



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Segundo trimestre 2024



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

La perspectiva sobre el dinamismo del nivel de actividad global muestra escasa variación respecto a lo que se preveía el trimestre pasado. En tal sentido, se mantienen inalteradas las proyecciones para 2024 y 2025, con mínimas modificaciones en la composición del crecimiento entre regiones.

La inflación mundial exhibe cierto descenso, tras un largo período en el cual presentó mayor resistencia a la baja que lo esperado. No obstante, los precios de servicios continúan aumentando por encima del nivel general de precios de la economía, lo que indica que las presiones en el núcleo más duro de la inflación no se han terminado de abatir.

En la región, Argentina continúa presentando evoluciones divergentes entre el contexto monetario-financiero y las variables del sector real. Recientemente se registró una ampliación de la brecha cambiaria, al tiempo que tras las sensibles caídas del nivel de actividad y del consumo durante el primer trimestre, los datos de alta frecuencia mostraron estabilidad en abril y un ligero repunte en mayo. Mientras tanto, en Brasil se advierte un dinamismo mayor al esperado, pese al shock negativo de las inundaciones en el sur. Asimismo, los desafíos en el frente fiscal, el volátil contexto externo y la robustez del mercado laboral, llevaron a que el Banco Central de Brasil (BCB) interrumpiera su ciclo de recortes en su tasa de política (Selic), ante el progresivo desalineamiento de las expectativas de inflación para los próximos períodos.

I.2 Contexto interno

En el primer trimestre de 2024, la actividad económica exhibió una variación trimestral desestacionalizada de 0,9% y se ubicó 0,6% por encima del nivel de un año atrás.

A nivel de sectores, el crecimiento interanual fue impulsado principalmente por la generación de energía hidráulica acompañada por algunos sectores de servicios. Este dinamismo fue parcialmente compensado por el menor valor agregado de la industria y la construcción. Por el lado del gasto, se registró contracción de la demanda interna y expansión de la demanda externa neta, lideradas por la formación bruta de capital y las exportaciones de bienes y servicios, respectivamente.

De acuerdo con indicadores de alta frecuencia y proyecciones de corto plazo de los servicios, se espera que la actividad se expanda en los próximos dos trimestres en términos desestacionalizados, ante el crecimiento moderado del consumo privado y la recomposición de la demanda externa neta. Por el lado de la oferta, varios efectos irregulares

continuarían diluyéndose paulatinamente con efecto neto positivo.

Por otra parte, a marzo el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 3,4% del Producto Bruto Interno (PIB), aumentando 0,2 p.p. (puntos porcentuales) respecto a igual período del año anterior. A nivel institucional, se observó un leve cambio en el comportamiento del sector privado (de 0,1% a -0,1%), mientras que el déficit del sector público se mantuvo estable.

Asimismo, el Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global, se depreció 1,6% en el trimestre móvil cerrado en junio (preliminar) con respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con Argentina. Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos registró una leve apreciación en la misma comparación.

Mientras tanto, en el segundo trimestre el Tipo de Cambio Real de Fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se apreciaría levemente (0,3%) con respecto al trimestre anterior. El aumento de la productividad relativa impulsa la apreciación del TCRf, mientras que el descenso del ratio Gasto Privado-PIB, la baja de los términos de intercambio y la menor relación Gasto Público-PIB impactan en sentido contrario.

Por otro lado, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora y se dispone con mayor rezago, acumula un aumento de 0,9% en el promedio del trimestre móvil a abril, revirtiendo la desmejora observada en el informe pasado.

Finalmente, en el año culminado a mayo el Sector Público Global (SPG) tuvo un resultado deficitario de 4,4% del PIB. Asimismo, en el año a marzo 2024 se observó un aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 41,7% de PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras como la mayor participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se mantiene en niveles inferiores a sus pares de la región y la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia, obteniendo la mejor calificación en su historia por parte de las tres principales agencias calificadoras de riesgo.

I.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a junio se incrementó 116 p.b. (puntos básicos) respecto al trimestre anterior

y se ubicó en 5%, manteniéndose así 13 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 general estuvo guiado por la aceleración de IPC Resto, particularmente por el componente de frutas y verduras. Asimismo, la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX se incrementó en menor medida que la inflación headline, con respecto al valor observado en marzo, ubicándose en 4,2% a junio. Cabe destacar que dentro del IPCX se incrementó el componente Transable (TX), mientras que la inflación No Transable (NTX) se mantuvo estable en términos interanuales.

En junio, los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM¹ (a 24 meses) mostraron estabilidad o desaceleración con respecto a lo observado en marzo, destacándose el dato de la encuesta de empresarios, que cayó 80 p.b. respecto al trimestre anterior. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas monitoreadas por el BCU se redujo respecto a tres meses atrás, acumulando 6 trimestres de reducciones consecutivas y ubicándose en 6,1%, el valor mínimo de la serie.

1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

A partir de este informe se presenta una proyección consistente con la convergencia de la inflación al centro del rango meta al final del HPM (junio 2026), siendo que el conjunto de políticas macroeconómicas actuará para lograr este objetivo. La misma constituye desde este momento la nueva referencia de proyección.

En el escenario de referencia la economía crecería en torno a 2,5% promedio en 2024 y cerca de 3,5% en el resto del HPM. El principal motor de crecimiento en el horizonte serían las exportaciones netas (2024) y el gasto privado (2025).

La inflación interanual se mantendría dentro del rango meta durante todo el HPM y convergería al centro del rango (4,5%) al final del horizonte. Dicha evolución estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva en todo el HPM, la acción de los distintos mecanismos de transmisión y el marco de coordinación de políticas pautado por

aumentos de precios administrados compatibles con el centro del rango.

Esta dinámica se daría en el marco de expectativas de inflación que continúan reaccionando favorablemente a la fase contractiva de la política monetaria. 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 negativo a lo largo de todo el horizonte.

Los principales riesgos para el nivel de actividad refieren a los desequilibrios macroeconómicos de la región.

Por otra parte, el principal riesgo para la inflación está asociado a la no convergencia de las expectativas hacia el centro del rango, determinando una mayor persistencia inflacionaria a través de los ajustes de precios y de la dinámica salarial. Este riesgo tiene alto impacto y probabilidad reducida. Asimismo, se destaca el riesgo derivado del aumento de las tensiones geopolíticas globales, con impacto directo en los precios de los commodities y de los costos de transporte, e indirecto en el aumento de la aversión al riesgo por parte de los inversores, que redunde en una apreciación del dólar a nivel global.

1.5 Decisiones de política monetaria

Durante el primer trimestre de 2024 se celebraron dos reuniones del Comité de Política Monetaria (COPOM). En la reunión de fecha 10 de abril se resolvió una reducción de 50 p.b. de la Tasa de Política Monetaria (TPM), fijándola en 8,5%. Este valor, que se encuentra en el entorno de la fase neutral de la política monetaria, se ha mantenido en los siguientes dos COPOM.

Por su parte en la reunión de fecha 16 de julio la decisión fue mantener la tasa en 8,5%. En el comunicado se explicita que tal decisión se basó en el objetivo de consolidar la baja sostenida de la inflación y las expectativas en el objetivo de 4,5% en el HPM.

1.6 Gestión de la política monetaria

La gestión monetaria tiene por objetivo generar condiciones de liquidez consistentes con los anuncios realizados por el COPOM. 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.

¹ A partir de abril de este año se sustituye el indicador de expectativas de inflación implícito en el diferencial de la curva de rendimientos de los bonos en pesos y unidades indexadas por la encuesta de expectativas de inflación relevada a los

operadores primarios que realiza BCU y se publica de manera oficial desde abril. Para más información ver cuerpo del informe (Sección IV.4 Expectativas de inflación)

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 muestran escasas alteraciones respecto a lo que se preveía el trimestre pasado. En tal sentido, se mantienen las proyecciones para 2024 y 2025 con modificaciones mínimas en la composición del crecimiento entre regiones.

En este marco, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo la estimación de crecimiento mundial para 2024 en su actualización de julio en 3,2% y elevó la proyección para 2025 de 3,2% a 3,3% respecto a su reporte de abril². El organismo mantiene las proyecciones de crecimiento para las economías avanzadas en 1,7% para 2024 y en 1,8% para 2025. Por su parte, las economías emergentes, de acuerdo con el reporte de julio, crecerían 4,3% tanto en 2024 como en 2025, lo que marca una corrección de 0,1% al alza en la proyección de ambos años, siempre en comparación con lo que proyectaba en abril.

La inflación a nivel global muestra cierto enlentecimiento, tras un largo período en el cual exhibió mayor resistencia que lo esperado. Sin perjuicio de lo anterior, los precios de servicios continúan presentándose por encima del resto de los precios de la economía, lo que obedece a que las presiones salariales suelen impactar más en ese rubro.

La mencionada resistencia de la inflación durante la primera mitad del año, especialmente en EE.UU. (Estados Unidos), en un marco de mejores perspectivas para el nivel de actividad, retrasó el inicio del ciclo expansivo de la política monetaria en dicho país y a nivel global. En tal sentido, numerosos bancos centrales, en particular los pertenecientes a economías emergentes, muestran cautela en el ritmo de recortes en sus tasas de política, debido a los riesgos que supone un incremento en el diferencial entre sus tasas domésticas y las de EE.UU. para la estabilidad cambiaria. No obstante, los datos de inflación correspondientes a junio se presentaron por debajo de las expectativas en EE.UU., lo cual condujo a que

los agentes del mercado aumenten la probabilidad asignada a que la FED inicie su ciclo de recortes en su reunión de setiembre y totalice dos recortes de 25 p.b. en lo que resta del año. Asimismo, los datos correspondientes al mercado laboral también exhiben algo menos de firmeza en los últimos meses, lo cual apuntala la expectativa de que el ciclo expansivo de la política monetaria pueda iniciarse en setiembre. Por su parte, el mantenimiento de las tasas de interés elevadas durante los últimos meses en EE.UU., sumado al ambiente de mayor riesgo geopolítico, le dieron impulso al dólar frente a otras divisas hasta finales de junio. En contraste, las perspectivas de reducción de las presiones inflacionarias y la consecuente consolidación de expectativas de inicio de recorte en la tasa de política por parte de la FED en setiembre, condujeron a un descenso también en las tasas más largas, lo cual, a su vez, restó presión sobre el dólar a nivel global las últimas semanas.

Entre tanto, los activos financieros exhibieron ganancias durante el trimestre, especialmente en EE.UU., pese a la perspectiva de tasas más elevadas. Sin perjuicio de lo anterior, dichas ganancias continúan concentradas en pocas empresas pertenecientes al sector tecnológico.

Por su lado, los precios de los commodities mostraron estabilidad en el trimestre, con cierta tendencia descendente por el lado de los metálicos.

A nivel regional, en Argentina luego de seis meses de asumido el nuevo Gobierno, se continúan observando evoluciones divergentes entre el contexto monetario-financiero y las variables concernientes al sector real de la economía. Sin perjuicio de lo anterior, si bien se continuó avanzando en las correcciones de los desequilibrios macroeconómicos, se registró una ampliación de la brecha cambiaria. Con respecto a las variables reales, tras las sensibles caídas del nivel de actividad y del consumo durante el primer trimestre, los datos de alta frecuencia mostraron estabilidad en abril y un ligero repunte en mayo. Por el lado de Brasil, los datos de alta frecuencia señalan un dinamismo mayor al esperado, pese a las inundaciones registradas en el sur. Asimismo, los desafíos en el frente fiscal, el volátil contexto externo y la robustez del mercado laboral, llevaron a que el BCB interrumpiera su ciclo de recortes en su tasa Selic, ante el progresivo desalineamiento de las expectativas de inflación para los próximos períodos.

Actividad global

Los datos de alta frecuencia mantienen robustez a escala global, aunque con diferencias entre los

² FMI, World Economic Outlook (Julio 2024).

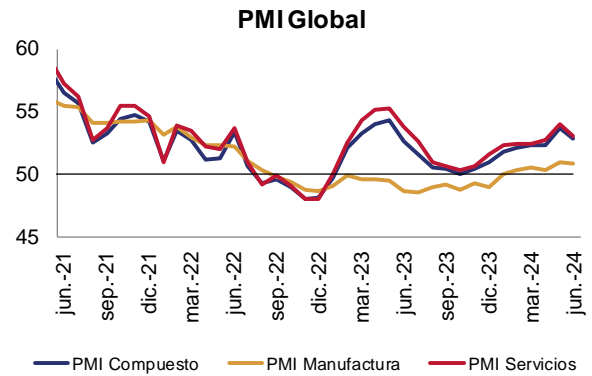
grandes bloques económicos. Por el lado de EE.UU., tras un período de sostenida expansión, el país mostró cierto enlentecimiento durante el primer trimestre. El nivel de actividad continuaría ralentizándose en lo que resta del año y en 2025, como consecuencia de un menor dinamismo en el mercado laboral, que conduzca a una moderación en el consumo, y de la gradual corrección del desequilibrio fiscal. En cuanto a la Zona Euro (ZE), se espera una modesta reactivación en 2024 y 2025, tras el estancamiento observado durante casi todo 2023. El crecimiento en el primer trimestre de 2024, obedeció al buen desempeño de las exportaciones, al tiempo que, al influjo de un mayor consumo impulsado por el aumento de los salarios reales, se mantendría el dinamismo en lo que resta del año y en 2025. Mientras tanto, en China la proyección de crecimiento se corrige al alza en 2024 tras el buen dato observado en el primer trimestre, moderándose en 2025, continuando con una lenta desaceleración debido a los obstáculos derivados del envejecimiento poblacional y la desaceleración de la actividad.

Por su lado, en EE.UU. el PIB creció 1,4% durante el primer trimestre en términos desestacionalizados y anualizados, tras el incremento de 3,4% registrado en el último trimestre de 2023. 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. En este marco, el FMI revisó su proyección de crecimiento a la baja para 2024 desde 2,7% en abril a 2,6% en julio y la de 2025 se mantiene en 1,9%.

A su vez, en la ZE el PIB creció 0,3% durante el primer trimestre, tras el estancamiento desestacionalizado registrado en el cuarto trimestre de 2023. El FMI revisó al alza su previsión de crecimiento a 0,9% para 2024, mientras que para 2025 se espera un crecimiento 1,5%, en línea con el informe de abril.

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. Se trata de la tasa de crecimiento más baja desde el segundo trimestre de 2022 y 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. Si bien el FMI ajustó al alza las proyecciones de crecimiento hasta 5% en 2024 y hasta 4,5% en 2025, dichas proyecciones fueron realizadas previo a la publicación del dato del segundo trimestre, por lo cual, es probable que se registre una corrección a la baja en la próxima estimación.

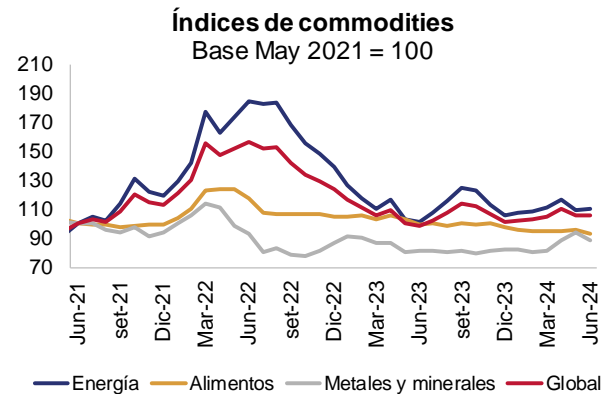
Entre los datos de alta frecuencia globales, los Purchasing Managers Index (PMI) exhiben desaceleración en el margen, aunque los tres indicadores se mantienen por encima del nivel de neutralidad.



Fuente: Bloomberg.

Commodities

Tras el aumento registrado en el primer trimestre, los precios de las materias primas registraron una leve caída en el segundo trimestre. Las tres grandes agrupaciones (energéticos, alimentos y metálicos) mostraron descensos, aunque con diferente cadencia: mientras los energéticos comenzaron a bajar en abril y exhiben un ligero repunte en el margen, los alimentos caen desde fines del año pasado, al tiempo que los metálicos se apreciaron hasta mayo y comenzaron a descender en junio.



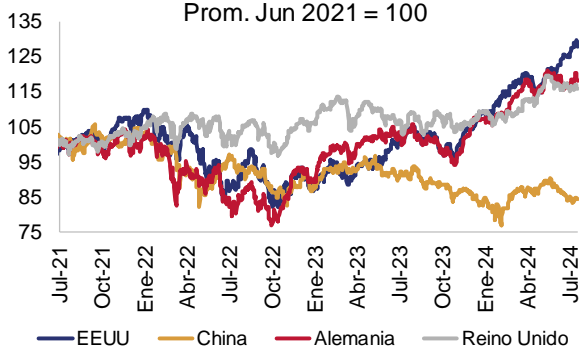
Fuente: Banco Mundial.

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 condujeron a cierta volatilidad en las expectativas de los agentes que postergaron la fecha esperada de inicio del ciclo expansivo de la política monetaria por parte de la FED.

Índices accionarios globales

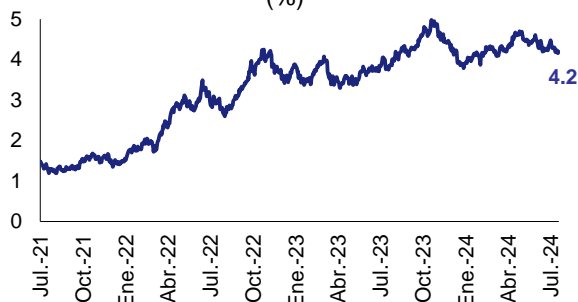
Prom. Jun 2021 = 100



Fuente: Bloomberg.

Sin perjuicio de lo anterior, los últimos datos de inflación en EE.UU. consolidaron las expectativas de que la FED inicie los recortes en la tasa de referencia en su reunión de setiembre y que realice otro recorte en diciembre. En este contexto, la tasa de los Treasuries a 10 años retornó al entorno de 4,2%, nivel similar al que se ubicaba a fines del trimestre pasado, tras la suba de unos 40 p.b. que experimentó entre abril y mayo.

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

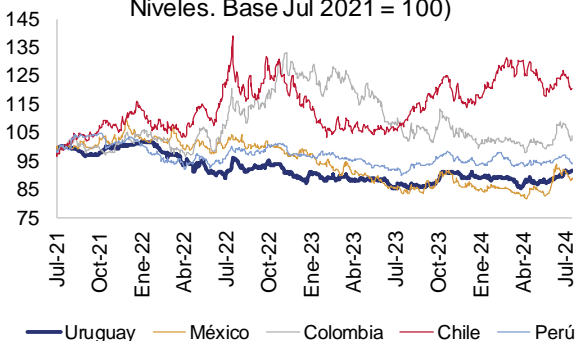


Fuente: Fed.

Entre tanto, el dólar se apreció a nivel global hasta el final del trimestre, tanto con respecto a divisas de economías avanzadas como de economías emergentes, debido a la mencionada suba de tasas en EE.UU. y del aumento de la incertidumbre derivada de la tensión geopolítica.

Dólar en la región

Niveles. Base Jul 2021 = 100

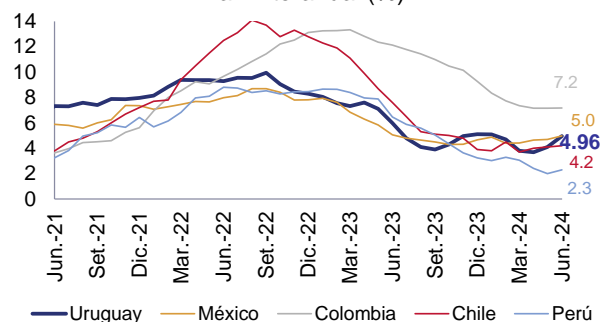


Fuente: Bloomberg y BCU.

En lo que va de julio, y al cierre de este informe, se viene registrando un descenso del valor del dólar a nivel global, evolución que también siguieron las monedas regionales. De todos modos, la depreciación de los meses precedentes añadió mayores presiones inflacionarias a las economías de la región, que vieron detenido el proceso desinflacionario que experimentaron desde el año pasado.

Inflación

Var. interanual (%)

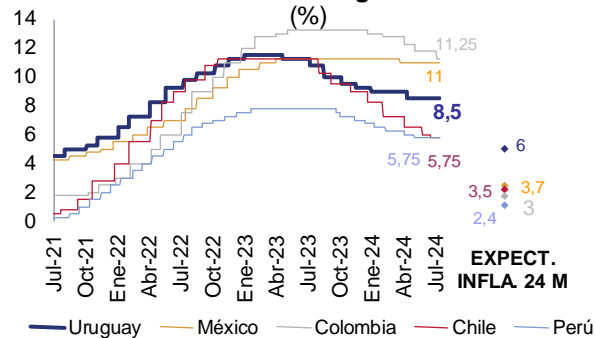


Fuente: BCU, BRC, BCCH, BANXICO, BRP.

Ante las mayores presiones inflacionarias, los bancos centrales de la región, con excepción del de Chile, frenaron su ciclo expansivo de la política monetaria.

TPM en la región

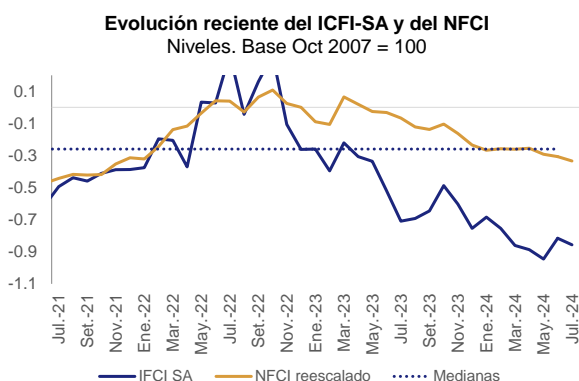
(%)



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 región³.



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.

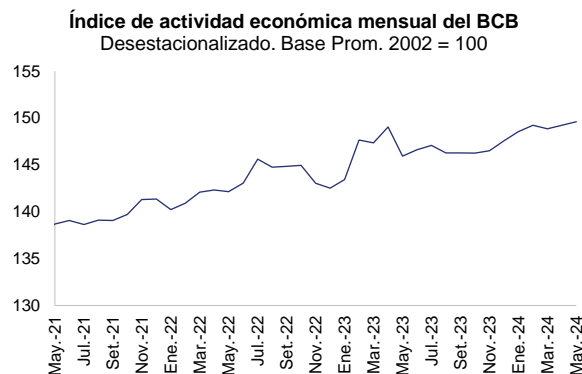
En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales se deterioraron en junio, tras cinco meses de mejoras continuas. Asimismo, datos preliminares correspondientes a julio indicarían que podría registrarse cierta reversión del mencionado deterioro, como consecuencia del descenso de la inflación global y de las expectativas inflacionarias, que podría estar conduciendo a una mayor confianza por parte de los inversores globales.

La región

Los países vecinos continúan atravesando desafíos de distinta magnitud. En Brasil, el PIB creció por encima de lo esperado en el primer trimestre, al tiempo que los últimos datos de inflación fueron positivos con el componente núcleo muy próximo al objetivo del BCB. Sus desafíos vienen dados por la credibilidad en la sostenibilidad de las cuentas públicas. Por otro lado, en Argentina, el Gobierno logró la aprobación de la Ley Bases y el Paquete Fiscal en el Congreso, así como la renovación del swap con China y la aprobación de la octava revisión del FMI, que se espera contribuyan a seguir ordenando la situación macroeconómica. Asimismo, se han verificado avances en la corrección de desequilibrios monetarios y fiscales, a un costo importante en términos de nivel de actividad y de ingresos. Sin perjuicio de lo anterior, la situación cambiaria comenzó a mostrar dificultades, lo que se reflejó en una ampliación de la brecha cambiaria. En este marco, existe incertidumbre respecto al mantenimiento en el tiempo de estos ajustes.

En Brasil, el dato de actividad del primer trimestre de 2024 presentó un crecimiento de 0,8%, mayor al

esperado por los analistas. Las buenas perspectivas para el consumo compensaron por de más el shock negativo de las inundaciones en el sur del país. Los datos de alta frecuencia correspondientes al segundo trimestre, muestran que el nivel de actividad mantuvo el dinamismo observado durante el primero. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el BCB espera un crecimiento en torno al 2%, tanto para este año como para 2025.



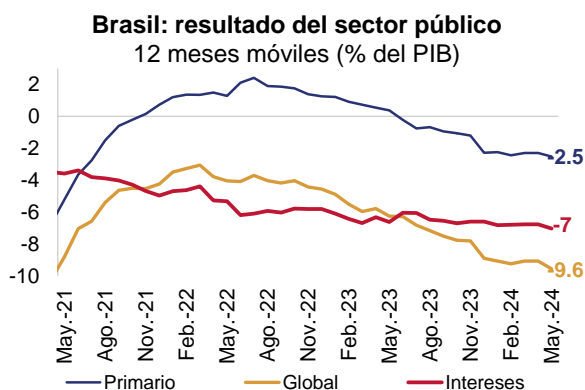
Fuente: BCB.

Asimismo, la inflación se muestra contenida según los últimos datos, con escasa dispersión y con las medidas núcleo en el entorno de la meta del BCB. En el corto plazo, por un lado, los precios administrados se verán presionados por la actualización del combustible y la energía eléctrica y por otro lado se espera que caigan los precios de los alimentos debido a la reversión del shock sufrido en el sur del país. De todos modos, el mayor desafío radica en el progresivo desalineamiento de las expectativas, producto de la robustez del mercado laboral, y de las políticas de estímulo a la demanda que dificultan la consolidación fiscal. A esas dificultades, se sumó la incertidumbre global, lo que derivó en una sensible depreciación cambiaria a lo largo de todo el primer semestre.

En ese sentido, según la encuesta del BCB, los analistas esperan en mediana que la inflación termine en 4% en 2024 y en 3,8% en 2025, ambas medidas por encima de la meta de 3% del BCB. El desalineamiento de las expectativas respecto a la meta, las presiones cambiarias y el deterioro de la situación fiscal, llevaron a que el COPOM interrumpiera el ciclo de recorte de la tasa Selic. De esta forma, la tasa que actualmente se sitúa en 10,5%, se espera que se mantenga incambiada hacia el final de año según la mediana de las expectativas de los analistas consultados por el BCB, por encima de lo que se esperaba el trimestre pasado.

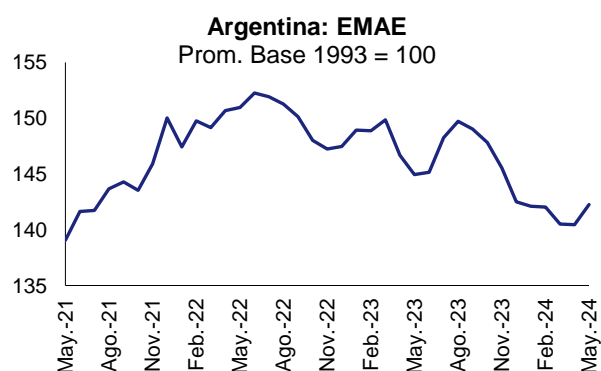
³ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 17 en la serie de box metodológicos.

Por su lado, la evolución del déficit fiscal permanece como el aspecto macro de mayor incertidumbre. Según cálculos oficiales, se necesitarían recortes de gasto adicionales para cumplir con el Nuevo Marco Fiscal en 2024, que establece un déficit primario de 0,25% del PIB como máximo.



Fuente: BCB

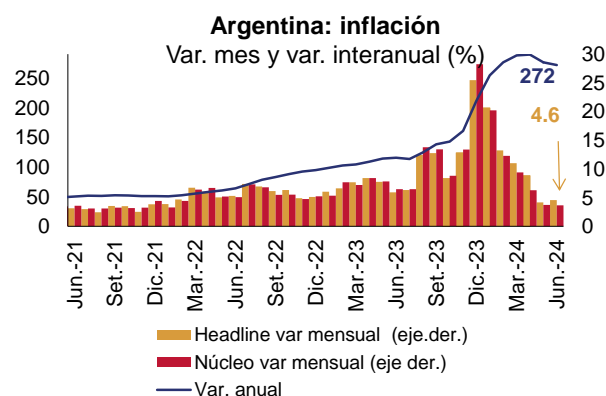
Mientras tanto, en Argentina el PIB cayó 5,1% interanual en el primer trimestre del año, a la vez que la contracción fue de 2,6% desestacionalizada con respecto al trimestre anterior. Esta caída se suma a una de similar magnitud ocurrida durante el cuarto trimestre de 2023, por lo cual, en el semestre móvil entre dicho trimestre de 2023 y el primero de 2024, el nivel de actividad acumula un descenso de 5%. Los datos de alta frecuencia, mostraron que la caída habría encontrado un piso en abril y el nivel de actividad se habría comenzado a recuperar en mayo. En particular, de acuerdo con el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), el PIB habría crecido 1,3% respecto a abril en términos desestacionalizados.



Fuentes: INDEC.

Por su parte, si bien la inflación continúa exhibiendo niveles muy elevados, mostró una desaceleración mayor a la esperada en los últimos meses. En tal sentido, tras la aceleración inflacionaria que siguió al ajuste cambiario de diciembre del año pasado, los datos mensuales comenzaron a descender hasta alcanzar 4,6% en junio. De este modo, la variación interanual del

nivel de precios dejó de aumentar, pero la estabilización se da en el entorno de 270%.



Fuentes: INDEC.

En el plano monetario-cambiario, el Gobierno anunció la segunda etapa de su plan económico. En tal sentido y tras observarse una ampliación de la brecha cambiaria y aumentos en el riesgo soberano en las últimas semanas, se realizaron precisiones sobre las modificaciones al esquema. Por un lado, se acelera la mejora del balance del Banco Central de la República Argentina (BCRA) al realizar un canje de instrumentos remunerados, emitidos por la Autoridad Monetaria a instrumentos del Tesoro, cuyo cupón queda atado a la tasa de política monetaria del BCRA. En los hechos, se elimina tanto stock como la nueva emisión de títulos remunerados por parte del banco central. En ese marco, además de mejorar el balance del banco central, se busca que los movimientos de la tasa de política no afecten el balance del banco. Sin perjuicio de lo anterior, esta mejora del balance de la Autoridad Monetaria tiene como contracara el aumento del endeudamiento de corto plazo del Gobierno Central. Consecuentemente, la nueva estrategia monetaria recae excesivamente en el ancla fiscal, generando incertidumbre en torno al programa financiero, ante una eventual salida de las restricciones cambiarias. Adicionalmente, las autoridades anunciaron el cierre de la última fuente de emisión monetaria: la compra de dólares en el mercado oficial. En concreto, el BCRA esterilizará la expansión de pesos por compra de dólares mediante ventas en el Contado Con Liquidación (CCL), lo cual, en la práctica, implicaría un mecanismo para intervenir en la brecha cambiaria a costa de una menor acumulación de reservas.

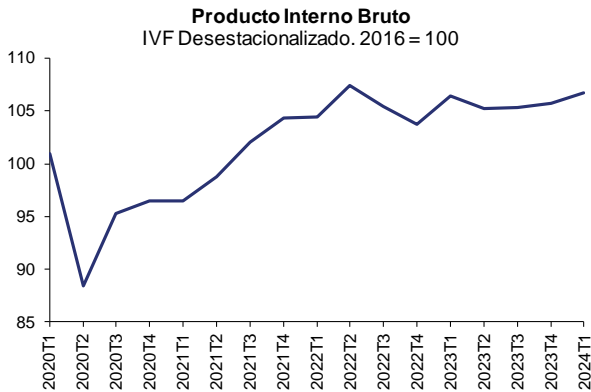
Por su parte, las finanzas públicas registraron en junio superávit global por sexto mes consecutivo, situación que contribuiría a apuntalar la credibilidad en el esquema.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

Primer trimestre de 2024

En el primer trimestre de 2024, la actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 0,9%, equivalente a un crecimiento interanual de 0,6%.



En la comparación interanual, la expansión del trimestre fue impulsada principalmente por la mayor actividad de energía eléctrica, gas y agua, ante la recuperación interanual de la generación hidroeléctrica, seguido por sectores de servicios, entre los cuales se destaca el de comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas.

Por su parte, la actividad del sector agropecuario, pesca y minería contribuyó al crecimiento en menor medida, asociado a la mayor demanda de rolos de madera para el procesamiento industrial.

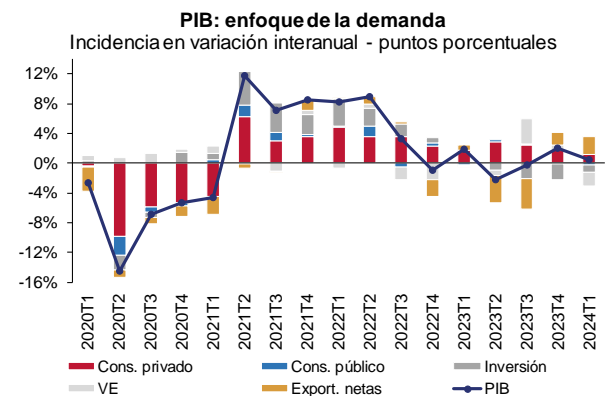
PIB Oferta: primer trimestre 2024		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuario, Pesca y Minería	4,3%	0,2%
Industria manufacturera	-10,3%	-1%
Energía eléctrica, Gas y Agua	20%	0,5%
Construcción	-3,8%	-0,2%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	2,9%	0,4%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	2,5%	0,2%
Servicios financieros	3,1%	0,2%
Actividades profesionales y Arrendamiento	0,1%	0%
Actividades de administración pública	5,1%	0,2%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	-0,6%	-0,2%
VALOR AGREGADO a precios básicos	0,5%	0,4%
Impuestos menos subvenciones a los productos	1%	0,1%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	0,6%	0,6%

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

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 4,5% con respecto a un año atrás, al impulso de las mayores exportaciones de bienes (principalmente de celulosa y trigo, y en menor medida de cebada y

carne bovina), que fueron parcialmente contrarrestadas por menores exportaciones de semillas de colza y arroz, así como por una contracción del turismo receptivo. Entre tanto, las importaciones de bienes y servicios cayeron 3,8%, incididos por menores importaciones de bienes energéticos intermedios y de uso final, así como de bienes de capital, al tiempo que las importaciones de servicios cayeron asociados a un menor gasto del turismo emisor en Argentina. De esta forma, las exportaciones netas mostraron una mejora en términos de volumen físico, aportando una incidencia positiva de 2,4 p.p.

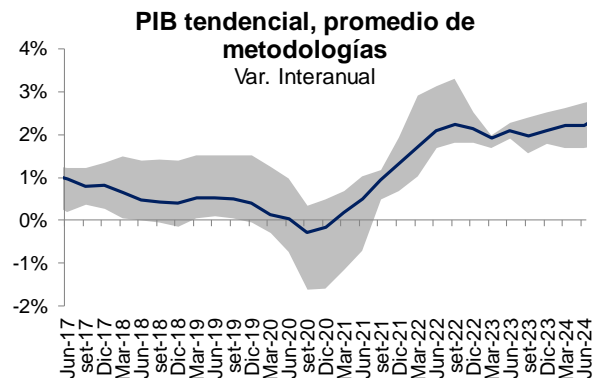
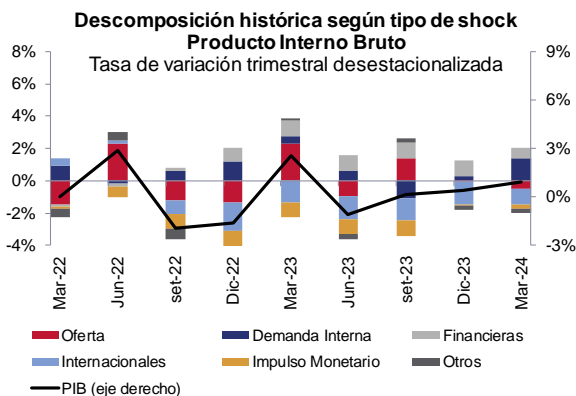
Al mismo tiempo, la contracción de la demanda interna se explicó principalmente por la menor formación bruta de capital, ante la importante desacumulación de existencias y la menor inversión en activos fijos, principalmente asociada a la finalización de UPM II y obras conexas. Este efecto fue parcialmente contrarrestado por el consumo privado que se expandió 1,8% en términos interanuales, destacándose el mayor gasto en vehículos y prendas de vestir, parcialmente contrarrestado por la reducción de gastos en servicios de enseñanza y de gasto de turismo en el exterior. Por su parte, el consumo del Gobierno disminuyó 1,8% en la misma comparación.



Descomposición histórica del PIB

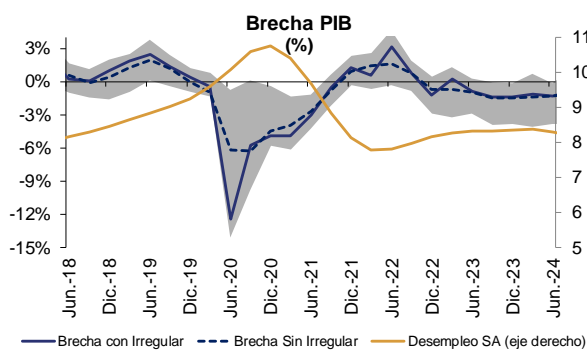
Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)⁴. En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del PIB respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizado en el período 2005T1 - 2024T1 (eje de la derecha).

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



En el primer trimestre de 2024 la economía creció 0,9% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, alineado a su promedio histórico. El dinamismo de la demanda interna, especialmente desde la inversión, contribuye a explicar el crecimiento en este trimestre. Por otra parte, el elevado nivel de la tasa de interés externa de referencia continúa siendo el principal factor de incidencia a la baja (shocks internacionales). En el mismo sentido juega la contribución del impulso monetario, aunque su impacto es reducido.

Brecha de producto



La brecha de producto según el promedio de los modelos utilizados se habría ubicado en -1,4% en el segundo trimestre de 2024, con un efecto irregular levemente negativo, presentando valores similares a los del cierre de 2023. Por otra parte, el desempleo desestacionalizado se mantiene estable en el margen con valores similares en los últimos cuatro trimestres. Asimismo, el crecimiento tendencial estimado se ubica ligeramente por encima de 2% interanual para el mismo período⁵.

Indicadores de actividad del segundo trimestre de 2024

De acuerdo con los indicadores de alta frecuencia y las proyecciones de los modelos de corto plazo disponibles, se espera una expansión desestacionalizada del PIB en el segundo trimestre del año.

Los indicadores de consumo muestran relativa estabilidad en el margen. De acuerdo con datos preliminares, las ventas de autos se mantuvieron estables en niveles elevados durante el segundo trimestre. Por su parte, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se mantuvo estable en junio, posicionándose en niveles de moderado optimismo, ante un descenso de la intención de compra de bienes durables que fue compensada por la mejora de los subíndices de situación personal y situación económica del país. En contrapartida, el turismo emisoro presentó una fuerte desaceleración en el segundo trimestre del año en términos desestacionalizados, particularmente por el turismo con Argentina, al tiempo que las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes caerían cerca de 0,7%, frente al trimestre pasado.

Por su parte, los indicadores parciales de inversión muestran señales mixtas. Las ventas de camiones presentaron un importante crecimiento en el segundo trimestre, al tiempo que las inversiones del sector público no financiero (sin stock de petróleo) mantuvieron elevado dinamismo. En contraste, las importaciones de bienes de capital mostrarían una leve caída en la comparación desestacionalizada frente al trimestre previo (fuente Aduana, datos preliminares a junio).

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) profundizarían el crecimiento en el segundo trimestre, ante la intensificación de las exportaciones de fuente primaria, particularmente de soja. Con datos a

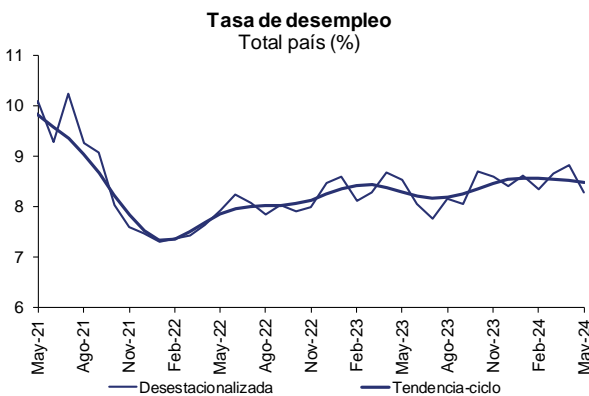
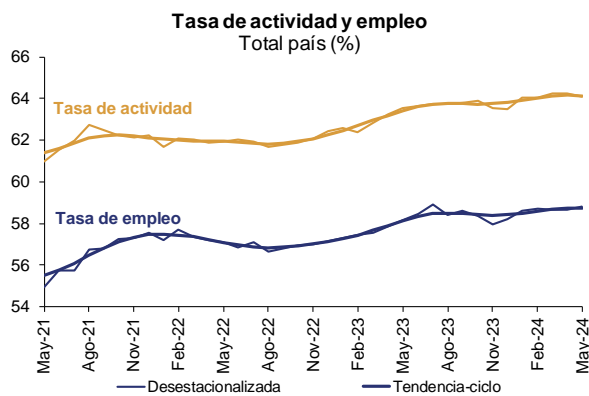
⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

junio (preliminar), presentarían un crecimiento desestacionalizado cercano a 11% frente al primer trimestre del año.

A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁶ muestran señales de recuperación en el segundo trimestre. En concreto, para el promedio abril-mayo se observa un crecimiento desestacionalizado de 3,9% a nivel global, mientras que la industria sin refinería creció 0,3% en la misma medición. Por su parte, el núcleo industrial presentó un aumento de 1,1% con respecto al primer trimestre del año.

Empleo e ingresos⁷

En términos desestacionalizados, tanto la tasa de actividad como la tasa de empleo se mantienen estables en el margen. De tal modo, la tasa de desempleo se mantiene en torno a 8,6%, con datos a mayo.

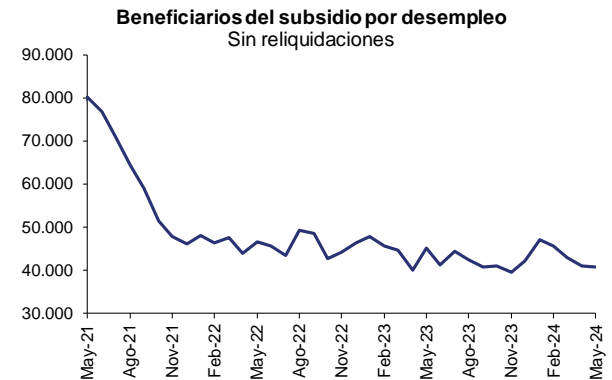


En el bimestre abril-mayo, la tasa de empleo observada se ubicó en 58,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET), algo menos de 1 p.p. por encima del registro de igual periodo de 2023. En igual medida creció la tasa de actividad ubicándose en 64% de la PET. Por otra parte, los beneficiarios

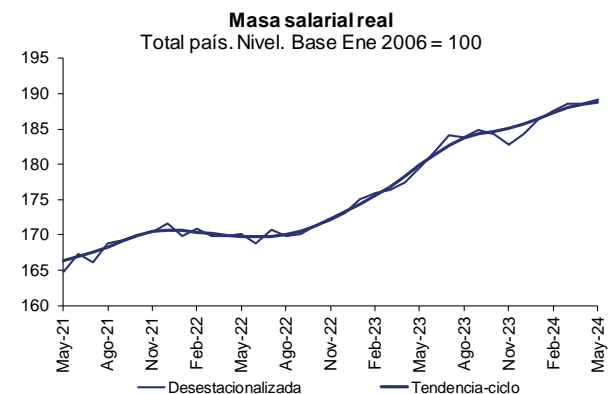
⁶ El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

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

del seguro por desempleo presentaron una caída en el promedio del bimestre con respecto al primer trimestre de 2024. Asimismo, se reducen tanto en el dato punta como a nivel interanual.



Finalmente, la masa salarial real continúa mostrando dinamismo en el margen ante el crecimiento conjunto de la cantidad de ocupados y del salario real. De esta forma, en el bimestre abril-mayo la masa salarial real se ubicó 5,9% por encima del mismo período de 2023 y 8,9% por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).

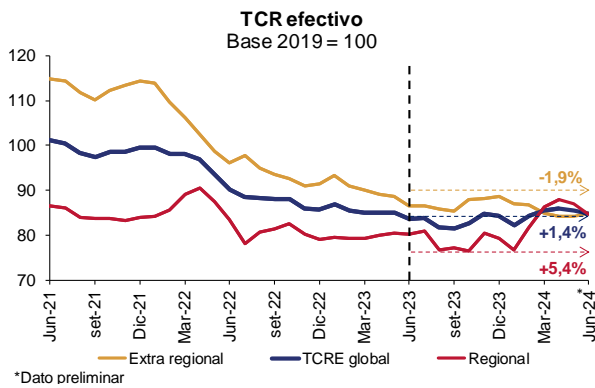


II.2.2. Sector externo

Precios relativos

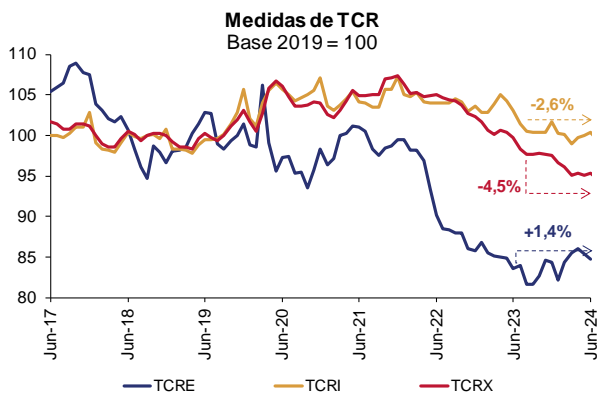
En el promedio del trimestre móvil cerrado en junio (preliminar), el TCRE habría registrado una depreciación de 1,6% con respecto al trimestre móvil previo, impulsada por una corrección de precios relativos con Argentina, con quien el TCRE bilateral se depreció un 20% en el período. Asimismo, en términos interanuales se observa una depreciación de 1,4%, motivada también por la relación bilateral con Argentina y en menor medida con EE.UU., que se vieron parcialmente contrarrestadas por la relación con Brasil y China.

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



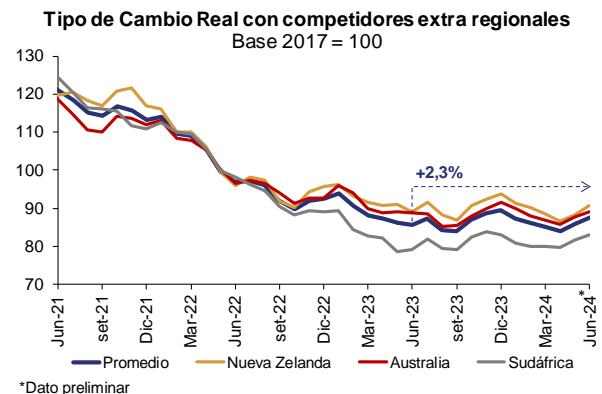
La corrección de precios relativos con Argentina también se refleja en indicadores que capturan precios de frontera. De este modo, el Indicador de Precios Fronterizos (IPF)⁸ registró una caída en la brecha de precios de bienes entre las ciudades de Salto y Concordia, pasando de 180% más cara en Salto en setiembre 2023 a 59% en mayo 2024. Respecto a marzo, se registró una reversión del efecto de 9 p.p. debido a una ampliación de la brecha cambiaria en el país vecino.

Entre tanto, otros indicadores de TCR que se basan en ratios de precios relativos desagregando componentes del IPC, muestran una apreciación cercana al 3,5% interanual a junio, ante la menor inflación del componente transable respecto al no transable, exhibiendo un leve cambio de tendencia en el margen⁹.

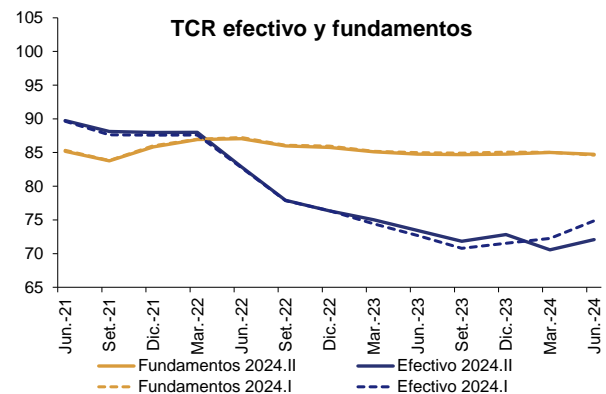


Por su parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se habría apreciado 0,4% en el promedio del segundo trimestre (preliminar) en comparación con el inmediato anterior. A nivel

interanual se habría depreciado 2,3%, explicado mayormente por la relación bilateral con Sudáfrica.



Asimismo, en el segundo trimestre del año, el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se mantendría relativamente estable (apreciación de 0,3%), impulsado por el aumento de la productividad relativa. Mientras tanto, la caída de los términos de intercambio y la menor relación Gasto-PIB contribuyen a su depreciación¹⁰.



Asimismo, al comparar con la estimación realizada para el informe anterior, se observa que no ha habido cambios significativos en el período analizado (últimos 3 años).¹¹

Por otra parte, la utilización de nuevas ponderaciones, la incorporación de datos efectivos para el primer trimestre de 2024 y de nuevos datos preliminares para el segundo trimestre de 2024 llevan al TCRE a una senda algo diferente a la presentada en el informe anterior, con una

⁸ Indicador elaborado por el Observatorio Económico de Salto de la Universidad Católica del Uruguay.

⁹ TCRI=T/NT, TCRIX=TX/NTX. Por más detalles ver el párrafo correspondiente en el IPOM 2023.I.

¹⁰ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 7 en la serie de box metodológicos.

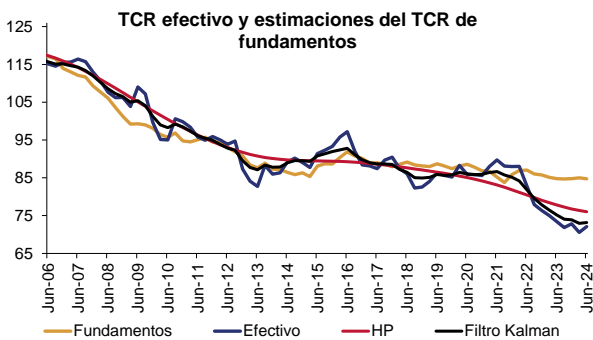
¹¹ Las revisiones del TCRf son habituales en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres deben

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 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.

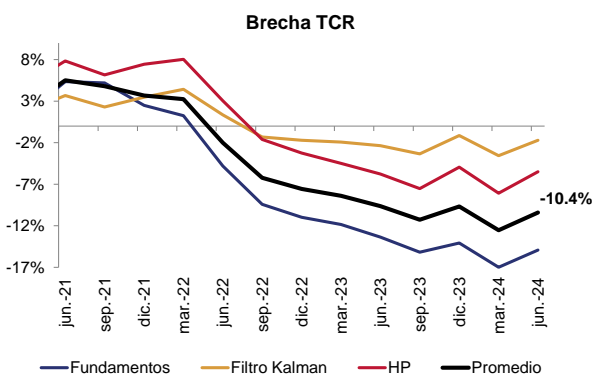
corrección al alza en 2023 y un ajuste a la baja en 2024.

Trabajando con el TCRf promedio de tres metodologías, para el primer semestre 2024 se estima una brecha más amplia que la comentada en el informe anterior y se sigue manteniendo el diagnóstico de su reducción en el segundo trimestre. Para dicho trimestre, la brecha sería de 14,9%.

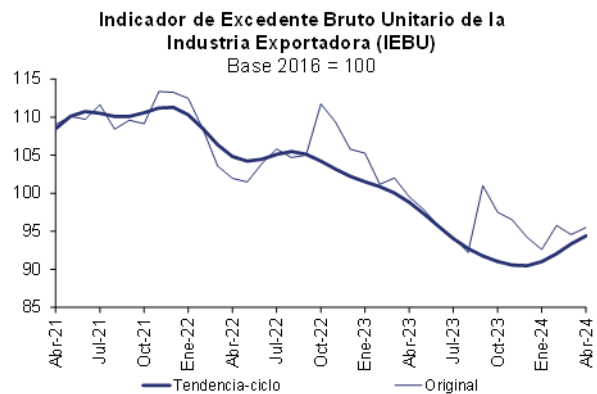
Adicionalmente, en los últimos trimestres se continúa observando un apartamiento de la tendencia del TCR proveniente de los filtros (HP y Kalman) respecto al TCRf. Si bien todas las estimaciones se ubican en niveles superiores al TCRE, por lo que en todos los casos las brechas son negativas, el nivel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



De esta 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.



Finalmente, el IEBU, que está disponible con mayor rezago, ajusta 0,9% al alza en el promedio del trimestre móvil a abril respecto al trimestre móvil anterior. En la comparación interanual este indicador se ubica 4% por debajo de lo observado un año atrás, como resultado de un descenso de los precios de exportación que no pudo ser compensado por el descenso de los 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 marzo un déficit de 2.644 millones de dólares (3,4% del PIB). Este resultado representó un incremento de 0,2 p.p. en comparación con al año anterior, cuando el déficit había alcanzado 3,2% del PIB.

En el primer trimestre de 2024, el déficit de la cuenta corriente de 368 millones de dólares se redujo durante el año analizado en relación al año anterior, donde había presentado un resultado negativo de 627 millones de dólares. Las transacciones registradas, sin considerar las operaciones de las empresas que realizan compraventa, presentaron un déficit de cuenta corriente de 509 millones de dólares, mientras que las empresas principalmente dedicadas a la compraventa presentaron un superávit de 141 millones de dólares. Estas cifras implicaron una reducción del déficit de 266 millones de dólares frente a igual trimestre del año anterior, en el marco de un menor déficit de la economía doméstica, sin considerar a las empresas de compraventa, y una reversión del saldo de cuenta corriente de las empresas de “merchanting”.

Si se desglosa el saldo en cuenta corriente del primer trimestre, sin considerar las operaciones de compraventa, se observa un saldo de bienes y servicios superavitario de 783 millones de dólares, donde se destacó el superávit de servicios (753 millones de dólares) y en menor medida el saldo de bienes que presentó un superávit de 30 millones de dólares. A su vez, el saldo del ingreso primario, sin considerar la actividad de compraventa, resultó deficitario en 1.346 millones de dólares.

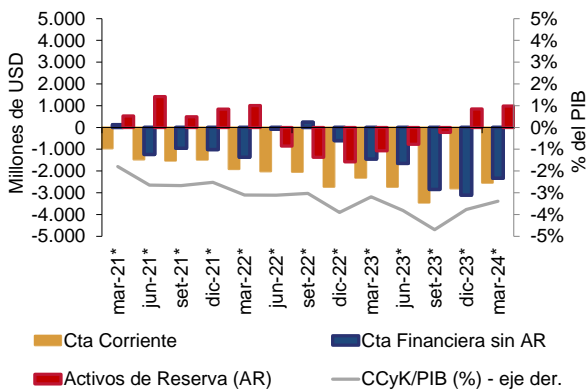
En tanto, las empresas principalmente dedicadas a la actividad de compraventa presentaron un saldo de bienes y servicios superavitario de 395 millones de dólares, compuesto por un superávit del saldo de bienes (604 millones de dólares) y un déficit del saldo de servicios (209 millones de dólares). El saldo del ingreso primario presentó un déficit de 253 millones de dólares. La reversión del saldo de la cuenta corriente se debió a las menores rentas de

inversiones directas pagadas al exterior por estas empresas en comparación con el mismo trimestre del año anterior.

Por su parte, el superávit comercial de bienes durante el primer trimestre de 2024 experimentó un aumento en comparación con el mismo período del año anterior, alcanzando los 634 millones de dólares, en el marco de una contracción de las importaciones (-7,9%) mayor a la experimentada por las exportaciones (-4,5%).

Las exportaciones de mercancías generales verificaron una disminución del 3,8% respecto al mismo período del año anterior, destacando la caída de semillas de colza, arroz, carne y productos lácteos. El desempeño de estos productos fue parcialmente compensado por el incremento en las colocaciones externas de celulosa y trigo.

Principales componentes Balanza de Pagos
Año móvil

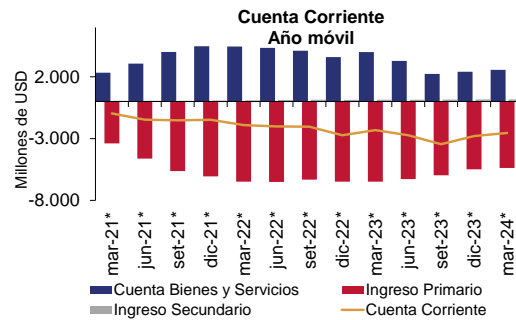


Respecto a la cuenta de servicios, el primer trimestre de 2024 presentó un superávit de 544 millones de dólares, lo que representó un aumento de 64 millones de dólares respecto al mismo trimestre del año anterior. Este resultado se produjo tanto por un aumento de las exportaciones de 41 millones de dólares como por una disminución de las importaciones de 24 millones de dólares.

En cuanto a las exportaciones de servicios, éstas alcanzaron los 1.951 millones de dólares en el trimestre, lo que representó un aumento interanual de 2,1%. Si se analiza por rubros, se destacó el aumento en las exportaciones de los otros servicios (50 millones de dólares), en el marco de mayores exportaciones de servicios de telecomunicaciones, informática y de información, y de servicios financieros. A su vez, las exportaciones de servicios de transporte aumentaron en 24 millones de dólares, donde se destacaron mayores exportaciones de servicios de transporte marítimo y otras modalidades de transporte. Por último, se observó una caída en las exportaciones del rubro viajes de 33 millones de dólares.

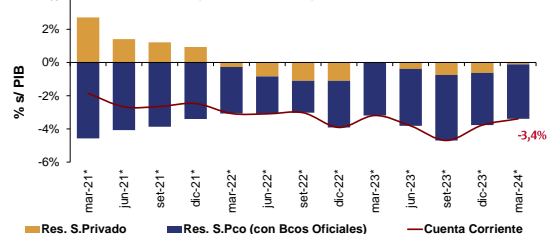
En relación con las importaciones de servicios, las mismas disminuyeron 1,7% respecto al mismo trimestre del año anterior, totalizando 1.407 millones de dólares. Al analizar por componentes, el rubro con mayor incidencia negativa fueron los otros servicios, los cuales presentaron una caída de 32 millones de dólares respecto al mismo trimestre del año anterior.

Por su parte, el ingreso primario alcanzó un déficit de 1.600 millones de dólares en el primer trimestre de 2024, lo que representó una disminución de 113 millones de dólares en comparación a igual período del año anterior, donde se había alcanzado un saldo deficitario de 1.713 millones de dólares. Este comportamiento se enmarcó dentro de un menor déficit del sector privado, ya que, por el contrario, el sector público presentó una profundización de su resultado negativo en el período analizado en relación con igual trimestre del año anterior.



Según la apertura por sector institucional, este mayor déficit del saldo en cuenta corriente en 12 meses móviles a marzo, con relación a igual período del año anterior, mostró un leve cambio en el comportamiento del sector privado (de 0,1% a -0,1% del PIB). Por su parte, el sector público presentó un resultado estable en la comparación interanual (-3,3% del PIB).

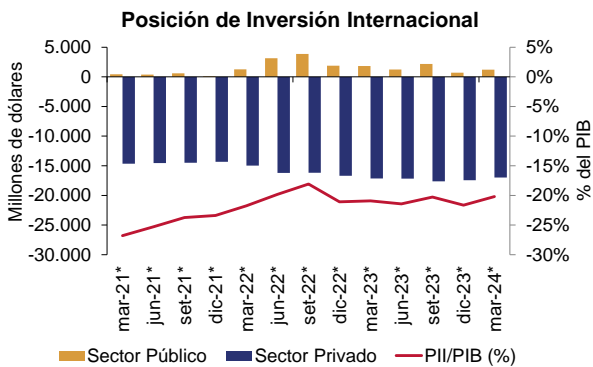
Cuenta Corriente como excedente del gasto sobre el ingreso
(Año móvil-%PIB)



Durante el primer trimestre de 2024 la cuenta financiera, de acuerdo con estimaciones preliminares, experimentó un financiamiento neto hacia el resto del mundo de 884 millones de dólares. A nivel de categoría funcional, la economía uruguaya financió al resto del mundo a través de los movimientos de inversión directa 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 la otra inversión y de los derivados

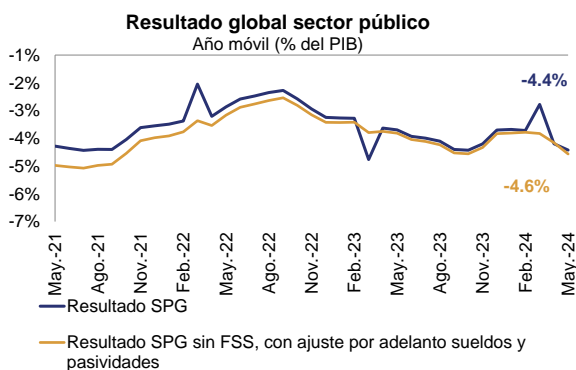
financieros. Por sector institucional, tanto el sector privado como el sector público reflejaron un financiamiento neto hacia el resto del mundo en el período analizado. Por su parte, los movimientos no registrados que se recogen en el rubro de errores y omisiones fueron positivos y alcanzaron los 1.252 millones de dólares.

Mientras tanto, la posición de inversión internacional neta a marzo de 2024 presentó un saldo deudor de 15.759 millones de dólares (20,2 % del PIB). Con respecto al trimestre inmediato anterior, se observó una disminución de este saldo negativo de 969 millones de dólares, que estuvo asociado, prácticamente en partes iguales, a la mayor posición activa neta del sector público y a la menor posición neta pasiva registrada por el sector privado.



II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en mayo, el SPG tuvo un resultado deficitario de 4,4% 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 4,6% del PIB, 0,7 p.p. superior al de un año atrás.



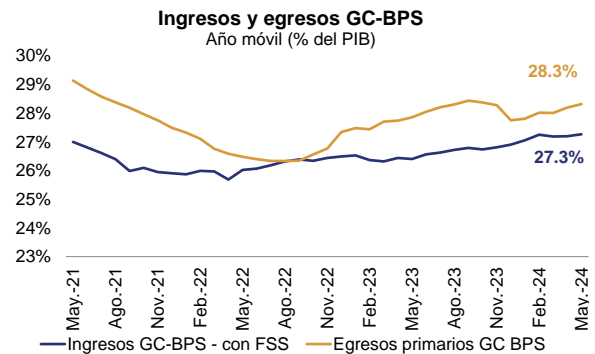
A nivel institucional, esta evolución es consecuencia principalmente de la caída en el resultado de las Empresas Públicas (EPP) y del Banco de Seguros del Estado (BSE), así como del aumento del pago de intereses del BCU, que superaron la disminución del déficit primario del Gobierno Central (GC).

El resultado primario de GC-BPS fue deficitario en 1% del PIB, un déficit inferior al de 1,5% del PIB de un año atrás, ante un aumento de los ingresos (2,7% real, incluyendo al FSS) que superó al de los egresos (1,1% real).

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el Banco de Previsión Social (BPS) crecieron 1% 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 1,5% inferiores a los del año anterior, destacándose la caída de recaudación del IRAE. En cambio, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 0,7% para las rentas personales y 6,9% para los ingresos del BPS. En un escenario de aumento de la masa salarial y de las pasividades, la moderación en el crecimiento de la recaudación de IRPF e IASS se vincularía a la rebaja impositiva implementada recientemente.

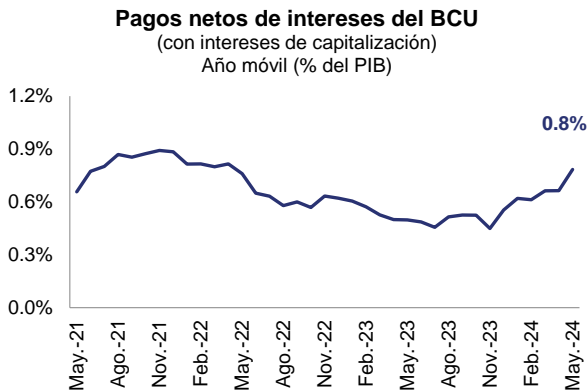
Asimismo, el resto de los ingresos de GC, especialmente los mayores aportes de las EPP, contribuyeron al crecimiento de los ingresos de GC-BPS.

Por otro lado, los egresos primarios crecieron 0,8% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de estos gastos de 2,1% real, destacándose la contribución de la recuperación de pasividades y remuneraciones.



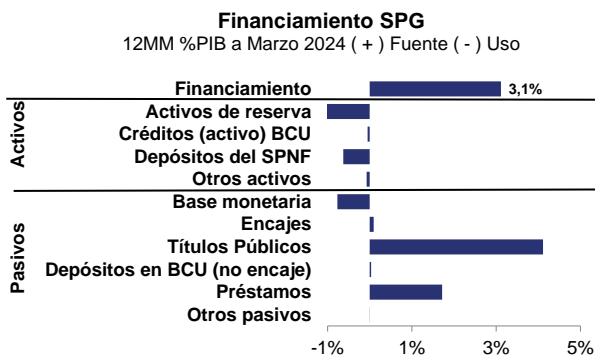
Mientras tanto, el resultado de las EPP fue deficitario en 0,4% del PIB, luego de haber sido superavitario en 0,3% del PIB un año atrás. Si no se tienen en cuenta efectos irregulares (como los sobrecostos en la generación de energía eléctrica asociados a la sequía, las exportaciones de energía eléctrica y la variación del stock de petróleo) se pasa de un superávit de 0,3% del PIB a un equilibrio. Los ingresos por ventas de bienes y servicios se redujeron 0,6% del PIB, ante menores ventas de combustibles en la frontera y menores ingresos extraordinarios de la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE) vía exportaciones, al tiempo que las compras de bienes y servicios también se redujeron, en este caso en 0,5% del PIB.

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,8% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,8% del PIB, cifras superiores en 0,3 p.p. a las de igual período del año anterior. El aumento del superávit en moneda extranjera no fue suficiente para contrarrestar el crecimiento del déficit en moneda nacional.



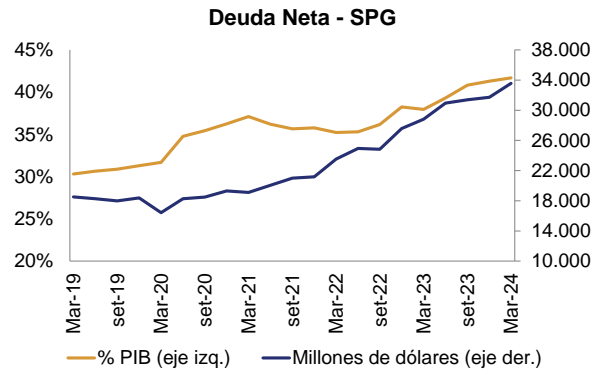
Por otro lado, el déficit del SPG, medido por fuentes de financiamiento, fue de 3,1% del PIB en el año a marzo. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos que generó un financiamiento de 4,1% del PIB. Se destacan en el año dos emisiones importantes: la emisión internacional de bonos en pesos nominales en julio y la más reciente emisión del bono soberano vinculado a la sostenibilidad (bono “verde”) en dólares en noviembre.

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 y la base monetaria constituyeron un uso de financiamiento.

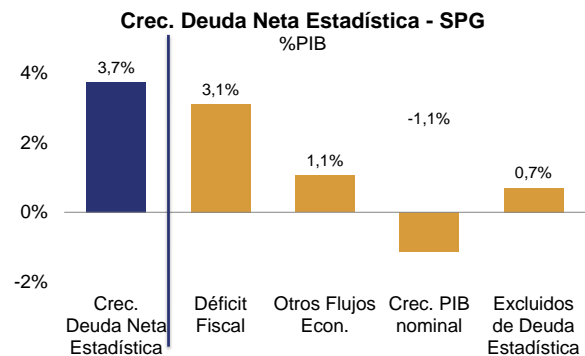


La deuda bruta del SPG alcanzó 56.312 millones de dólares (69,9% del PIB) a marzo, mientras que los activos se ubicaron en 22.739 millones de dólares (28,2% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó

en 33.573 millones de dólares (41,7% del PIB), lo que implicó un aumento de 3,7 puntos del PIB respecto a marzo 2023.



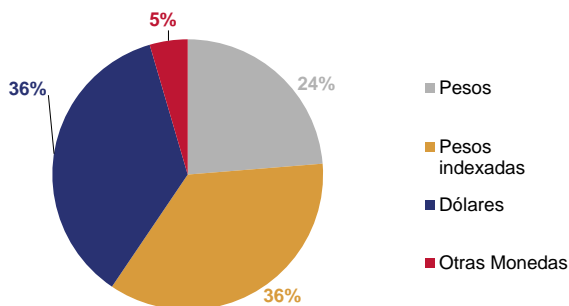
Este incremento del ratio de Deuda Neta-PIB se debe al financiamiento del déficit y a los “otros flujos económicos”¹². Ambos efectos fueron contrarrestados parcialmente por el crecimiento del PIB nominal.



Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 2,3 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a marzo 2023, alcanzando el 59,5% del total a marzo 2024. En cuanto a la deuda en dólares, disminuye 1,6 p.p. y otras monedas también caen, 0,7 p.p. respecto a marzo del año anterior. Este comportamiento se debió principalmente a la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.

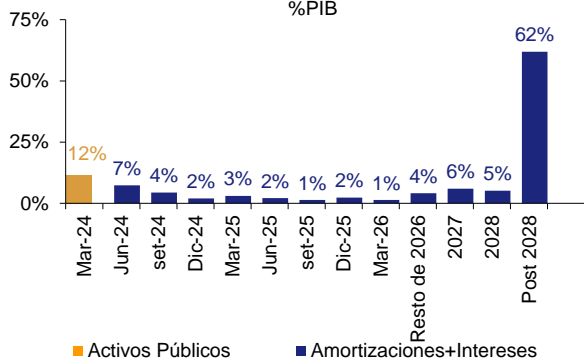
¹² Aquí se destaca que la inflación incrementa el valor en pesos de la deuda bruta indexada y la caída del tipo de cambio disminuye el valor de los activos de reserva expresado en pesos.

Distribución de la Deuda Bruta por moneda



El nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU, a marzo del presente año, permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta setiembre 2024. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.039 millones de dólares (1,3% del PIB) a mayo. 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
%PIB



En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia en nivel y perspectiva durante 2023¹³, destacándose la más reciente revisión de la agencia Moody's Ratings en marzo, que coloca a Uruguay en la categoría Baa1 con perspectiva estable.

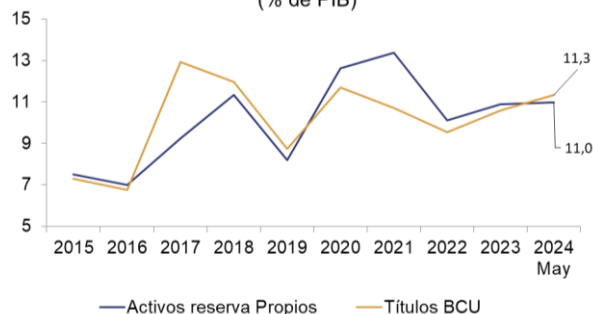
La madurez promedio de los títulos de BCU se encuentra en 5 meses a junio, cifra levemente inferior a los casi 7 meses de un año atrás.

Madurez promedio de las LRM
Plazo residual en meses



Asimismo, la relación entre el stock de LRM y los activos propios del BCU, una versión estilizada de su hoja de balance, muestra que los títulos emitidos por el BCU en el margen superan a sus activos en 0,3% del PIB.

Activos y pasivos del BCU
(% de PIB)



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a mayo del presente año, el BCU hubiera requerido 15.612 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 17.480 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.228 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹⁴.

¹³ Por más detalles: <http://deuda.mef.gub.uy/29178/14/areas/calificadoras-de-riesgo.html>.

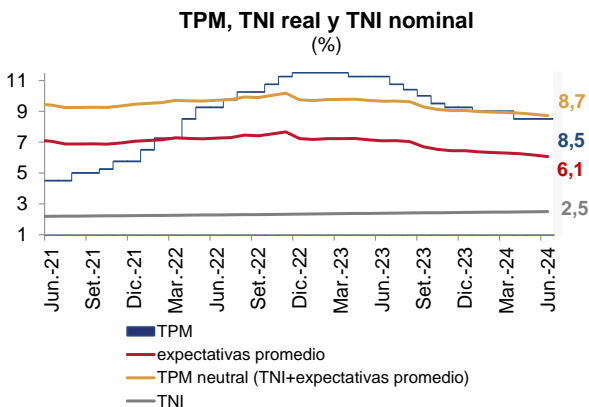
¹⁴ Por más detalles, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		may.-24
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	17 840
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	15 612
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	6 217
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	505
II.1.b	Servicio deuda BCU	5 674
II.1.c	Deficit primario BCU	38
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (*)	4 357
II.2.a	Mínimo de:	
i)	Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	4 318
	+ Déficit primario	2 102
	ó	
ii)	Uso de depósitos+Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	2 355
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1 966
Memo: Cobertura del GC (+) exceso (-) déficit		-4065
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	36
II.3	Sistema Financiero	5 038
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	3 136
II.3.b	Depósitos AFAP	155
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	204
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1 543
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	2 228
	(**) 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

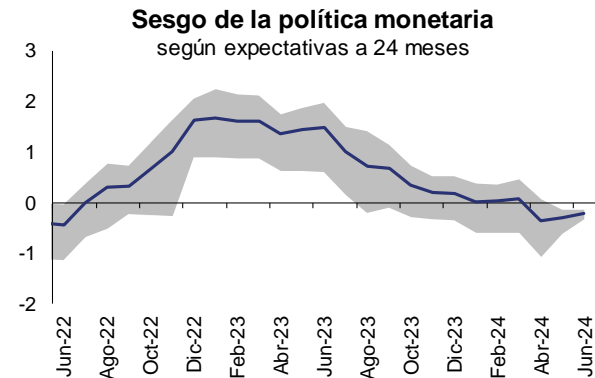
III. La política monetaria

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

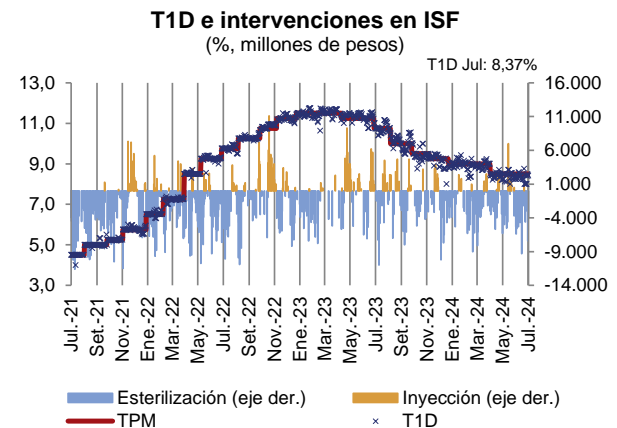
El nivel actual de la TPM de 8,5% y el promedio de las mediciones de expectativas de inflación a 24 meses, implican una estimación puntual de la brecha de tasa de interés levemente negativa de 22 p.b., por lo que la instancia de política monetaria se habría mantenido en el entorno de la neutralidad.



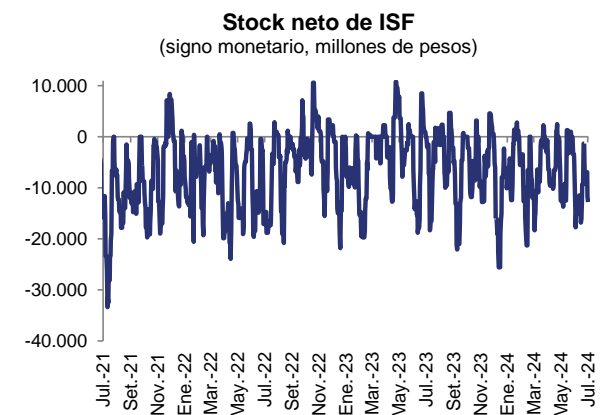
Al analizar la instancia según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, ésta presenta un rango entre -0,3% y -0,1%, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y operadores primarios respectivamente.



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.

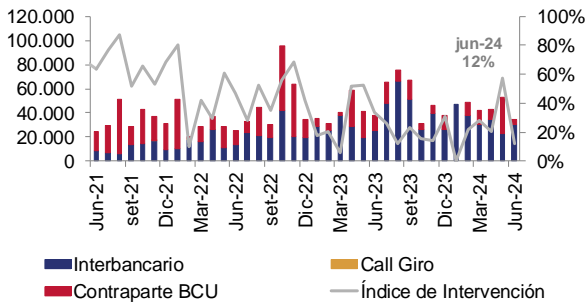


El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de manera que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 6.553 millones de pesos en el promedio del trimestre.



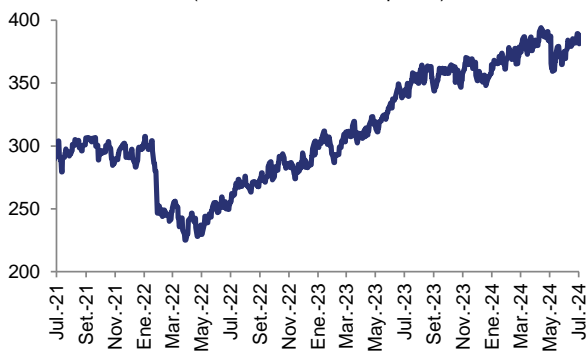
La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 33% de los montos operados en el trimestre, registro superior al observado en el trimestre anterior, explicado por un incremento puntual en el mes de mayo. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.

Composición mercado de dinero e índice de intervención
(%, millones de pesos)
Datos al 30/6



El circulante de LRM se redujo en el mes de mayo en 21.000 millones de pesos debido a la operación de canje realizada en conjunto con el MEF. Asimismo, durante el mes de junio continuó creciendo, ubicándose en torno a 385.200 millones de pesos al cierre del mes, el cual representa 12,1% del PIB del año móvil, y alcanzó niveles similares a los del año 2021.

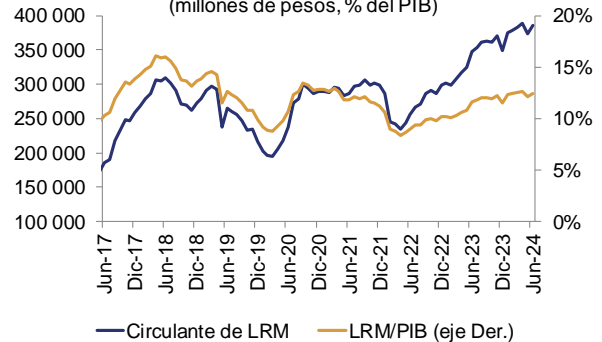
Circulante de LRM
(miles de millones de pesos)



La tenencia de no residentes de LRM locales disminuyó en junio, ubicándose cerca de 13.000 millones de pesos, pasando a representar un 3,4% del circulante de dichos instrumentos¹⁵.

Circulante de LRM

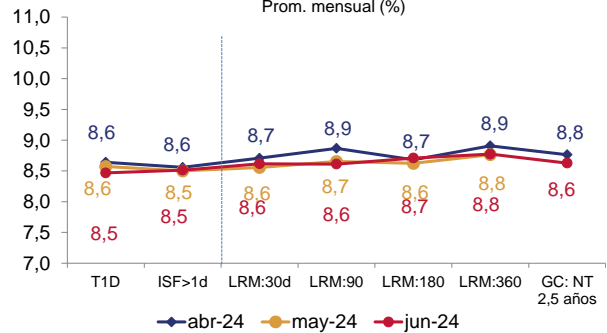
(millones de pesos, % del PIB)



La curva de rendimientos de LRM se redujo 45 p.b. en el promedio del segundo trimestre en comparación con el trimestre anterior. En el mes de junio se operó entre 8,6% y 8,8% 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 por encima del 60%, manteniéndose en ese entorno.

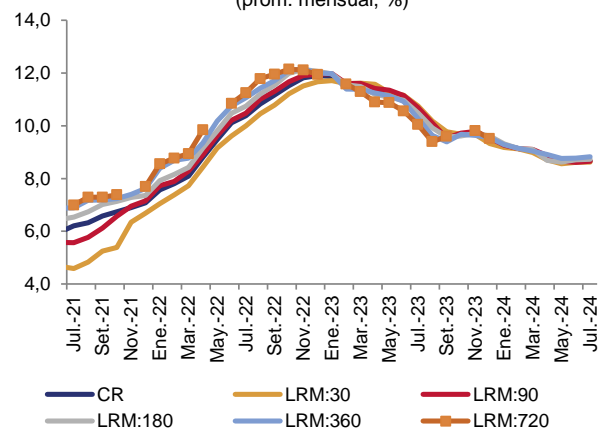
Tasas de Emisiones del BCU y GC
T1D, ISF esterilización, LRM y NT

Prom. mensual (%)



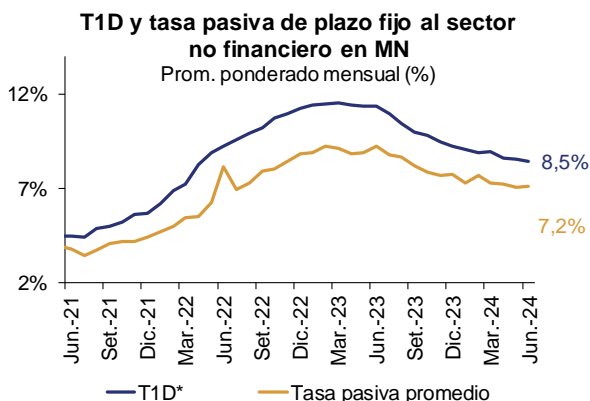
Tasa promedio de la CR de LRM

(prom. mensual, %)

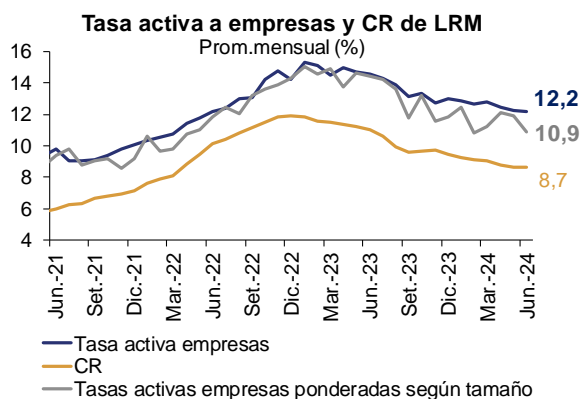


La tasa pasiva promedio al sector no financiero se situó en 7,2% en junio, continuando con una tendencia descendente que refleja las decisiones tomadas sobre la TPM.

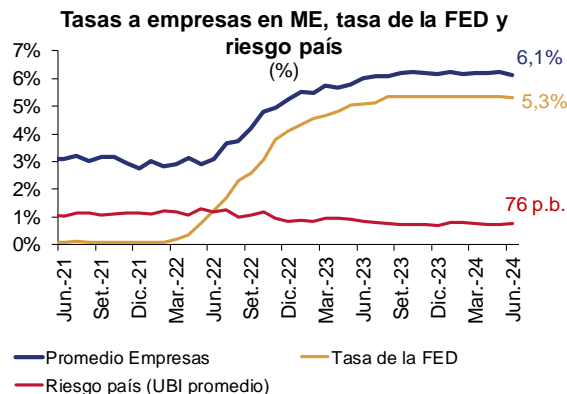
¹⁵ Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,3% del circulante de estos títulos en marzo.



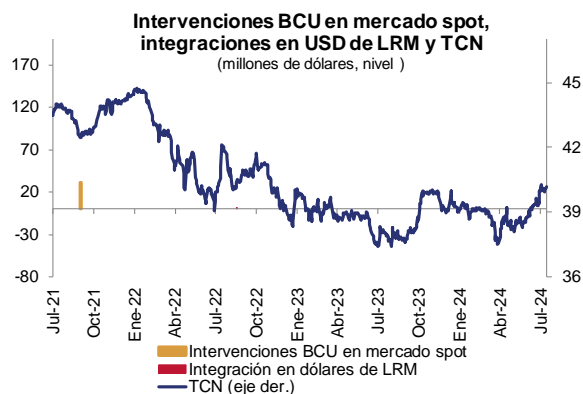
En este sentido, la tasa bancaria activa a empresas en pesos reaccionó en la misma dirección que la curva de rendimientos de LRM. La misma alcanzó un nivel máximo de 15,4% en enero 2023 y ajustó progresivamente a la baja hasta promediar 10,4% en junio.



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 6,1% en junio. Asimismo, el riesgo soberano de Uruguay se mantuvo en niveles mínimos históricos.



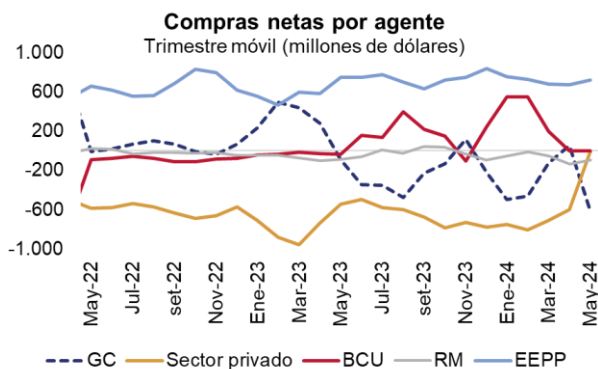
En el mercado de cambios, el peso se apreció 0,4% en el promedio del segundo trimestre con respecto al primero, mientras que el dólar global¹⁶ se depreció 1,6% en el mismo período. Cabe destacar, que desde principios de junio hasta mediados de julio se verificó una depreciación en torno a 3,5% que se explica fundamentalmente por la evolución del precio del dólar en la región. El BCU se mantuvo sin intervenir en los mercados spot o a plazo.



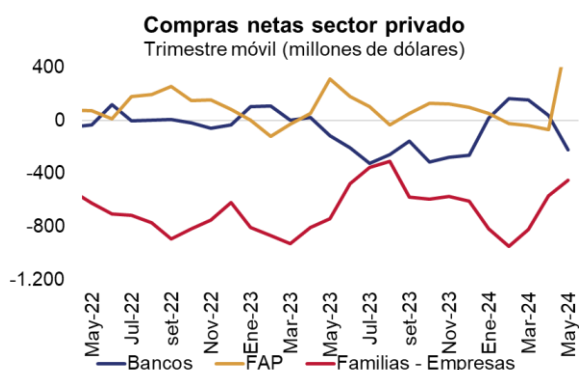
Analizando el mercado de cambios, a nivel de agentes en el trimestre móvil a mayo, se destaca la demanda de divisas de EAPP que encontró su oferta en el sector privado. Asimismo, el GC vendió 630 millones de dólares, en su mayoría al Fondo de Ahorro Previsional (FAP), producto de la emisión internacional y canje que se realizó en mayo. Los agentes no residentes participaron en forma directa en el mercado spot por unos 95 millones de dólares en el trimestre¹⁷. Por su parte, el BCU no registra intervenciones en el mercado por ningún mecanismo en el trimestre.

¹⁶ Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

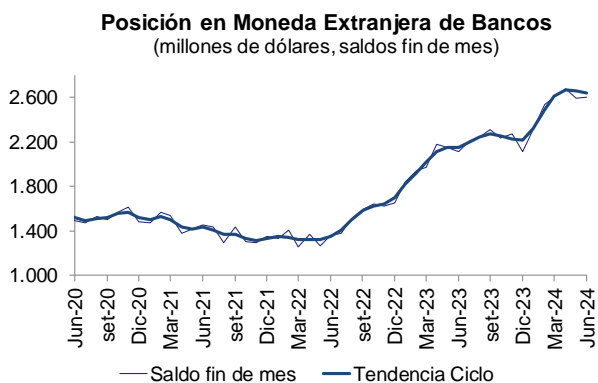
¹⁷ Por detalles sobre la forma de cálculo y estimación de estos flujos, ver Box Metodológico 13 en la serie de box metodológicos. Asimismo, las series de tiempo, de actualización trimestral, están disponibles en:



Dentro del sector privado, el FAP presenta una demanda neta de divisas, producto del mencionado canje en donde adquirió instrumentos nominados en moneda nacional pero integrables en dólares, a cambio de entregar al GC títulos locales, en su mayoría LRM. Los bancos venden divisas en el trimestre, en un marco de resultado positivo por sus negocios en moneda extranjera, y con las mencionadas ventas estabilizan su posición en dicha moneda. Finalmente, el agregado familias-empresas, quien es típicamente el principal oferente del mercado, reduce sus ventas respecto al trimestre anterior.

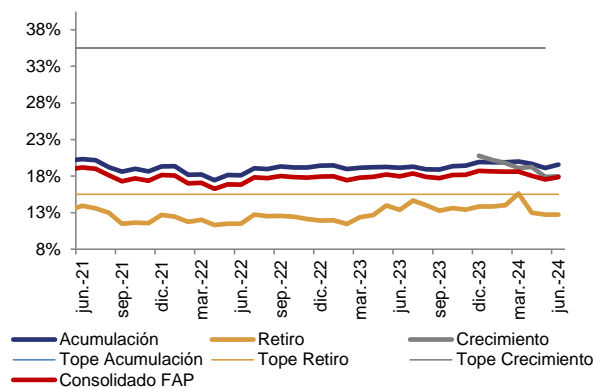


La posición en moneda extranjera del total del sistema bancario se mantiene en niveles máximos, en un contexto de recuperación de los rendimientos de las colocaciones en moneda extranjera en línea con el comportamiento de la tasa de la FED.



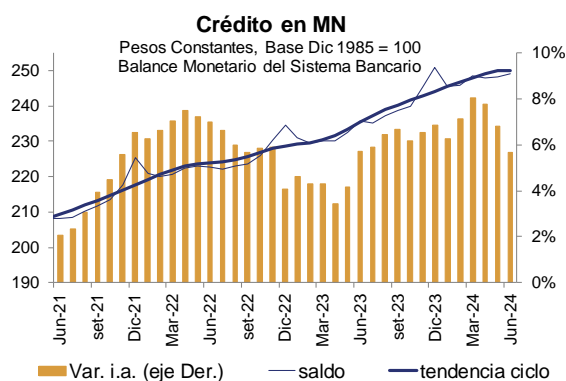
Por su parte, el FAP mantuvo prácticamente estable la conformación de su portafolio según monedas. En este contexto, se calcula una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a 3.089 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación, retiro y crecimiento en junio.

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

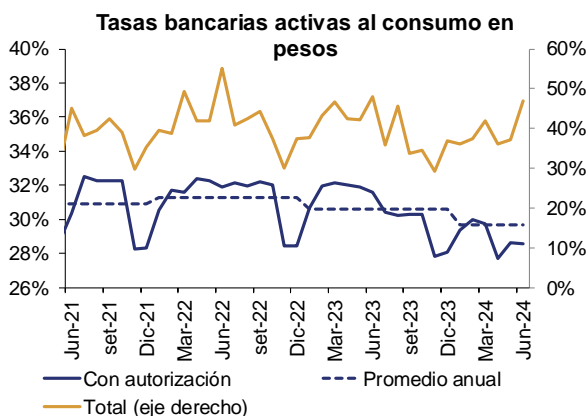


III.2. Evolución del crédito al sector privado no financiero

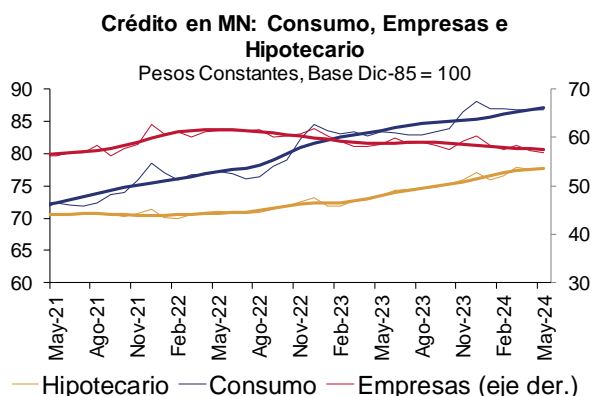
El crédito bancario en moneda nacional mantuvo su dinamismo, con un incremento interanual de 11,3% en el promedio del segundo trimestre, equivalente a 6,7% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 2,4% real anualizado en el mes de junio.



Con información a mayo, este comportamiento se explica principalmente por el crédito al consumo, que se mantiene dinámico desde mediados de 2021. Por otra parte, el crédito a empresas continúa mostrando una tendencia descendente que solo se vio interrumpida a mediados de 2023 por unos leves crecimientos.

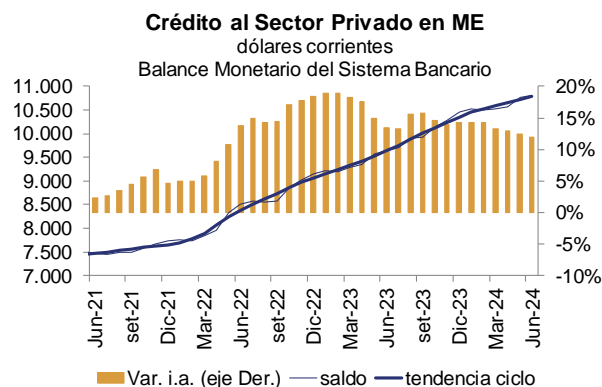


En lo que respecta a la tasa de crédito al consumo (con autorización), mantiene una tendencia descendente siguiendo los movimientos de la TPM. En junio se ubica en torno a 28,6% para los préstamos otorgados con autorización, en un contexto de menor dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía.

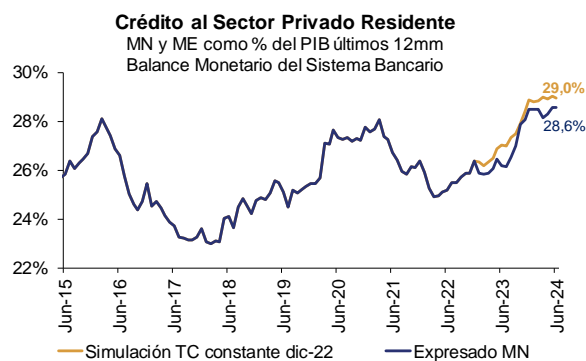


Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 12,5% medido en dólares corrientes en el segundo trimestre de 2024, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de 8,1%, variación mensual anualizada en el mes de junio. A nivel sectorial, con datos a mayo, dicho incremento se explica principalmente por el crédito concedido al sector agropecuario, seguido por el sector comercio, no obstante, la composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.

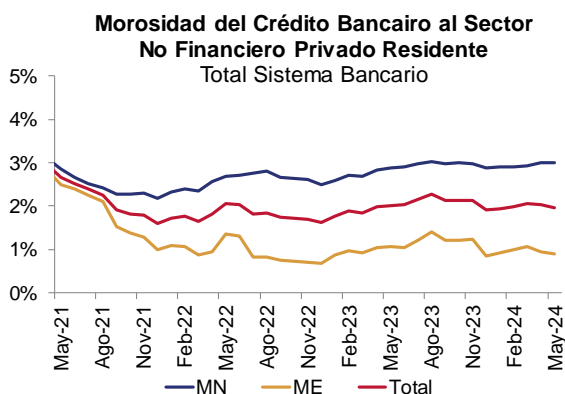
Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. De este modo, el encaje medio en moneda nacional se mantuvo en 10% en junio, mientras que en moneda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



A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 29% del PIB, nivel un tanto mayor al previo a la pandemia, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 52,8% en junio, similar a sus registros máximos.

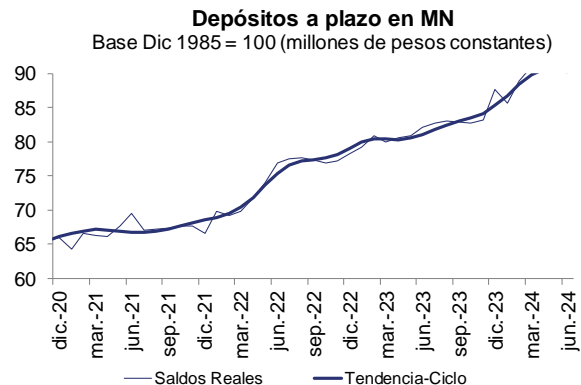
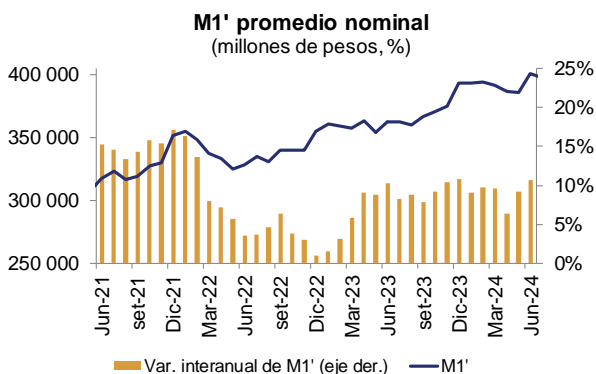


La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta una tendencia estable, ubicándose en 2% de los créditos totales en mayo, al tiempo que la ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3,4% a nivel del sistema bancario.



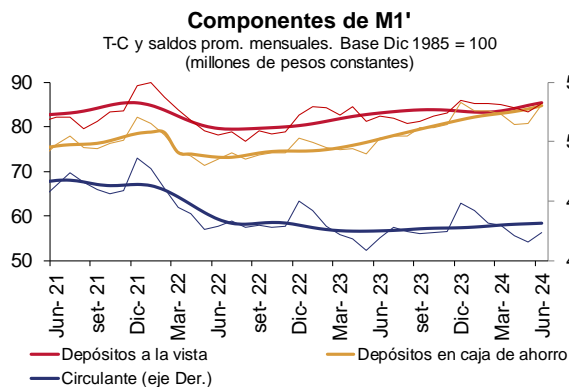
III.3. Principales agregados monetarios

En el promedio del segundo trimestre de 2024 el agregado M1¹ presentó una variación interanual de 8,7%, equivalente a una tasa real de 4,3%, mostrando una tasa de crecimiento interanual de 10,6% en junio. A su vez, se estima un crecimiento desestacionalizado del agregado en torno a 2% nominal en el segundo trimestre.



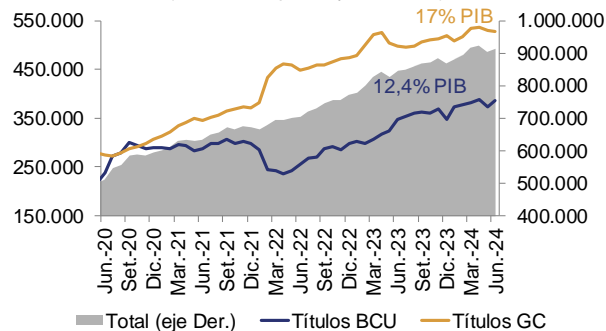
A nivel de componentes, se continúa observando una tendencia creciente en los depósitos en caja de ahorro y vista, mientras que el circulante se mantuvo relativamente estable, medido por su tendencia ciclo.

El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en torno a 29,5% del PIB en el promedio del trimestre, alcanzando 29,3% en junio.



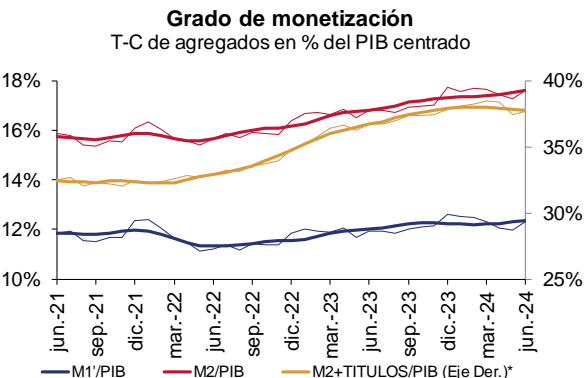
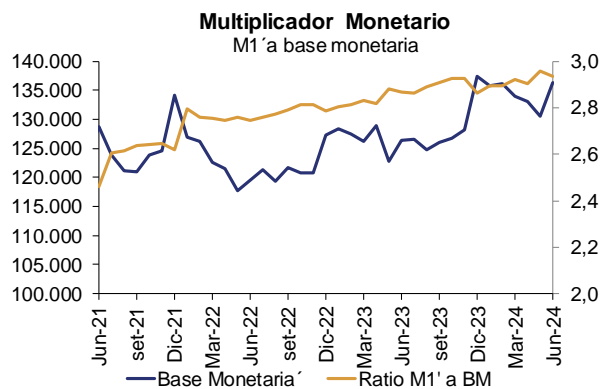
Circulante de Títulos Públicos Locales

(millones de pesos y % del PIB)



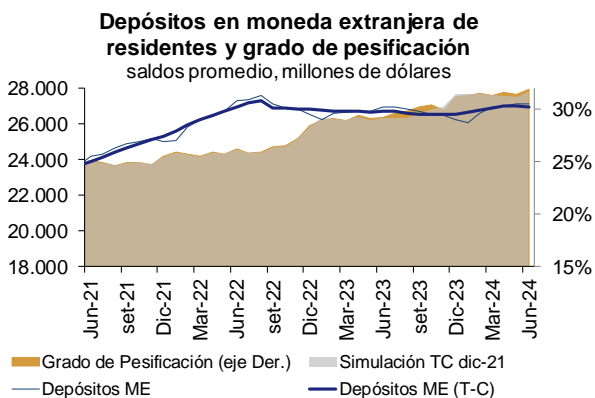
Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria creció en el margen, explicado principalmente por el comportamiento de los depósitos más líquidos. Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos, alcanzando 2,9 en junio.

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 17,6%. 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 37,7% del PIB en junio.



Los depósitos a plazo en moneda nacional continuaron presentando una tendencia creciente en el segundo trimestre, que se refleja en una variación interanual de 17,5%, equivalente a 12,7% real.

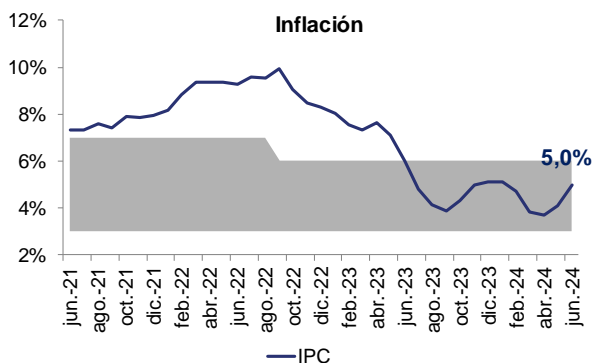
Los depósitos en moneda extranjera se mantuvieron estables en el segundo trimestre de 2024. Asimismo, el grado de pesificación estuvo algo por encima de 30% de los depósitos al sector no financiero.



IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

La inflación interanual a junio se incrementó 116 p.b. respecto a marzo del año pasado y se ubicó en 4,96%, manteniéndose por décimo tercer mes consecutivo dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el CCM. Este es el período más largo con la inflación dentro del rango meta desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.



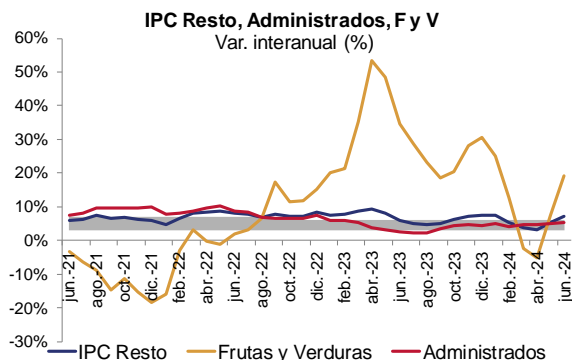
El incremento de la inflación general estuvo liderado por la aceleración de IPC Resto, particularmente del componente de frutas y verduras. En el mismo sentido, la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX se incrementó, aunque en menor medida que la inflación headline, con respecto al valor observado en marzo, ubicándose en 4,2% a junio.

El IPC Resto se incrementó 3,5 p.p. en los 12 meses a junio, respecto a los 12 meses cerrados en marzo, guiado por el aumento interanual observado en las frutas y verduras. Por su parte, los administrados también se incrementaron, aunque en menor medida, guiados por un aumento en las tarifas.

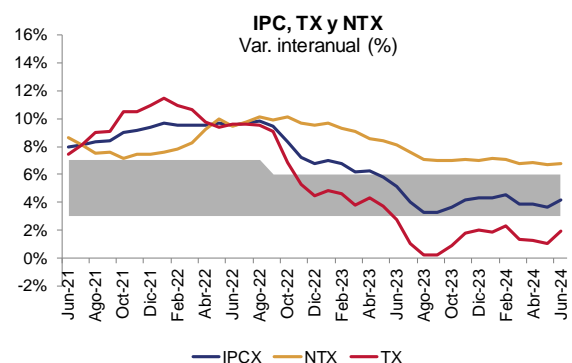
La dinámica de frutas y verduras recoge incrementos en todo el trimestre, asociados a efectos climáticos adversos y un efecto estadístico

de base de comparación. En ese sentido, mayo 2023 y junio 2023 habían sido meses de fuertes caídas de precios debido a la normalización de la oferta, tras la sequía registrada durante 2022-2023. De esta forma, la variación interanual de este componente pasó de -2,4% en marzo a 19,35% en junio.

Finalmente, los administrados se ubicaron 0,5 p.p. por encima del valor del trimestre anterior, guiados por el aumento de las tarifas que fue 1,1 p.p. en el trimestre. Allí se destaca el incremento en los combustibles en mayo junto al efecto de base, ya que en el mismo trimestre del año pasado registraban una caída. En el resto de los administrados se registraron menores incrementos que el año pasado, lo cual compensó parcialmente el efecto de las tarifas.

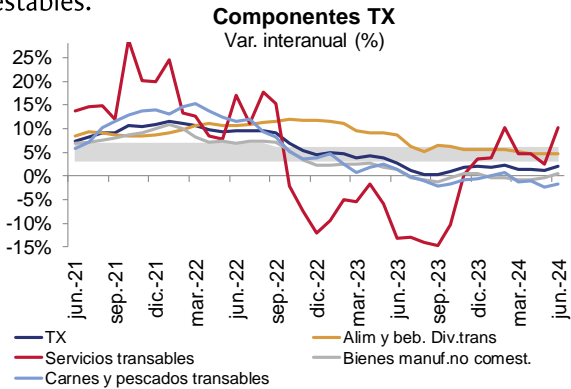


En el segundo trimestre de 2024, la evolución de IPCX estuvo guiada por una dinámica similar a su componente transable, que se aceleró al final del trimestre, mientras que los no transables se mantuvieron estables en términos interanuales. En concreto, la variación interanual de los precios TX se ubicó en 1,9%, desde 1,3% en marzo, mientras que la variación de los NTX se mantuvo en 6,7%, mismo registro que en marzo.

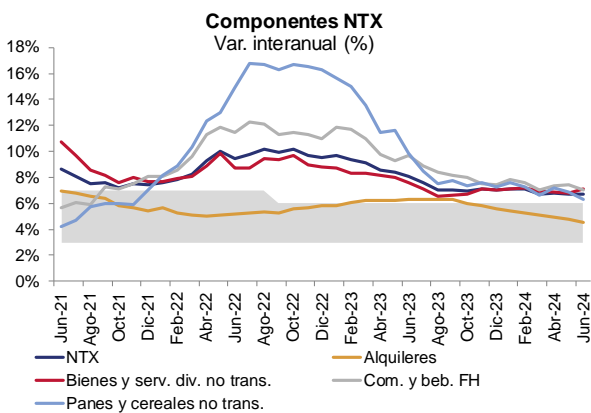


A nivel de componentes, la dinámica de TX estuvo pautada por la aceleración, particularmente en el mes de junio, de bienes manufacturados no comestibles y de servicios transables, mientras que las carnes y pescados, y los alimentos y bebidas diversos, se desaceleraron levemente en términos interanuales respecto al trimestre anterior.

A nivel macro, esta evolución fue liderada por una moderada depreciación del tipo de cambio en el trimestre mientras que, hasta junio, los precios de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya se mantuvieron relativamente estables.

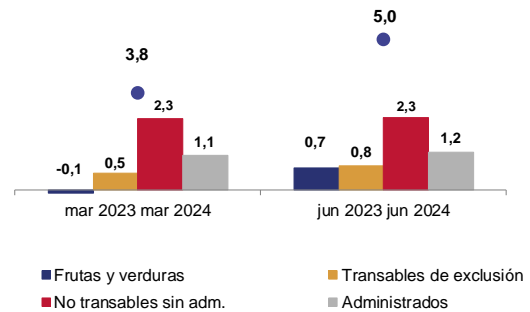


Por su lado, los precios de los NTX permanecieron estables entre 6,7% y 6,8% interanual en el trimestre y se mantuvieron en junio en 6,7%, mínimo histórico de la serie desde 2010. A nivel macro, esta evolución está determinada por la menor demanda doméstica y la moderación salarial.



En resumen, al analizar la contribución de los cuatro componentes analíticos del IPC a la variación de la inflación en el trimestre, se observa que la aceleración trimestral se explica principalmente por el IPC Resto (particularmente por frutas y verduras) y en menor medida por el IPCX (particularmente por TX). Por su parte, la incidencia de NTX se mantiene estable. Asimismo, se destaca una contribución algo mayor de los administrados.

Incidencias Acumuladas del IPC
Últimos 12 meses

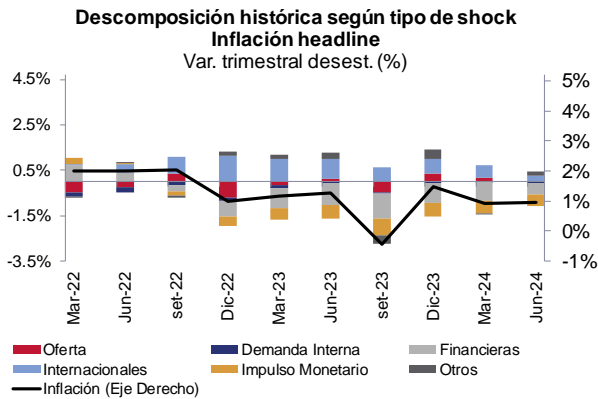


Incidencias var. interanual			
	Mar-24	Jun-24	Diferencias
IPC	3,8	5,0	1,2
IPCX	2,8	3,0	0,3
NTX	2,3	2,3	0,0
Panes y cereales	0,2	0,2	0,0
Alquileres	0,2	0,2	0,0
Comidas y Bebidas FH	0,6	0,6	0,0
Bienes y Serv Diversos	0,9	0,9	0,0
Enseñanza	0,3	0,3	0,0
Servicio Doméstico	0,2	0,2	0,0
TX	0,5	0,8	0,2
Alimentos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

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 - 2024T2 (eje de la derecha)¹⁸.

¹⁸ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

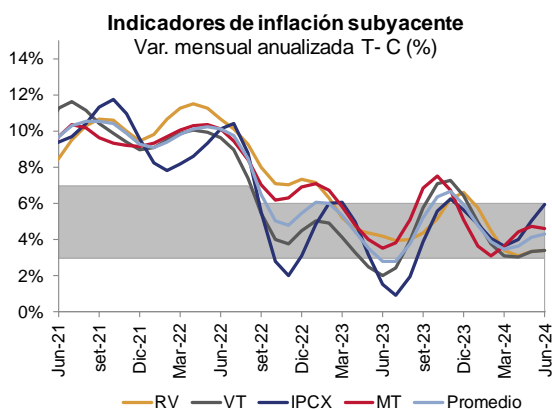


Entre los factores que impulsan a la inflación a ubicarse por encima de su promedio histórico, persisten las presiones provenientes de los shocks internacionales, en un contexto de niveles elevados de la tasa de interés internacional de referencia, y de shocks positivos a los márgenes de bienes importados (“oferta”).

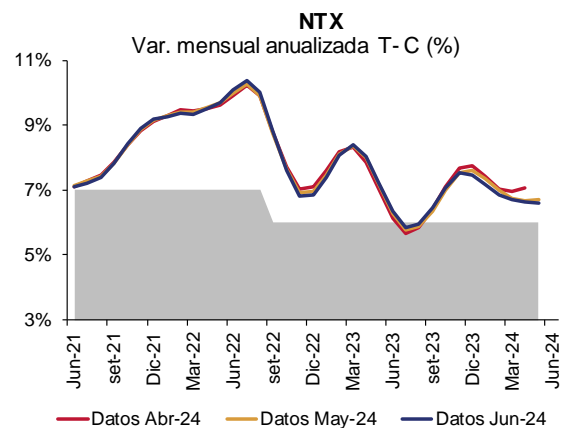
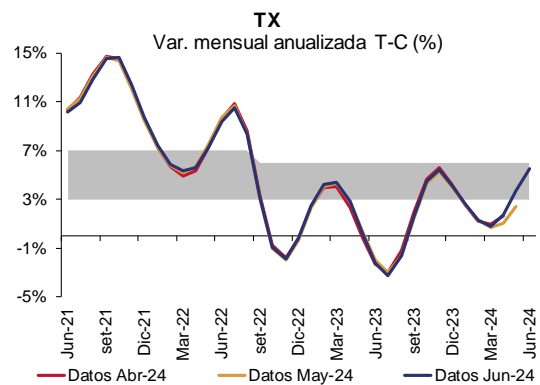
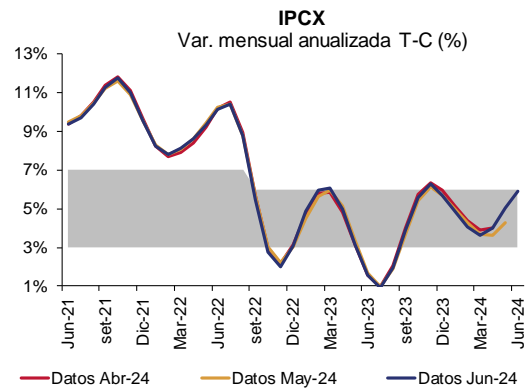
Estas presiones inflacionarias fueron compensadas por la política monetaria, la cual mantuvo el impacto de su instancia contractiva, que se evidencia tanto en el propio impulso monetario como en la apreciación acumulada del tipo de cambio (“financieras”), el que en parte se determina por factores globales y en parte por factores domésticos. De este modo, la política monetaria habría sido un factor relevante en la actual desinflación a través de sus diferentes canales de transmisión.

IV.3 Inflación subyacente

Tres de los cuatro indicadores de inflación subyacente disponibles, medidos en variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, dan cuenta de estabilidad en el margen. En concreto, esto sucede con la Varianza Truncada (VT), la Reponderación por Varianza (RV) y la Media Truncada (MT), mientras que el IPCX (que es el único que incluye pronósticos) da cuenta de una aceleración en el margen. Asimismo, se destaca que todos los indicadores, presentan guarismos dentro del rango meta.



El IPCX muestra una aceleración en términos agregados, ubicándose cerca del techo del rango. Esto es resultado de un aumento de los TX que reestiman al alza en el margen, mientras que los NTX se mantienen estables, aún por encima del techo del rango meta.



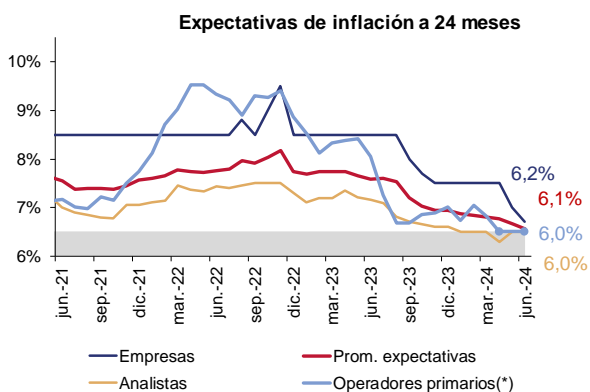
IV.4 Expectativas de inflación

En el segundo trimestre del año, todos los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a 24 meses) mostraron una desaceleración o estabilidad con respecto a lo observado en marzo. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas se redujo respecto a tres meses atrás y se ubicó en 6,1%, el valor mínimo de la serie y completando seis

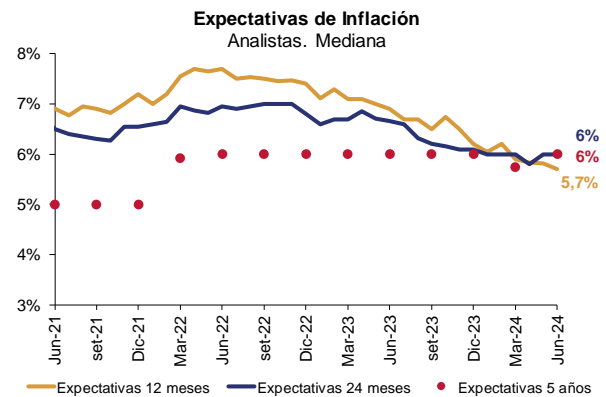
trimestres de descensos consecutivos para las expectativas de inflación.

A partir del segundo trimestre de 2024 el BCU publica oficialmente el promedio de expectativas de inflación a 24 meses considerando las tres encuestas disponibles: empresarios, analistas y operadores primarios (*). Esta última sustituye a las expectativas implícitas que se obtenían del diferencial de la curva de rendimientos entre los bonos en pesos y los bonos en unidades indexadas. Se considera que la encuesta refleja de forma más certera las expectativas de los mercados financieros, en virtud de que el diferencial de tasas puede presentar algunos inconvenientes como señal de las expectativas inflacionarias¹⁹.

A nivel de cada indicador, la mediana de expectativas de la encuesta de analistas se ubicó en 6% en junio, estable respecto al registro de marzo. En el mismo sentido, las expectativas de los mercados financieros, medida a través de la encuesta de expectativas de inflación a operadores primarios (que se publica en forma oficial desde el mes de abril), también se mantiene estable en 6%, durante el segundo trimestre. Por otro lado, la mediana de la encuesta a empresarios, se redujo 80 p.b. respecto a marzo y se ubicó en 6,2%. Este es el menor registro desde que se releva dicha encuesta²⁰.



Por otro lado, las tres mediciones de analistas a distintos horizontes presentan comportamientos diferentes. En primer lugar, se observa un descenso en las expectativas para los próximos 12 meses, en este caso de 20 p.b respecto a marzo, lo que sitúa el indicador en 5,7%. Sin embargo, para el horizonte de 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas se incrementa 30 p.b en el mismo período, situándose en 6%. Por último, como se señala en el párrafo anterior, la expectativa para los próximos 24 meses se mantiene estable en el techo del rango.



En este marco, en su reunión del 16 de julio el COPOM realizó una valoración positiva de la permanencia de la inflación en el rango meta, de la convergencia gradual de las expectativas hacia el mismo y del funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria. De esta forma, decidió mantener la TPM en 8,5%, al entender conveniente que la instancia de política monetaria mantenga los esfuerzos para que la inflación continúe su convergencia hacia el centro del rango meta.

V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria más probable para el equilibrio macroeconómico de la economía uruguaya en el HPM (escenario sistemático), sintetizado en la evolución esperada de la inflación, la actividad y el TCR, dada la información disponible al momento de celebrarse el COPOM.

A partir de este informe, dando un paso más en la profundización del esquema de metas de inflación, también se presentan simulaciones consistentes con la convergencia de la inflación al centro del rango meta (4,5%) al final del HPM (junio 2026). Esta simulación constituye la nueva referencia de proyección. Por tanto, salvo que se indique lo contrario, las sendas puntuales de este informe corresponden a este escenario.

Finalmente, se plantean los principales riesgos que podrían afectar esta trayectoria y se analiza cómo podrían modificarla.

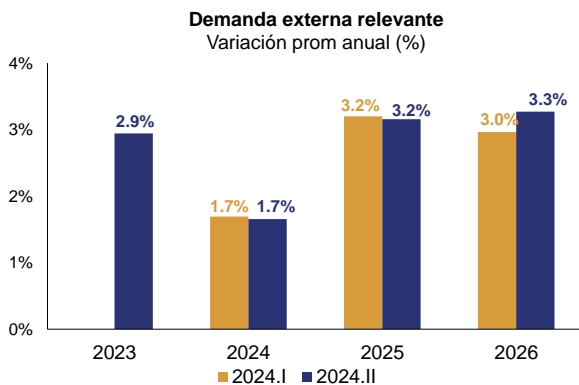
¹⁹ Ver nota al pie N° 20 en la sección IV.4 Expectativas de inflación del IPOM 2024T1.

²⁰ 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.

V.1 El escenario base²¹

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

La demanda externa relevante para Uruguay crecería en 2024 y 2025 de forma similar a lo que se esperaba en el COPOM de marzo.

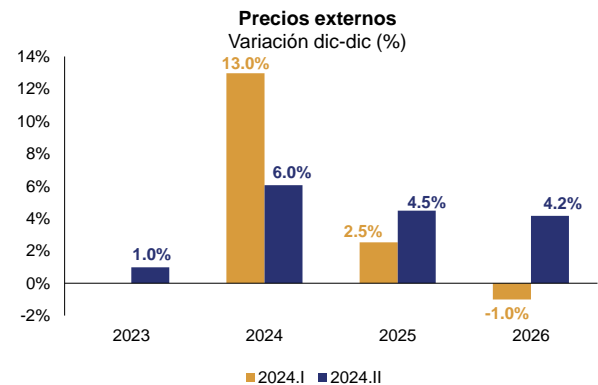


Para 2024 se espera mayor crecimiento en EE.UU. y Brasil, compensado por una mayor contracción en Argentina, mientras que para 2025 no se esperan grandes cambios respecto al informe anterior. En contraste, para 2026 se espera un mayor crecimiento de Argentina respecto a lo esperado en el COPOM anterior.

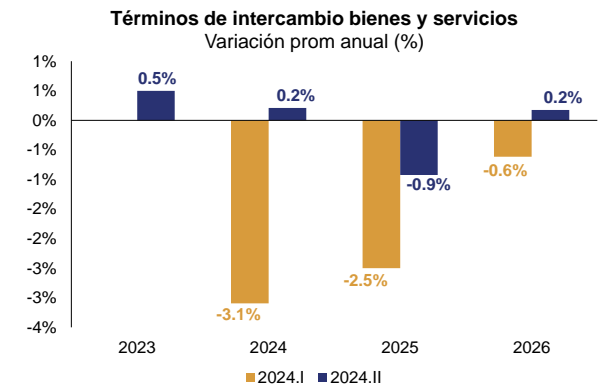
Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2023	2024	2025	2026
PIB externo relevante	2,9%	1,7%	3,2%	3,3%
Extra-región	4,1%	3,5%	3,3%	3,3%
China	5,6%	4,9%	4,7%	4,5%
Estados Unidos	2,5%	2,2%	1,6%	2,0%
Zona Euro	0,9%	0,8%	1,4%	1,4%
Región	1,2%	-0,6%	2,9%	3,2%
Argentina	-1,6%	-3,5%	4,0%	4,2%
Brasil	2,9%	1,8%	1,7%	1,9%

Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares aumentaron levemente en 2023, lo que significó un cambio en relación a lo esperado en marzo cuando se pronosticaba una caída. Esta situación estuvo afectada por la fuerte aceleración de la inflación doméstica en Argentina al final del año, que compensó parte de la devaluación de ese período. Para 2024 se espera un menor crecimiento, explicado por la menor inflación doméstica en Argentina y en la extra-región. Entre tanto, en 2025 y 2026 los precios externos crecerían más de lo previsto. De este modo, hacia el final del HPM el nivel de precios externos relevantes para Uruguay

se ubicaría en niveles superiores de lo que se proyectaba el trimestre anterior.

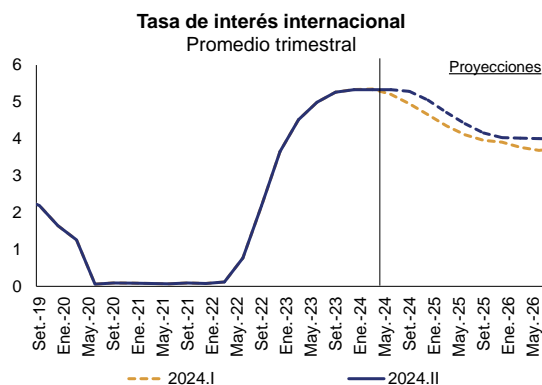


En cuanto a la relación de términos de intercambio, en 2023 se registró una menor ganancia que la que se esperaba en marzo, mientras que para 2024 se espera una ganancia de 0,2%, frente al deterioro de 3,5% proyectado en el trimestre anterior. En 2025, el deterioro esperado sería algo menor que el previsto el trimestre pasado, al tiempo que para 2026 se espera una ganancia de 0,2%, frente a la pérdida de 0,6% que se proyectaba en el informe de marzo.



Por último, las condiciones financieras internacionales serían menos favorables que las esperadas tres meses atrás. En tal sentido, la trayectoria esperada de la tasa de la FED se corrige al alza, en el marco de presiones inflacionarias más persistentes y mayor incertidumbre, lo que implica mayor aversión al riesgo por parte de los inversores.

²¹ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo

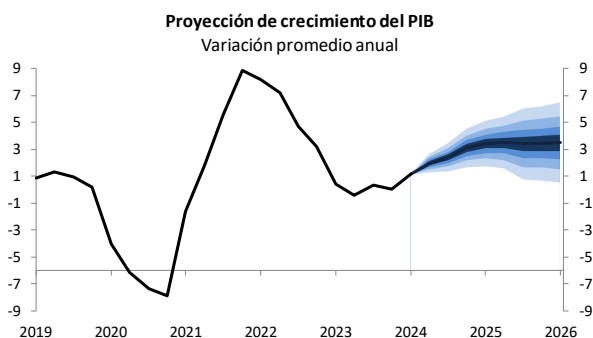


V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad

En el escenario de referencia, la economía recuperaría su dinamismo en 2024 y 2025 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.

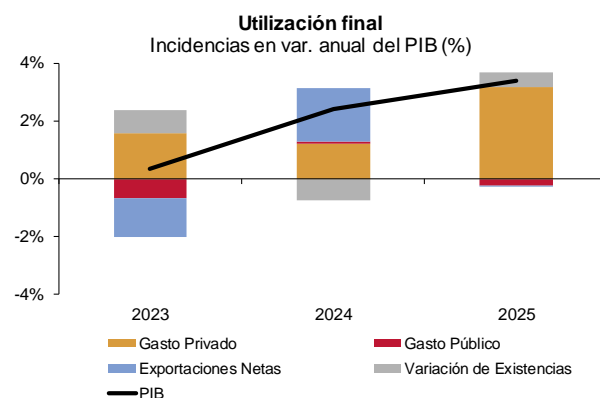
Este escenario está enmarcado en un alto nivel de incertidumbre, asociado en gran medida al desempeño en la región que presenta desequilibrios macroeconómicos persistentes. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo de confianza del gráfico fan chart, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En particular, en este informe la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento potencial (en torno a 2,5%) al final del HPM, se incrementa respecto al COPOM anterior de 64% a 67%.



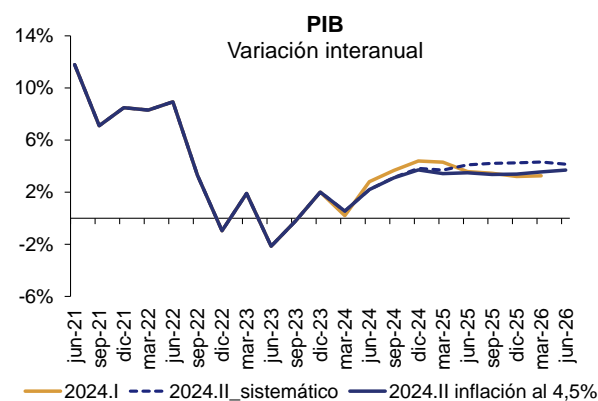
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Desde el punto de vista de los componentes de la demanda, las exportaciones netas serían el principal motor de crecimiento en 2024,

impulsadas por la reversión de los efectos de la sequía sobre los cultivos y las actividades pecuarias. También contribuiría al alza el gasto privado (que incluye consumo e inversión), al influjo de la recuperación de la masa salarial y la ausencia de la fuga de consumo a Argentina registrada en 2023. Los factores antes señalados explicarían el crecimiento en 2025.



En términos interanuales, la proyección del PIB para el segundo semestre 2024 refleja una senda inferior a la del informe anterior, lo que persistiría hasta mediados de 2025. Por un lado, en el escenario sistemático, el PIB evolucionaría por encima de lo proyectado en el informe anterior por un contexto internacional más favorable. Por otro lado, en el escenario en el cual la inflación converge al centro del rango meta, la mayor tasa de interés determinaría un menor crecimiento hacia el final del HPM.



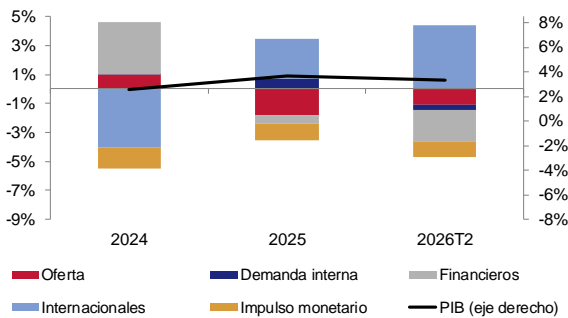
De acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2024 estaría impulsado por la oferta doméstica, destacándose el incremento de la productividad. Contribuyen en el mismo sentido los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio, mientras que en sentido inverso actúan el impulso monetario y el entorno internacional²².

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

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

El mayor dinamismo en el resto del HPM estaría explicado por un contexto internacional más favorable, dado por condiciones financieras esperadas 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) y de oferta revertirían su impacto y contribuirían negativamente. A esto se sumaría el impacto contractivo de la política monetaria.

Descomposición en shocks - PIB
Variación promedio anual
Promedio de modelos 2024.II

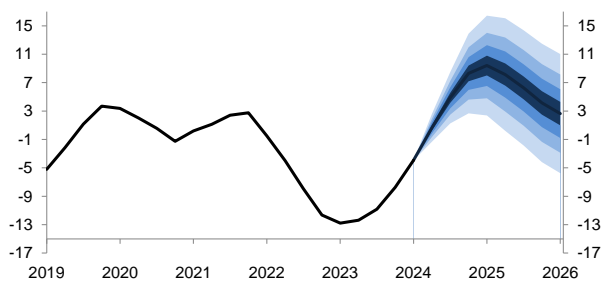


Tipo de cambio real

En el escenario de referencia, el TCR exhibiría una senda creciente en la primera mitad del horizonte. De acuerdo con la metodología fan chart habría un 66% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor inferior al 74% reportado en el informe anterior.

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

Proyección del tipo de cambio real
Variación promedio anual



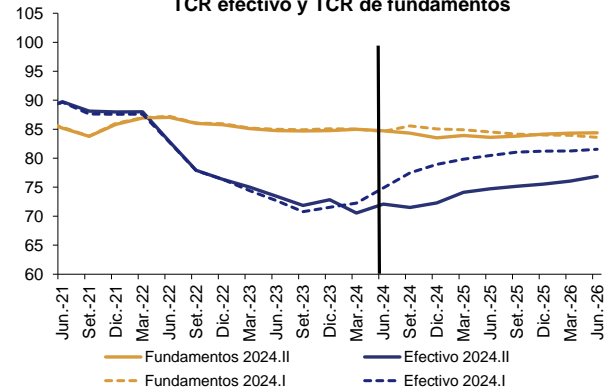
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

La senda proyectada del TCRf se corrige a la baja hasta el tercer trimestre de 2025, mientras que se ajusta al alza en los tres trimestres siguientes. Las proyecciones de TCRe lo sitúan en una senda significativamente más baja a la presentada en el informe anterior.

El TCRf se reestima levemente a la baja en la mayor parte del HPM, debido especialmente a que se espera crecimiento del ratio Gasto Privado-PIB, al contrario de lo proyectado para el informe anterior, y a que se corrige al alza la senda proyectada para los términos del intercambio. Mientras tanto, la mayor reducción supuesta para la ratio Gasto Público-PIB tiene menos fuerza.

Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR parte de un valor cercano a 15 p.p. y se va cerrando lentamente en el horizonte de proyección. De esta forma, al final del HPM el TCR se encontraría 9 p.p. por debajo de su nivel de fundamentos, recortando buena parte del desvío inicial.

TCR efectivo y TCR de fundamentos

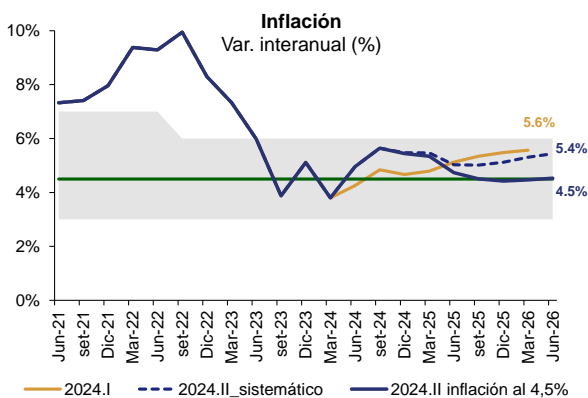


Inflación

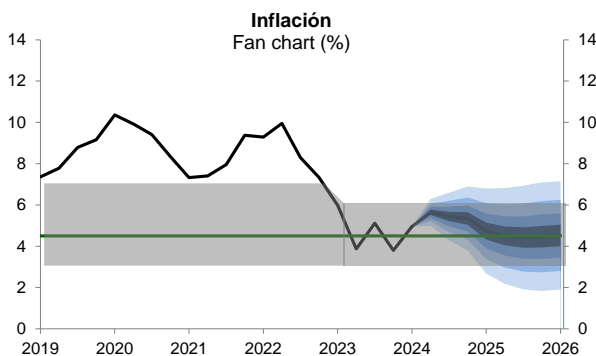
En el escenario sistemático, la senda proyectada de inflación corrige al alza en el primer tramo del HPM y luego evoluciona por debajo de la proyección anterior, manteniéndose siempre dentro del rango meta. Por su parte, en el escenario en el que se alcanza el centro del rango meta al final del HPM (junio 2026), la senda simulada de inflación presenta un mayor ajuste a la baja desde el segundo trimestre de 2025.

Dicha evolución supone mayores shocks contractivos de política monetaria y expectativas de inflación que reaccionan favorablemente, así como una dinámica salarial y precios administrados consistentes.

La evolución de la inflación también está determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR negativa, que se cierra a menor ritmo cuando la inflación converge a 4,5% en junio 2026, y por una brecha PIB negativa.



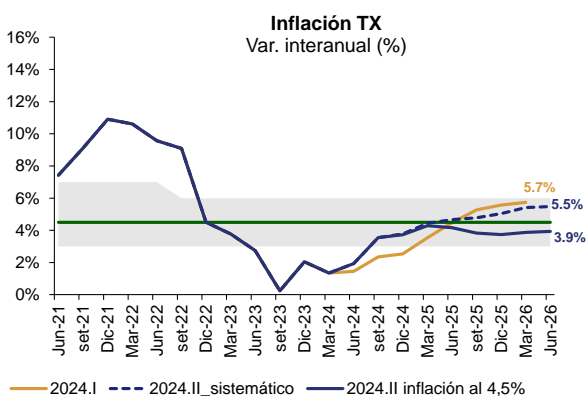
En el escenario de referencia la inflación alcanza el centro del rango (4,5%) al final del HPM. Esto determina un incremento en la confianza de que la inflación se encuentre por debajo del techo del rango meta al final del horizonte, desde 60% en el informe anterior a 79%.



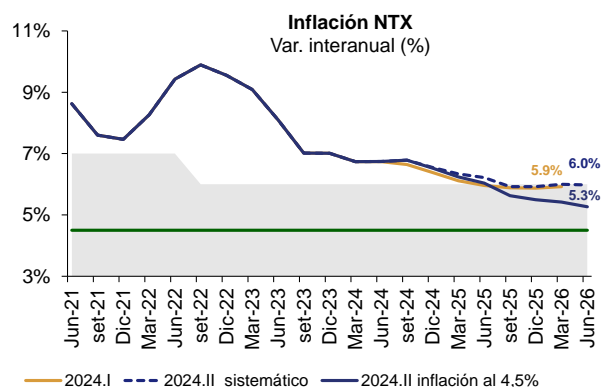
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

En los dos escenarios considerados, la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la de la senda de inflación correspondiente.

Los componentes del IPCX (precios TX y NTX) muestran trayectorias dispares. Por un lado, los TX evolucionan por debajo de la proyección anterior en el tramo final del HPM, especialmente en el escenario de simulación, en un contexto de menor depreciación nominal.

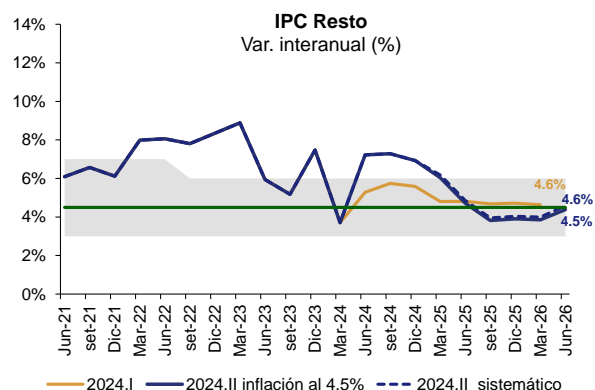


Por otro lado, los NTX presentan en el escenario sistemático una senda similar a la del informe anterior y se ubican en el techo del rango meta durante la segunda mitad del HPM. En el escenario de simulación, los NTX presentan una corrección a la baja en un contexto de mayor brecha PIB negativa y expectativas que reaccionan favorablemente a la política monetaria.



La senda de IPC Resto es similar en los dos escenarios presentados en este informe. Inicialmente, la proyección es superior a la presentada en el informe anterior a raíz de datos efectivos más altos. En la segunda mitad del horizonte muestra una desaceleración más pronunciada y termina cerca del centro del rango meta al final del HPM.

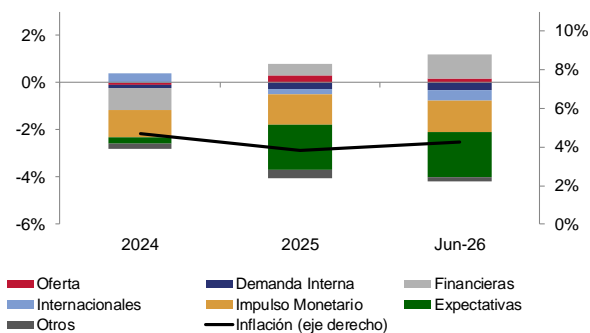
Dicha dinámica está guiada por la reversión de los shocks de oferta sobre frutas y verduras y el precio del petróleo, junto a las tarifas públicas y demás servicios administrados evolucionando en línea con el objetivo de inflación, dado el marco de coordinación de políticas monetarias, fiscales y de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



Los distintos factores que afectan a la inflación pueden analizarse en forma más rigurosa en el

marco de un modelo DSGE²³. 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 de política del BCU que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con su objetivo inflacionario. Esto a su vez redundando 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). Hacia 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.II



Tasa de interés

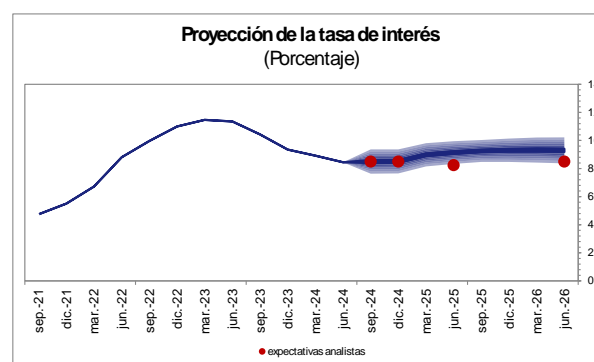
En este marco, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad, y genera una senda para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el 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 16 de julio que mantiene la TPM en un nivel de 8,5%.

La senda puede ilustrarse en un gráfico fan chart, que muestra el rango posible 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 estable para la TPM al inicio del HPM y ascendente hacia el final, consistente con la simulación donde la inflación termina en 4,5% al final del HPM.

Por otra parte, la senda esperada por los analistas es similar a la trayectoria central en los primeros pasos y se ubica por debajo al cierre del HPM. Cabe destacar que los analistas respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM y proyectan una senda de inflación que no converge al centro del rango meta al final del HPM.



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

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

Estas proyecciones surgidas del escenario base, se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre elevado, cuyos principales detonantes son: la situación 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 global. A nivel doméstico, se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al rango meta y el ciclo político electoral que incluye la iniciativa de reforma constitucional que se someterá a consulta popular conjuntamente con las elecciones nacionales. 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.

²³ Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio

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

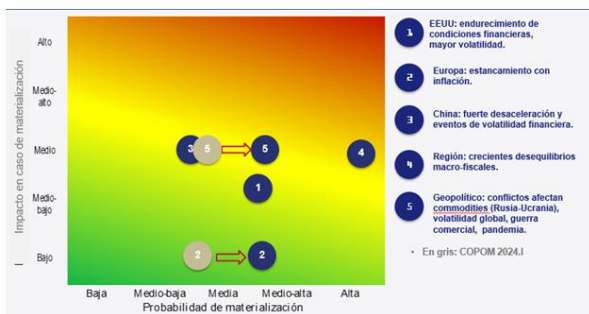
A continuación se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del MR²⁴.

Riesgos externos

A nivel internacional, 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 dos riesgos.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en la actividad



Respecto del nivel de actividad, se destaca el riesgo de la región (riesgo 4) que se mantiene en la zona amarilla/naranja, por lo que resulta el principal riesgo a monitorear. En 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 cambiaría.

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. El aumento de las tensiones en dichos conflictos provoca un incremento de la probabilidad de materialización de este riesgo, que pasa de media a media-alta, con un impacto medio sobre la actividad.

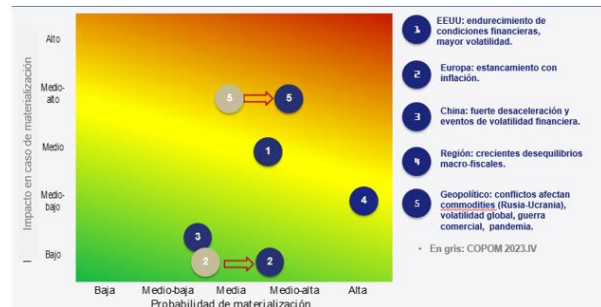
Asimismo, el riesgo de una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3) se mantiene en los mismos niveles del COPOM anterior, con una probabilidad de materialización e impacto en caso de materialización en zona media. De materializarse, se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una caída

relevante de los precios de nuestros productos de exportación.

Mientras tanto, el riesgo vinculado a un endurecimiento mayor al esperado de las condiciones financieras en EE.UU. por encima de lo previsto en el escenario base (riesgo 1) se mantiene en la zona verde/amarilla. Este riesgo recoge una potencial reacción de la FED más agresiva de lo esperado, que en el contexto actual supone mantener incambiada su tasa de política por más tiempo que el que se proyecta en el escenario base donde, al igual que los distintos agentes, se espera una trayectoria decreciente. Esto ocasionaría caídas en los precios de los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes. Asimismo, podría inducir una recesión en EE.UU.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) aumenta su probabilidad de materialización de media a media-alta, como consecuencia de la incertidumbre generada ante los cambios que generan los resultados de las recientes elecciones en dicho continente. 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 pueden afectar al alza la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los desequilibrios en la región (riesgo 4). Los mismos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un aumento del riesgo soberano, con consecuencias directas en la inflación transable y posibles efectos de segunda vuelta sobre los bienes y servicios no

²⁴ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

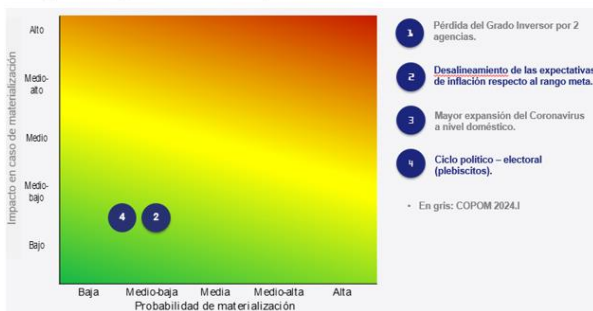
transables. Además, el riesgo geopolítico actuaría directamente sobre los precios transables.

Riesgos domésticos

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

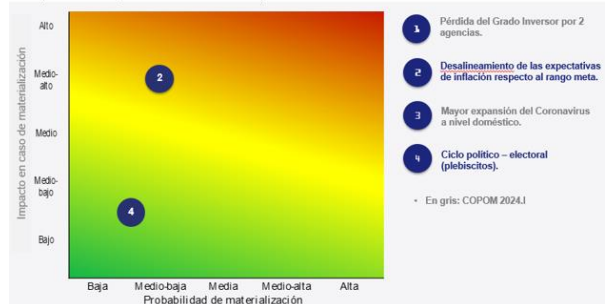
El riesgo político electoral (riesgo 4), fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones nacionales de octubre 2024 entraran dentro del HPM. Su inclusión se basa en que la evidencia empírica sugiere que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en los trimestres previos a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables económicas y financieras, y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas. Para este informe, no se registran cambios respecto al trimestre anterior. La probabilidad se mantiene en zona medio-baja, persistiendo el nivel de incertidumbre por el planteo del plebiscito.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en 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 relevadas 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 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.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 20. Restimación de la Tasa Natural de Interés (Publicado en IPOM 2024.II)

Introducción

Este box metodológico presenta actualizaciones de las estimaciones de la tasa natural o tasa neutral de interés (TNI) que elaboran los técnicos del banco central como parte del instrumental cuantitativo desarrollado al servicio de la política monetaria. Este ejercicio forma parte del protocolo de actualización anual de modelos en el Área de Política Monetaria. En esta ocasión, se divulgan las nuevas estimaciones surgidas de las metodologías presentadas en el box metodológico 3, publicado en el IPOM de 2020.IV¹. Los valores aquí presentados pasan entonces a constituir la nueva referencia de estimaciones de la TNI para la economía uruguaya con los que trabajará la política monetaria.

Definición y relevancia

En primer lugar, esta nota repasa el concepto, la importancia y las características de la TNI.

La tasa natural o tasa neutral de interés (TNI) se define como aquella tasa de interés con la cual la economía alcanza su nivel potencial de crecimiento y la inflación converge a su objetivo.

En un marco de *Inflation Targeting* con tasa de interés, los bancos centrales emplean a la TNI como referencia para contrastar la tasa de política monetaria (TPM) y de esta forma evaluar la instancia en la que se encuentra la política. En particular, una TPM en términos reales mayor que la TNI implica una política monetaria contractiva y en caso contrario expansiva. Por lo tanto, es de suma importancia la estimación de la TNI, de forma de generar un diagnóstico adecuado y oportuno para fijar una TPM consistente con el objetivo inflacionario.

Sin embargo, la TNI no es directamente observable, sino que forma parte de las variables inobservables con las que los tomadores de decisiones de política monetaria deben trabajar, junto a la inflación subyacente, el producto tendencial, la brecha PIB o el tipo de cambio real de fundamentos. Como consecuencia, es necesario estimarla mediante distintos métodos estadísticos con base en las observaciones de las tasas de interés y las variables macroeconómicas que pueden afectarla.

Metodologías y resultados

Típicamente la TNI se estima en base a diversas metodologías, que incluyen distintos modelos macroeconómicos e indicadores financieros; la presentación de las mismas puede verse en el citado box metodológico 3.

El BCU utiliza actualmente tres estimaciones de la TNI: un modelo neo-keynesiano semi-estructural simple, llamado justamente Modelo Semi-estructural Simple² (MSS); otro modelo semi-estructural más complejo, que incorpora entre otros aspectos una regla de política monetaria, llamado Modelo de Política Monetaria³ (MPM) y aproximaciones a la TNI realizadas a partir de indicadores financieros, como los rendimientos de los títulos públicos en valores indexados a la inflación a plazos largos y las tasas largas de los *Treasuries* de EE.UU. ajustadas por el riesgo soberano de Uruguay.

¹ <https://www.bcu.gub.uy/Politica-Economica-y-Mercados/Reportes%20de%20Politica%20Monetaria/3%20Estimaciones%20de%20la%20tasa%20natural%20de%20inter%C3%A9s%202020IV.pdf>

² España V., “*La Tasa Natural de Interés: Estimación para la Economía Uruguaya*”, Revista de Economía, Segunda Época Vol. 15 N°2, BCU, noviembre 2008.

³ Carballo P., González, J.I., Güenaga, M., Mourelle, J., Romaniello, G., “*Un modelo semi estructural de proyecciones macroeconómicas para el Uruguay*”, Documento de Trabajo N°. 2015.012, BCU, 2015.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Por otra parte, también se cuenta como referencia con un modelo basado en fundamentos de corto y largo plazo, llamado Modelo Basado en Fundamentos⁴ (MBF). Este modelo estima una tasa de largo plazo constante, siendo éste un parámetro estructural de largo plazo, cuando la economía alcanza el pleno empleo y todas las brechas están cerradas; en particular, el producto efectivo se iguala al producto potencial o natural. De esta forma, este indicador por construcción no está diseñado para evaluar la coyuntura monetaria, como sí los son los reseñados en el párrafo anterior.

Los modelos macroeconómicos utilizados en el Área de Política Monetaria son revisados anualmente. En particular, esto sucede con los dos modelos que se utilizan para estimar la TNI. Conceptualmente, al ser la TNI una variable de ajuste lento, pues refleja procesos que tienen impacto en el mediano plazo, no deberían esperarse grandes cambios en los valores estimados año a año. En tal sentido, los modelos MSS y MPM no presentaron cambios significativos en sus parámetros en las últimas cuatro reestimaciones. Mientras tanto, las variables financieras, que por construcción están más afectadas por novedades en el corto plazo y se presentan suavizadas por filtros estadísticos para soslayar su volatilidad, continuaron evolucionando de acuerdo a lo esperado.

Por otra parte, el MBF que no se reestima anualmente pues sus resultados son invariantes en el tiempo, fue revisado debido a la realización de un nuevo censo poblacional que afecta a una de sus variables explicativas y adicionalmente se incorporó el cambio de base de Cuentas Nacionales.

Desde la última estimación divulgada en 2020.IV se observan movimientos tendenciales levemente crecientes en las estimaciones de TNI. El modelo MPM tiene cambios menores, el MSS presenta un aumento de 30 p.b. entre las puntas de la muestra, mientras que los indicadores financieros suavizados son los que más aumentan en estos 4 años. En síntesis, el indicador promedio de TNI, que es el que manejan los servicios técnicos del BCU para evaluar la posición de la política monetaria, ha presentado movimientos levemente crecientes en estos 4 años; en particular, el cambio respecto al año anterior es marginal.

Estimaciones de TNI				
modelos e indicadores financieros				
	2021.II	2022.II	2023.II	2024.II
MPM	2.3	2.2	2.4	2.4
MSS	2.0	2.1	2.2	2.3
Financieras suavizadas, filtro HP	2.2	2.6	2.7	2.8
Financieras	1.9	2.6	2.8	3.4
<i>CUI (10A)</i>	2.4	2.8	3.3	3.2
<i>Tasa FWD Implícita en Bonos UYU</i>	2.7	2.8	2.5	3.5
<i>Bonos USA 10A – Inflación largo plazo</i>	0.6	2.1	2.5	3.3
<i>USA+ EMBI UYU</i>				
Promedio Total*	2.1	2.3	2.4	2.5
MBF	[0.98; 2.06]**			[1.5; 1.8]

* Se calcula como el promedio simple entre el Modelo MSS, MPM e Indicadores financieros suavizados

** Set 2020

En virtud de la robustez de estos resultados y hasta que no se realice una nueva revisión relevante de los resultados de las estimaciones, el valor de la TNI a utilizar desde junio de 2024 en adelante es 2,5%.

La TNI en la evaluación de la Política Monetaria

Una forma sencilla de evaluar la instancia de política monetaria es comparando la TPM efectiva con la tasa de interés nominal neutral, que se construye a partir de la TNI real nominalizada con expectativas de inflación en el horizonte de política). Sin embargo, ambas variables son inobservables, contando con distintos indicadores de las mismas: los ya nombrados para la TNI y

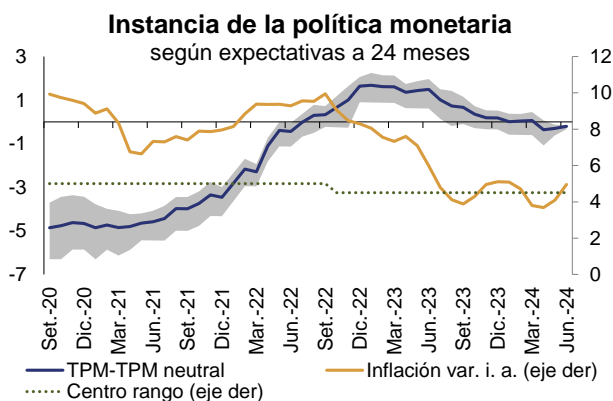
⁴ Bucacos E., “*La tasa natural de interés para una economía emergente: el caso de Uruguay*”, Documento de Trabajo N° 2020.001, BCU, 2020.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

diversas encuestas de expectativas a públicos específicos (analistas, empresarios y operadores primarios) junto a la estimación surgida del diferencial de tasas entre títulos públicos nominales y en UI a plazos similares para aproximar a las expectativas de inflación. Si se realizan combinaciones de las 3 medidas de TNI y de las 3 medidas de expectativas de inflación, se cuenta con 9 estimaciones con las que se construye un intervalo de incertidumbre bastante amplio sobre la TPM neutral, el cual resulta poco informativo.

El gráfico siguiente presenta la instancia de política monetaria, la evolución de la inflación y el centro del rango meta desde la anterior estimación divulgada de TNI (con datos a 2020.III). En términos prácticos se trabaja con el promedio de indicadores, tanto para la TNI como para las expectativas de inflación (línea azul en el gráfico). Asimismo, para reflejar la incertidumbre implícita en esta estimación se construye un intervalo de incertidumbre (área gris en el gráfico) mediante la nominalización de una TNI dada a través de cada una de las 3 medidas de expectativas de inflación.



A finales de 2020 la economía se encontraba en plena pandemia, por lo que se optó por una política monetaria expansiva, privilegiando la recuperación de la actividad por sobre la reducción de la inflación; los indicadores de instancia mostraban claramente una instancia expansiva de unos 5 puntos porcentuales (p.p.). A partir del COPOM de agosto 2021 comienza un ciclo al alza de la TPM. Estos aumentos sucesivos de la TPM junto con la reacción favorable, aunque en forma más lenta, de las expectativas de inflación llevaron a la política monetaria a un terreno de neutralidad durante buena parte de 2022, pasando hacia fines de ese año a un terreno contractivo, el cual se mantuvo durante la mayor parte de 2023, manteniendo valores positivos de hasta 2 p.p. en su pico. Esta evolución de la instancia contribuyó a contener los shocks externos sobre los precios de alimentos que afectaron a la economía mundial durante 2022 y luego contribuyó al descenso de la inflación, la que, partiendo de valores en el entorno de 10%, se ubica cercana al centro del rango meta desde junio de 2023. En este contexto de consolidación del descenso de la inflación, un adecuado funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria y una disminución de las expectativas de inflación de los distintos agentes, a partir de abril 2023 la política monetaria comienza un ciclo a la baja de la TPM. La combinación de estos factores hace que desde setiembre 2023 la instancia de política monetaria se mantenga en el entorno de la neutralidad.