



Política Económica y Mercados



# Informe de Política Monetaria

Primer trimestre 2024



BANCO CENTRAL  
DEL URUGUAY

## I. Resumen ejecutivo

### I.1 Contexto internacional

La actividad mundial habría crecido en 2023 más de lo que se esperaba en el trimestre anterior. Asimismo, se mantiene la heterogeneidad de los últimos trimestres entre las diferentes regiones. Por otra parte, 2024 y 2025 mostrarían un dinamismo similar al que se esperaba en el trimestre previo.

La inflación mundial exhibe mayor persistencia de la que se esperaba, ante renovadas presiones desde los commodities, debido al aumento de las tensiones en Medio Oriente, y de la robustez del mercado laboral, especialmente en EE.UU. (Estados Unidos), que impacta en el núcleo inflacionario. En este marco, los principales bancos centrales han dado señales de retrasar el inicio del ciclo expansivo de su política monetaria, lo cual provocó un corrimiento hacia arriba de la curva de rendimientos, conduciendo a un deterioro de las condiciones financieras globales.

En la región, el Gobierno argentino avanza en su programa de corrección de los desequilibrios macroeconómicos, en un contexto de elevados riesgos y con altos costos en materia de actividad. Mientras tanto, en Brasil el nivel de actividad se recupera en el margen, tras el estancamiento que experimentó en el segundo semestre de 2023, en un marco de incertidumbre respecto a la capacidad del Gobierno de cumplir con sus metas fiscales.

### I.2 Contexto interno

En el cuarto trimestre de 2023 la actividad económica exhibió una variación trimestral desestacionalizada de 0,4% y se ubicó 2% por encima del nivel de un año atrás. De este modo, en el segundo semestre la economía recuperó dinamismo luego del fuerte impacto de la sequía en la primera mitad del año. Con ello, el crecimiento promedio de 2023 se ubicó en 0,4%.

A nivel de sectores, la actividad primaria tuvo una importante incidencia positiva en términos interanuales, la cual fue acompañada en menor magnitud por algunos servicios. Este dinamismo fue parcialmente compensado por el menor valor agregado de la industria y la construcción. Por el lado del gasto, se registró crecimiento tanto de la demanda interna como de la demanda externa neta, lideradas por el consumo privado 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, ante el crecimiento moderado del consumo privado y la recomposición de la demanda externa neta. Por el lado de la oferta, varios efectos irregulares se irían diluyendo paulatinamente, con efecto neto positivo.

Por otra parte, a diciembre 2023 el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 3,6% del Producto Bruto Interno (PIB), disminuyendo 0,3 p.p. (puntos porcentuales) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, el menor desahorro del sector privado más que compensó el mayor déficit del sector público.

El Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global se depreció 2% en el trimestre móvil cerrado en abril (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 retomó la tendencia a la baja que muestra desde mediados de 2021.

El Tipo de Cambio Real de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se apreciaría levemente (0,1%). El aumento del ratio Gasto Privado-PIB impulsa la apreciación del TCRf, mientras que la baja de los términos de intercambio, la caída de la productividad relativa esperada y la menor relación Gasto Público-PIB impactan en sentido contrario. De este modo, la brecha entre el TCRE y el TCRf se ubicaría en niveles inferiores a los del trimestre anterior y continuaría reduciéndose durante el Horizonte de Política Monetaria (HPM).

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 una caída de 1,9% en el promedio del trimestre móvil a enero, revirtiendo la mejora observada en el informe pasado.

Finalmente, en el año culminado a febrero 2024 el Sector Público Global (SPG)<sup>1</sup> tuvo un resultado deficitario de 3,6% del PIB. Mientras tanto, en 2023 se observó un aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 41,2% de PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras como la mayor participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se mantiene en niveles inferiores a sus pares de la región y la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia, obteniendo la

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

Uruguay, Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado.

mejor calificación de la deuda pública uruguaya 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 marzo 2024 se redujo 132 p.b. (puntos básicos) respecto al trimestre anterior y se ubicó en 3,8%, manteniéndose dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) por décimo mes consecutivo. Este registro corresponde al menor valor observado desde agosto 2005.

La baja de la inflación general estuvo guiada por la desaceleración del Resto del IPC, particularmente por el componente Frutas y Verduras. En el mismo sentido, la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX (Índice de Precios al Consumo sin considerar frutas, verduras y administrados) se redujo, aunque en menor medida que la inflación headline, ubicándose en 3,8% a marzo 2024. Cabe destacar que esta reducción de IPCX estuvo pautaada por sus dos componentes, transables y no transables. Asimismo, todas las categorías asociadas a la inflación no transable se desaceleraron y se ubicaron por debajo de 7% en términos interanuales.

Por otra parte, todos los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a 24 meses) mostraron una desaceleración o estabilidad en marzo respecto a lo observado en diciembre. En consecuencia, el indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas se redujo 7 p.b. respecto a tres meses atrás, acumulando 5 trimestres de reducciones consecutivas y ubicándose en 6,44%, el valor mínimo de la serie. Es importante destacar además que las tres mediciones de analistas a distintos horizontes se reducen y dos de ellas se ubican dentro del rango meta.

### I.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base la economía crecería en torno a 3% promedio en 2024 y 2025. El consumo privado se mantendría como principal motor del crecimiento, junto a la recuperación de las exportaciones netas.

La inflación interanual se mantendría dentro del rango meta durante todo el HPM, en una trayectoria similar a la del Informe de Política Monetaria (IPOM) anterior. Puntualmente, se ubicaría en 5,6% al final del HPM (marzo 2026). La evolución de la inflación dentro del rango meta estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva/neutral en todo el HPM, la acción de los

distintos mecanismos de transmisión y el marco de coordinación de políticas pautaado por aumentos de precios administrados y de salarios nominales compatibles con el objetivo inflacionario.

Esta dinámica se daría en el marco de un paulatino ajuste a la baja de las expectativas de inflación, las que a su vez se reflejarían en una menor persistencia de las presiones inflacionarias salariales y de los precios no transables durante el HPM. A esta evolución de la inflación también contribuirían otros factores macroeconómicos, como la evolución moderada del tipo de cambio y la persistencia de una brecha PIB en terreno negativo a lo largo del horizonte de proyección.

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 de inflación, que determinen una mayor persistencia inflacionaria al afectar eventualmente 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.

### I.5 Decisiones de política monetaria

En la reunión del COPOM del 10 de abril se resolvió una reducción de 50 p.b. de la TPM, fijándola en 8,5%, valor cercano a una fase neutral de la política monetaria.

En el comunicado del COPOM se explica que la decisión se basó en que la inflación interanual se ubicó en 3,80%, por décimo mes consecutivo dentro del rango meta; que la inflación núcleo mostró una nueva desaceleración y se ubicó en 3,83%; y que las expectativas de inflación que monitorea el BCU (Analistas, Empresarios y Operadores Primarios) mostraron una reducción en marzo y se ubicaron nuevamente en mínimos históricos, acercándose al techo del rango meta. Asimismo, el BCU señaló que es conveniente que la instancia de política monetaria mantenga los esfuerzos para que la inflación continúe su convergencia hacia el centro del rango meta.

### I.6 Gestión de la política monetaria

La gestión monetaria tiene por objetivo generar condiciones de liquidez consistentes con los anuncios realizados por el COPOM. El BCU continuó gestionando la oferta primaria a través de colocaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en pesos nominales con plazos de 30, 90, 180

días y 1 año, a fin de esterilizar los excesos de liquidez de mediano y largo plazo.

A su vez, cuando estas intervenciones no fueron suficientes para asegurar que la Tasa Media del Mercado de Dinero a 1 día (T1D) operase en torno de la TPM anunciada, el BCU realizó operaciones con instrumentos a plazos más cortos, referidos como Instrumentos de Sintonía Fina (ISF), ya sea para esterilizar o para inyectar liquidez.

## II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

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

Las perspectivas sobre el crecimiento global muestra escasas alteraciones respecto a lo que se preveía el trimestre pasado. En tal sentido, el crecimiento en 2023 resultó algo superior al que se esperaba tres meses atrás, mientras que la proyección para 2024 y 2025 se mantiene incambiada.

En este marco, el Fondo Monetario Internacional (FMI) corrigió al alza la estimación de crecimiento mundial para 2024 en su reporte de abril, pasando de 3,1% a 3,2% y mantuvo la proyección para 2025 en 3,2% respecto a su reporte de enero<sup>2</sup>. Según el organismo, las economías avanzadas crecerían 1,7% en 2024 (0,2% más que lo proyectado en enero) y 1,8% en 2025, igual cifra que la esperada en el informe de enero. Por su parte, las economías emergentes, de acuerdo con el reporte de abril, crecerían 4,2% tanto en 2024 como en 2025 (lo que marca una corrección de 0,1% al alza en la proyección de 2024 y el mantenimiento de la previsión para 2025, siempre en comparación con lo que proyectaba en enero).

La inflación a nivel global se muestra más resistente que lo esperado, especialmente en EE.UU. En particular, el núcleo inflacionario que venía descendiendo lentamente, frenó su caída y volvió a acelerarse en el margen, al influjo de la robustez del mercado laboral y de los servicios.

Ante este incremento de las presiones inflacionarias y en un marco de mejores perspectivas para el nivel de actividad, el mercado espera una política monetaria más restrictiva por parte de los bancos centrales más relevantes, en particular de la Reserva Federal (FED). En tal sentido, el inicio del ciclo de recortes en la tasa de interés por parte del organismo comenzaría algunos meses más tarde de lo que se esperaba, según las expectativas de los inversores y de acuerdo a las propias declaraciones de jerarcas de

la FED. Asimismo, los datos correspondientes al mercado laboral también muestran robustez, lo cual apuntala la expectativa de que el inicio del ciclo expansivo de la política monetaria se atrase algunos meses. Por su parte, tasas de interés más elevadas por más tiempo, sumado al ambiente de mayor riesgo geopolítico, están dando impulso al dólar frente a otras divisas, en contraste con la depreciación que exhibió en las semanas previas.

Entre tanto, los activos financieros comienzan a frenar sus ganancias ante las perspectivas de reducciones más lentas de las tasas de interés, que impactaron al alza a lo largo de toda la curva de rendimientos, en un marco de mayores incertidumbres globales. En tal sentido, las acciones recortan parte de las ganancias que mostraron a lo largo del trimestre.

Las mejores perspectivas para el crecimiento, sumado a las tensiones existentes en Medio Oriente, impulsaron los precios de los commodities en los últimos meses, especialmente el petróleo.

A nivel regional, en Argentina luego de cuatro meses de asumido el nuevo Gobierno, se observan evoluciones divergentes entre el contexto monetario-financiero y las variables concernientes al sector real de la economía. Respecto al primero, se continuó avanzando en las correcciones de los desequilibrios macroeconómicos, con una estrategia cambiaria-monetaria que tiene como objetivo reducir el exceso de pesos y acrecentar las reservas de su Banco Central. Paralelamente, se alcanzó superávit global del sector público en los dos primeros meses del año, lo que constituye una señal relevante más allá de los interrogantes en torno a su sostenibilidad. Con respecto a las variables reales, se observa una caída del nivel de actividad y del consumo, en el marco de un deterioro de los ingresos en términos reales y de la licuación de los ahorros de empresas y familias. Mientras tanto, en Brasil los datos de alta frecuencia señalan cierto dinamismo tras el estancamiento que experimentó la economía durante la segunda parte de 2023. Asimismo, se perciben desafíos en el frente fiscal, en virtud de las dificultades que encuentra el Gobierno para acordar con el Poder Legislativo. En particular, la reglamentación de la reforma tributaria del consumo aprobada el año pasado y la suba de ingresos tributarios, necesaria para alcanzar la meta que prescribe la nueva regla fiscal.

### Actividad global

Los datos de alta frecuencia exhiben reactivación entre los grandes bloques económicos, aunque con desigual intensidad. Por un lado, EE.UU. continúa mejorando sus perspectivas, lo que se refleja en

<sup>2</sup> FMI, World Economic Outlook (Abril 2024).

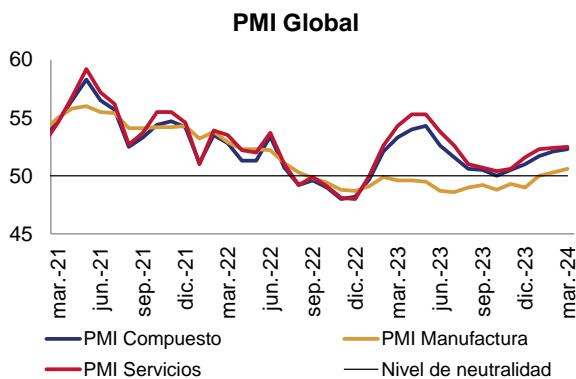
una corrección al alza en las proyecciones de crecimiento para 2024 y 2025. Por otro lado, la Zona Euro (ZE) exhibiría algo más de dinamismo en 2024 y 2025, tras el muy bajo crecimiento registrado en 2023. Mientras tanto, China se desaceleraría en los próximos dos años, en el marco de la persistente crisis que atraviesa su sector inmobiliario, lo que, además, incrementa los riesgos financieros.

Específicamente en EE.UU. el PIB creció 3,2% durante el cuarto trimestre, tras el incremento de 4,9% registrado en el tercero, desestacionalizado y anualizado. De este modo, 2023 cerró con un crecimiento promedio anual de 3,1%. Por su parte, el mercado laboral mantuvo la fortaleza de los últimos meses, lo que supone un obstáculo para una desaceleración más rápida de la inflación y un soporte para el mantenimiento de la política monetaria contractiva por parte de la FED. En este marco, el FMI elevó su proyección de crecimiento para 2024 de 1,5% en enero a 2,1% en abril y la de 2025 de 1,7% a 1,8%.

Por su parte, en la ZE el PIB se mantuvo estable durante el cuarto trimestre, tras un descenso desestacionalizado de 0,1% en el tercero. Así, la ZE cerró 2023 con un crecimiento promedio anual de 0,1%. El FMI recortó su previsión de crecimiento a 1,4% tanto para 2024 como para 2025, desde 1,5% y 1,6%, respectivamente.

Mientras tanto, China se expandió 1% en el cuarto trimestre en términos desestacionalizados con respecto al tercero, tras el crecimiento de 1,5% registrado en el tercero. Así, el crecimiento promedio anual fue 5,4% en 2023. El FMI mantuvo inalteradas en 4,6% las proyecciones para 2024, al tiempo que elevó 0,1% las de 2025 ubicándolas en 4,1%.

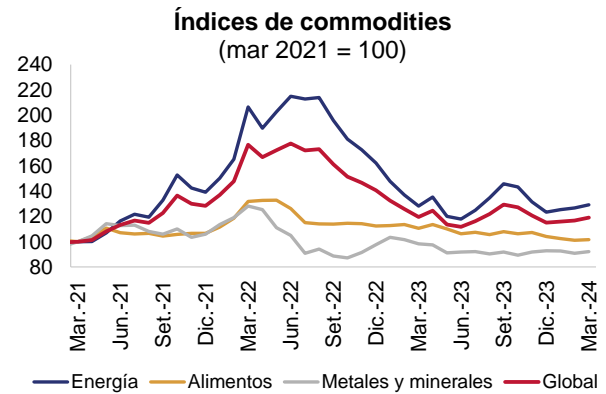
Entre los datos de alta frecuencia, los Purchasing Managers Index (PMI) globales exhiben reactivación durante el primer trimestre. En particular, el sector manufacturero se recupera tras casi un año por debajo del nivel de neutralidad.



Fuente: Bloomberg.

## Commodities

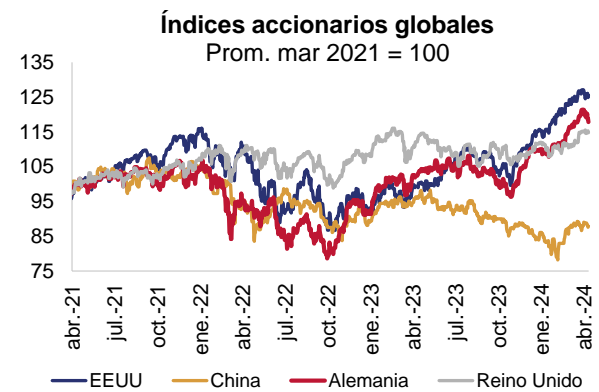
Tras el descenso que habían registrado en el cuarto trimestre 2023, los precios de las materias primas retomaron la trayectoria alcista del primer semestre del año pasado, liderados por los energéticos, en particular el petróleo. El aumento de las tensiones en Medio Oriente es el factor principal que explica la reciente escalada en el precio del crudo. En menor medida, los metálicos también aumentan en el margen, al influjo del desempeño industrial de China.



Fuente: Banco Mundial.

## Mercados financieros e inflación

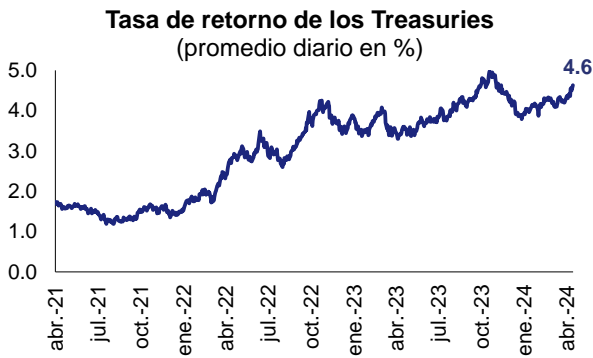
Desde finales del año pasado, los mercados de renta variable se vieron impulsados por las expectativas de ganancias de las empresas tecnológicas. El incremento de las tensiones en Medio Oriente conduce a un aumento de la incertidumbre global, además de impactar al alza en el precio del petróleo. A su vez, la inflación se muestra más persistente de lo que se creía hace algunos meses. Todos estos elementos condujeron a una corrección 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, lo que a su vez eleva las tasas de interés y es un elemento adicional que podría recortar las ganancias en los mercados financieros en los próximos meses.



Fuente: Bloomberg.

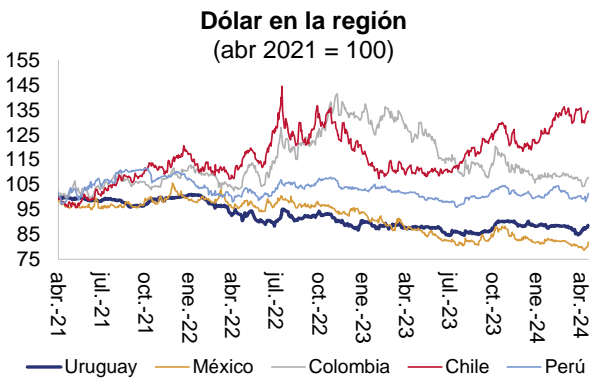
Las expectativas de retrasos en el inicio de los recortes en las tasas de referencia por parte de la FED y la menor cantidad de recortes esperados,

ante las mayores presiones inflacionarias globales mencionadas, conduce a un incremento en las tasas de interés en todos los plazos. Actualmente, la tasa de los Treasuries a 10 años se ubica en el entorno de 4,6%, casi 60 p.b. por encima de la registrada al inicio del año.

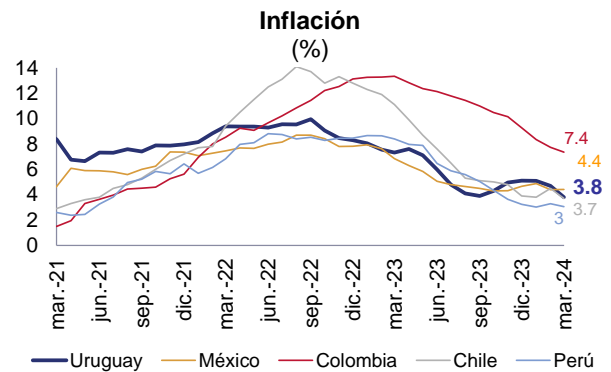


Fuente: Fed.

Entre tanto, el dólar se apreció a nivel global durante el trimestre, tanto con respecto a divisas de economías avanzadas como de economías emergentes, como consecuencia de la señalada suba de tasas en EE.UU. y del aumento de la incertidumbre derivada de la tensión geopolítica. En ese marco, las monedas de la región se debilitaron en las últimas semanas, tras el fortalecimiento que habían mostrado hacia el final de 2023.

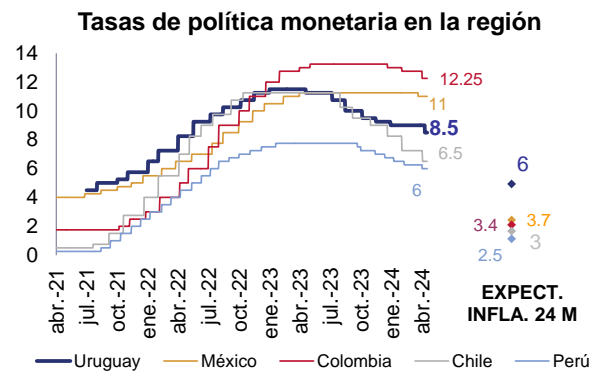


Fuente: Bloomberg y BCU.



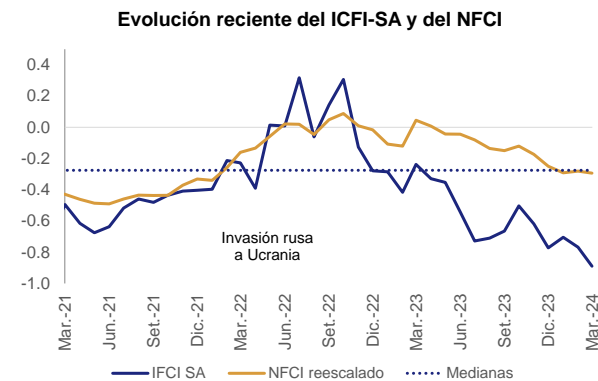
Fuente: BCU, BRC, BCCH, BANXICO, BRP.

Más allá de la reciente depreciación de las monedas, el descenso de la inflación y de las expectativas inflacionarias de los agentes en la región permitió que los bancos centrales avanzaran en su ciclo a la baja de sus tasas de interés.



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 región<sup>3</sup>.



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"

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

desfavorable” cuando existe un menor acceso al financiamiento externo y/o el financiamiento disponible es más costoso.

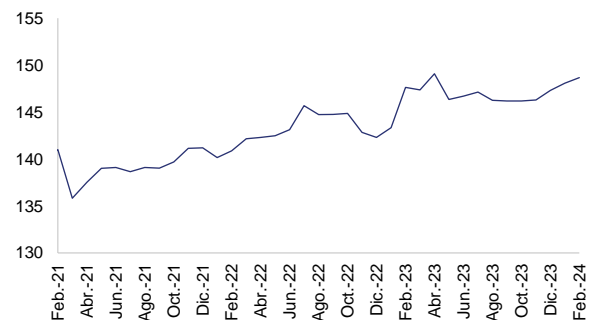
En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales se mantienen favorables desde hace más de un año y que dichas condiciones continuaron mejorando hasta marzo. Asimismo, datos preliminares correspondientes a abril indicarían que podría registrarse cierto deterioro relativo, como consecuencia de la mayor incertidumbre actual, que puede conducir a una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores globales.

## La región

Los países vecinos continúan atravesando trayectorias divergentes y desafíos de distinta magnitud. En Brasil al inicio del año se observaron datos positivos tanto de inflación como de crecimiento. No obstante, su Banco Central advierte sobre riesgos inflacionarios y el crecimiento del primer trimestre parece ser impulsado por factores transitorios y atípicos. Adicionalmente, el Gobierno sigue mostrando dificultades para lograr su objetivo de equilibrio fiscal primario. En Argentina, los primeros meses de la nueva Administración muestran las dificultades que tiene el Gobierno para aprobar leyes, derivada en la representación parlamentaria que tiene el Ejecutivo. Sin perjuicio de lo anterior, se han verificado avances en la corrección de desequilibrios cambiarios, monetarios y fiscales, a un costo importante en términos de nivel de actividad y de ingresos. En este marco, existe incertidumbre respecto al mantenimiento en el tiempo de estos ajustes.

En Brasil, el dato de crecimiento del cuarto trimestre 2023 se presentó levemente por debajo de lo esperado, mientras que los datos de alta frecuencia sugieren una reactivación al inicio de 2024. La misma es liderada por el consumo, sustentado en la robustez del mercado laboral y el dinamismo del crédito. Ambos factores parecen estar perdiendo impulso en el margen, lo que limitaría el ritmo de crecimiento a lo largo del año. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el Banco Central de Brasil (BCB) espera un crecimiento de 2%, tanto para este año como para 2025, aumentando levemente la proyección de 2024.

**Índice de actividad económica mensual del BCB**  
Desestacionalizado Media 2002 = 100

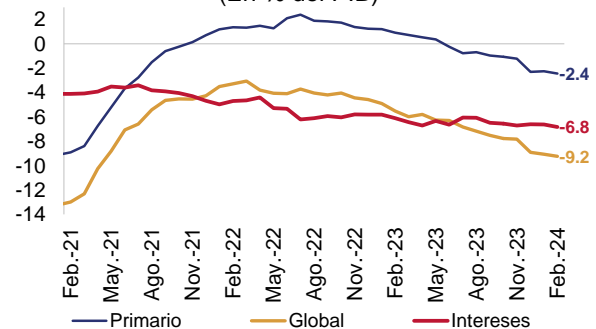


Fuente: BCB.

Asimismo, la inflación descendió en marzo, tras permanecer en el entorno de la cota superior del rango meta. Según la encuesta que realiza el BCB, los analistas esperan en mediana que la inflación termine en 3,7% en 2024 y en 3,6% en 2025, ambas medidas algo por encima de la meta del BCB. Si bien el panorama inflacionario se muestra benigno, el desalineamiento de las expectativas respecto a la meta, el aumento de las presiones inflacionarias globales y la persistencia de las presiones domésticas en algunos rubros llevaron a que el COPOM comenzara a anunciar un enlentecimiento en el ritmo de recorte de la tasa Selic. Así, la tasa, que actualmente se sitúa en 10,75%, finalizaría el año entre 9% y 9,5%, según la mediana de las expectativas de los analistas consultados por el BCB, algo por encima de lo que se esperaba el trimestre pasado.

La evolución del déficit fiscal permanece como el aspecto macro de mayor incertidumbre. Así, existe una evaluación cautelosa de la situación fiscal de Brasil asociada a la ausencia de medidas de contención del gasto y a la evaluación insuficiente de las medidas de recomposición de ingresos tributarios actualmente en curso. En este marco, la meta de 0% de déficit primario para 2024 luce con baja probabilidad de ser alcanzada.

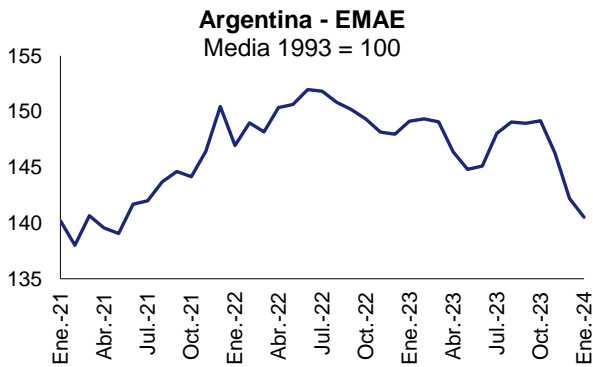
**Resultado del sector público**  
(En % del PIB)



Fuente: BCB

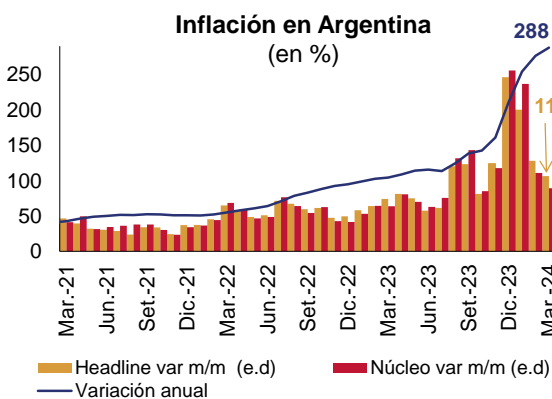
Por otra parte, el PIB cayó 1,9% en el cuarto trimestre 2023, con lo que el año terminó con una contracción de 1,6%. A su vez, los datos de alta frecuencia muestran que el descenso del nivel de

actividad continuó al inicio de 2024. En particular, de acuerdo con el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), el PIB habría caído casi 6% entre octubre y enero.



Fuentes: INDEC.

Por su parte, la inflación, que continúa en niveles muy elevados, muestra una desaceleración mayor a la esperada. En marzo, el dato mensual se ubicó en 11%, al tiempo que el registro interanual alcanzó 288%. Para los próximos meses se espera un descenso más lento, habida cuenta de los ajustes salariales en negociación, una nueva fórmula de movilidad previsional con ajuste mensual y la postergada suba de las tarifas energéticas. Por lo tanto, para que la inflación mensual continúe en descenso debe esperarse una caída de la actividad y una persistencia de la fuerte apreciación cambiaria actual, que terminen por afectar en forma favorable a las expectativas de inflación.



Fuentes: INDEC.

El esquema actual depende en buena medida de la vigencia del cepo cambiario y de las expectativas de devaluación. En este contexto, será esencial lo que ocurra con la liquidación de los dólares de la cosecha gruesa en el segundo trimestre con respecto a los objetivos de recuperación de las reservas internacionales y la posterior unificación cambiaria.

Por su parte, las finanzas públicas registraron superávit global en enero y febrero, situación inédita desde el año 2011 y que contribuye a apuntalar la credibilidad en el esquema. Sin

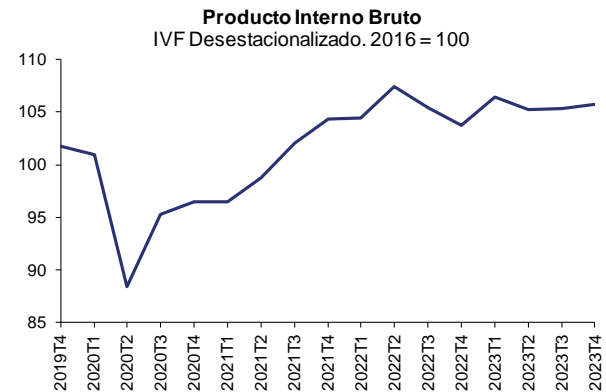
embargo, las características del ajuste implementado sobre el gasto, con postergación de pagos y licuación de gasto social, y la dinámica que podría adoptar la recaudación en un contexto recesivo, generan incertidumbre sobre la continuidad del superávit a lo largo del año. En este punto, será clave lo que suceda en el Congreso con el nuevo paquete fiscal.

## II.2. La economía uruguaya

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

#### El cuarto trimestre de 2023

En el cuarto trimestre 2023, la actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 0,4%, equivalente a un crecimiento interanual de 2%.



En la comparación interanual, la expansión del trimestre fue impulsada principalmente por la mayor actividad del sector agropecuario, pesca y minería, asociado al mayor valor agregado de las actividades agrícolas y silvícolas.

Asimismo y en menor medida también crecieron algunas actividades asociadas a servicios, destacándose entre ellas la de comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas al recoger la mayor actividad producto de la comercialización de combustibles.



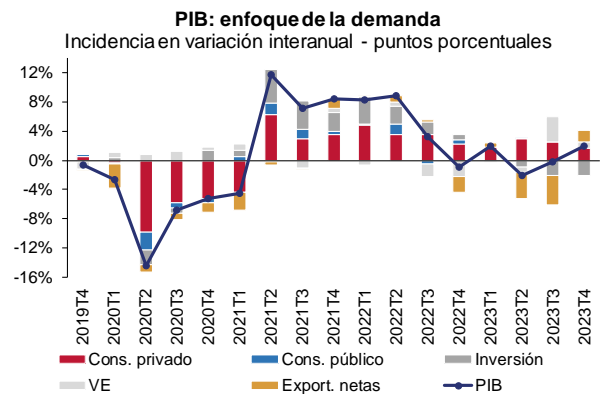
## PIB Oferta: cuarto trimestre 2023

	Variación interanual	Incidencia
Agropecuaria, Pesca y Minería	59,4%	3%
Industria manufacturera	-5,5%	-0,6%
Energía eléctrica, Gas y Agua	-3%	-0,1%
Construcción	-12,4%	-0,6%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	2,5%	0,3%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	-0,3%	0%
Servicios financieros	3,8%	0,2%
Actividades profesionales y Arrendamiento	-5%	-0,4%
Actividades de administración pública	1%	0%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	0,6%	0,2%
VALOR AGREGADO a precios básicos	2,4%	2,1%
Impuestos menos subvenciones a los productos	-0,6%	-0,1%
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>

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

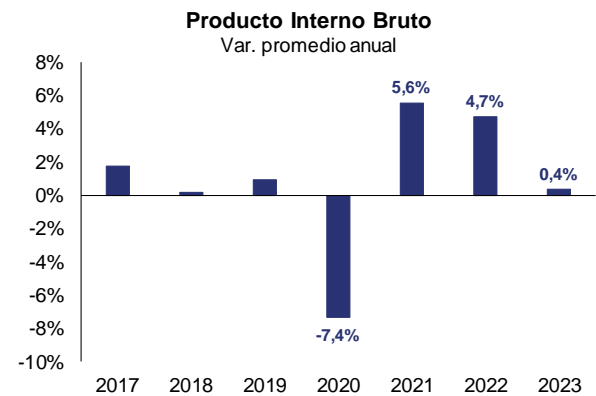
Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 8,9% con respecto a un año atrás, al impulso de las mayores exportaciones de bienes (principalmente celulosa y carne), que fueron parcialmente contrarrestadas por menores exportaciones de servicios. En tanto, las importaciones de bienes y servicios aumentaron 3,1%, explicado por los bienes energéticos intermedios y de uso final, así como los bienes de capital, al tiempo que las importaciones de servicios crecieron por el 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 1,6 p.p.

Al mismo tiempo, la expansión de la demanda interna se explicó principalmente por el gasto de consumo final, apuntalado por el consumo privado que se expandió 2,8% en términos interanuales, destacándose el mayor gasto de consumo durante los viajes de turismo en el exterior, así como la compra de vehículos automotores. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se contrajo 10,2% incidiendo por las menores obras asociadas a UPM II. En tanto, el consumo del gobierno disminuyó 0,6% en la misma comparación.



## El año 2023

La economía se expandió 0,4% en promedio durante 2023 en comparación al año previo, luego de haber mostrado un incremento de 4,7% en 2022.



En 2023 el crecimiento se vio impulsado por buena parte de los sectores de actividad. La mayor incidencia positiva estuvo dada por las actividades agropecuaria, pesca y minería, así como también la salud, educación, actividades inmobiliarias y otros servicios, a las que le siguieron en orden de magnitud el comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas, y los servicios financieros.

Este desempeño se explica principalmente por la expectativa de mejor zafra 2023-2024 para la soja (que se recupera del impacto de la sequía), así como por la mayor actividad industrial asociada al rubro silvícola. En lo respectivo a los servicios, se constató mayor valor agregado en los rubros de turismo receptivo (que continúa su normalización post COVID-19), alojamiento y comidas, así como en la comercialización de combustibles debido a la parada técnica de la refinería de petróleo.

## PIB Oferta: año 2023

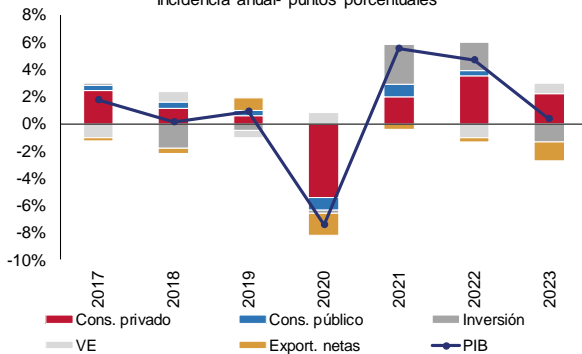
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuaria, Pesca y Minería	5%	0,3%
Industria manufacturera	-1,6%	-0,2%
Energía eléctrica, Gas y Agua	-9,2%	-0,3%
Construcción	-5,6%	-0,3%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	1,2%	0,2%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	0,6%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

Por el lado de la demanda, en el crecimiento del año se observó una contribución positiva por 1,7 p.p. de la demanda interna, explicada por el dinamismo del consumo privado, principalmente por el gasto durante los viajes al exterior.

En tanto, la demanda externa neta aportó incidencia de -1,4 p.p. al crecimiento del año, debido al mayor crecimiento de las importaciones (6%) relativo a las exportaciones (0,7%).

### PIB: enfoque de la demanda

Incidencia anual- puntos porcentuales

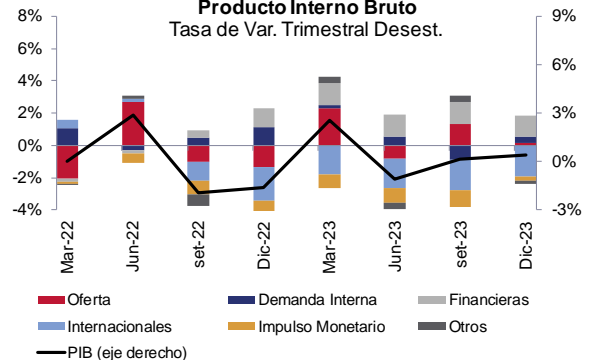


## Descomposición histórica del PIB

Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)<sup>4</sup>. 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 - 2023T4 (eje de la derecha).

### Descomposición Histórica según Tipo de Shock

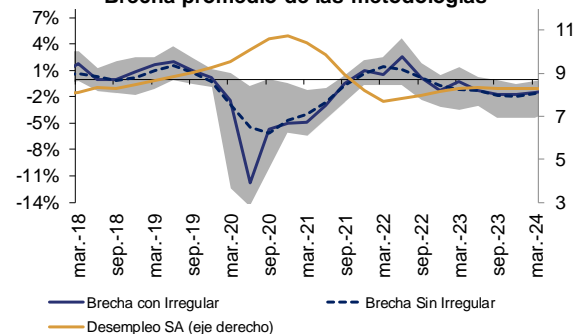
Producto Interno Bruto  
Tasa de Var. Trimestral Desest.



En 2023T4 la economía creció 0,4% respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados, por debajo de su promedio histórico. 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, en línea con la instancia contractiva de la política monetaria, aunque su impacto se reduce en este trimestre a medida que la política se acerca a la fase neutral. En sentido opuesto, los shocks financieros mantuvieron su impacto al alza, a través del shock a la paridad de tasas, a lo que se sumó el impulso proveniente de la inversión (demanda).

## Brecha de producto

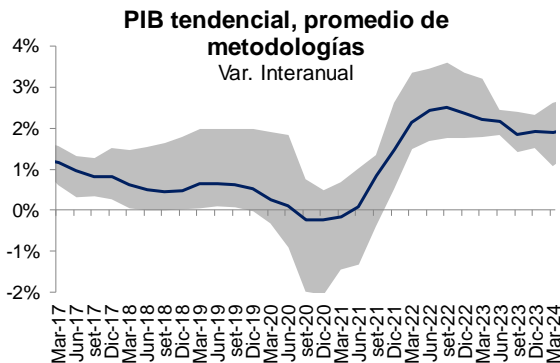
### Brecha promedio de las metodologías



La brecha de producto según el promedio de los modelos utilizados se habría ubicado en -1,5% en el primer trimestre 2024, con un efecto irregular positivo de 0,2%, cerrándose levemente con respecto al cierre de 2023. Por otra parte, el desempleo desestacionalizado se habría mantenido estable en el margen, en niveles similares por cuarto trimestre consecutivo. Asimismo, el crecimiento tendencial estimado se mantiene en el entorno de 2% anual para el mismo período,

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

presentando una mayor dispersión en el margen entre las metodologías utilizadas<sup>5</sup>.



## Indicadores de actividad del primer trimestre de 2024

De acuerdo con los indicadores de alta frecuencia y las proyecciones de los modelos de corto plazo disponibles, se espera que la actividad se expanda en el primer trimestre del año.

Los indicadores de consumo muestran algunas señales mixtas. De acuerdo a datos preliminares, las ventas de autos presentan una leve corrección a la baja desde niveles elevados en el promedio enero-marzo desestacionalizado, mientras que el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se afianzó en niveles de moderado optimismo en febrero, apuntalado por la mejora en la percepción personal y de la situación económica del país. A su vez, el turismo emisoro habría presentado cierto enfriamiento en el primer trimestre del año desestacionalizado, al tiempo que las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes crecerían cerca de 8% frente al trimestre pasado.

Por su parte, los indicadores parciales de inversión señalan un leve crecimiento. Las importaciones de bienes de capital mostrarían cierto crecimiento en la comparación desestacionalizada frente al trimestre previo, mientras que las importaciones de bienes intermedios sin energéticos se mantendrían estables tras el leve descenso del trimestre previo (fuente Aduana, datos preliminares a marzo).

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) seguirían mostrando crecimiento en el primer trimestre, continuando el proceso de normalización luego de la sequía. Con

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

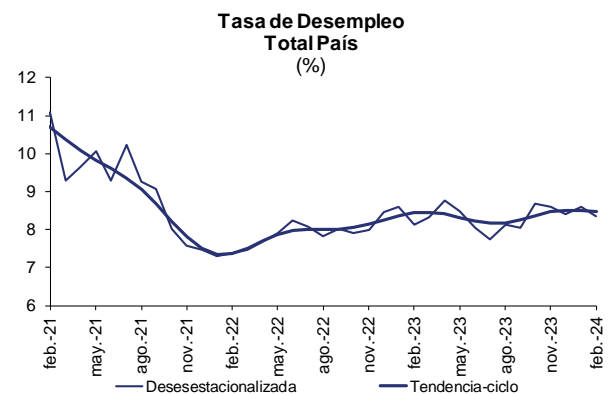
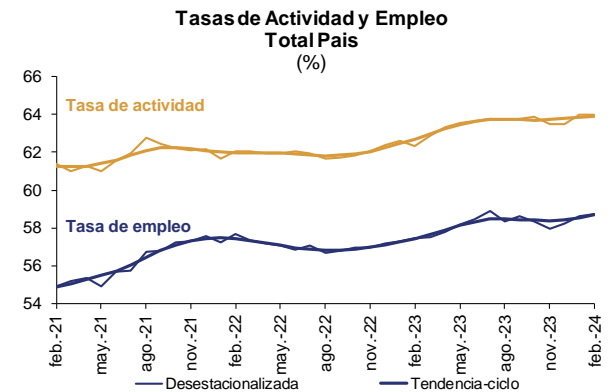
<sup>6</sup> El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

datos a marzo (preliminar), presentarían un crecimiento desestacionalizado cercano a 6% frente al cuarto trimestre del año pasado.

A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial<sup>6</sup> exhiben desaceleración al comienzo del año. En concreto, para el promedio enero-febrero se observa una contracción desestacionalizada de 0,6% a nivel global y de 1,5% para el núcleo industrial, con respecto al promedio del cuarto trimestre del año pasado.

## Empleo e ingresos<sup>7</sup>

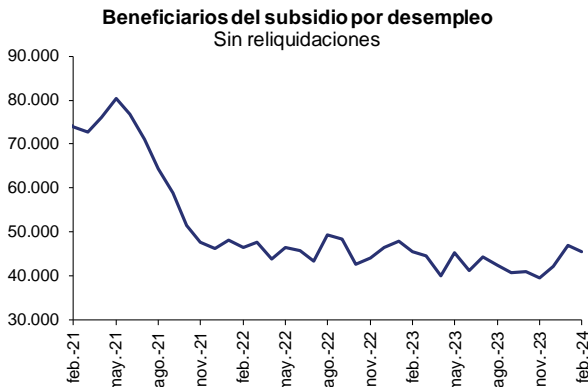
En términos desestacionalizados, la tasa de actividad se mantiene estable en el margen mientras que la tasa de empleo aumenta, con lo cual la tasa de desempleo disminuye, situándose en valores levemente por encima de 8,3% con datos a febrero.



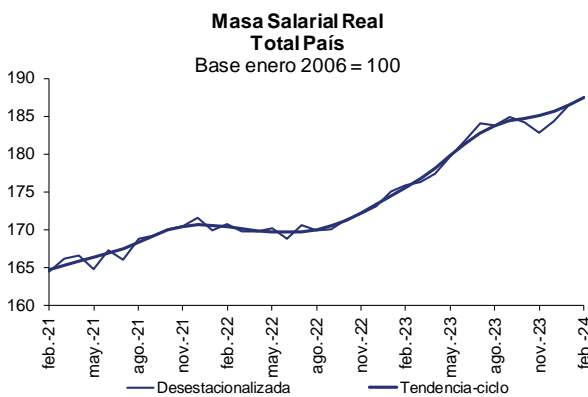
En el bimestre enero-febrero, la tasa de empleo observada se ubicó en 58,8% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 1,3 p.p. por encima del registro de igual periodo de 2023, mientras que la tasa de actividad aumentó 1,5 p.p. y se ubicó en

<sup>7</sup> Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Estadística (INE) se realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a partir de julio 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.

63,2% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo presentaron un incremento en el promedio del bimestre con respecto al cuarto trimestre 2023, pero se reducen tanto en el dato punta como a nivel interanual.



Finalmente, la masa salarial real recupera dinamismo en el margen ante el crecimiento conjunto de la cantidad de ocupados y del salario real. De esta forma, en el bimestre enero-febrero la masa salarial real se ubicó 6,5% por encima del mismo período de 2023, y 8,3% por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).

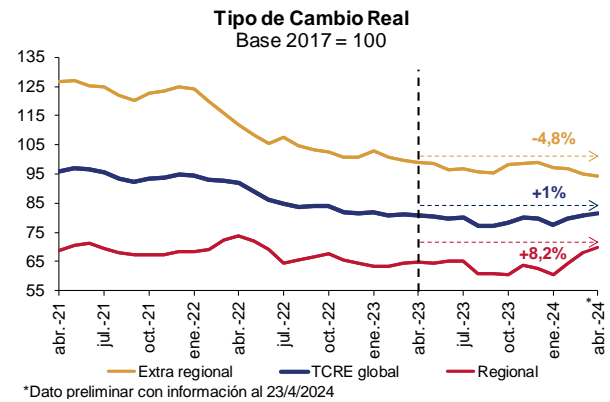


## II.2.2. Sector externo

### Precios relativos

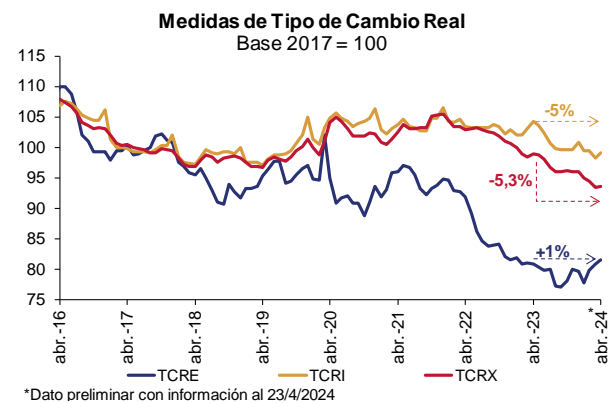
En el promedio del trimestre móvil cerrado en abril (preliminar) el tipo de cambio real efectivo (TCRE) habría registrado una depreciación de 2% con respecto al trimestre móvil previo, pauta por la corrección de precios relativos con Argentina, con quien el TCRE bilateral se depreció un 25% en el período. Asimismo, a nivel interanual se observa una depreciación de 1%, impulsada por la relación bilateral con Argentina y en menor medida México,

la cual se vio parcialmente contrarrestada por la relación con China.



En esta línea, la importante corrección de precios relativos con Argentina también se está reflejando en indicadores que capturan precios de frontera. Así, el Indicador de Precios Fronterizos (IPF)<sup>8</sup> 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 50% en marzo 2024. Este es el menor registro desde la medición de abril 2019.

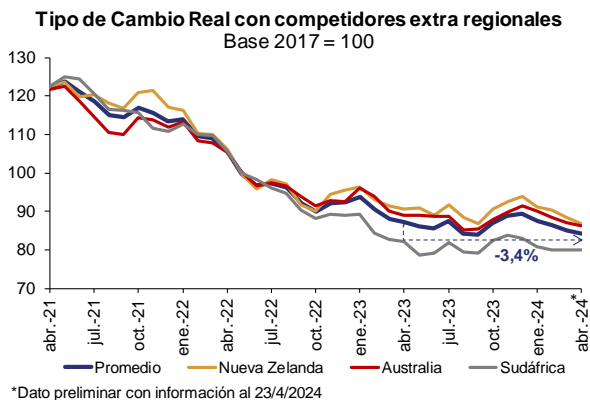
En tanto, otros indicadores de TCR que se basan en ratios de precios relativos desagregando componentes del IPC muestran una apreciación cercana al 5% en los 12 meses a abril, ante la menor inflación del componente transable respecto al no transable, exhibiendo un leve cambio de tendencia en el margen, en línea con el TCRE<sup>9</sup>.



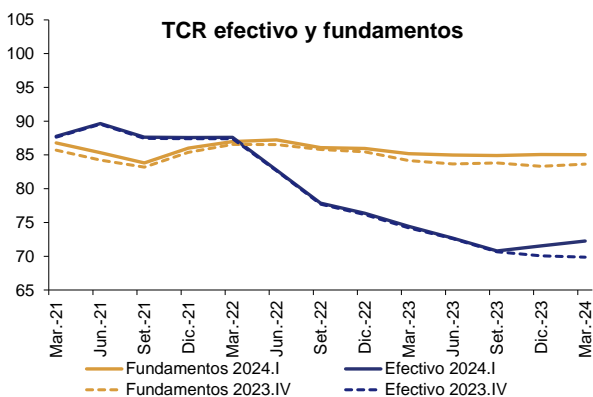
Por su parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se habría apreciado 3,7% en el promedio del trimestre móvil finalizado en abril (preliminar) en comparación con el inmediato anterior. A nivel interanual la apreciación sería de 3,4%.

<sup>8</sup> Indicador elaborado por el Observatorio Económico de Salto de la Universidad Católica del Uruguay.

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



Mientras tanto, en el primer trimestre del año (datos a marzo) el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se mantendría relativamente estable (apreciación de 0,1%), impulsado por el aumento del ratio Gasto Privado-PIB. Mientras tanto, la caída de los términos de intercambio, la menor relación Gasto Público-PIB y la menor productividad relativa contribuyen a su depreciación<sup>10</sup>.



Asimismo, al comparar con la estimación realizada en el informe anterior, se observa una corrección al alza del TCRf para todo el periodo analizado (últimos 3 años), particularmente para 2023. Esta nueva estimación recoge la usual revisión anual de los datos de Cuentas Nacionales (CCNN) para los determinantes del TCRf, así como la revisión de las series estimadas al incorporar los nuevos datos para el primer trimestre. En particular, la corrección a la baja de las sendas de términos de intercambio y de productividad relativa fue mayor que el ajuste al alza de los ratios de Gasto-PIB, determinando una estimación mayor del TCRf.<sup>11</sup>

Por otra parte, el TCRE también se corrige levemente al alza con la incorporación de datos

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

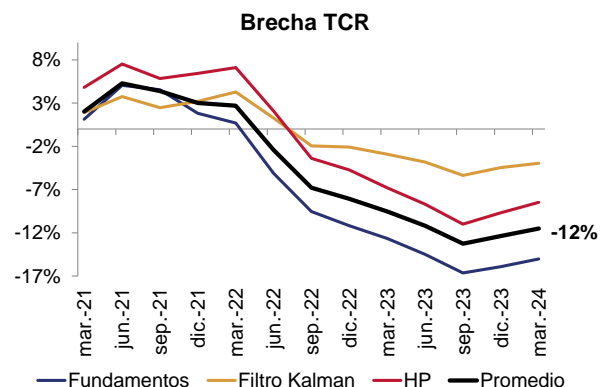
<sup>11</sup> Las revisiones del TCRf son habituales en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en las series de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los

efectivos para 2023T4 y los datos preliminares de 2024T1. De esta forma, si se trabaja con el TCRf promedio de tres metodologías, se estima una brecha de 15,0% para el primer trimestre, inferior a la de 15,9% del trimestre anterior.

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. A este respecto se publica en este informe un Box Metodológico donde se explica la importancia de esta brecha, evaluando su sentido más allá de la medición puntual.

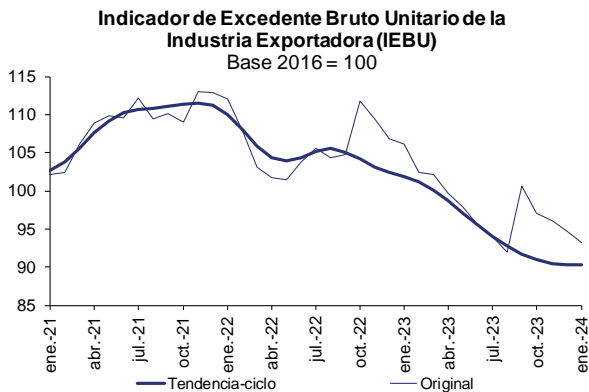


De esta forma, al incorporar estas dos estimaciones y promediar 5 metodologías, la brecha TCR resultante es 12%. Esta brecha presenta una evolución similar, pero en niveles inferiores a los que surgen cuando se trabaja exclusivamente con modelos estructurales.



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.

Finalmente, el IEBU, que está disponible con mayor rezago, ajusta a la baja 1,9% en el promedio del trimestre móvil a enero respecto al trimestre móvil anterior. En la comparación interanual, este indicador se ubica 12% por debajo de lo observado un año atrás, similar a lo reportado en el informe pasado, como resultado de un descenso en los precios de exportación que no pudo ser compensado por el descenso de los costos unitarios.



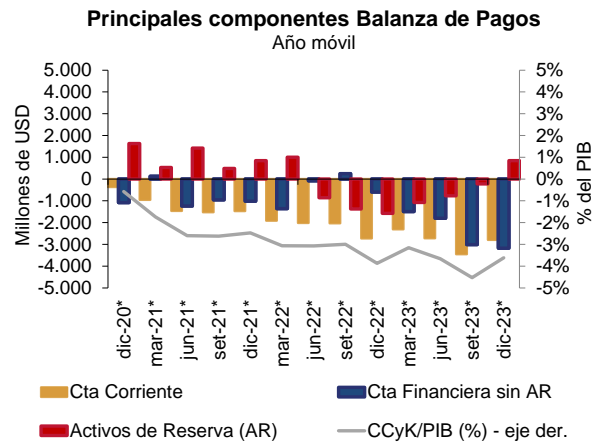
## Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La CCK de la BP registró en 2023 un déficit de 2.795 millones de dólares (3,6 % del PIB). Este resultado representó una reducción de 0,3 p.p. en comparación con al año anterior cuando el déficit había alcanzado a 3,9 % del PIB.

El déficit de la cuenta corriente en 2023 (2.797 millones de dólares) se profundizó en relación al año anterior (2.725 millones de dólares). Las transacciones registradas, sin considerar las operaciones de las empresas que realizan compraventa, presentaron un déficit de cuenta corriente de 3.173 millones de dólares, lo que significó una profundización del mismo en 576 millones de dólares respecto al observado en 2022. Al interior de esta cifra, se observó un menor superávit de bienes y servicios, parcialmente compensado por una disminución del déficit del ingreso primario. Por otra parte, las empresas de compraventa presentaron un superávit de la cuenta corriente en el año 2023 de 376 millones de dólares, mientras que en el año 2022 habían exhibido un déficit de 128 millones de dólares. Finalmente, el saldo de bienes y servicios fue más superavitario en 2023 que un año atrás, al registrarse un mayor superávit de bienes compensado parcialmente por un aumento del déficit de servicios.

Asimismo, el superávit comercial de bienes durante 2023 se redujo 1.416 millones de dólares, en el marco de una mayor contracción de las exportaciones (-11,5 %) que la experimentada por

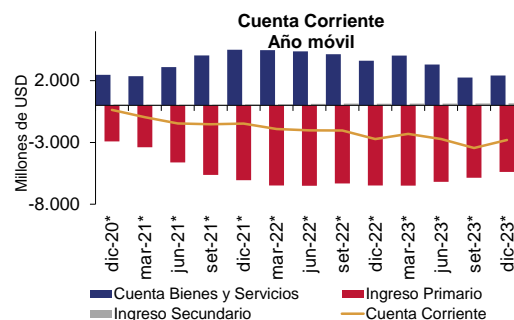
las importaciones (-4,1 %).



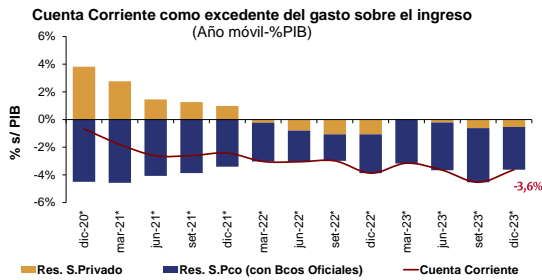
Respecto al saldo comercial de servicios, el mismo resultó con un saldo superavitario de 337 millones de dólares, cifra superior a la de 2022.

Las exportaciones de servicios totalizaron 6.210 millones de dólares, lo que implicó una variación de 11,5% respecto al año anterior. El componente de mayor incidencia fue el rubro de viajes (turismo receptivo), que aumentó 39% respecto a un año atrás. Cabe destacar que la cantidad de turistas que ingresaron al país creció en comparación al año 2022, incluso situándose por encima de los niveles registrados en el año previo a la pandemia (según los datos del Ministerio de Turismo). Este incremento se compensó en parte por menores exportaciones de servicios de transporte y otros servicios, donde se destacan las menores exportaciones de otros servicios empresariales y el aumento de las exportaciones de servicios financieros y de servicios personales, culturales y recreativos.

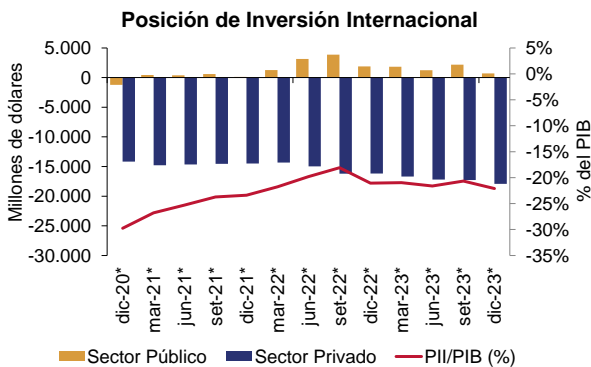
Por otra parte, el ingreso primario alcanzó un déficit de 5.385 millones de dólares en el año 2023, lo que representó una disminución de 1.099 millones de dólares en comparación al año anterior. Dentro de este resultado se destacó tanto el menor déficit del sector privado como del sector público.



Según la apertura por sector institucional, este menor déficit del saldo en cuenta corriente se da en el marco de un menor desahorro del sector privado (de -1,1% en 2022 a -0,5% del PIB en 2023), mientras que el sector público profundizó su déficit (de -2,8% a -3,1% del PIB).



Finalmente, la economía uruguaya mostró a diciembre 2023 una posición neta deudora con el resto del mundo por 17.072 millones de dólares (22,1% del PIB), por lo que el país incrementó su endeudamiento neto respecto a un año atrás. Analizada la evolución por sector institucional, el mayor saldo deudor registrado fue reflejo del comportamiento tanto del sector público como del sector privado.



## II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en febrero 2024 el SPG tuvo un resultado deficitario de 3,6% 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 3,8% del PIB, 0,4 p.p. superior al de un año atrás.



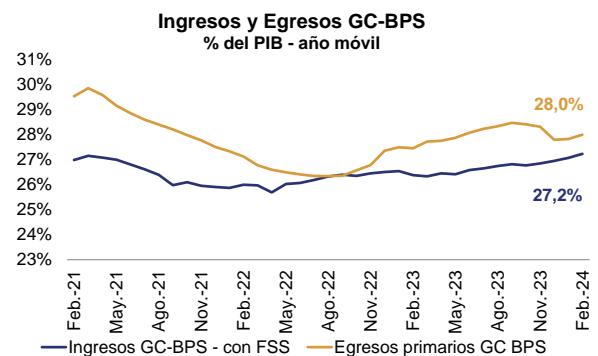
A nivel institucional, esta evolución es consecuencia principalmente de la caída en el resultado de las Empresas Públicas (EPP), de los Gobiernos Departamentales (GD), y del Banco de Seguros del Estado (BSE), así como del aumento del pago de intereses del Gobierno Central (GC) y del BCU, que superaron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

El resultado primario de GC-BPS fue deficitario en 0,8% del PIB, un déficit inferior al de 1,1% del PIB de un año atrás, ante un aumento de los ingresos (1,4% real, incluyendo al FSS) que superó al de los egresos (+0,3% real).

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el Banco de Previsión Social (BPS) crecieron 0,8% 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 1,7% inferiores a los del año anterior. En cambio, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 1,5% para las rentas personales y 5,5% para los ingresos del BPS.

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

Por su lado, los egresos primarios crecieron 0,3% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de estos egresos de 1,9% real, destacándose la contribución de la recuperación de pasividades y remuneraciones, así como el aumento de las transferencias.

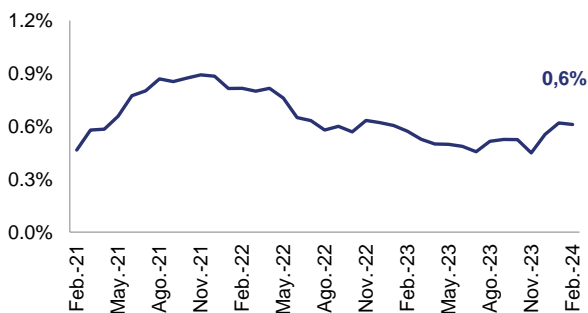


Mientras tanto, el resultado de las EPP fue deficitario en 0,1% del PIB, luego de haber sido superavitario en 0,3% del PIB un año atrás. Si no se tienen cuenta efectos irregulares (como el sobrecosto en la generación de energía eléctrica asociado a la sequía, las exportaciones de energía eléctrica y la variación del stock de petróleo) se pasa de un equilibrio a un superávit de 0,2% del PIB. Los ingresos por ventas de bienes y servicios se redujeron 0,7% 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 0,6% del PIB, con la ayuda de la disminución en el precio del petróleo.

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,7% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,6% del PIB, cifra similar a la de un año atrás. El aumento del superávit en moneda extranjera compensó el crecimiento del déficit en moneda nacional.

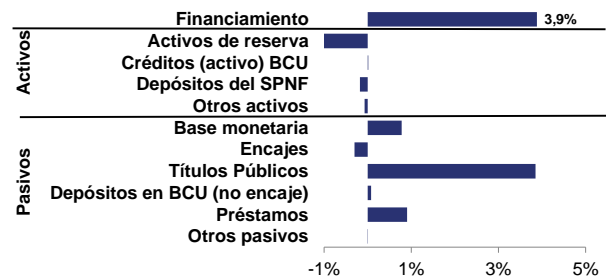
**Pagos netos de intereses del BCU**  
(con intereses de capitalización)  
% del PIB - año móvil



Por otro lado, el déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento, fue de 3,9% del PIB en el año 2023. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos, que generó un financiamiento de 3,8% del PIB. Se destacan en el año tres emisiones importantes: la de bonos locales en febrero, 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.

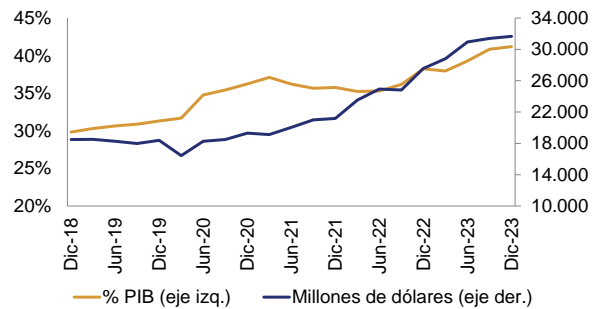
En relación con los restantes instrumentos, durante 2023 los activos de reserva constituyeron un uso de financiamiento, que fue prácticamente contrarrestado por la suma de las transacciones en base monetaria, encajes en moneda extranjera, depósitos del sector público no financiero y préstamos.

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



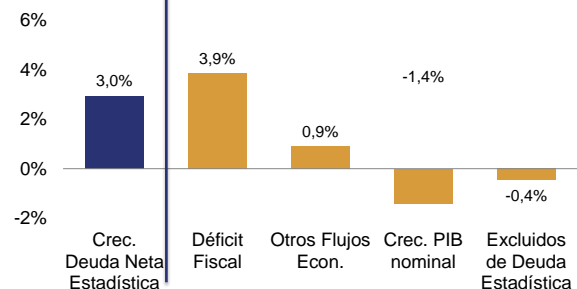
La deuda bruta del SPG alcanzó 53.262 millones de dólares (69,3% del PIB) en 2023, mientras que los activos se ubicaron en 21.597 millones de dólares (28,1% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 31.666 millones de dólares (41,2% del PIB), lo que implicó un aumento de 3 p.p. del PIB respecto a 2022.

**Deuda Neta - SPG**



Este incremento del ratio de deuda neta a PIB se debe al financiamiento del déficit y a los “otros flujos económicos”<sup>12</sup>. Ambos efectos fueron contrarrestados parcialmente por el crecimiento del PIB nominal.

**Crec. Deuda Neta Estadística - SPG**  
%PIB

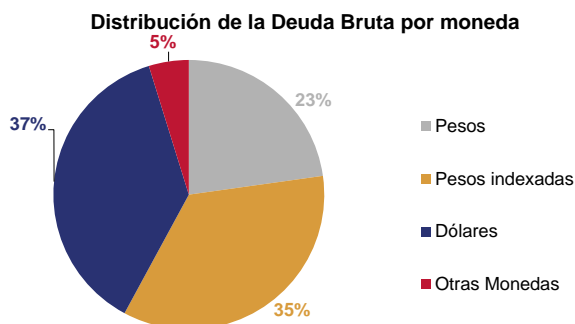


Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 2,6 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a 2022, alcanzando el 58%

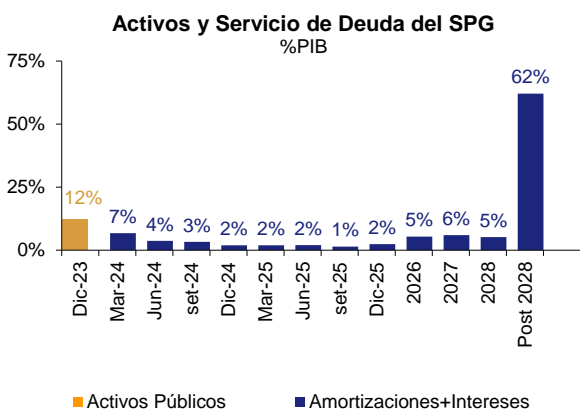
<sup>12</sup> Aquí se destaca que la inflación incrementa el valor en pesos de la deuda bruta indexada y la caída del tipo de cambio disminuye el valor de los activos de reserva expresado en pesos.



del total al cierre de 2023. En cuanto a la deuda en dólares, disminuye 1,9 p.p. y otras monedas también caen, 0,7 p.p. respecto a 2022. Este comportamiento se debió principalmente a la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.



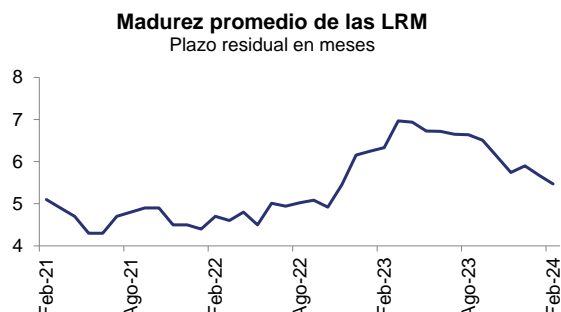
El nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU, a diciembre 2023, permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta julio 2024. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.039 millones de dólares (1,3% del PIB) a febrero 2024. Por otra parte, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2028.



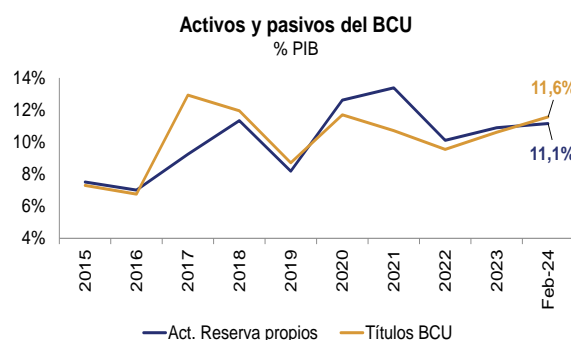
En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia en nivel y perspectiva durante 2023<sup>13</sup>, destacándose la más reciente revisión de la agencia Moody's Ratings en marzo 2024, que coloca a Uruguay en la categoría Baa1 con perspectiva estable.

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

Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos de BCU se encuentra en 5,5 meses a febrero 2024, cifra algo menor a los 6,3 meses de febrero 2023.



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 0,5% del PIB.



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a febrero 2024, el BCU hubiera requerido 14.214 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades asignadas en su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 16.496 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.282 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

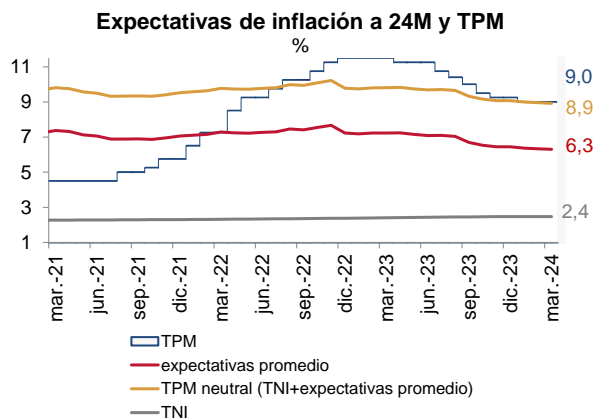
ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		
	Estimación de requerimientos a En millones de dólares	feb.-24
<b>I</b>	<b>Nivel actual</b>	<b>16.496</b>
<b>II</b>	<b>Riesgos a cubrir, por naturaleza</b>	<b>14.214</b>
<b>II.1</b>	<b>Mercado Monetario y Cambiario (*)</b>	<b>6.719</b>
II.1.a	Caida de demanda por base monetaria	519
II.1.b	Servicio deuda BCU	6.152
II.1.c	Deficit primario BCU	48
<b>II.2</b>	<b>Sector Público No Financiero (SPNF) (*)</b>	<b>2.975</b>
II.2.a	Mínimo de:	
	<b>i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS</b>	
	Servicio deuda	3.659
	+ Déficit primario	1.870
	ó	
	<b>ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU</b>	
	Uso de depósitos Gobierno	1.029
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1.909
<i>Memo: Cobertura del GC (+) exceso (-) déficit</i>		-4500
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	37
<b>II.3</b>	<b>Sistema Financiero</b>	<b>4.521</b>
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	3.093
II.3.b	Depósitos AFAP	107
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	211
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1.110
<b>III=I-II</b>	<b>Holgura (+) o Déficit (-)</b>	<b>2.282</b>
	(**) Cierre estimado para acceso a mercados de deuda soberana (1% significación, meses)	13 meses
	(**) Cierre estimado para acceso a mercado en moneda nacional (1% significación, meses)	5 meses

### III. La política monetaria

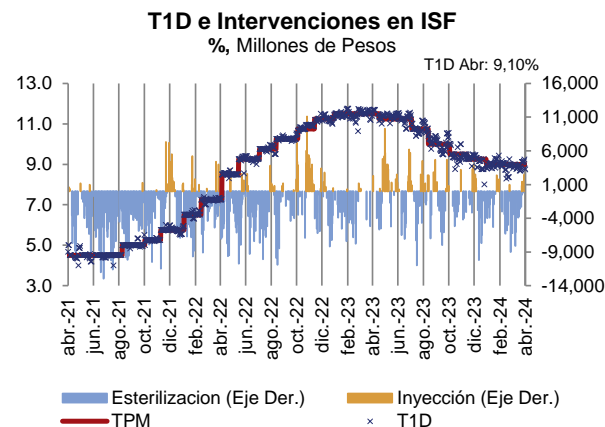
#### III.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero, tasas de interés y mercado de cambios

Dado el nivel de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 9% y el promedio de cada una de las mediciones de expectativas de inflación a 24 meses, se estima una brecha de tasas de interés positiva de 11 p.b., de manera que la instancia de política monetaria habría continuado en fase levemente contractiva.

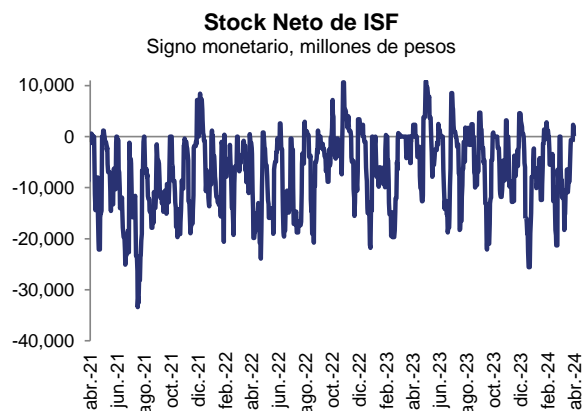
Al analizar la según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, ésta presenta un rango entre -06% y 0,4%, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y operadores primarios, respectivamente.



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.



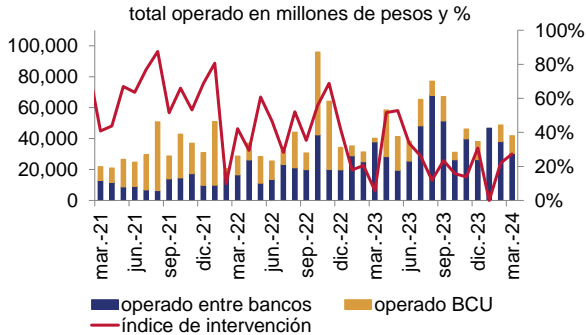
El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de manera que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 7.145 millones de pesos en el promedio del trimestre.



La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 16% de los montos operados en el trimestre, registro inferior al observado en el trimestre anterior. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar

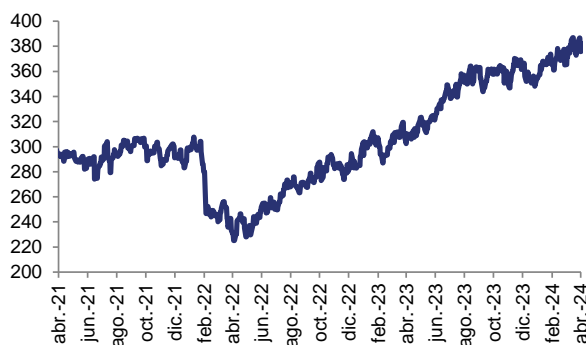
fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.

### Composición del Mercado de Dinero a un Día e Índice de Intervención



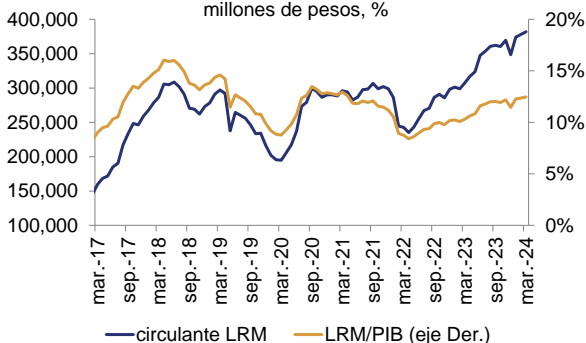
El circulante de LRM se ubicó en torno a 381.000 millones de pesos al cierre de marzo, lo cual representa 12,5% del PIB del año móvil, ratio que alcanzó niveles similares a los del año 2021.

### Circulante de LRM



La tenencia de no residentes de LRM locales aumentó en marzo, ubicándose cerca de 13.500 millones de pesos, pasando a representar un 3,5% del circulante de dichos instrumentos<sup>15</sup>.

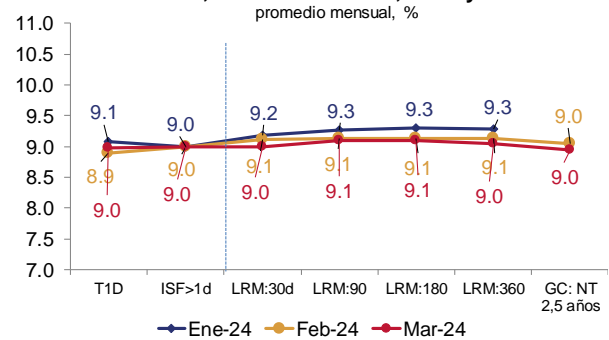
### Circulante de LRM



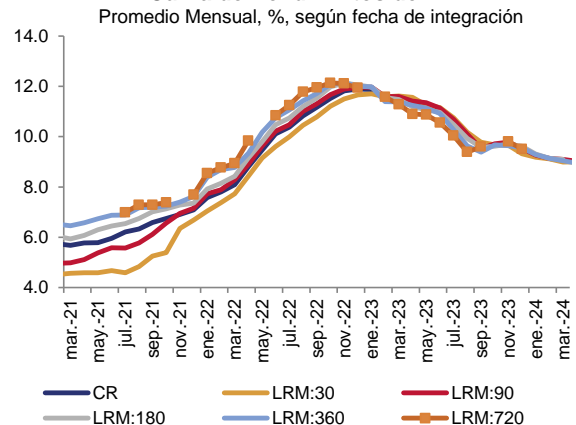
La curva de rendimientos de LRM se redujo 90 p.b. en el promedio del primer trimestre en

comparación con el promedio del cuarto trimestre 2023; operando entre 8,99% y 9,10% en los tramos de 30 días y 6 meses respectivamente en el promedio de marzo. Es importante destacar que a partir de enero no se emitieron más LRM a 720 días. Asimismo, el GC comenzó a emitir notas del tesoro en pesos nominales a 2 años y medio a una tasa similar. Adicionalmente, la concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó por encima del 60%, manteniéndose en ese entorno tras reducirse en el cuarto trimestre 2022.

### Tasas de Emisiones del BCU y GC

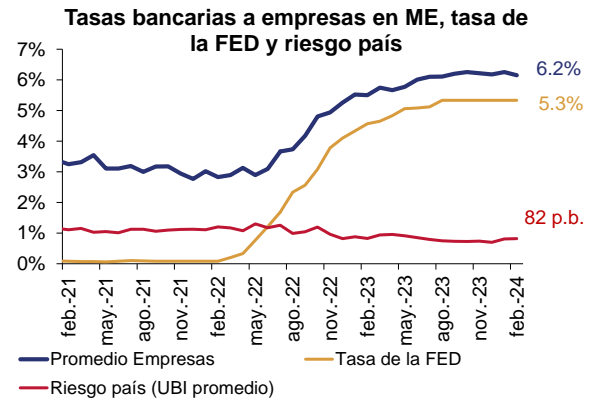
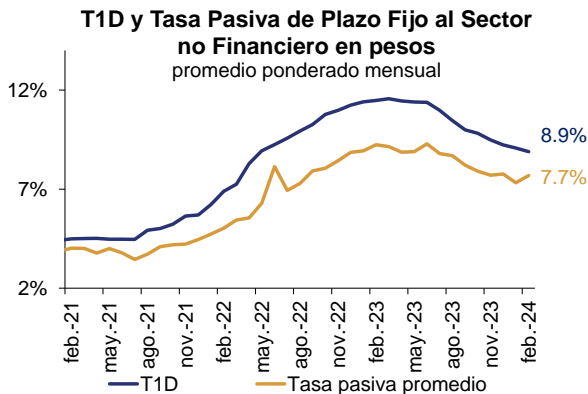


### Curva de Rendimientos de LRM



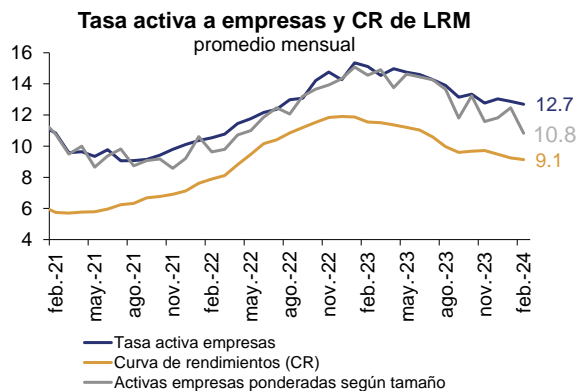
La tasa pasiva promedio al sector no financiero se ubicó en 7,7% en febrero, mostrando un leve aumento en el margen, pero manteniendo la tendencia descendente reflejando las decisiones tomadas sobre la TPM.

<sup>15</sup> 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.

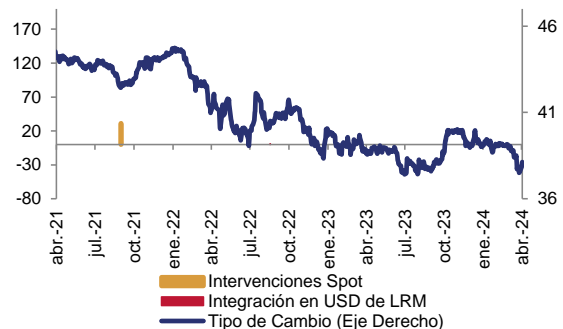


En este sentido, la tasa bancaria activa a empresas en pesos reaccionó en la misma dirección que la curva de rendimientos de LRM. La misma alcanzó un nivel máximo de 15,4% en enero 2023 y ajustó progresivamente a la baja hasta promediar 12,7% en marzo.

En el mercado de cambios, el peso se apreció 1,6% en el promedio del primer trimestre, al igual que el dólar global<sup>16</sup> que se apreció 0,8% en el mismo período. Cabe destacar, que la apreciación del trimestre se explica fundamentalmente por la evolución del tipo de cambio en el mes de marzo cuya variación fue de -1,8%. El BCU se mantuvo sin intervenir en los mercados spot o a plazo.



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

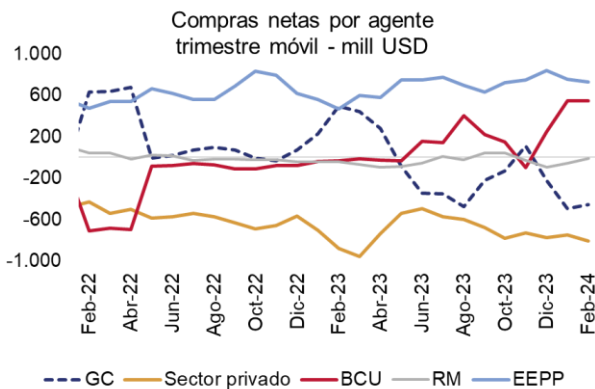


Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares se mantuvo estable, siguiendo la trayectoria de la tasa de la FED, ubicándose en 6,2% en febrero, al tiempo que el riesgo soberano de Uruguay se mantuvo en niveles mínimos históricos.

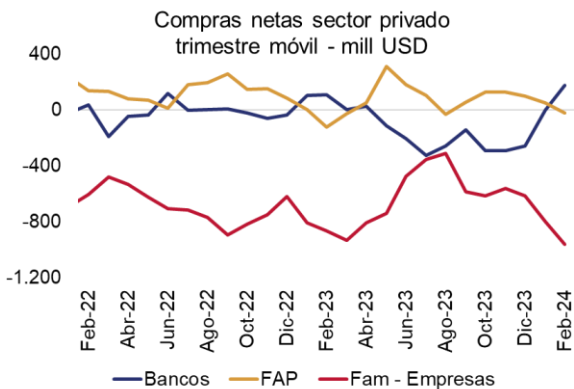
Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a febrero 2024 se destaca la demanda de divisas de EEP, que encontró su oferta en el sector privado. Asimismo, el GC vendió 520 millones de dólares en su vínculo con el BCU. Es de hacer notar que los agentes no residentes no han participado en forma directa en el mercado spot con montos significativos en el período, al vender solo 10 millones de dólares aproximadamente<sup>17</sup>. Por su parte, el BCU no registra intervenciones en el mercado por ningún mecanismo, más allá de su vínculo con el GC.

<sup>16</sup> Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

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

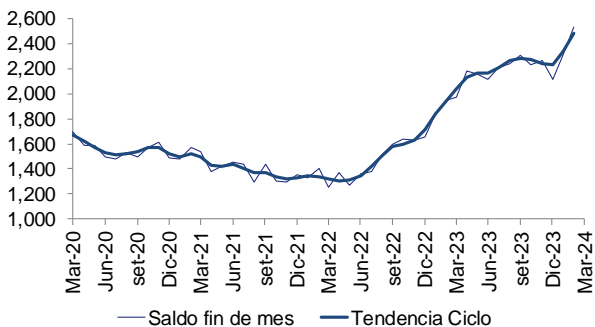


Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) presenta una oferta neta de divisas, adquiriendo activos netos en moneda nacional. Los bancos compran divisas en el trimestre, en un marco de resultado positivo por sus negocios en moneda extranjera y búsqueda de recomponer su posición en dicha moneda. Finalmente, el agregado familias-empresas, quien es típicamente el principal oferente del mercado, incrementa sus ventas respecto al trimestre anterior.



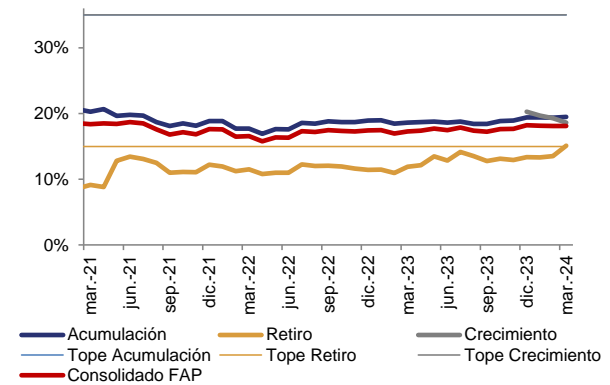
De esta forma, la posición en moneda extranjera del total del sistema bancario continúa ubicándose en niveles máximos, en un contexto de recuperación de los rendimientos de las colocaciones en moneda extranjera en línea con el comportamiento de la tasa de la FED.

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



Por su parte, el FAP mantuvo la conformación de su portafolio según monedas. Asimismo, a partir de diciembre 2023, se creó el sub-fondo Crecimiento al que se traspasaron aportes del sub-fondo Acumulación de afiliados de hasta 41 años de edad. En este contexto, se calcula una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a 3.000 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación, retiro y crecimiento en marzo.

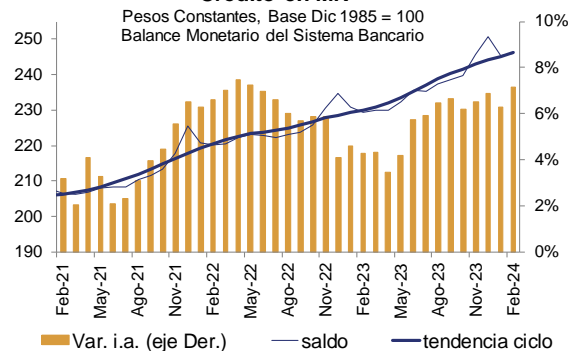
**Participación de activos en ME**  
Sub-fondos de Acumulación, Retiro y Crecimiento



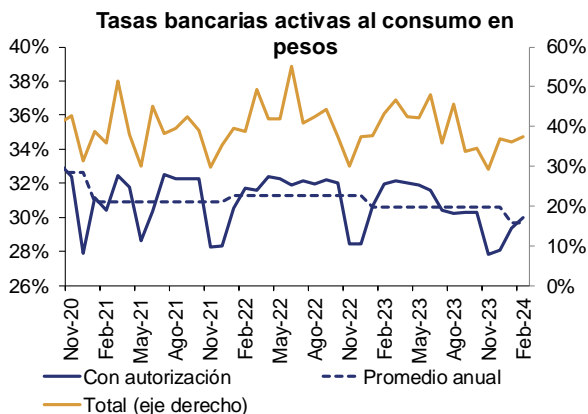
### III.2. Evolución del crédito al sector privado no financiero

El crédito bancario en moneda nacional mantuvo su dinamismo, con un incremento interanual de 12% en el promedio del bimestre febrero-enero, equivalente a 6,7% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 5,4% real anualizado en el mes de febrero.

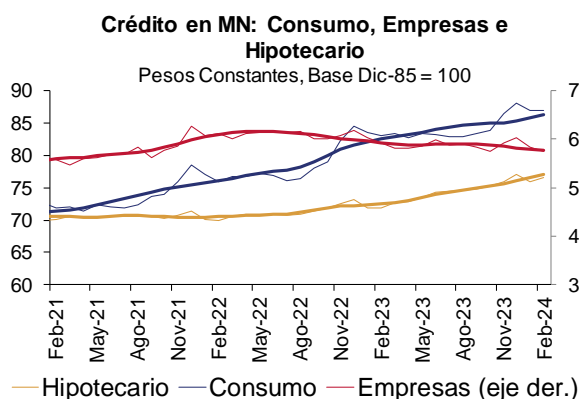
**Crédito en MN**



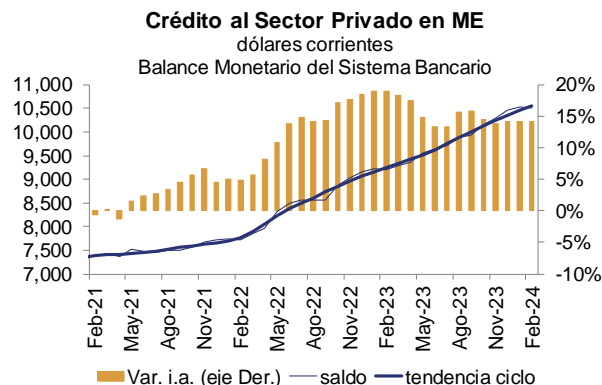
Dicho comportamiento se explica tanto por el crédito al consumo como por el hipotecario, que se mantienen dinámicos desde mediados de 2021. Por otra parte, el crédito a empresas continúa mostrando una tendencia descendente que solo se vio interrumpida a mediados de 2023 por unos leves crecimientos.



En lo que respecta a la tasa de crédito al consumo, mantiene una tendencia descendente siguiendo los movimientos de la TPM, aunque en el margen muestran un leve aumento luego de las bajas estacionales de diciembre. En febrero se ubica en torno a 30% para los préstamos otorgados con autorización de descuento de las cuentas del deudor desde 2021, en un contexto de dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía.

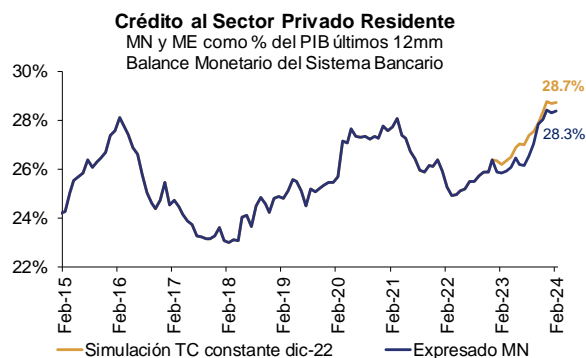


Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 14,2% medido en dólares corrientes en el bimestre enero-febrero, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de 11,1%, variación mensual anualizada en el mes de febrero. A nivel sectorial, dicho incremento se reflejó principalmente en el crédito concedido al sector comercio, seguido por el sector construcción y el agropecuario, no obstante, la composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.

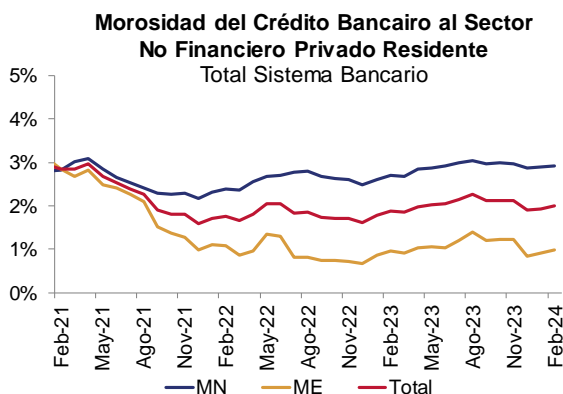


Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. Así, el encaje medio en moneda nacional se mantuvo en 10% en febrero, mientras que en moneda extranjera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

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

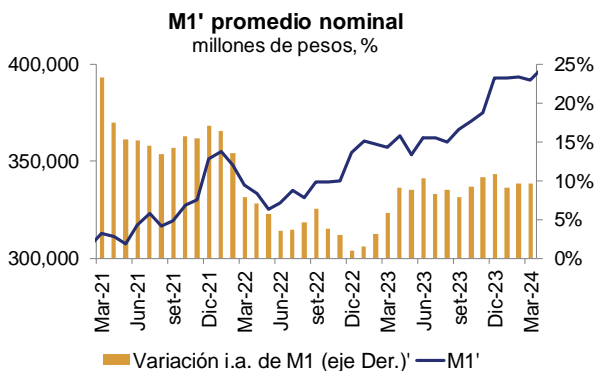


La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta una tendencia estable, ubicándose en 2% de los créditos totales en febrero, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3,3% a nivel del sistema bancario.

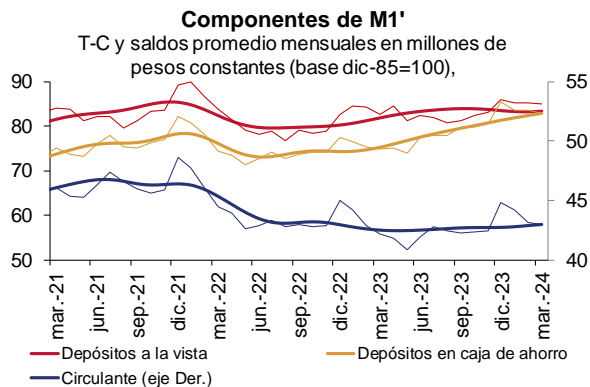


### III.3. Principales agregados monetarios

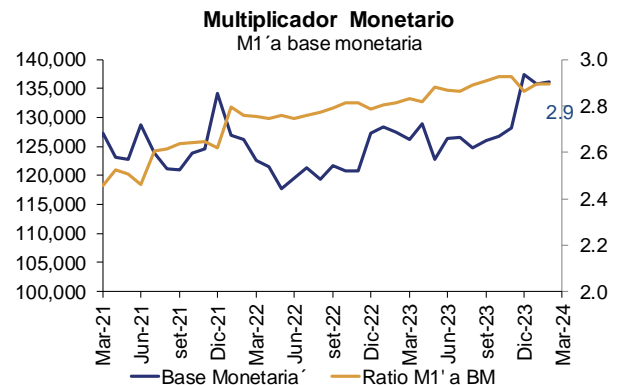
En el promedio del primer trimestre 2024 el agregado M1' presentó una variación interanual de 9,5%, equivalente a una tasa real de 4,7%, mostrando una tasa de crecimiento interanual de 9,6% en marzo. Este desempeño se dio en un marco en el cual la demanda de dinero se habría comportado en línea con lo proyectado, estimándose un crecimiento desestacionalizado del agregado en torno a 1,5% nominal este primer trimestre.



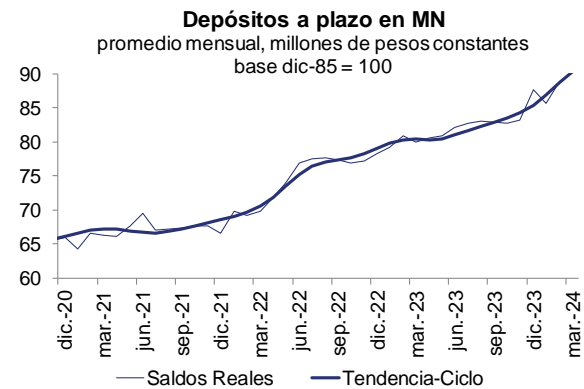
A nivel de componentes, se continúa observando una tendencia creciente en los depósitos en caja de ahorro y el circulante, mientras que los depósitos a la vista se mantuvieron relativamente estables, medidos por su tendencia ciclo.



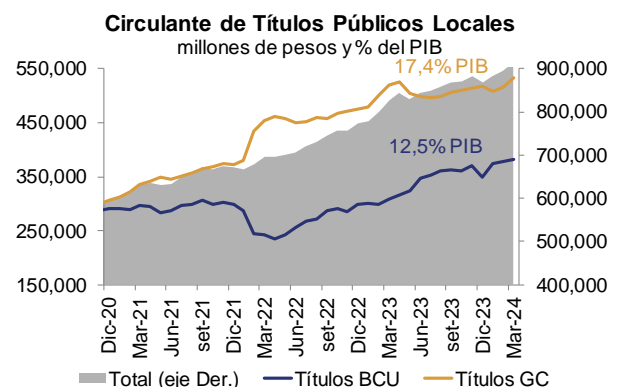
Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria creció en el margen, reflejando el comportamiento de los depósitos y del circulante y un nivel reducido de reservas bancarias voluntarias. Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos, alcanzando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



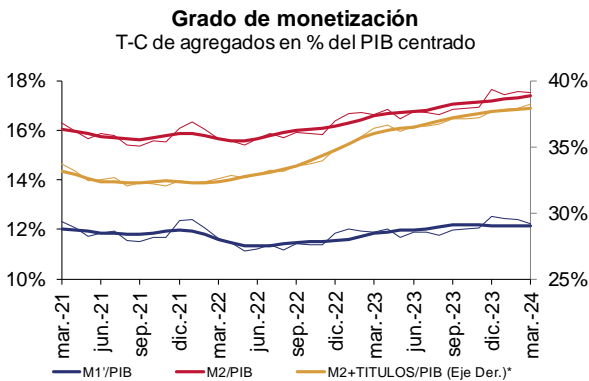
Los depósitos a plazo en moneda nacional continuaron presentando una tendencia creciente en el primer trimestre, que se refleja en una variación interanual de 15,6% (10,6% real).



El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en torno a 29,3% del PIB en el promedio del trimestre, alcanzando 29,9% en marzo.

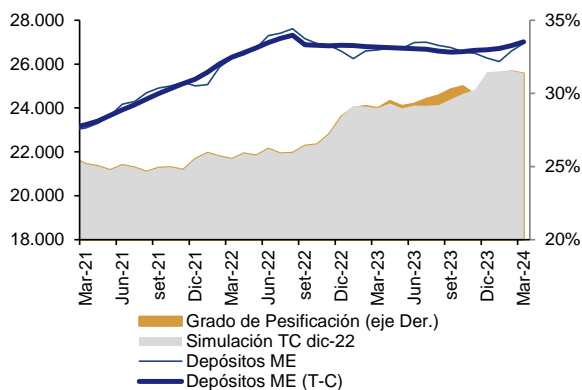


En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' aumenta ubicándose cercano a 12% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 alcanzó 17,4%. A su vez, el indicador medido a partir del agregado más amplio que incluye títulos locales en poder del sector no financiero también aumentó en el margen, ubicándose en 38% del PIB en marzo.



Finalmente, los depósitos en moneda extranjera aumentaron en el primer trimestre 2024, luego del descenso experimentado durante finales de 2023 en un contexto de menores ingresos derivados de las exportaciones y mayor turismo emisor. Sin embargo, actualmente se ubican en valores similares a los del primer trimestre 2024. Finalmente, el grado de pesificación estuvo algo por encima de 30% de los depósitos al sector no financiero.

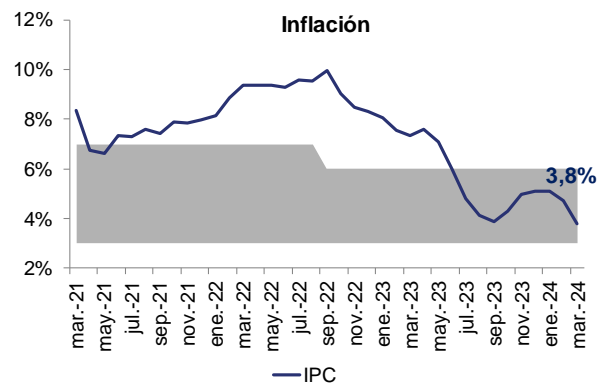
**Depósitos en moneda extranjera de residentes y grado de pesificación**  
saldos promedio, millones de dólares



## IV. Evolución de los precios

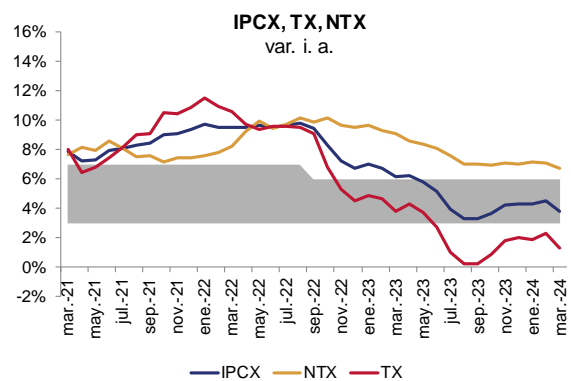
### IV.1 Análisis de la inflación por componentes

La inflación interanual a marzo 2024 se redujo 132 p.b. respecto a diciembre del año pasado y se ubicó en 3,8%, manteniéndose por décimo mes consecutivo dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el CCM. Asimismo, este registro corresponde al menor valor observado desde agosto 2005.



La reducción de la inflación fue impulsada tanto por la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, ubicándose en 3,8% a marzo 2024, como por el IPC Resto, particularmente de su componente frutas y verduras.

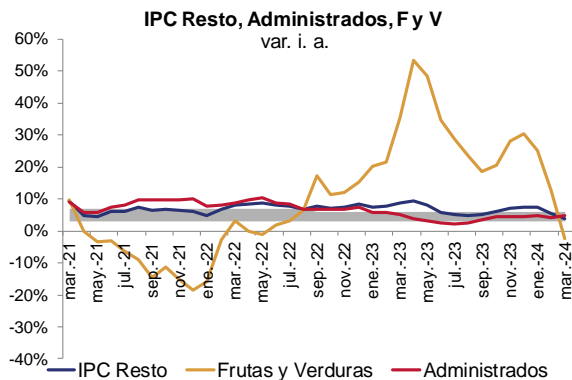
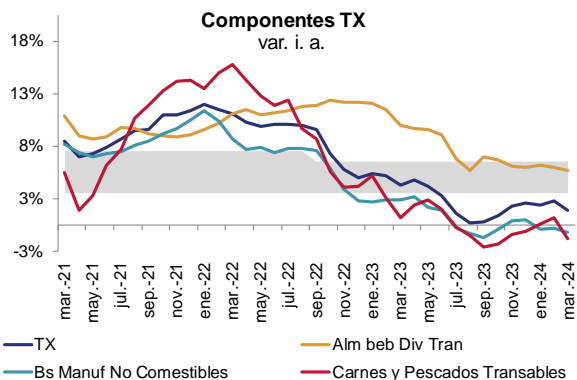
En el primer trimestre 2024 la evolución de IPCX estuvo guiada por una dinámica similar de sus dos componentes. La variación interanual de los precios Transables de Exclusión (TX) se ubicó en 1,3% (desde 2% en diciembre), mientras que la variación de los No Transables de Exclusión (NTX) fue de 6,7% (desde 7,0% en el mismo período). Cabe destacar el nuevo acercamiento de los NTX al techo del rango meta, ubicándose debajo del umbral de 7% y registrando el mínimo valor desde julio 2002.



A nivel de componentes, la dinámica de TX estuvo pautaada por la desaceleración de todos sus componentes, destacándose la reducción de los bienes manufacturados no comestibles (con variaciones mensuales negativas en todo el trimestre) y carnes y pescados (que se reducen significativamente en el último mes del trimestre).

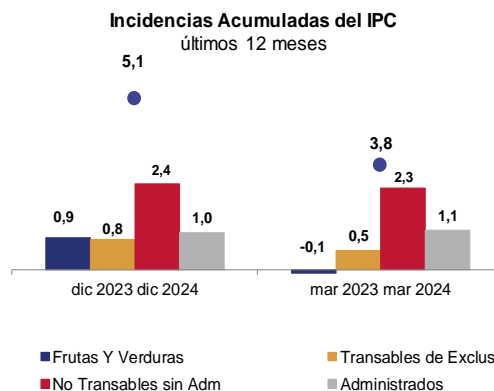
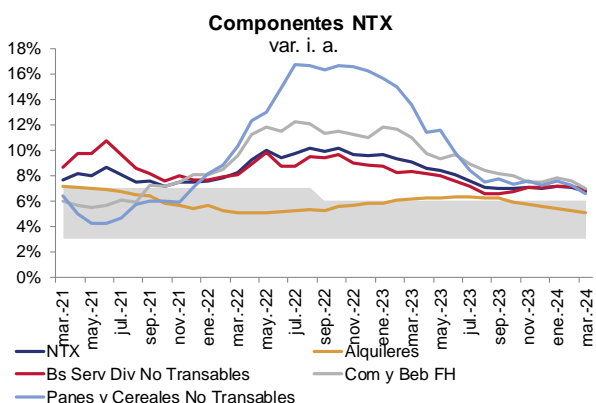
A nivel macro, esta evolución fue acompañada por un tipo de cambio que se apreció moderadamente en el trimestre, mientras que hasta marzo los precios de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya se mantuvieron relativamente estables, con excepción de los combustibles.





Por su lado, en los precios de los NTX se destaca que por primera vez todos los valores se ubican por debajo de 7%, acercándose al techo del rango meta. A nivel macro esta evolución está determinada por la menor demanda doméstica, la moderación salarial y la evolución de los precios transables, que afectan a los sectores que los utilizan como insumo.

Finalmente, al analizar las contribuciones de los cuatro componentes analíticos del IPC a la variación de la inflación en el trimestre, se observa que la desaceleración se explica principalmente por IPC Resto (particularmente frutas y verduras) y en menor medida por el IPCX, tanto por los precios TX como por los NTX. Asimismo, se destaca una contribución un poco mayor de los administrados, siendo el único componente que contribuye levemente a la aceleración de la inflación.



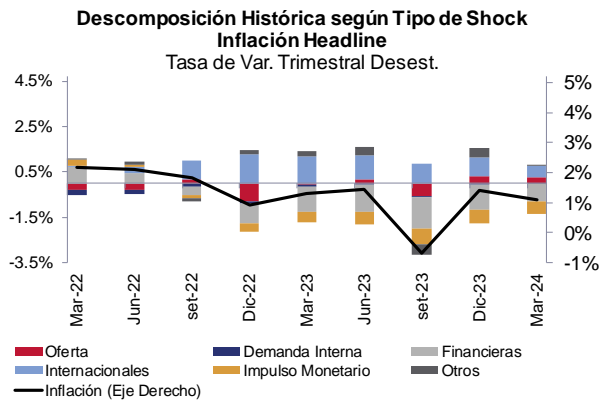
El IPC Resto se redujo 3,8 p.p. en el trimestre a marzo 2024, guiado por la caída interanual en las frutas y verduras, al diluirse progresivamente el impacto sobre los precios de la sequía del primer trimestre de 2023<sup>18</sup>. Esta evolución fue compensada parcialmente por un aumento de las tarifas públicas, donde se destaca el incremento en los combustibles en marzo ante la evolución global del precio del petróleo.

Incidencias Variación Interanual			
	dic.-23	mar.-24	Diferencias
<b>IPC</b>	<b>5,1</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,3</b>
<b>IPCX</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,4</b>
<b>NTX</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,1</b>
<b>Panes y cereales</b>	0,2	0,2	0,0
<b>Alquileres</b>	0,2	0,2	0,0
<b>Comidas y Bebidas FH</b>	0,6	0,6	0,0
<b>Bienes y Serv Diversos</b>	0,9	0,9	0,0
<b>Enseñanza</b>	0,3	0,3	0,0
<b>Servicio Doméstico</b>	0,1	0,2	0,0
<b>TX</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>
<b>Alimentos y bebidas diversos</b>	0,7	0,7	-0,1
<b>Carnes y Pescados</b>	0,0	-0,1	-0,1
<b>Bienes Manuf No Comes</b>	0,1	-0,1	-0,2
<b>Servicios transables</b>	0,1	0,1	0,0
<b>IPC Resto</b>	<b>1,9</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,9</b>
<b>Frutas y Verduras</b>	0,9	-0,1	-1,0
<b>Administrados</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>

<sup>18</sup> La variación interanual de este componente pasó de 30,6% en diciembre a -2,4% en marzo 2024.

## 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 - 2024T1 (eje de la derecha)<sup>19</sup>.

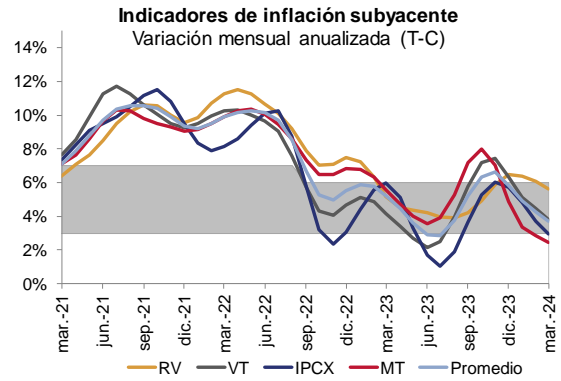


Entre los factores que impulsan a la inflación a ubicarse por encima de su promedio histórico se mantienen las presiones provenientes de los shocks internacionales, en un contexto de niveles elevados de la tasa de interés internacional de referencia, y de shocks positivos a los márgenes de bienes importados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

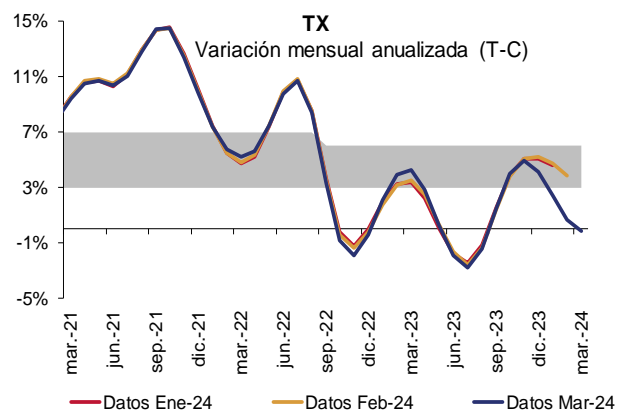
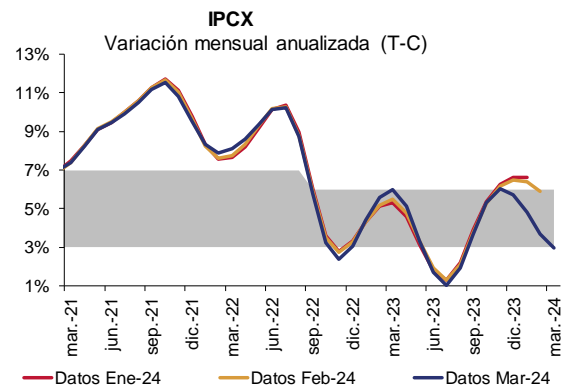
Estas presiones inflacionarias fueron compensadas por la política monetaria, que mantuvo su instancia contractiva y cuyo impacto se evidencia tanto en el propio impulso monetario como en la apreciación acumulada del tipo de cambio (“financieras”), el que en parte se determina por factores globales y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

## IV.3 Inflación subyacente

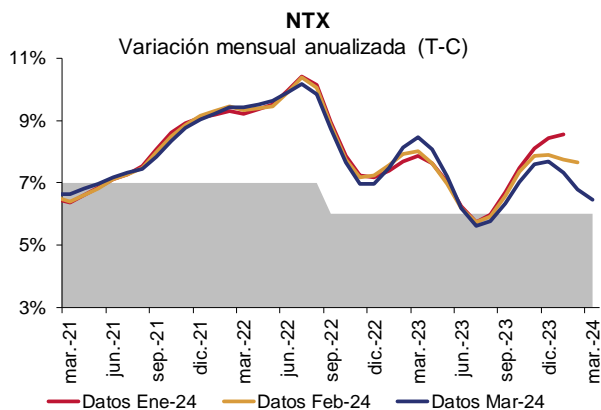
Los cuatro indicadores de inflación subyacente disponibles, medidos en variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, dan cuenta de una desaceleración en el margen. En concreto, esto sucede con la Varianza Truncada (VT), la Reponderación por Varianza (RV), la Media Truncada (MT) y el IPCX (que es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



Analizando el indicador IPCX, se constata una importante desaceleración en la estimación con datos a marzo, que lo ubican en valores compatibles con el piso del rango meta. La misma es impulsada por sus dos componentes: los TX reestiman a la baja en el margen y presentan variaciones levemente negativas, mientras que los NTX se acercan a 6% en T-C, aunque continúan por encima del rango meta.



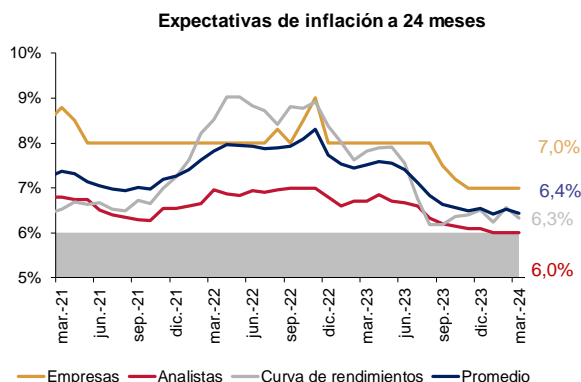
<sup>19</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.



#### IV.4 Expectativas de inflación

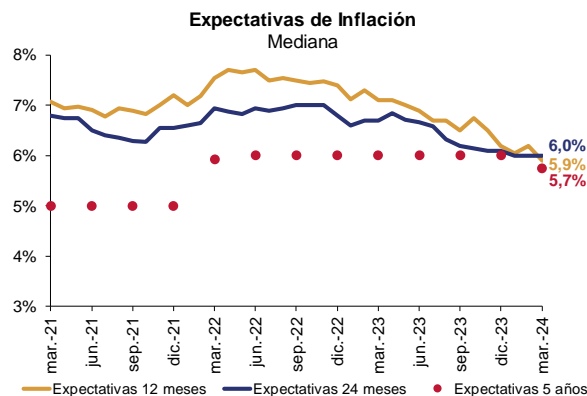
En marzo, todos los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a 24 meses) mostraron una desaceleración o estabilidad con respecto a diciembre. El indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se redujo 7 p.b. respecto a tres meses atrás y se ubicó en 6,4%, el valor mínimo de la serie.

A nivel de cada indicador, la mediana de expectativas de la encuesta de analistas (recopilada por el BCU) se ubicó en 6% en marzo, alcanzando el techo del rango y cayendo 10 p.b. respecto al registro de diciembre. Asimismo, este valor vuelve a constituir el menor registro desde que se releva esta encuesta. Por otro lado, la mediana de la encuesta a empresarios (recopilada por el INE) se mantuvo estable desde diciembre, continuando en su mínimo histórico de 7%. Finalmente, la expectativa de los mercados financieros, implícita en el diferencial de la curva de rendimientos entre títulos nominales e indexados, se ubicó en 6,3%, 24 p.b. por debajo del valor observado en diciembre<sup>20</sup>.



Por otra parte, las 3 mediciones de analistas a distintos horizontes se reducen y se ubican dentro del rango meta o en su techo. De este modo, además de la mencionada reducción de 10 p.b. de las expectativas de inflación a 24 meses se observa un descenso en las expectativas para los próximos 12 meses de 30 p.b. respecto a diciembre, lo que sitúa el indicador en 5,9%. Finalmente, es importante destacar que para el horizonte de 5 años, luego de 8 trimestres en el techo del rango, la mediana de expectativas se redujo 25 p.b., situándose en 5,75 y ubicándose entonces dentro del rango meta<sup>21</sup>.

Al momento del cierre de este informe, se divulgó la encuesta de analistas de abril, la cual presentó una mediana de expectativas de inflación para el HPM de 5,8%. De esta forma, los analistas esperan en mediana que la inflación se ubique dentro del rango meta en el horizonte de 24 meses.



En este marco, en la reunión del 10 de abril de 2024, el COPOM realizó una valoración positiva de la permanencia de la inflación dentro del rango meta, de la convergencia gradual de las expectativas hacia el rango objetivo y del funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria, decidiendo una reducción de la TPM de 50 p.b., fijándola en 8,5%. Asimismo, entendió conveniente que la instancia de política mantenga los esfuerzos para que la inflación continúe su convergencia hacia el centro del rango meta.

#### V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria más probable para el equilibrio macroeconómico de la economía uruguaya en el HPM, sintetizado en la

<sup>20</sup> Esta metodología presenta como limitación que, al basarse en diferencia de curvas, toda vez que hay un ciclo al alza de la TPM, ésta se transmite parcialmente a la curva de LRM en pesos, por lo cual la tasa a 2 años nominal aumenta pari passu con la TPM. Sin embargo, esto no sucede necesariamente con el rendimiento a 2 años en UI, pues esta curva está más ligada a las emisiones internacionales del GC en UI. De esta forma, en un ciclo al alza

(baja) de tasas del BCU, este indicador por construcción genera una señal de aumento (disminución) de expectativas de los mercados financieros.

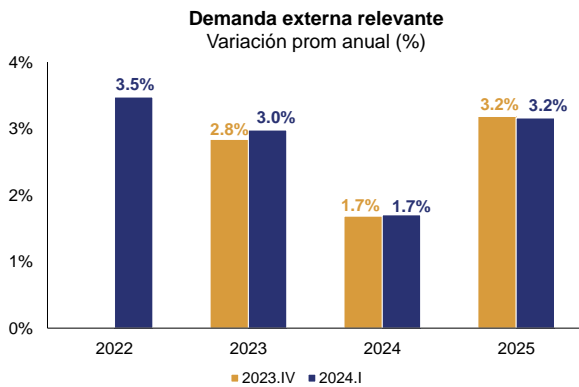
<sup>21</sup> Desde setiembre 2022 el rango es de 4,5% +/- 1,5%.

evolución esperada de la inflación, la actividad y el TCR, dada la información disponible al momento de celebrarse el COPOM. Asimismo, se plantean los principales riesgos que podrían afectar esta trayectoria y se analiza cómo podrían modificarla.

## V.1 El escenario base<sup>22</sup>

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

Respecto a lo que se preveía en el COPOM de diciembre, la demanda externa relevante para Uruguay habría crecido algo más en 2023 y crecería en similares magnitudes en 2024 y 2025.

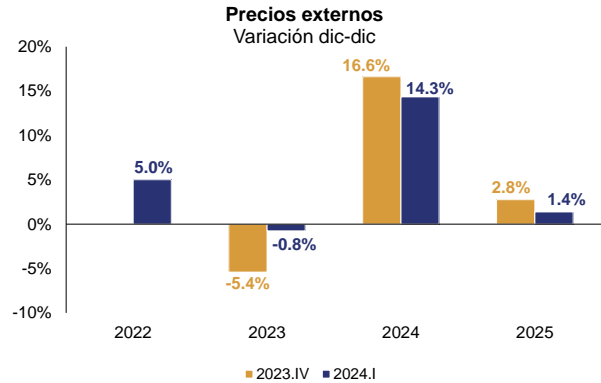


Para 2024 se espera mayor crecimiento en EEUU y Brasil, compensado por una mayor contracción en Argentina, mientras que para 2025 las variaciones respecto al informe anterior son menores.

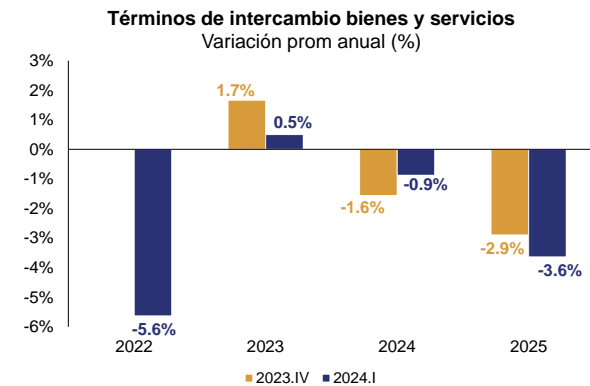
Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2022	2023	2024	2025
<b>PIB externo relevante</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>3.2%</b>
<b>Extra-región</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>
China	3.0%	5.5%	4.6%	4.6%
Estados Unidos	1.9%	2.5%	1.9%	1.5%
Zona Euro	3.9%	0.8%	0.6%	1.5%
<b>Región</b>	<b>4.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>2.7%</b>
Argentina	5.0%	-1.6%	-3.5%	3.5%
Brasil	3.0%	2.9%	1.8%	1.9%

Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares habrían caído menos en 2023 de lo que se esperaba en diciembre, afectados por la fuerte aceleración inflacionaria en Argentina al final del año, que compensó parte de la devaluación. Para 2024 se espera un aumento algo menor, aunque elevado, explicado por la menor inflación doméstica en Argentina que la esperada en diciembre. Las modificaciones en la trayectoria de los precios externos, especialmente

la menor caída en 2023, lleva que el nivel de precios externos relevantes para Uruguay al final del HPM se ubique en niveles algo por encima de lo que se proyectaba el trimestre anterior.

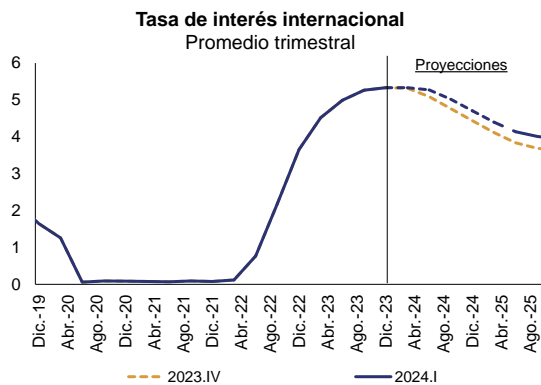


La relación de términos de intercambio en 2023 mostró menor ganancia de la que se esperaba en diciembre. Mientras tanto, el deterioro esperado para 2024 sería también algo menor, al tiempo que para 2025 se espera un deterioro algo superior al que se esperaba en el informe de diciembre.



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

<sup>22</sup> La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo

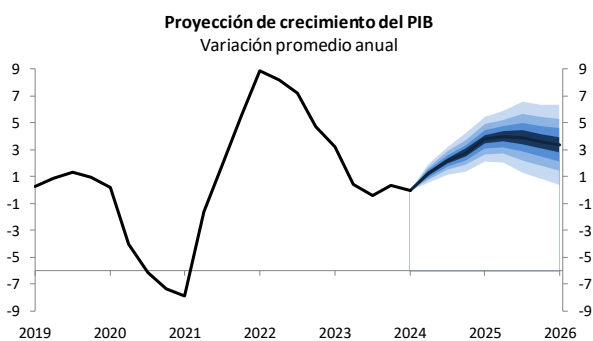


## V.2 Proyecciones macroeconómicas

### Actividad

En el escenario base, la economía recuperaría su dinamismo en 2024 y 2025, tras los impactos negativos de la sequía, cierre de la refinera, balanza turística y finalización de obras de UPM II, que afectaron el crecimiento en 2023.

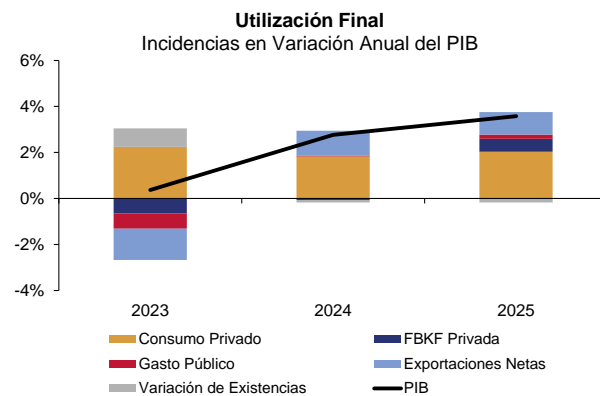
Este escenario está enmarcado en un alto nivel de incertidumbre, asociado en gran medida al desempeño en la región, que presenta desequilibrios macroeconómicos persistentes, junto a la evolución incierta del reciente ajuste macroeconómico implementado por el Gobierno de Argentina. Esta incertidumbre 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 reduce respecto al COPOM anterior de 82% a 64%.



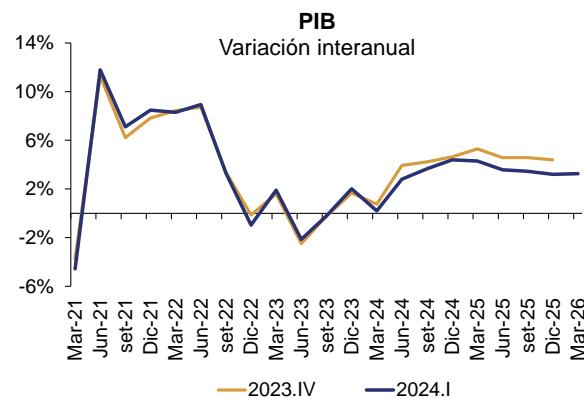
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Desde el punto de vista de los componentes de la demanda, el consumo privado se mantendría como el principal motor de crecimiento, al influjo de la recuperación de la masa salarial y la ausencia de la fuga de consumo a Argentina registrada en 2023. Las exportaciones netas también contribuirían al

alza, impulsadas por la reversión de los efectos de la sequía sobre los cultivos y las actividades pecuarias. En 2025 se destaca además la contribución positiva de la inversión privada y en menor medida del gasto público, según proyecciones presentadas en la última rendición de cuentas.



En términos interanuales, la proyección del PIB para el primer semestre de 2024 refleja una senda inferior a la del informe anterior, como consecuencia de la revisión de las series con la publicación del cierre anual de CCNN. En términos desestacionalizados se corrigió a la baja el dato de 2023T3, lo que produjo un menor efecto arrastre al cierre del año. Para el resto del HPM, la trayectoria del PIB se continúa situando por debajo de la proyección anterior, aunque por encima del crecimiento tendencial.



De acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2024 estaría impulsado por la demanda doméstica, destacándose el incremento del consumo privado. Contribuyen en el mismo sentido los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio, mientras que en sentido inverso el impulso monetario y el entorno internacional<sup>23</sup>.

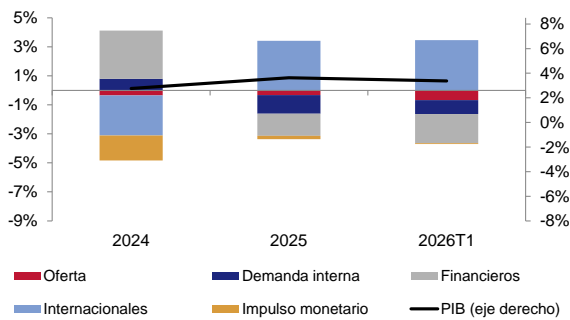
<sup>23</sup> El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB

respecto a su promedio histórico, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2023T4 (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. Además, se acentúa el efecto de una política monetaria doméstica menos restrictiva, que a su vez en parte afecta al aumento del tipo de cambio. Por otra parte, los shocks financieros (paridad de tasas) y de demanda interna revertirían su impacto y contribuirían negativamente.

En este marco, el impulso contractivo de la política monetaria se diluye en forma progresiva hasta alcanzar la neutralidad, en la medida que la inflación se mantiene dentro del rango meta.

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

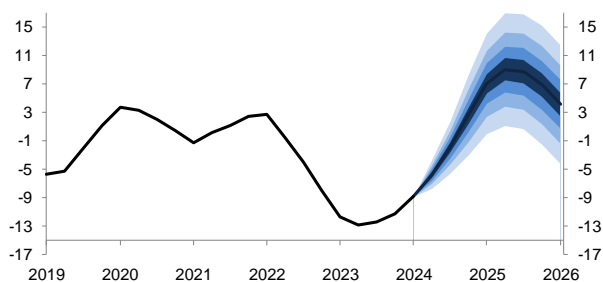


## Tipo de cambio real

En el escenario base, el TCR exhibiría una senda creciente a lo largo del HPM, concentrando su dinámica en la primera mitad del horizonte. De acuerdo con la metodología fan chart habría un 74% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor inferior al 85% reportado en el informe anterior.

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

**Proyección del tipo de cambio real**  
Variación promedio anual



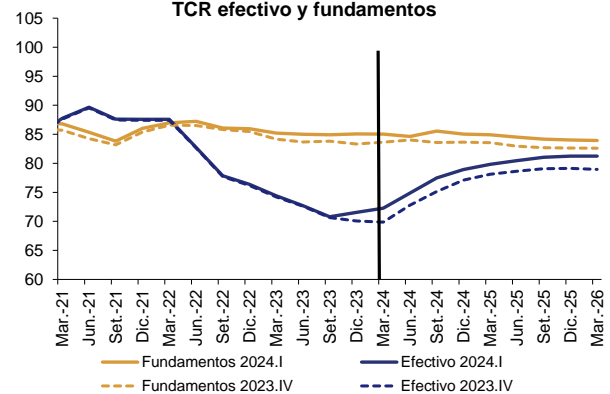
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Tanto la senda del TCR efectivo como la del TCR de fundamentos se corrigen al alza. La magnitud relativa de estos traslados implica que la brecha del TCR respecto a su nivel de fundamentos se ubicaría en un nivel inferior al que se esperaba el trimestre anterior en todo el HPM.

El TCRf se reestima levemente al alza en todo el HPM, ya que la corrección a la baja de las sendas proyectadas de términos de intercambio y productividad relativa sería de mayor magnitud que el ajuste al alza de la proyección de gasto respecto al PIB. En este contexto y atraído por la evolución de sus fundamentos, el TCR se depreciaría en todo el HPM.

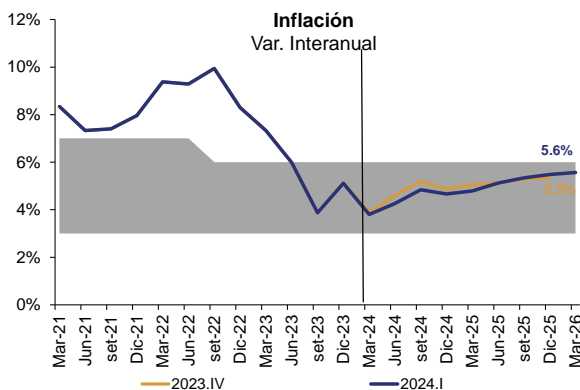
Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR parte de un valor cercano a 15 p.p. y se va cerrando progresivamente en el horizonte de proyección. De esta forma, al final del HPM el TCR se encontraría 3 p.p. por debajo de su nivel de fundamentos, recortando buena parte del desvío inicial.

**TCR efectivo y fundamentos**

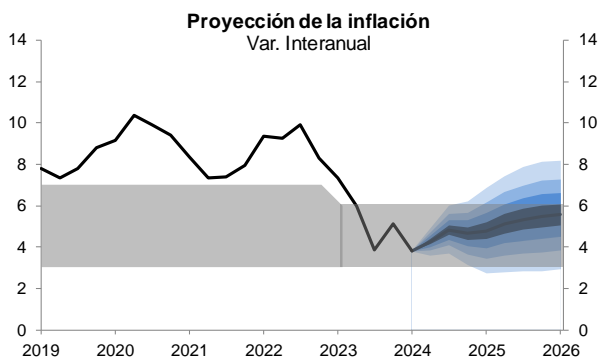


## Inflación

La senda proyectada de inflación se corrige a la baja respecto a la proyección anterior en el primer tramo del HPM y luego converge a una senda similar, estando siempre dentro del rango meta. En este escenario, la política monetaria se mantiene en fase contractiva/neutral en el HPM y las expectativas reaccionan favorablemente. Por su parte, los precios administrados y la dinámica salarial evolucionan en línea con la política monetaria y las expectativas en el HPM. La evolución de la inflación también está determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR negativa, aunque cerrándose en forma progresiva y en menor medida una brecha PIB negativa. Al final del HPM (marzo 2026) la proyección puntual de inflación se ubica en 5,6% interanual, dentro del rango meta de 3%-6%.

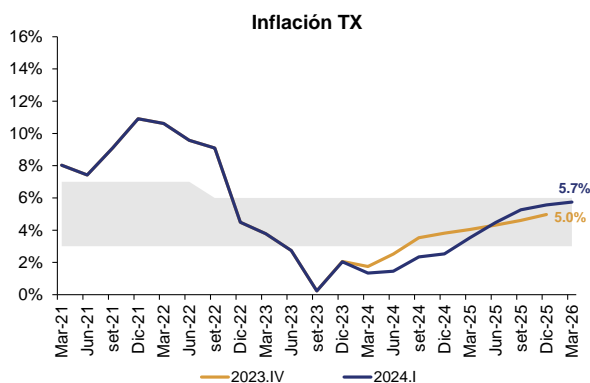


Por otra parte, la confianza de que la inflación se encuentre por debajo del techo del rango meta al final del horizonte se reduce de 69% a 60% respecto al informe anterior.

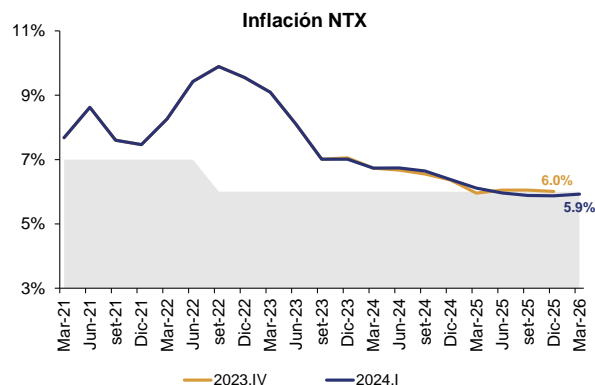


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

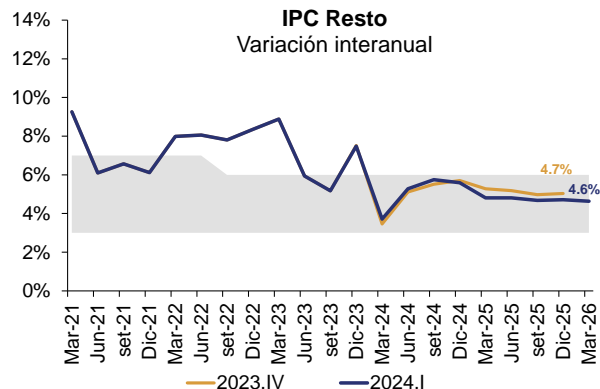
La senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la de la inflación. Se destaca que ambos componentes del IPCX (los precios TX y los precios NTX) convergen a valores dentro del rango meta, aunque presentan trayectorias diferentes. Por un lado, el componente transable muestra una aceleración en todo el HPM, impulsada por la depreciación nominal y el contexto de mayor inflación regional, al influjo del ajuste de precios relativos de Argentina.



Por otro lado, los NTX presentan una senda similar a la del informe anterior y se ubican en el techo del rango meta durante la segunda mitad del HPM. Este componente, que es el más rígido del IPC, responde con rezagos a la política monetaria a través de sus distintos canales, donde se destacan las expectativas y la brecha PIB.



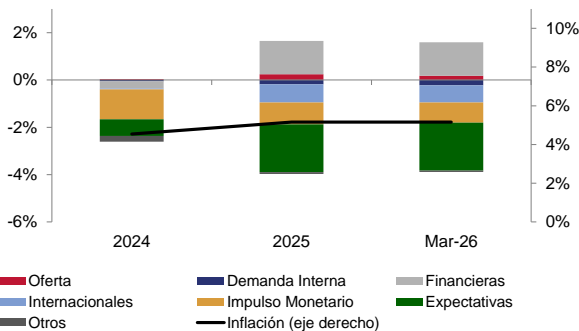
Por otra parte, la proyección del IPC\_Resto es similar a la del informe anterior en el primer tramo del horizonte y luego se sitúa algo por debajo, terminando al final del HPM en el entorno del centro del rango. Esta dinámica está guiada por la reversión de los shocks de oferta sobre frutas y verduras 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 DSGE<sup>24</sup>. En este contexto, la permanencia de la inflación en niveles dentro del rango meta se logra en parte por las acciones de política del Banco Central, que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con su objetivo inflacionario. Esto a su vez reduce 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 en la segunda mitad del HPM. A medida que este proceso se va consolidando, la política monetaria exhibe un menor impulso monetario negativo. Asimismo, las tarifas públicas y demás administrados evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de “otros”, donde también se incluyen las frutas y verduras), no generando presiones adicionales en ninguna dirección. Por otra parte, también contribuye a esta senda moderada al comienzo del HPM la moderación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras), influido en parte por factores macro-financieros y en parte como mecanismo de transmisión de la política monetaria. Hacia 2025, también favorecen a una menor inflación la evolución de las variables internacionales (precios y condiciones financieras menos restrictivas), mientras que los shocks al tipo de cambio adquieren un mayor rol como factor positivo sobre la inflación, a medida que se corrige la brecha de TCR.

**Descomposición proyecciones - Inflación**  
Tasas de variación interanual (prom trim)  
Promedio de modelos 2024.1



## 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 reducción de 50 p.b. de la TPM adoptada en el

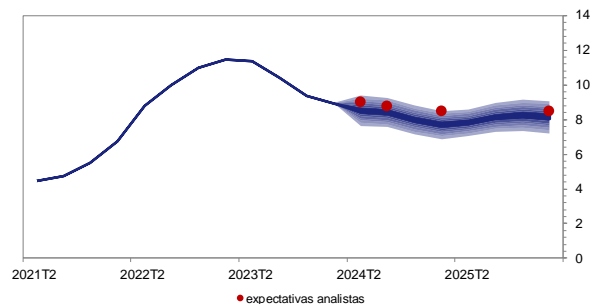
COPOM del 10 de abril, que la ubica en un nivel de 8,5%.

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

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

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

**Proyección de la tasa de interés**  
Porcentaje



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

## 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 destacan el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al rango meta y el ciclo político electoral, que incluye las iniciativas de reforma constitucional que eventualmente pueden someterse a consulta popular conjuntamente con las elecciones nacionales. La identificación,

<sup>24</sup> Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio

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



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

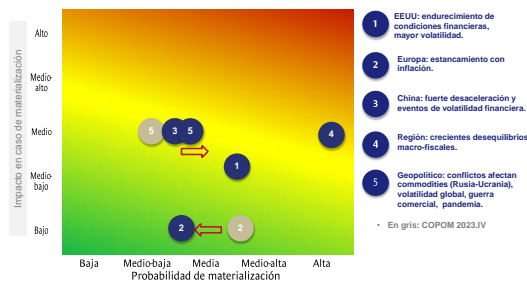
A continuación se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del Mapa de Riesgos (MR)<sup>25</sup>.

## 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 informe, al evaluar los factores que explican la ubicación de los diferentes riesgos en el mapa, se resolvió alterar la probabilidad de dos de los riesgos: uno a la baja y el otro al alza.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en actividad



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

Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5) 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 los mencionados conflictos, provocan un incremento de la probabilidad de materialización de este riesgo, que pasa de media-baja a media, con un impacto medio sobre la actividad.

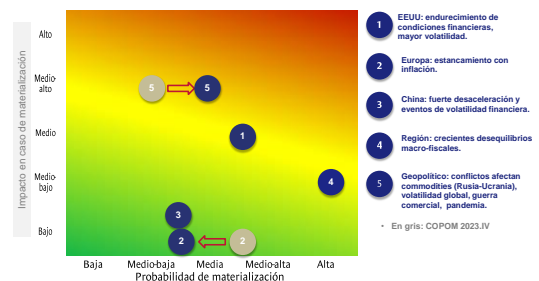
En la misma zona, aunque con menor probabilidad, se encuentra el riesgo de una eventual desaceleración abrupta de la economía china

(riesgo 3). De materializarse, se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una 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 dura de lo esperado, que en el contexto actual supone mantener incambiada su tasa de política, siendo que los distintos agentes esperan una trayectoria decreciente, lo que ocasionaría caídas en los precios de los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes. Asimismo, podría generar una recesión en EE.UU.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) reduce su probabilidad de materialización de media-alta a media, en virtud del proceso desinflacionario que exhibe la ZE. 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 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 transables. Además, el riesgo geopolítico actuaría directamente sobre los precios transables.

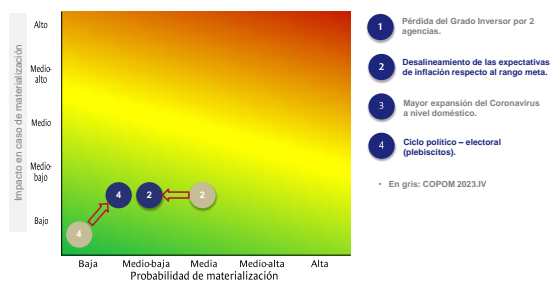
<sup>25</sup> Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

## Riesgos domésticos

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

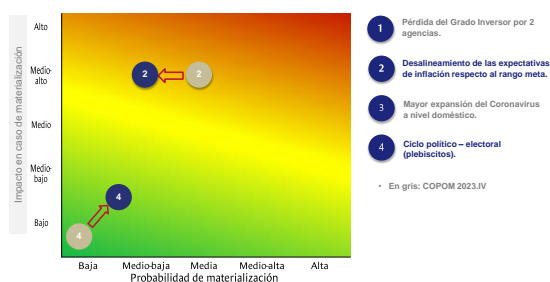
El riesgo político electoral fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones nacionales de octubre 2024 entrarán dentro del HPM. Su inclusión se basa en que la evidencia empírica sugiere que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en los trimestres previos 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, se realiza un movimiento en diagonal de este riesgo, hacia una mayor probabilidad y un mayor impacto. La probabilidad aumenta conforme se acercan las elecciones, cuya incertidumbre se ve acrecentada por el planteo de varios plebiscitos.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en actividad



Por otra parte, se vuelve a reducir la probabilidad de ocurrencia del riesgo de desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango meta (riesgo 2), pasando de media a media-baja, en virtud del constante descenso en las expectativas inflacionarias de los distintos agentes y de la consolidación de la moderación salarial en la última ronda de negociación. Más allá de esto, se sigue considerando como el principal riesgo doméstico a monitorear respecto a la inflación, ya que no todas las expectativas relevadas de los distintos agentes han convergido al rango meta. Asimismo, este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, debido a que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en inflación



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 exacerban 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. 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.

## V.4 Rendición de cuentas de las proyecciones de PIB e inflación en 2022.I

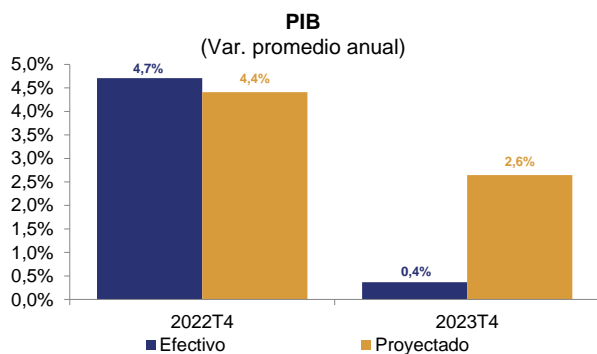
Las proyecciones macroeconómicas juegan un rol central en un régimen de metas de inflación, en tanto son una guía prospectiva sobre la dinámica de la inflación, de su entorno y de la estrategia de la política monetaria. En este contexto, la evaluación de los errores de pronósticos representa una rendición de cuentas que permite discriminar y comunicar si los mismos se originan en eventos difíciles de prever, como fue el caso por ejemplo de la pandemia, o si reflejan aspectos incorporados inadecuadamente en los modelos o en los juicios técnicos incluidos en las proyecciones.

Esta rendición de cuentas, que se realiza anualmente en el IPOM de marzo, completa el marco prospectivo en el que se desarrolla la política monetaria. Su difusión tiene sentido con una frecuencia anual a año cerrado.

A continuación se evalúan las proyecciones realizadas en marzo 2022 a 24 meses, donde se compara el dato efectivo con el proyectado 24 meses atrás para la inflación (variación interanual)

y para el crecimiento del PIB (promedio anual)<sup>26</sup>. Estas son las dos variables más relevantes del análisis macroeconómico, incluidas en las distintas versiones de reglas de política monetaria que utilizan habitualmente los bancos centrales.

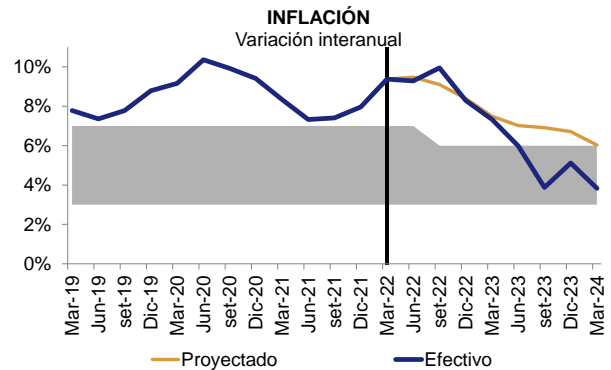
La proyección de la variación promedio del PIB para 2022 (4 pasos) fue de 4,4%, muy cercana al dato efectivo que terminó siendo 4,7%. Por su parte, la proyección a 8 pasos (diciembre 2023) sobreestimó el dato en 2,3 p.p.: la misma había sido de 2,6% mientras que el dato efectivo fue 0,4%.



De esta forma, la actividad creció por encima de lo esperado en 2022 y en 2023 se desaceleró fuertemente en relación con la senda proyectada a 8 pasos, en un entorno en el cual las condiciones financieras internacionales fueron menos favorables a lo proyectado y especialmente ocurrió el shock climático de la sequía, un irregular que terminó teniendo un impacto importante en la actividad de 2023.

En consecuencia, se pasa a la segunda etapa en la metodología de evaluación de proyecciones, que consiste en incorporar los valores efectivamente observados de las variables exógenas, incluyendo especialmente el efecto irregular de la sequía sobre la producción agropecuaria y el cierre de la refinería de ANCAP para su mantenimiento<sup>27</sup>. Se estima que la contribución de la sequía en la variación promedio del PIB en 2023 fue 0,21%, mientras que el efecto del cierre de la refinería sería 0,15% del PIB. Al incorporar toda esta información (irregulares y variables exógenas, el crecimiento promedio del PIB proyectado para 2023 resulta ser 1,3%. Esto implica un error ajustado de 0,9 p.p., el que se sitúa dentro del margen de error permitido por la metodología, que es +/- 1,5 p.p.

La proyección de la inflación interanual a 8 pasos (marzo 2024) había sido 6,0%, mientras que el dato efectivo se situó en 3,8%, por lo que se sobreestimó el crecimiento efectivo de los precios en 2,2 p.p.



Inicialmente, la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania continuó impactando los precios internacionales y las cadenas de suministros, lo que afectó el precio de los alimentos y del petróleo, y contribuyó a que la inflación estuviera algo por encima de la proyección. Esta mayor inflación, junto con la decisión de adelantar correctivos por inflación para julio 2022, llevó a aumentos salariales mayores a los previstos, dándole más persistencia al shock y afectando al alza la inflación no transable. Luego, a partir de 2022T3, la inflación converge a la proyección, cerrando el año en línea con lo que se había proyectado un año atrás.

Luego, a partir de 2023T2, la inflación se desaceleró como consecuencia de la reversión del shock de precios internacionales. Esta reversión fue más rápida y profunda que la esperada, al influjo de la acumulación de la acción de la política monetaria en fase contractiva, con una tasa real ex ante por encima de la tasa natural, actuando a través de sus distintos mecanismos de transmisión, con impactos sobre las tasas de interés, el tipo de cambio nominal, la brecha de TCR, la brecha de PIB y las expectativas de inflación, las que continuaron descendiendo en forma parsimoniosa en el sentido esperado. Asimismo, los precios internacionales relevantes para la inflación doméstica presentaron una evolución más moderada que la prevista inicialmente. De esta forma, conforme avanzaba el año, los datos efectivos iban confirmando una desaceleración mayor, que se consolidó hacia el fin

<sup>26</sup> La proyección del PIB a ocho pasos (24 meses) hace referencia diciembre 2023, ya que en marzo 2022 se contaba con datos a diciembre 2021. Para el caso de la inflación, la proyección a ocho pasos hace referencia a marzo 2024.

<sup>27</sup> La refinería de ANCAP estuvo cerrada durante 2023T3 por una operación de mantenimiento que no se esperaba en diciembre 2021 cuando se realizó esta proyección.



del HPM con la permanencia de la inflación en el rango por 10 meses consecutivos.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

### Box metodológico 18. Eficacia y eficiencia de la política monetaria en la coyuntura actual (Publicado en IPOM 2024.I)

#### Motivación y metodología

Es relevante evaluar la eficiencia y eficacia de la política monetaria en la actual coyuntura luego de mantener la inflación dentro del rango meta por diez meses consecutivos, lo cual no resulta una tarea simple dado que la misma puede ser evaluada respecto a diversos objetivos macroeconómicos. Este recuadro presenta algunos ejercicios de simulación que buscan estimar la contribución que tuvo la política monetaria a la caída que registró la inflación en el período reciente, diferenciándola de los efectos de otras variables macroeconómicas (eficacia de la política monetaria). Asimismo, evalúa el costo de la misma, a través de la evolución del resultado del BCU (eficiencia de la política monetaria).

Estos ejercicios complementan otras metodologías que se utilizan habitualmente para este tipo de análisis y que se muestran periódicamente en el cuerpo del IPOM, como la descomposición de varianza en el marco del modelo DSGE (Box Metodológico 6) y la evaluación de errores de proyección de los modelos (Box Metodológico 10).

El período de análisis se extiende desde 2021T3 hasta 2023T3, de manera de evaluar el proceso de suba de tasas en un período temporal que coincide con la definición del HPM (2 años) y teniendo en cuenta los rezagos con los que actúan los mecanismos de transmisión de la PM. En este marco se construyen tres escenarios, que se resumen en el siguiente cuadro:

escenario	exógenas	TPM	endógenas
1	observadas	observada	Libres
2	observadas	constante	Libres
3	proyectadas	observada	Libres

El cuadro muestra tres ejercicios contrafactuales, ya que en todos los casos se incluyen ciertos valores observados de variables de interés y se corren los modelos macroeconómicos habituales tratando de capturar la respuesta del sistema a estas variables. Por lo tanto, en todos los casos, las variables endógenas están libres, sin restricciones (última columna).

Luego, los escenarios 1 y 2 incluyen los valores efectivamente observados de las variables exógenas. El esc 1 incluye también valores observados de la TPM, mientras que el esc 2 deja la TPM constante. La diferencia entre ambos escenarios (1 y 2) es la evolución de la TPM. Esta diferencia puede interpretarse como el impacto de la TPM, y por ende de la política monetaria, sobre las variables relevantes.

Asimismo, los escenarios 1 y 3 incluyen los valores observados de la TPM. La diferencia entre ambos escenarios (2 y 3) es la evolución de las variables exógenas: el esc 1 incluye valores observados al tiempo que el esc 3 introduce los valores proyectados al momento de hacer el ejercicio de proyección (2021T3). Esta diferencia puede interpretarse como el impacto de las variables exógenas, y por ende del entorno macro-financiero en el que actúa la política monetaria, sobre las variables relevantes.

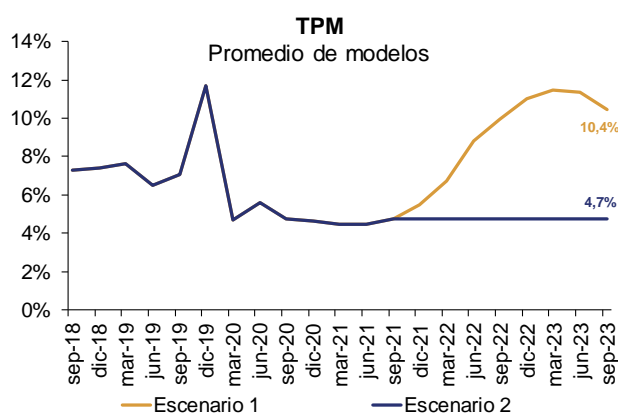


## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

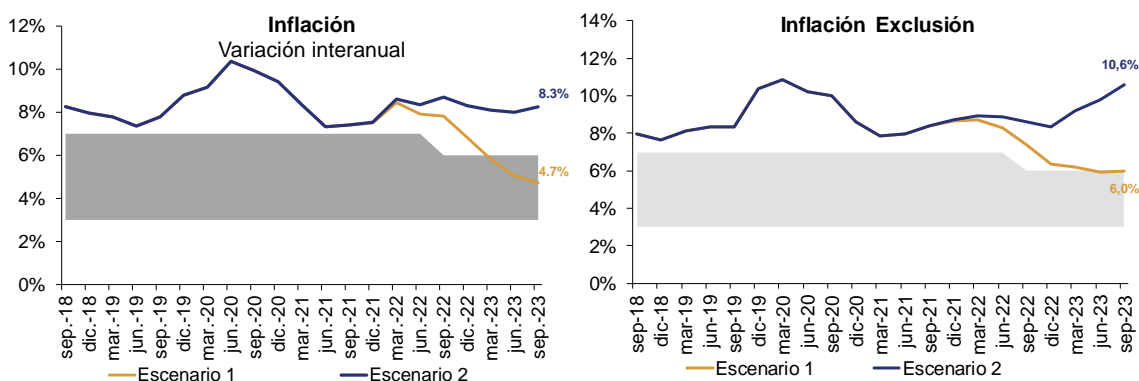
Finalmente, estos ejercicios fueron simulados en los modelos que, dentro de la batería cuantitativa con la que cuentan los servicios técnicos, modelan explícitamente los mecanismos de transmisión y una regla de política monetaria: el modelo DSGE<sup>1</sup> y el modelo MPM<sup>2</sup>.

### El impacto de la PM: comparación de los escenarios 1 y 2

El escenario 1 (amarillo) incluye la TPM observada, mientras que en el escenario 2 (azul) la TPM se mantiene constante en su nivel de 2021T3. Asimismo, en ambos casos se toman los valores observados de las variables exógenas.



La diferencia en la senda de inflación resultante representa la mayor inflación que se habría registrado de haberse mantenido constante la TPM, la que puede verse como una aproximación de la contribución de la política monetaria a la caída de la inflación.



La inflación general a 2023T3 habría sido 8,3% con TPM constante y 4,7% cuando la TPM realiza el ciclo efectivamente observado. La diferencia entra ambos es de 3,6 p.p., cifra que aproxima la contribución de la política monetaria a la desinflación observada. Al analizar la inflación subyacente, medida a partir del indicador de exclusión, esta diferencia es de 4,6 p.p.<sup>3</sup> Asimismo, en el escenario 2 la inflación subyacente IPCX habría sido superior a 10% en 2023T3.

<sup>1</sup> Basal, J., Carballo, P., Cuitiño, F., Frache, S., Mourelle, J., Rodríguez, H., Rodríguez, V., Vicente, L., "Un modelo estocástico de equilibrio general para la economía uruguaya," Documento de trabajo N° 2016.002, BCU, 2016.

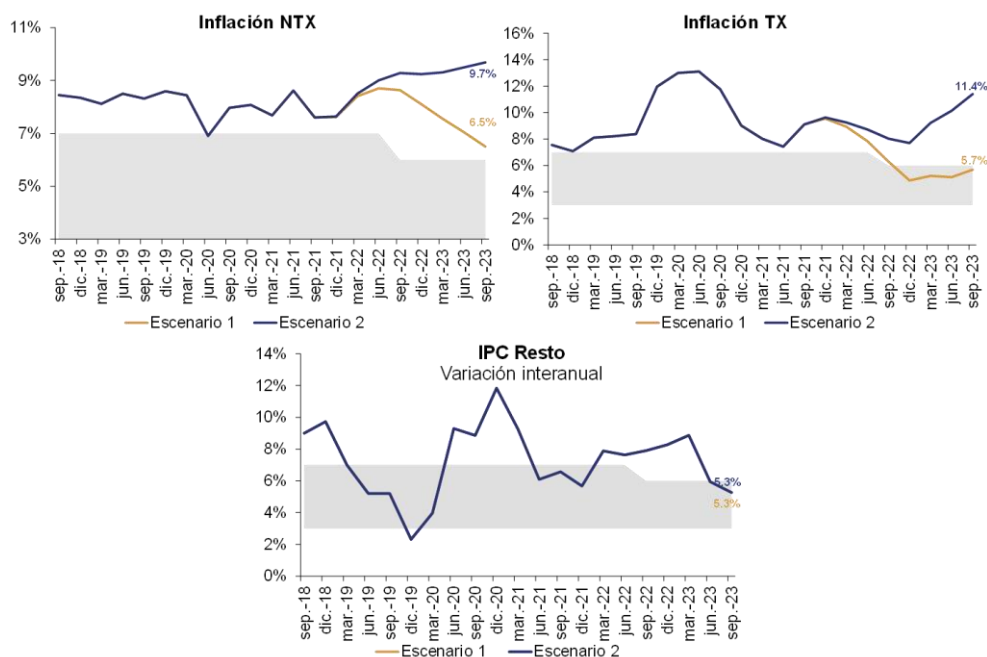
<sup>2</sup> Carballo, P., González, J.I., Güenaga, M., Mourelle, J., Romaniello, G., "Un modelo semi estructural de proyecciones macroeconómicas para el Uruguay," Documento de trabajo N° 2015.012, BCU, 2015.

<sup>3</sup> En los escenarios 1 y 2, el IPC\_resto es igual al escenario base, mientras que los salarios mantienen su estructura de ajustes incambiada. Si los precios administrados evolucionaran como la inflación general y los nuevos acuerdos salariales



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Esta diferencia se observa en los dos componentes de la inflación de exclusión, con una contribución similar de NTX y de TX, al operar los distintos mecanismos de transmisión que los afectan: tasa de interés, tipo de cambio, brecha PIB, ajustes salariales y expectativas.



Este ejercicio permite concluir que la política monetaria contractiva habría jugado un rol central en el proceso de caída de la inflación.

### El impacto del entorno macro-financiero: comparación de escenarios 1 y 3

En el escenario 1 se incluyen los valores observados para las variables exógenas, mientras que en el escenario 3 se incorporan las sendas proyectadas en 2021T3. En ambos escenarios se incorpora la TPM observada en el período de referencia. La diferencia en la senda de inflación resultante puede verse como una aproximación de la contribución del entorno macro-financiero exógeno a la evolución de la inflación.

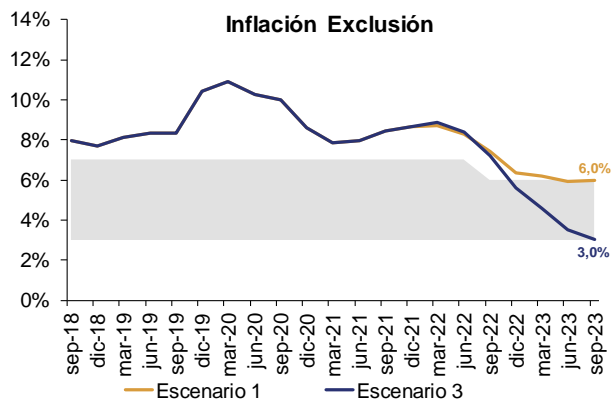
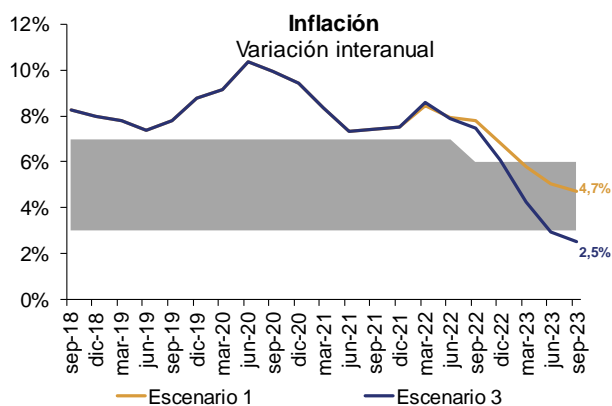
El escenario externo proyectado en 2021T3 (escenario 3, azul) resultó ser más favorable para el descenso de la inflación que el efectivamente observado (escenario 1, amarillo).

---

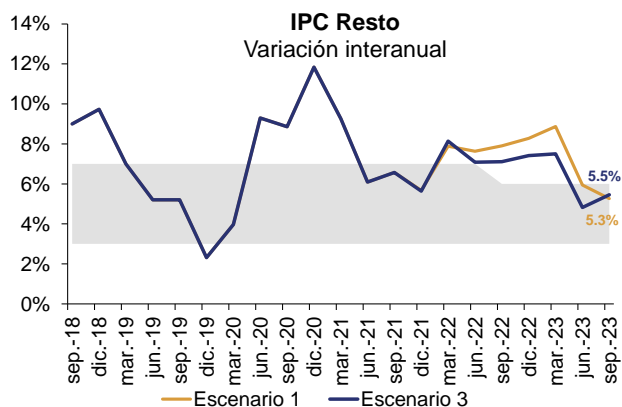
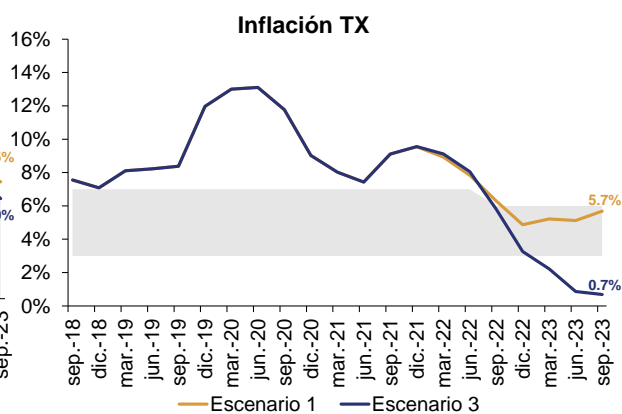
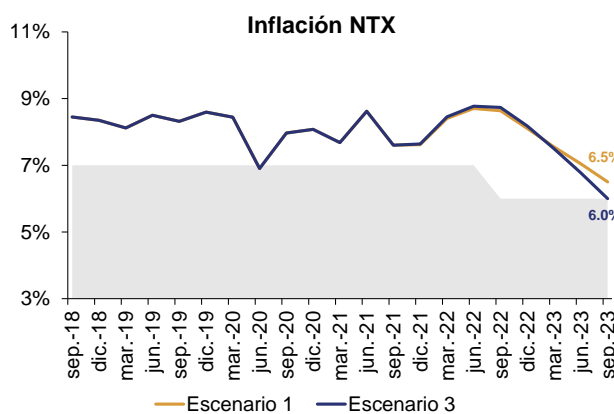
incorporaran expectativas de inflación más altas, dos situaciones bastante plausibles, la inflación observada en el escenario 2 sería aún mayor.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY



En particular, la diferencia en el escenario externo generó 2,2 p.p. más de inflación a 2023T3 que lo que se preveía al momento de realizar la proyección a 2 años (2021T3). Esta diferencia se observa en los dos componentes de la inflación de exclusión, con mayor contribución de la inflación de TX. También se evidencia en las proyecciones de los componentes excluidos del indicador de inflación subyacente (agrupados en “IPC Resto”).



Este ejercicio concluye que el escenario externo no contribuyó a la caída de la inflación. El escenario externo menos benévolo que el esperado implicó 2,2 p.p. más de inflación a 2023T3.

Finalmente, se destaca que en ambos ejercicios comparados (impacto de la TPM e impacto de las variables exógenas) los resultados están en línea con la descomposición de varianza del modelo DSGE y la evaluación de errores de proyección de los modelos (ver secciones IV.2 y V.4 en el cuerpo central de este IPOM).





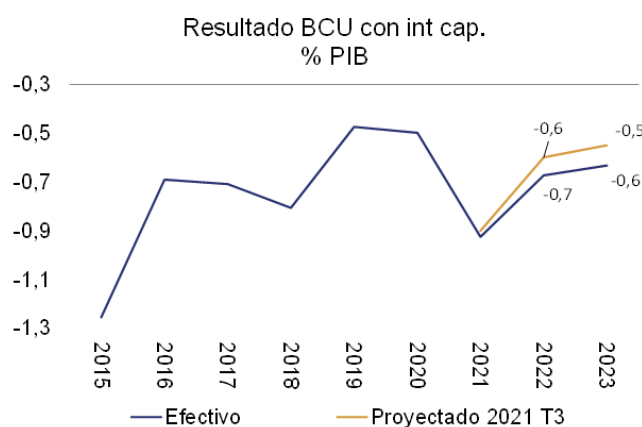
## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

### El costo de la política monetaria

La gestión de la política monetaria tiene asociados costos parafiscales, los que son un insumo relevante para la toma de decisiones. En el marco rutinario del COPOM, los servicios técnicos elaboran proyecciones del resultado del BCU consistentes con los escenarios macroeconómicos simulados. La evolución de dicho resultado es determinada en parte por la trayectoria de variables exógenas y en mayor medida por decisiones de política monetaria y cambiaria del Banco Central, así como el resultado en materia de eficacia y eficiencia de dichas políticas.

La simulación del resultado del BCU completa el ejercicio presentado en esta nota, al simular el costo y por ende aproximar la eficiencia de la política monetaria. En este apartado se analiza la diferencia en el resultado del BCU entre el proyectado en 2021T3 y el efectivamente observado a esa fecha. Asimismo, se comentan los principales determinantes de dichas diferencias, discriminando entonces factores de política de factores exógenos.

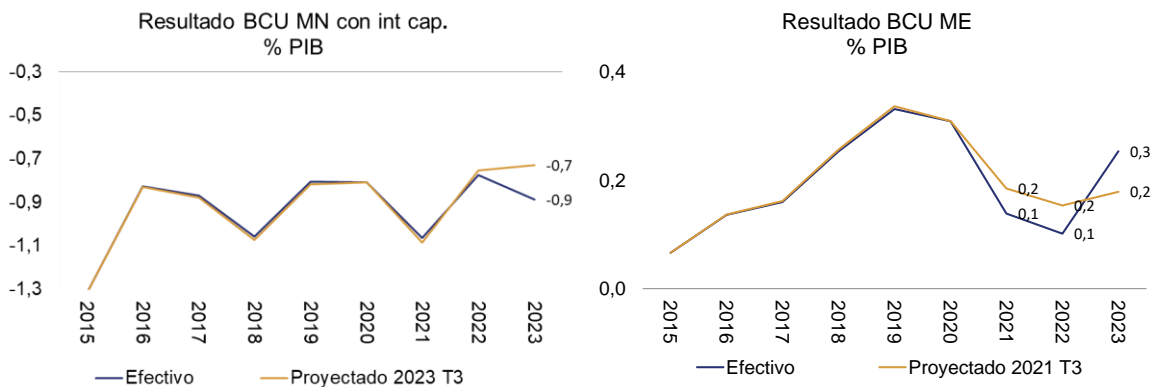
De esta forma, en 2021T3, actuando en el escenario de proyección macroeconómico disponible, se proyectaba que alcanzar el objetivo en materia de inflación implicaría una evolución del resultado del BCU que se representa en la línea dorada del siguiente gráfico. Posteriormente, las variables efectivamente observadas determinaron el resultado del BCU representado por la línea azul. Como puede observarse, partiendo de un déficit de 0,9% del PIB en 2021 en setiembre 2023 se esperaba un déficit del BCU de 0.6% y 0.5% del PIB para 2022 y 2023 respectivamente. Finalmente, el déficit efectivamente observado para 2022 y 2023 fue 0.7% y 0.6% del PIB, por lo que el incremento del déficit con respecto a lo proyectado 2 años atrás fue de un 0,1 p.p. en cada año. Para poner estas cifras en perspectiva, en ambos casos estos valores se encuentran por debajo de la media del déficit del BCU para 2006-2023, que es de 0.8 p.p. del PIB.



En cuanto a sus determinantes, en 2022 los desvíos de proyección se explicaron básicamente por un menor rendimiento de los activos externos respecto a lo proyectado, dada la evolución efectiva de la tasa de la FED, mientras que los intereses en moneda nacional en base caja estuvieron alineados con la proyección. Luego, en 2023 se efectivizaron mayores intereses en términos caja asociados a la gestión de la política monetaria con respecto al escenario esperado en 2021T3, los que fueron parcialmente compensados por el mayor rendimiento de los activos externos. En particular, los intereses efectivos fueron 0,89% del PIB vs 0,73% simulados en setiembre de 2021. La diferencia entra ambos, que es 0,16 p.p. del PIB, puede leerse como el mayor costo ceteris paribus de la política monetaria.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY



### En síntesis

En esta nota se presentaron algunos ejercicios buscando estimar la contribución que tuvo la política monetaria a la importante caída que registró la inflación en el período reciente, diferenciándola de los efectos de otras variables macroeconómicas (eficacia de la política monetaria). Asimismo, evalúa el costo de la misma, a través de la evolución del resultado del BCU (eficiencia de la política monetaria).

De los ejercicios surge que: la política monetaria contractiva habría jugado un rol central en el proceso de caída de la inflación; el escenario externo no contribuyó a la caída de la inflación; el déficit parafiscal estimado se encontró a nivel del promedio histórico; las conclusiones de este análisis están en línea con las de otras metodologías, cuyos resultados se muestran habitualmente en el cuerpo del IPOM.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

### Box metodológico 19 - Tipo de cambio real y brecha

El tipo de cambio real (TCR) es una variable económica clave que incide en la asignación de recursos dentro de una economía. Se entiende que el TCR se encuentra en su nivel de equilibrio, tal como se expuso en el [Box metodológico 7](#), cuando garantiza simultáneamente el equilibrio interno y externo de la economía. La brecha de TCR, por su parte, se define como la diferencia entre el tipo de cambio real efectivo (TCRE) y el TCR de equilibrio.

El TCR de equilibrio es una variable inobservable relevante en el análisis de la política monetaria, junto con la inflación subyacente, el producto potencial y la tasa natural de interés. Su carácter inobservable implica la existencia de diversas metodologías para su estimación, sujetas a constante evolución y aprendizaje.

En este marco, resulta de utilidad contar con diversas aproximaciones metodológicas que permitan construir un rango de confianza para la estimación de la brecha de TCR, más que con una estimación puntual. Actualmente, los servicios técnicos del BCU calculan cinco metodologías que permiten delimitar el rango donde es esperable que se ubique la brecha –aportando información, en particular, sobre el signo de la misma– y obtener una estimación puntual a partir de su promedio.

Una de estas técnicas es el denominado “tipo de cambio real de fundamentos” (TCRF), que consiste en estimar econométricamente el TCR como función de sus variables determinantes, también denominadas fundamentos macroeconómicos. A partir de la misma, en el marco del Modelo Macroeconómico Trimestral ([MMET, 2010](#))<sup>1</sup>, el BCU encuentra evidencia a favor de las variables habitualmente destacadas en la literatura: productividad relativa (efecto Balassa-Samuelson), gasto en términos del producto (efecto Salter-Swan) y términos de intercambio, con los signos esperados (relación negativa con el TCRF).

No obstante, algunos estudios encuentran evidencia sobre otros fundamentos potencialmente relevantes –en particular, variables financieras–, cuya inclusión podría considerarse en desarrollos futuros. Así, [Gianelli y Mednik \(2006\)](#)<sup>2,3</sup> y [Cantisani \(2018\)](#)<sup>4</sup> incluyen –en sus modelizaciones para Uruguay– el diferencial de tasas de interés, mientras que [Montiel \(2007\)](#)<sup>5</sup> incorpora –en su análisis para diversos países del cono sur– la posición de inversión internacional en términos del producto. Por su parte [Mathisen \(2003\)](#)<sup>6</sup> –en un estudio para Malawi (economía pequeña y abierta)– incorpora los flujos de capital medidos como los cambios en los activos externos netos de los flujos comerciales como porcentaje del producto.

La incorporación de variables financieras podría permitir anticipar el impacto en el TCRF de acontecimientos futuros que ya podrían estar siendo captados en el TCRE a través de las expectativas del mercado financiero. En tal sentido, los flujos de inversión extranjera directa y el aumento del gasto en términos del producto –por ejemplo, asociados a la anunciada construcción de una planta de hidrógeno verde– generarían una apreciación del TCRF. Esta apreciación recién se captaría en la metodología cuando se lleven adelante dichas inversiones, mientras que las variables financieras lo estarían anticipando tiempo antes.

### Estimaciones de la brecha del TCR respecto al TCRF en el BCU

La estimación del TCR de equilibrio que se presenta en el IPOM, tal como se mencionó previamente, es el promedio de las cinco metodologías que actualmente son estimadas por los servicios técnicos del BCU.

---

<sup>1</sup> Gianelli, D., Vicente, L., Basal, J., Mourelle, J., “*Un modelo macroeconómico de estimación trimestral para la economía uruguaya*”, Documento de Trabajo N° 2010.011, BCU, 2010.

<sup>2</sup> Gianelli, D. y Mednik, M., “*Un modelo de corrección de errores para el tipo de cambio real en el Uruguay: 1983:I-2005:IV*”, Revista de Economía, Segunda Época Vol. 13 N° 2, BCU, 2006.

<sup>3</sup> Los autores también proponen como candidato a fundamento para Uruguay el riesgo país, pero finalmente es descartado por no contar con series homogéneas en el período considerado. La revisión de esta variable podría ser particularmente relevante para Uruguay, en un contexto favorable en términos relativos respecto a la región.

<sup>4</sup> Cantisani, G., “*Tipo de cambio real en Uruguay. Una estimación de sus desalineamientos*”, Serie de Documentos de Investigación Estudiantil N° 02/19, IECON, 2018.

<sup>5</sup> Montiel, P., “*Equilibrium real exchange rates, misalignment and competitiveness in the Southern Cone*”, Serie macroeconomía del desarrollo N° 62, CEPAL, 2007.

<sup>6</sup> Mathisen, J., “*Estimation of the equilibrium real exchange rate for Malawi*”, IMF working paper N° 03/104, IMF, 2003.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Inicialmente se contaba con tres metodologías basadas en modelos; dos de ellas surgen de estimaciones del MMET, una con una muestra desde 1995 (“muestra larga”) y otra desde 2005 (“muestra corta”). Esta última permitió soslayar el efecto sobre la estimación de los años de fuerte desequilibrio macroeconómico consecuencia de la crisis de 2002 al tiempo que da cuenta de desarrollos estructurales más recientes, como la participación de la economía china en el comercio mundial.<sup>7</sup> Esta metodología resulta muy sólida, al desarrollarse en un marco de consistencia macroeconómica, permitiendo además simular trayectorias consistentes de mediano y largo plazo. Asimismo, se basa en la estimación de fundamentos, largamente extendida en la literatura, y pone énfasis en determinantes reales, como el gasto doméstico, los términos de intercambio o la productividad. El principal problema empírico radica en las variables disponibles para reflejar los fundamentos, las que no siempre se conciben con los argumentos teóricos. En particular, la productividad relativa transable respecto a la no transable entre la economía doméstica y el resto del mundo es aproximada por la relación entre la productividad media de la economía y el PIB externo relevante per cápita.

La tercera estimación tradicionalmente utilizada por los servicios técnicos surge del Modelo de Proyecciones Macroeconómicas (MPM, 2015), que trabaja con una muestra desde 2005. En dicho modelo existe una relación entre la tasa de interés natural doméstica, la tasa internacional y el crecimiento del TCR de equilibrio vía la Paridad de Fisher real. Dentro de la lógica del modelo se obtienen estimaciones consistentes de estas variables mediante la aplicación del filtro de Kalman, generando una estimación del componente tendencial del TCR teniendo en cuenta tanto los datos observados como la dinámica del modelo. Esta estimación tiene en cuenta en su formulación aspectos financieros.

Con el objetivo de darle mayor robustez a la estimación de esta variable inobservable, a partir de 2023T1 se decidió incorporar dos nuevas estimaciones de TCR de equilibrio o de tendencia. Éstas surgen de aplicar el filtro de Kalman univariado y el filtro de Hodrick Prescott (HP) a la serie de TCRE. Estas metodologías permiten separar una serie de tiempo en su tendencia de largo plazo (en este caso el TCR de equilibrio) y los componentes cíclicos de corto plazo (es decir, las brechas). Dichas medidas presentan correlaciones superiores al 90% con el TCRF en el período analizado (2005T1-2024T1). No obstante, en el corto plazo se observan diferencias importantes, no en el sentido sino en la magnitud, que aportan información valiosa sobre la evolución de los precios relativos y de sus brechas respecto a la tendencia.

### Revisiones de las estimaciones de la brecha del TCR

Estas estimaciones son muy importantes al evaluar los desequilibrios macroeconómicos que pueden derivarse de su lectura, y pueden aplicarse para cualquier horizonte temporal. Ahora bien, las revisiones en el margen del TCRF son frecuentes, por lo que las estimaciones en tiempo real de la brecha de TCR deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican, fundamentalmente, por cambios en la estimación de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y, por tanto, en los términos de intercambio y revisiones de Cuentas Nacionales (CCNN), que modifican el PIB, el gasto público y privado, y por ende los ratios entre estas variables, así como la productividad relativa. Estos cambios son de mayor magnitud en el margen, ya que las variables de fundamentos para el trimestre en curso son estimadas, al no contarse con los datos efectivos de CCNN.<sup>8</sup>

El gráfico siguiente permite ilustrar acerca de la magnitud de las revisiones de la brecha de TCR que surge del promedio de las 3 metodologías antes nombradas en el período 2010T1-2024T1. En el gráfico se muestra la brecha estimada en tiempo real en cada COPOM junto con la última estimación de la brecha para todo el período realizada en el COPOM de marzo 2024. Puede observarse que las revisiones son muy frecuentes y en varios momentos de gran relevancia. Tal es el caso de las primeras observaciones, pero también son relevantes en trimestres de 2013, 2015, 2018 y 2021. Por otra parte, si bien muchas revisiones son significativas en magnitud –en particular en períodos donde se agudiza la apreciación cambiaria, resultando difícil identificar si existen o no cambios de tendencia–, se mantiene el signo en el 70% de los trimestres. Asimismo, se observa

---

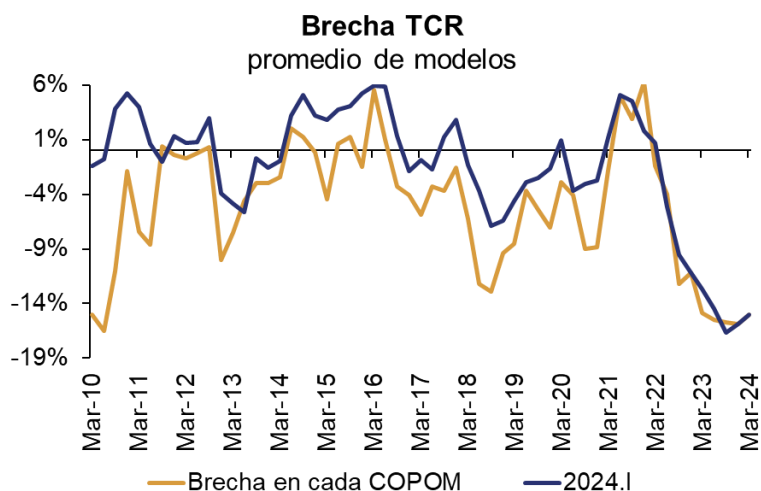
<sup>7</sup> En el Box metodológico 7 publicado en el IPOM 2021.II se presentan detalles de las estimaciones del TCR de fundamentos de los modelos estructurales MMET y MPM.

<sup>8</sup> En particular, según lo reportado en el IPOM de 2023T1 los cambios en las series de base correspondientes a 2022 implicaron que la revisión del TCRF del último trimestre reportado fuera de 1.7% en promedio.



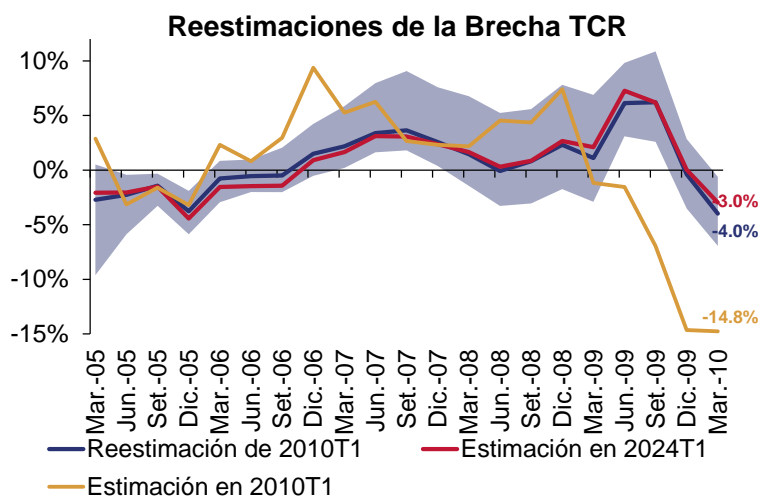
## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

una corrección sistemática de la brecha al incorporar nueva información, por lo que es de esperar ajustes de mayor magnitud al final de la muestra.



Como se mencionó, las mayores revisiones de la brecha en magnitud corresponden a los primeros trimestres de esta muestra. A continuación, se analiza con mayor detenimiento la brecha estimada en tiempo real para 2010T1, incorporando los desarrollos actuales y las revisiones en los datos de CCNN. De esta forma, en el gráfico siguiente se compara la estimación realizada en 2010T1 con los datos y especificación del modelo disponibles en ese momento (MMET “muestra larga”, línea dorada), con la estimación actual de la brecha de TCR (promedio de 5 metodologías, línea roja) y con la reestimación de 2010T1 con los datos y metodologías actuales (promedio de 5 metodologías, línea azul), junto a su correspondiente rango de confianza.

Tal como puede observarse, la mayor parte de la diferencia en la revisión se encuentra en la metodología y los datos. Así, con las metodologías actuales y la información de las CCNN revisadas, la estimación para 2010T1 de la brecha de TCR habría estado en línea con la estimación actual. Adicionalmente, si bien desde fines de 2010 ha habido mejoras significativas en las metodologías utilizadas por los servicios técnicos del BCU, la mayor parte de la reestimación se explica por cambios en los datos fuente de los fundamentos, especialmente del gasto doméstico, a raíz de revisiones de las CCNN y en menor medida del propio TCR, debido a un cambio de base en la serie.



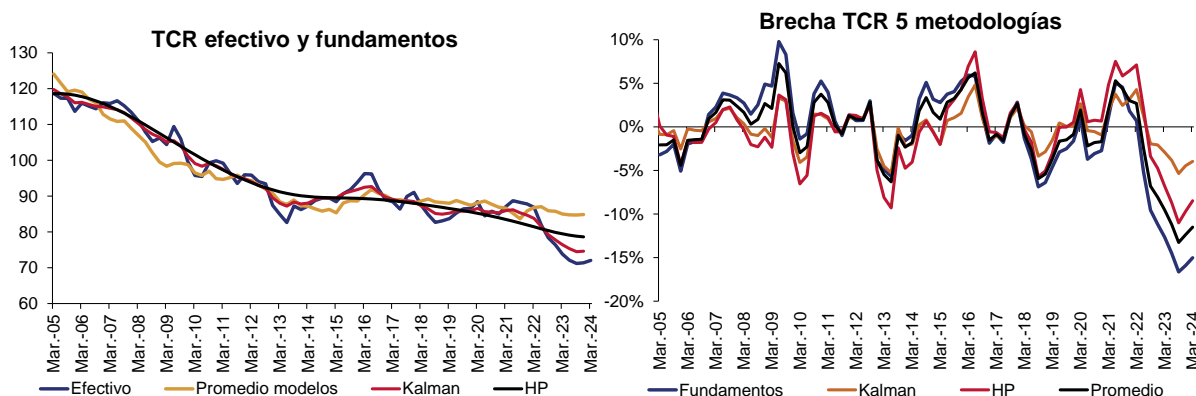
Por otra parte, se destaca que el abanico de estimaciones señala una brecha negativa para ese momento, lo que sugiere que el signo sería un indicador más relevante que la estimación puntual.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

### Diagnóstico de mediano plazo del TCR basado en el tipo de cambio real de equilibrio

La gráfica siguiente resume la evolución del TCR, de las distintas estimaciones del TCR de equilibrio (promedio de modelos y filtros estadísticos) y de las brechas resultantes para el período 2005T1-2024T1.

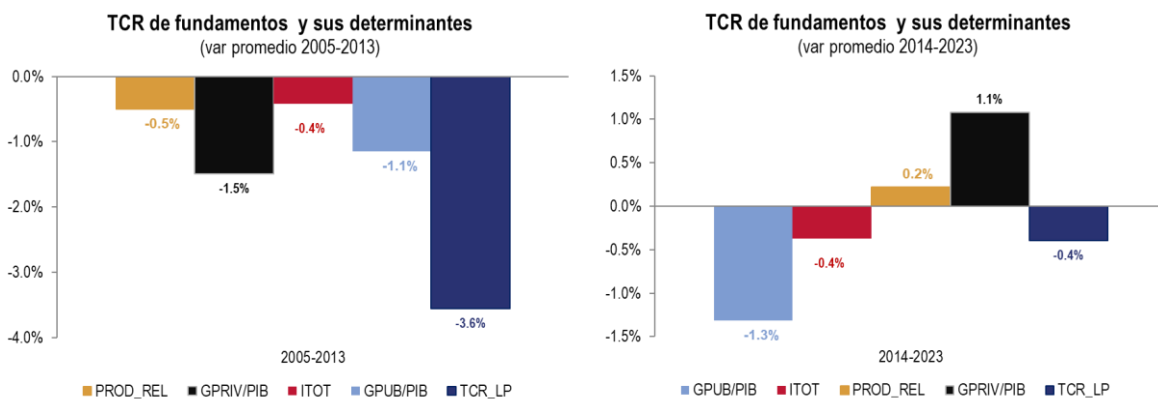


En términos generales, las estimaciones muestran un alto grado de sincronización. Las correspondientes a los filtros de Kalman y HP son más parsimoniosas y presentan una mayor persistencia. Asimismo, hay una tendencia de co-movimiento entre el TCR y el TCRF en el mediano plazo, lo que implica que la brecha de TCR tiende a cerrarse como parte del ajuste macroeconómico. En particular, las cinco metodologías permiten documentar una tendencia a la apreciación del TCR efectivo y de equilibrio hasta 2013, una depreciación entre 2013 y 2016 y una apreciación posterior.

Adicionalmente, como se ha señalado en los sucesivos IPOM, en los últimos trimestres continúa observándose un apartamiento de la tendencia del TCR proveniente de los filtros (HP y Kalman) respecto al TCRF, apartamiento que resulta bastante inusual en la muestra, salvo en algunos trimestres de 2009, aunque de menor magnitud entonces. Si bien actualmente todas las estimaciones se ubican en niveles superiores al TCR (brechas negativas), el nivel del TCRF está marcadamente por encima del que surge de los filtros. Estas últimas metodologías, en tanto filtros, tienden a experimentar mayores revisiones en el margen por la importancia relativa de los últimos datos observados. No obstante, no se ven afectadas por cambios en las variables explicativas como sí lo hacen las estimaciones de TCRF. De esta forma, el uso de varias metodologías permite obtener estimaciones más robustas de la tendencia del TCR y mejorar el diagnóstico.

El gráfico de la derecha muestra las brechas resultantes. Se observa un alto grado de sincronización entre ellas, el que se debilita hacia el final del período, y que, salvo en ocasiones muy concretas, todas presentan el mismo signo. De esta forma, vuelve a enfatizarse la importancia del signo de la brecha más que sus valores específicos a efectos del diagnóstico macroeconómico que se deriva de este análisis.

Finalmente, las estimaciones provenientes de los modelos tienen el valor agregado de explicar la dinámica del TCRF a través de sus determinantes macro, que son diferentes según cada modelo. A continuación, se presenta un breve análisis para el período 2005-2013 en base a cada modelo (MMET y MPM).

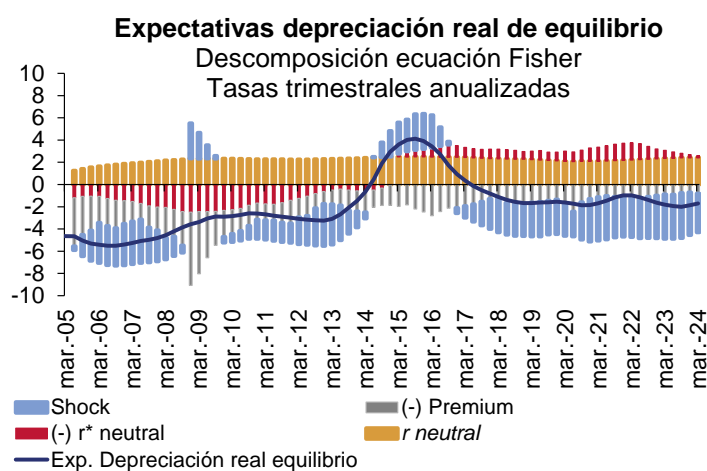




## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

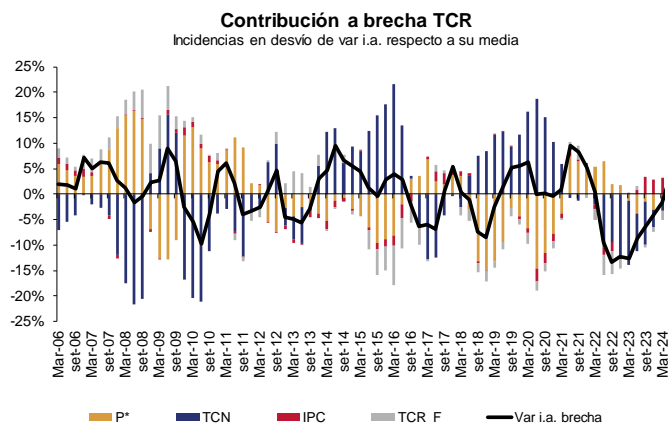
Los dos gráficos anteriores proveen una explicación basada en los fundamentos reales del TCRF: gasto doméstico, productividad y términos de intercambio. Al analizar por sus determinantes se observa que la caída tendencial del TCRF en la primera mitad es guiada por todos sus argumentos, notoriamente la expansión del gasto (privado y público) en relación al PIB, y en menor medida por ganancias de productividad relativa y de términos de intercambio. Por su parte en el período más reciente, la apreciación del TCRF es bastante menor. Este cambio es determinado por el ajuste del gasto privado en relación al PIB, el que ahora se reduce, depreciando el TCRF. Algo similar, pero en magnitudes menores, sucede con la menor productividad relativa compensan. Por otra parte, la ganancia de términos de intercambio y especialmente la recurrente expansión del gasto público como proporción del PIB continúan ejerciendo presiones a la apreciación del TCRF.

La dinámica del TCRF puede analizarse alternativamente a través del modelo MPM, que pone más atención sobre las variables financieras: diferencial de tasas de interés y riesgo soberano.



Aquí también se documenta una apreciación del TCR de equilibrio hasta 2013, una depreciación posterior y un nuevo período de apreciación a partir de 2016. En el primer período esta evolución es explicada por el diferencial negativo de tasas de interés neutrales ajustadas por riesgo, junto a los shocks que infiere el modelo, que representan una aproximación al resto de las variables no incluidas en esta paridad de tasas. A partir de 2014 la depreciación real es guiada por el diferencial de tasas, que cambia de signo, en un contexto de fortalecimiento global del dólar. Posteriormente, se observan shocks persistentes que tienden a apreciar el TCR de equilibrio en mayor medida que las presiones a la depreciación provenientes del diferencial de tasas.

Finalmente, y a modo de síntesis analítica, el siguiente gráfico muestra las incidencias del TCRF y de los distintos componentes del TCR (inflación doméstica, inflación internacional y depreciación nominal) en la evolución interanual de la brecha de TCR. Todas las variables se expresan como variaciones interanuales en términos de desvíos respecto a sus correspondientes promedios para el período 2006T1 a 2024T1.





## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Por un lado, el tipo de cambio nominal y los precios internacionales tienden a evolucionar en forma inversa como parte del ajuste macroeconómico en un régimen de tipo de cambio flexible, pero con cierto rezago, lo que en el corto plazo puede generar desvíos respecto al TCR de equilibrio. En los últimos dos años se registró una apreciación del tipo de cambio nominal en un marco de estabilidad y cierta caída de los precios externos, guiada básicamente por Argentina, lo que contribuyó a la mayor brecha de TCR en el margen. Por otro lado, en buena parte del período, salvo eventos puntuales, la evolución de la inflación por encima de su promedio contribuyó a ampliar la brecha negativa del TCR. Como eventos puntuales de depreciación real guiada por la menor inflación se destacan la desinflación de 2016-2017 y la actual. Así, en los últimos trimestres la moderación de la inflación doméstica contribuye a una menor brecha TCR. Por último, el TCRF contribuye a explicar parte de la depreciación del TCR en los primeros años de la muestra y la apreciación del TCR en la mayor parte del período, lo que implica que esta apreciación tendencial del TCR ocurre en línea con sus fundamentos o con el TCR de equilibrio. En este escenario, en el HPM el cierre de la brecha de TCR se procesaría a través de la permanencia de la inflación doméstica en niveles por debajo del promedio histórico en un contexto de alta inflación internacional y con una contribución moderada del crecimiento del tipo de cambio nominal.

### Reflexiones finales

El TCRF y la brecha de TCR constituyen indicadores que aportan al diagnóstico macroeconómico de la Autoridad Monetaria. Estos indicadores sufren revisiones en la medida que incorporan las novedades de forma lenta y por las propias revisiones de las variables explicativas, en el caso de los indicadores de los modelos. Por tanto, los mismos constituyen una herramienta idónea para un análisis histórico o de mediano/largo plazo. En lo que refiere al análisis de la coyuntura, esta brecha permite realizar un diagnóstico cualitativo de la tendencia y del signo de la brecha de precios relativos, más allá de un valor específico.

Por otra parte, en el contexto actual se están procesando cambios estructurales que conceptualmente podrían estar afectando el cálculo del TCRF y por ende de la brecha de TCR resultante. Así, actualmente Uruguay se encuentra en una situación financiera muy favorable históricamente, caracterizada por un nivel de riesgo país históricamente bajo y menor al registrado en los pares emergentes de la región; asimismo, presenta la mejor calificación de deuda soberana de su historia y ha mantenido el grado inversor por 11 o 12 años consecutivos según qué agencia se esté analizando. Esto contribuye a la entrada de capitales, en parte de cartera, pero también de inversión, provocando una apreciación del TCR a largo plazo. Por otra parte, la economía argentina ha venido procesando un cambio estructural que ha llevado a una tendencia a la baja en sus precios (efecto Balassa-Samuelson), factor que también promueve una apreciación del TCR a largo plazo. Estos fenómenos podrían no estar reflejándose plenamente en el TCRF, y podrían demorar aún un tiempo hasta que los modelos logren captarlos, lo que estaría determinando una sobreestimación de la brecha de TCR actual.

Por estas razones, indicadores como el TCRF están sujetos a nuevos desarrollos por parte de los servicios técnicos. En tal sentido, podría evaluarse la incorporación en los modelos de TCRF, de otros determinantes potencialmente relevantes, en particular, variables financieras, como el diferencial de tasas de interés, la posición de inversión internacional y los flujos de capital mencionadas en los párrafos introductorios de esta nota.