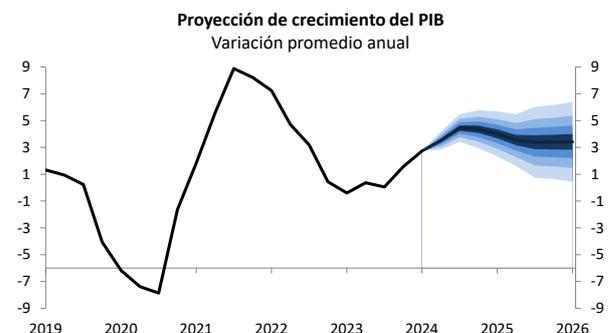


Por último, las condiciones financieras internacionales serían más favorables que las esperadas tres meses atrás, al influjo de la senda menor que se estima tendrá la tasa de la FED en este informe. Sin embargo, existen riesgos derivados de los conflictos geopolíticos y de las elecciones en EE.UU. que implicarían mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.



En el escenario de referencia, la economía recupera su dinamismo en 2024 tras los impactos negativos de la sequía, el cierre de la refinera, la balanza turística y la finalización de obras de UPM II, que afectaron el crecimiento en 2023. Para el resto del HPM, el PIB mantendría su ritmo de crecimiento, al influjo del gasto privado.

Este escenario está enmarcado en un alto nivel de incertidumbre, asociado en gran medida al desempeño de la región que mantiene actualmente desequilibrios macroeconómicos persistentes. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo del gráfico fan chart, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En particular, en este informe la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento potencial (en torno a 2,5%) al final del HPM es similar a la estimada en el COPOM anterior, pasando de 67% a 65%.

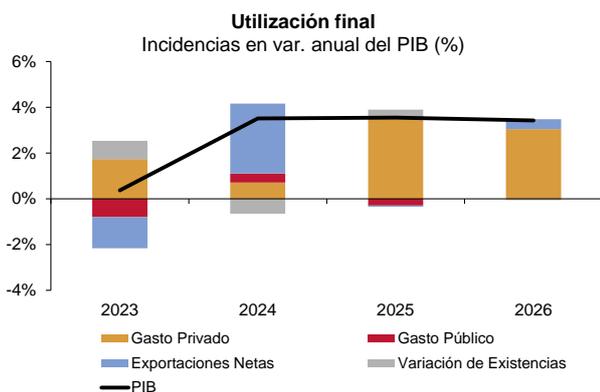


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

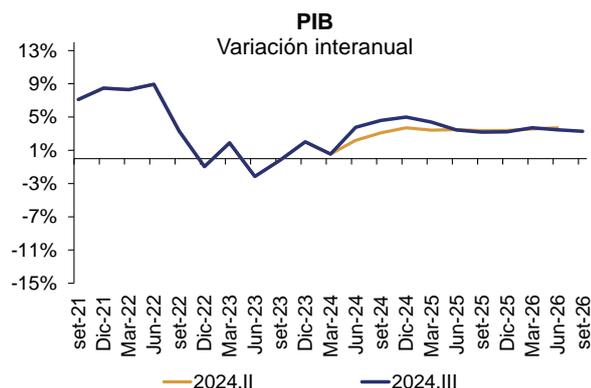
Desde la perspectiva de los componentes de la demanda, las exportaciones netas serían el principal factor de crecimiento en 2024, debido a la reversión de los efectos de la sequía sobre los cultivos y la actividad pecuaria. El gasto privado también contribuiría al crecimiento, al influjo de la recuperación de la masa salarial y la disolución de la fuga de consumo hacia Argentina observada en 2023, a lo que se agrega a partir del cuarto trimestre de 2024 el ciclo a la baja de tasas por parte de la FED. Para 2025 y 2026, el gasto privado se proyecta como el principal motor de crecimiento de la economía.

V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad



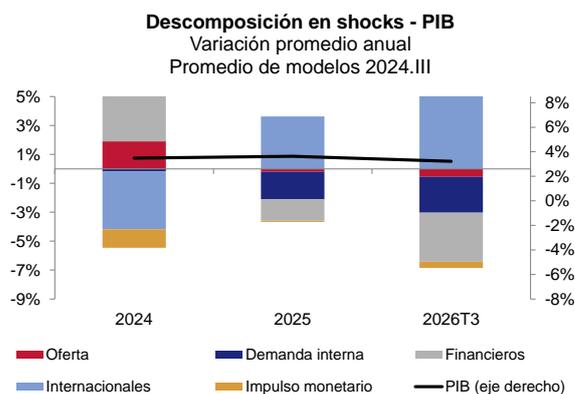
En términos interanuales, la proyección del PIB para el segundo semestre de 2024 muestra una trayectoria superior a la presentada en el informe anterior. Esto se debe al efecto arrastre del mayor crecimiento efectivo registrado en el segundo trimestre de 2024, el cual se mantendría hasta mediados de 2025. De ahí en más, el crecimiento proyectado para el resto del HPM permanece similar al del IPOM anterior.



De acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2024 estaría impulsado por la oferta doméstica, destacándose el incremento de la productividad. Contribuyen en el mismo sentido los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio, mientras que en sentido inverso actúan el impulso monetario y el entorno internacional²⁶.

El dinamismo en el resto del HPM estaría explicado por un contexto internacional más favorable, dado por condiciones financieras menos restrictivas ante los recortes de la tasa de interés de referencia y la mayor inflación externa, que implica una ganancia de precios relativos para la economía doméstica. Por otra parte, los shocks financieros (paridad de tasas) revertirían su impacto y contribuirían negativamente; lo mismo sucede, aunque en menor medida, con los shocks de oferta al diluirse los efectos positivos de los irregulares de 2024. Por

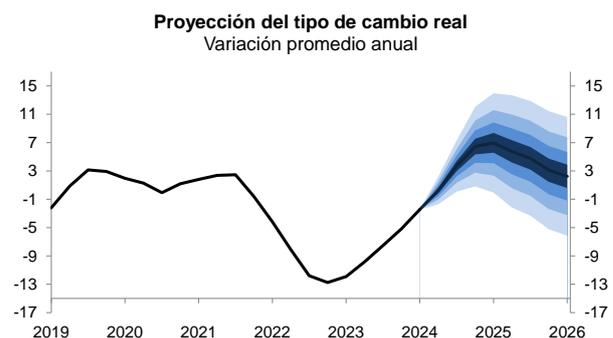
otra parte, se identifican shocks negativos de demanda interna, dados por un comportamiento menos expansivo del gasto público y por un crecimiento de la inversión privada a un ritmo menor que el correspondiente a un contexto financiero internacional más benévolo. En este período el impulso monetario mostraría un impacto moderado.



Tipo de cambio real

En este escenario, el TCR exhibiría una senda creciente en el HPM. De acuerdo con la metodología fan chart habría un 63% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor similar al 66% reportado en el informe anterior.

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



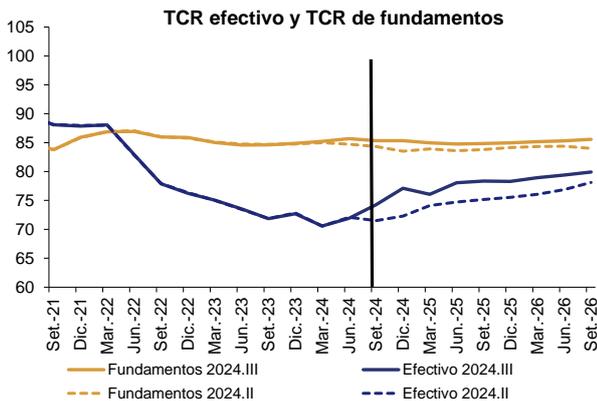
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Las sendas proyectadas del TCRf y del TCRE se corrigen al alza. En el caso del TCRf, esta corrección se origina básicamente en la menor senda esperada para los términos de intercambio respecto al informe anterior.

²⁶ El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB

respecto a su promedio histórico, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2024T1 (eje de la derecha).

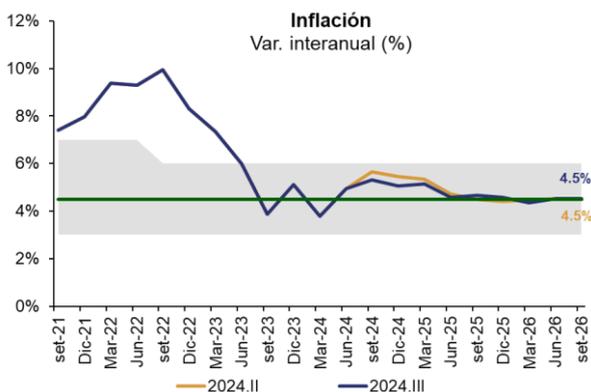
Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR (promedio de 3 metodologías) parte de un valor de 13 p.p. y se va cerrando lentamente en el horizonte de proyección. De esta forma, al final del HPM, el TCR se encontraría 6,6 p.p. por debajo de su nivel de fundamentos, recortando la mitad del desvío inicial.



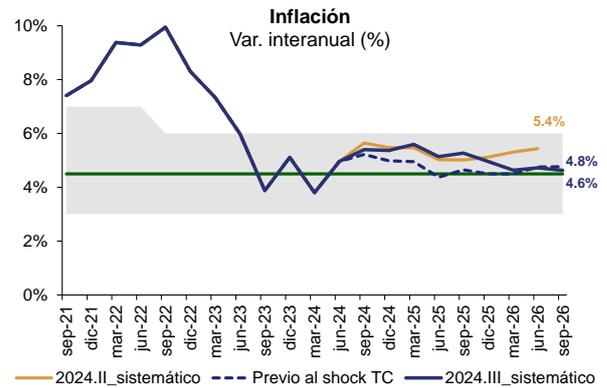
Inflación

La senda proyectada de inflación corrige a la baja y evoluciona levemente por debajo de la simulación anterior, manteniéndose siempre dentro del rango meta y en torno a su centro de 4,5% en la segunda mitad del HPM. En este escenario, la política monetaria pasa de fase contractiva a neutral y las expectativas de inflación de los agentes continúan reaccionando favorablemente.

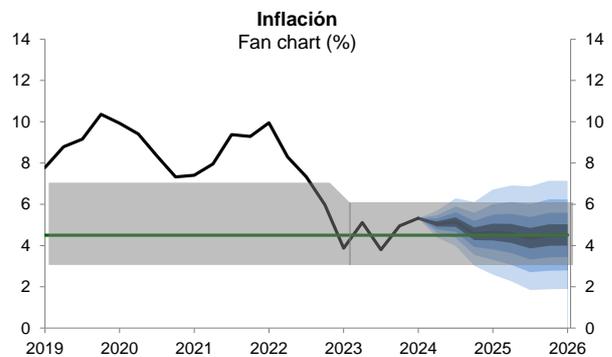
La evolución de la inflación también está determinada por otros factores macroeconómicos, como las brechas de TCR y de PIB negativas, aunque ambas se reducen en el horizonte de proyección.



Un elemento a destacar es que esta senda se vio afectada por la nueva dinámica ya comentada en el mercado de cambios durante el mes de setiembre. En ese sentido se realizaron dos proyecciones una con la situación previa al aumento del valor de la divisa y otra con la situación actual, dichas proyecciones se presentan en el siguiente gráfico.



Asimismo, la confianza de que la inflación se encuentre por debajo del techo del rango meta al final del horizonte se mantiene en 79%, al igual que en el informe anterior.

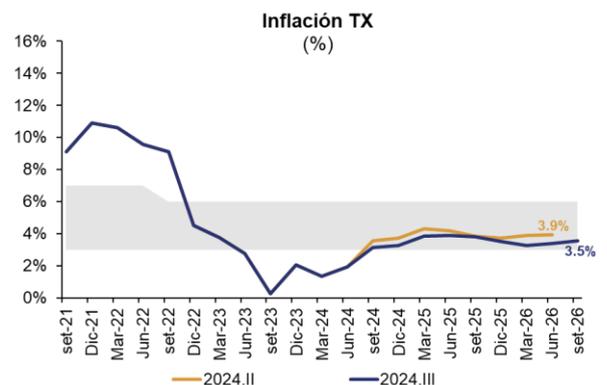


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

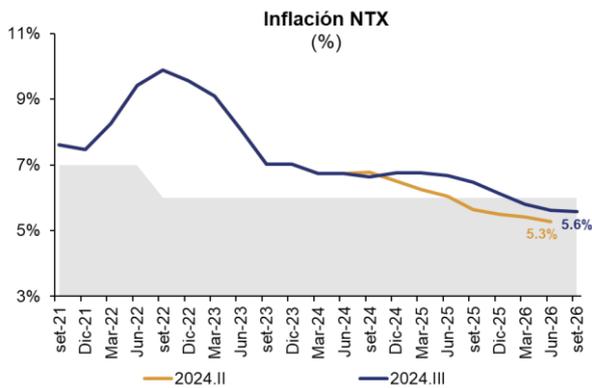
La senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la de la inflación.

Los componentes del IPCX (precios TX y NTX) presentan trayectorias dispares.

Por un lado, los TX evolucionan levemente por debajo de la simulación del trimestre anterior. En el primer año de proyección estaría incidiendo el menor punto de partida, donde este componente mostró una aceleración menor a la prevista en el COPOM anterior. Sobre el final del horizonte de política, la menor depreciación proyectada determina un menor crecimiento de TX.

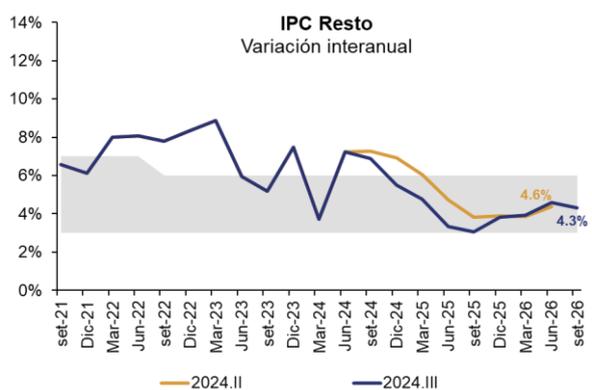


Por su parte, los NTX evolucionan por encima de la simulación presentada en el informe pasado dada la aceleración inicial que se perpetúa por la alta persistencia que caracteriza a este componente. Se ubican por encima del techo del rango meta durante la primera mitad del HPM y se desaceleran al final, al influjo de la dinámica salarial y las ganancias de credibilidad.



Finalmente, la senda de IPC Resto es inicialmente inferior a la considerada en el informe anterior, a raíz de datos efectivos más bajos, para luego converger a niveles similares.

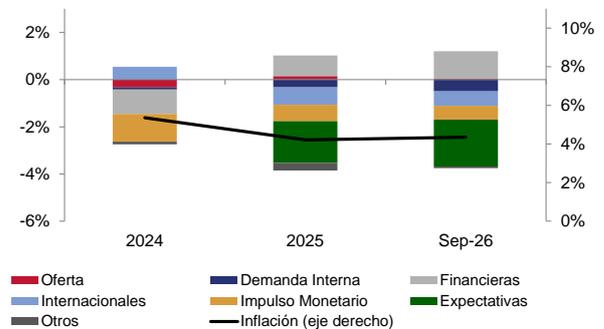
La trayectoria está guiada por la reversión de los shocks de oferta sobre frutas y verduras y el precio del petróleo, junto a las tarifas públicas y demás servicios administrados evolucionando en línea con el objetivo de inflación, dado el marco de coordinación de políticas monetarias, fiscales y de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



Los distintos factores que afectan a la inflación pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco de un modelo DSGE²⁷. En este contexto, la permanencia de la inflación en niveles dentro del rango meta y la convergencia al centro del mismo se logra en parte por las acciones del BCU, que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con el centro del rango. Esto a su vez redonda progresivamente en menores expectativas de

inflación, las que van incidiendo en el proceso de formación de precios, salarios y márgenes empresariales, proceso que se consolida durante el HPM. Asimismo, las tarifas públicas y demás administrados evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de "otros", donde también se incluyen las frutas y verduras). A partir de 2025, también favorecen a una menor inflación la evolución de las variables internacionales (precios y condiciones financieras menos restrictivas), mientras que la depreciación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) presionaría al alza la inflación a medida que se corrige la brecha de TCR.

Descomposición proyecciones - Inflación
Tasas de variación interanual (prom trim)
Promedio de modelos 2024.III



Tasa de interés

En este marco, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad, y genera una senda para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y la evolución de los salarios nominales según lo acordado en los convenios. Asimismo, incorpora la decisión adoptada en el COPOM del 8 de octubre que mantiene la TPM en un nivel de 8,5%.

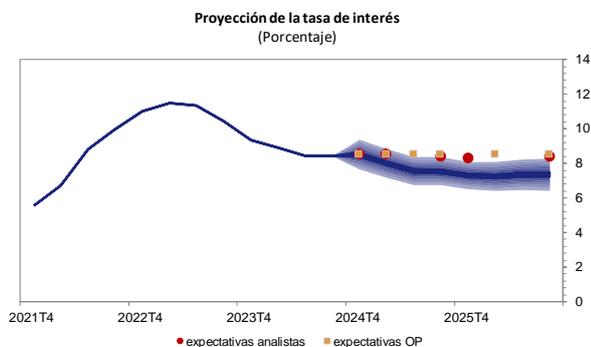
Esta trayectoria puede ilustrarse en un gráfico fan chart, que muestra el rango en el que se podría ubicar la TPM dado el escenario de referencia y los riesgos resumidos en el Mapa de Riesgos (MR). Por tanto, es consistente con las proyecciones presentadas previamente y con el análisis de riesgos que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

Esta senda refleja una trayectoria decreciente para la TPM al inicio del HPM y estable hacia el final.

²⁷ Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio

histórico que es 7,5% interanual en el periodo 2005T2-2024T3 (eje de la derecha).

Por otra parte, la senda esperada por los analistas, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, se ubica dentro de la trayectoria central en el primer paso y algo por encima en el resto 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 motivos provenientes del exterior son: la situación macro-financiera de la región, el ritmo de salida de la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados, las dificultades para sostener el dinamismo de la economía china y el incremento de conflictos geopolíticos. A nivel doméstico, se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al rango meta y el ciclo político electoral. 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 MR²⁸.

Riesgos externos

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

Para este COPOM, al evaluar los factores que explican la ubicación de los diferentes riesgos en el mapa, se resolvió modificar al alza la probabilidad de uno de ellos, mientras que otros dos se ajustaron a la baja.



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 ese sentido, persisten desequilibrios macroeconómicos y una elevada incertidumbre económica y política, que implican un riesgo con probabilidad de materialización alta e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección. En caso de materializarse, dificultaría el crecimiento y podría desencadenar salidas de capitales en la región, impactando negativamente en Uruguay por sus efectos sobre el nivel de actividad y sobre la estabilidad financiera y cambiaria.

Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5) incluye los impactos del conflicto entre Rusia y Ucrania, así como los del conflicto en Medio Oriente, con consecuencias financieras y en los precios de commodities. La probabilidad de materialización se mantiene en nivel medio-alta, que refleja la situación de tensión en dichos conflictos, con un impacto medio sobre la actividad.

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

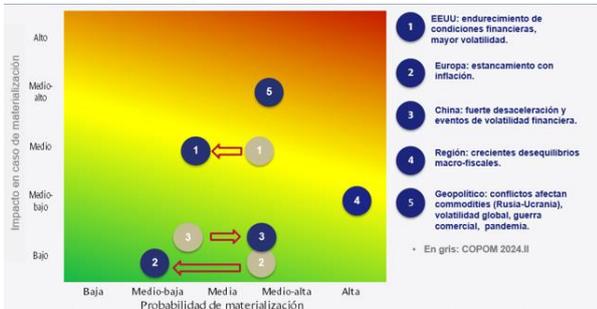
Mientras tanto, el riesgo vinculado a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. (riesgo 1) reduce su probabilidad de materialización desde media-alta a media. Este riesgo recoge una potencial reacción de la FED más agresiva de lo esperado, que supondría un ritmo de reducción de su tasa de política más lento que el previsto en el escenario base. Un eventual endurecimiento mayor de las condiciones monetarias podría generar caídas en los precios de

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

los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes, al tiempo que también podría inducir una recesión en EE.UU.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) disminuye su probabilidad de materialización de medio-alta a medio-baja, como consecuencia de la moderada recuperación que exhibió la economía en el último trimestre, así como por la desaceleración de la inflación. En cualquier caso, de materializarse, el impacto en la actividad doméstica es bajo debido al escaso peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y a la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en la inflación



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

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

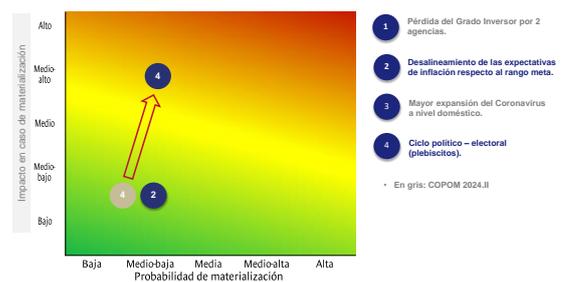
Riesgos domésticos

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

El riesgo político electoral (riesgo 4), fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones nacionales de octubre de 2024 entraran dentro del HPM. Su inclusión inicial se basó en que la evidencia empírica sugiere que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en un período previo a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables

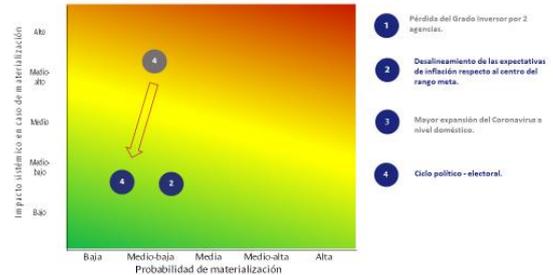
económicas y financieras, y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas. En el momento de la reunión del COPOM celebrado en el mes de octubre, la incertidumbre se originó en buena medida por el plebiscito sobre la seguridad social. En el momento de realizar el COPOM, este riesgo presentó una leve modificación al alza en la probabilidad y una corrección al alza más relevante en el impacto en caso de materialización.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en actividad



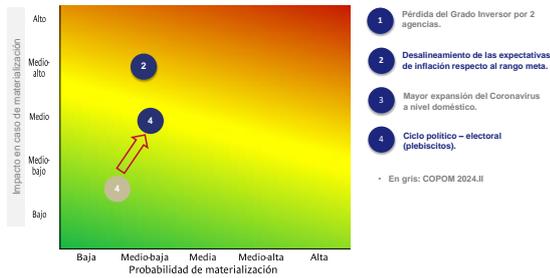
Al momento de publicar el presente informe se conoció el resultado sobre la no aprobación del plebiscito sobre la seguridad social, de modo que el mapa de riesgos volvió a una situación similar al informe anterior.

Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la actividad.



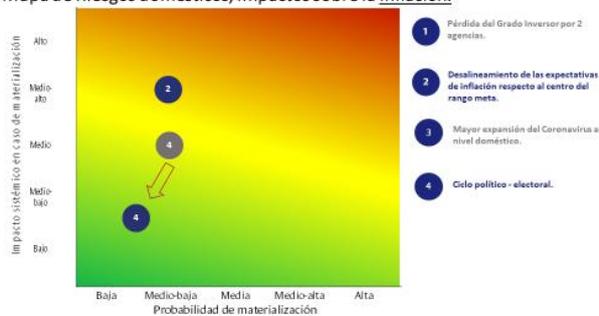
Por otra parte, la probabilidad de ocurrencia del riesgo de desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del centro del rango meta se mantiene estable (riesgo 2), situándose en zona media-baja. El descenso sostenido en las expectativas inflacionarias de los distintos agentes y la consolidación de la moderación salarial en la última ronda de negociación, han mantenido la probabilidad de materialización en zona verde. No obstante, se sigue considerando el principal riesgo doméstico a monitorear respecto a la inflación. Por un lado, si bien las expectativas de los distintos agentes han seguido convergiendo progresivamente al rango meta, aún se encuentran alejadas del centro del rango. Asimismo, este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, debido a que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en inflación



Al igual que en caso de los riesgos sobre el nivel de actividad, la no aprobación de la reforma constitucional, vuelve al ciclo electoral a la situación original en el mapa de riesgos.

Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la inflación.



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

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