



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Cuarto trimestre 2022



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

El crecimiento global exhibe un enlentecimiento generalizado, en línea con lo previsto en el trimestre anterior; sin embargo, la desaceleración sería menos pronunciada según datos de alta frecuencia. Asimismo, China muestra escaso dinamismo e incertidumbre respecto al ritmo de salida de la política oficial de “COVID 0”.

Adicionalmente, los precios a nivel global se estabilizan en niveles elevados. Si bien los shocks sobre los commodities y las cadenas de suministros globales se dispararon, el impacto inflacionario se estaría difundiendo al resto de los precios, especialmente a través de los salarios. En este marco, se espera que la política monetaria mantenga un sesgo contractivo, tanto en economías avanzadas como en emergentes. No obstante, la Reserva Federal (Fed) comenzó a disminuir el ritmo de aumento de su tasa de referencia, aunque ratificó el sesgo contractivo de la política monetaria para los próximos períodos.

A nivel regional, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó con observaciones la tercera revisión trimestral del acuerdo con Argentina, aunque se siguen visualizando riesgos respecto a su situación financiera. Mientras tanto, Brasil exhibió una desaceleración en la segunda mitad del año en línea con lo esperado y se plantean incógnitas respecto a la futura trayectoria fiscal tras las elecciones.

I.2 Contexto interno

En el tercer trimestre la actividad económica exhibió una variación desestacionalizada de -0,1%, lo que significa un crecimiento interanual de 3,7%.

Asimismo, el crecimiento interanual se registró en la mayor parte de los sectores, mientras que las actividades primarias y la industria manufacturera tuvieron una incidencia negativa, explicada en parte por la baja en la faena de ganado. A nivel de componentes del gasto, el crecimiento estuvo impulsado tanto por el gasto interno como por la demanda externa.

De acuerdo a los indicadores de alta frecuencia disponibles, se espera que la actividad continúe mostrando una tendencia similar a la del tercer trimestre en el último trimestre del año y crezca a mayor ritmo en el primer trimestre de 2023.

Por otra parte, el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un

déficit de 2,3% del PIB a setiembre 2022, reduciéndose 0,5 puntos porcentuales (p.p.) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, la reducción del déficit del sector público resultó superior a la disminución del ahorro neto del sector privado.

El Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global se apreció levemente en el último trimestre del año respecto al trimestre inmediato anterior y junto con los primeros datos de 2023 interrumpen la tendencia de la apreciación interanual que se venía procesando.

Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se depreciaría 0,5% en el cuarto trimestre, como resultado de un deterioro en los términos de intercambio y del ajuste en el gasto público respecto al PIB, que más que compensarían la mejora en la productividad relativa y el mayor gasto privado en relación al PIB. De esta forma, la brecha entre el TCRE y el TCRf se ubicaría en el trimestre en niveles menores al trimestre anterior. Tomando en cuenta la evolución reciente del TCRE se estaría procesando a comienzos de año una corrección de la mencionada brecha.

Por su parte, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora, exhibió una recuperación en octubre, en el contexto de un marcado descenso en los costos que compensó el menor descenso de los precios de exportación, ambos medidos en dólares.

Asimismo, en el año culminado en noviembre 2022 el Sector Público Global (SPG¹) tuvo un resultado deficitario de 2,9% del PIB. Mientras tanto, a setiembre 2022 se observó un leve aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 37,2% 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 actualmente por debajo de los pares de la región.

En este marco, durante el cuarto trimestre el Banco Central del Uruguay (BCU) realizó los aumentos de su Tasa de Política Monetaria (TPM) en línea con la senda anunciada por el Comité de Política Monetaria (COPOM), lo cual le permitió profundizar el sesgo contractivo de la política monetaria iniciado en agosto 2021.

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

Las tasas de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) y las tasas bancarias en pesos continuaron ajustando al alza, dando cuenta de la transmisión de las decisiones de política monetaria, al tiempo que el peso se apreció en el trimestre, comportamiento que también se observó en otras monedas de la región, en un contexto de políticas monetarias contractivas a nivel global.

De esta forma, los sucesivos incrementos de la TPM permitieron amortiguar el efecto de los shocks inflacionarios externos sobre los precios domésticos y sobre las expectativas de inflación en el Horizonte de Política Monetaria (HPM), aún cuando las mismas se mantuvieron por encima del objetivo inflacionario establecido entre 3% y 6% a 24 meses.

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

La inflación interanual cerró el año 2022 en 8,29%, reduciéndose 1,65 p.p. respecto al registro de setiembre. Esta disminución estuvo guiada principalmente por la inflación subyacente, al tiempo que se observó una reducción menor en el IPC Resto.

La inflación subyacente, medida a través del indicador IPCX - que excluye frutas, verduras y administrados - presentó una desaceleración mayor que la inflación *headline* y se ubicó en 7,3% al cierre de 2022. A nivel de componentes, se verificó una fuerte reducción en la inflación Transable de Exclusión (TX), mientras que la inflación No Transable de Mercado (NTX), que presenta una mayor inercia, también se redujo, aunque en forma más leve, desde octubre.

Finalmente, las expectativas de inflación a 24 meses estarían mostrando un punto de inflexión en el margen. Así, en diciembre se registraron reducciones en los tres indicadores monitoreados por el BCU que captan la evolución de los analistas, de los mercados financieros y de los empresarios. El indicador resumen de estas tres metodologías se redujo levemente en el trimestre y se ubica actualmente en 7,7%. Por otra parte, en el horizonte a cinco años la mediana de expectativas de inflación a analistas relevadas por el BCU se mantuvo en 6% en las cuatro mediciones del año. Con el fin de asegurar que tanto la inflación como sus expectativas converjan al rango meta hacia el final del HPM, el COPOM continuará con el monitoreo de la situación local e internacional.

I.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base, la economía cerraría 2022 con un crecimiento de 5,4%, superior al registrado en 2021, y crecería en torno a 2,8% promedio en el horizonte de política. Esta expansión sería sostenida por las exportaciones netas, en un contexto internacional algo

menos dinámico que en el COPOM anterior, y por el consumo privado, ante la recuperación de la masa salarial.

Tal como se esperaba en el informe anterior, la inflación registró una desaceleración en 2022T4. A partir de entonces, se consolidaría una trayectoria decreciente a medida que los *shocks* transitorios vinculados a los precios de *commodities* se continúen disipando y se profundicen los efectos de la política monetaria contractiva. En tal sentido, la desinflación progresiva estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva en todo el HPM y el marco de coordinación de políticas pautado por aumentos de precios administrados y de salarios nominales compatibles con la estrategia de desinflación.

Esta dinámica se daría en un 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 durante el HPM. Asimismo, a esta desaceleración de la inflación también contribuirían otros factores macroeconómicos, como la dinámica moderada del tipo de cambio nominal y real y la persistencia de una brecha PIB ligeramente en terreno negativo durante el horizonte de proyección. En este marco, la inflación se ubicaría en 5,6% interanual al final del HPM (diciembre 2024), guarismo que la ubica dentro del rango-meta.

El principal riesgo respecto del nivel de actividad refiere a la región, que mantiene desequilibrios macroeconómicos. En menor medida pueden mencionarse rebotes de la pandemia y la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania.

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

I.5 Decisiones de política monetaria

Tras la reunión del COPOM del 30 de diciembre, el Directorio del BCU decidió incrementar la TPM 25 p.b. hasta 11,5%. De esta manera, continuó avanzando en la fase contractiva de la política monetaria, procurando conducir las expectativas de inflación y la inflación hacia su objetivo, tras observarse un descenso de esta última, en un contexto de menores presiones inflacionarias externas, en el cual se mantuvieron las previsiones de crecimiento económico.

El Comité valoró positivamente el funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria y tuvo en cuenta que las proyecciones de inflación de los servicios muestran un descenso algo más rápido que lo

esperado en el trimestre anterior. En este escenario, si bien no anticipó nuevas subas de la TPM, continuará monitoreando la situación para asegurar que la inflación y sus expectativas converjan al rango meta hacia el final del HPM.

I.6 Gestión de la política monetaria

La gestión monetaria tiene por objetivo generar las condiciones de liquidez consistentes con los anuncios realizados por el COPOM. De esta forma, se gestionó la oferta primaria a través de colocaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en pesos nominales con plazos de 30, 90 y 180 días, 1 año y 2 años, a fin de esterilizar los excesos de liquidez de mediano y largo plazo.

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

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

En este trimestre los factores que afectaban el ritmo de crecimiento global continúan operando, aunque su impacto es algo menor al previsto en el informe anterior. En particular, más allá de que la guerra en el este de Europa y sus consecuencias se han prolongado, el clima más benévolo y el aumento en el stock de gas licuado proveniente de proveedores alternativos a Rusia, han evitado de momento una crisis energética con mayor costo en términos de inflación y de actividad. Sin embargo, no se puede descartar un deterioro de la situación conforme avance el invierno boreal. Mientras tanto, en EE.UU. la elevada inflación y los efectos de la política monetaria contractiva para combatirla conducirían a una desaceleración económica y a una eventual recesión, aunque según datos de alta frecuencia la misma podría ser más leve de lo esperado. Por su parte, en China el gradual abandono de la política “COVID 0” debería reactivar la economía tras uno de los trimestres más bajos en términos de actividad de los últimos 40 años.

Las proyecciones de crecimiento de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) para 2023 realizadas en noviembre se corrigieron 0,6%

a la baja respecto a las publicadas en junio, en virtud de que la mejora marginal observada a nivel global no alcanzaría a compensar el deterioro previo. Según el organismo, el nivel de actividad mundial crecerá 3,1% en 2022 y 2,2% en 2023².

Mientras tanto, la inflación global se estabilizó en niveles altos. Por un lado, los shocks registrados desde mediados de 2021 y amplificadas tras la invasión de Rusia a Ucrania parecen disiparse. No obstante, el traspaso de los incrementos de precios a salarios, especialmente en EE.UU., lleva a que la inflación se transforme en un fenómeno mucho más extendido y difícil de controlar. A nivel global, la mayoría de los bancos centrales continúa con la implementación de una política monetaria contractiva. En particular, la Fed elevó su tasa de referencia 425 p.b. desde marzo 2022. En su última reunión, el Comité de Mercado Abierto comenzó a ralentizar el ritmo de subas, aunque en su comunicado puntualizó que continuará con el ajuste de la política monetaria. En tal sentido, la tasa de política se elevó 50 p.b. en la reunión de diciembre, tras 4 subas consecutivas de 75 p.b. Al cierre de este informe el mercado espera que la tasa de los fondos federales alcance el corredor 4,75%- 5.0% a mediados de 2023.

Los activos financieros, tanto acciones como títulos de deuda, mantienen una perspectiva negativa, la que obedece al menor crecimiento esperado, a la persistente inflación y a las políticas monetarias contractivas. Tras el anuncio de enlentecimiento en el ritmo de ajuste de la política monetaria por parte de la Fed, el dólar mostró una trayectoria a la baja, tanto frente a economías avanzadas como a emergentes en los últimos dos meses, luego de la fuerte apreciación global que operó desde el comienzo de 2022.

Finalmente, los precios de los commodities experimentaron en los últimos meses un descenso desde niveles muy elevados, luego de las subas que habían exhibido como consecuencia del shock de oferta que ocasionó la guerra Rusia-Ucrania.

Respecto a la región, en Argentina se redujo levemente la probabilidad de un escenario disruptivo en el corto plazo. Mientras tanto, Brasil mostró una desaceleración en los últimos meses, tal como se esperaba, mientras que la política monetaria contractiva implementada para enfrenar la elevada inflación continuaría teniendo efecto a la baja sobre la actividad. Además, el gobierno entrante debería mostrar señales en materia de sostenibilidad fiscal para disminuir los riesgos y la depreciación de los activos financieros.

Actividad global

² OECD Economic Outlook, noviembre 2022.

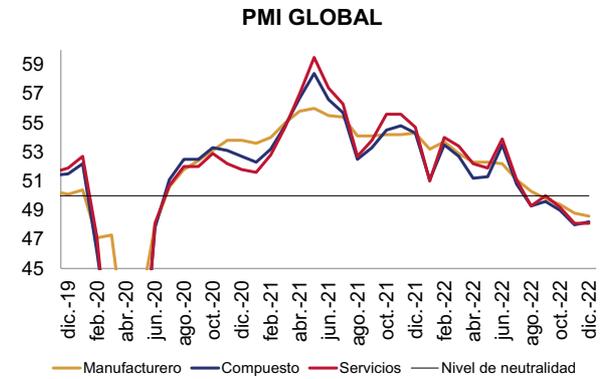
Los datos de alta frecuencia confirman la desaceleración esperada hace algunos meses, aunque la misma sería de menor intensidad a lo previsto. El proceso de normalización de la política monetaria, tras los estímulos sin precedentes que se implementaron en el marco de la pandemia y amplificadas por los sucesivos shocks de oferta, continúa su curso con el objetivo de devolver la inflación a los niveles objetivo.

En EE.UU. el Producto Interno Bruto (PIB) se recuperó durante el tercer trimestre tras dos caídas consecutivas en términos desestacionalizados, mientras que la perspectiva inflacionaria mejoró. No obstante, la fortaleza que muestra el mercado laboral genera presión sobre los salarios, lo que dificulta un descenso más acelerado de la inflación, aunque también evita un deterioro mayor del nivel de actividad. La OCDE recortó la proyección de crecimiento para 2022 de 2,5% a 1,8% y para 2023 de 1,2% a 0,5% (noviembre respecto a junio).

Por su parte, la Zona Euro (ZE) se desaceleró en el tercer trimestre menos de lo previsto y exhibió un crecimiento desestacionalizado de 0,3% frente al segundo. Los datos de alta frecuencia señalan una recesión menos profunda de lo esperado. El clima menos frío de lo habitual al inicio del invierno boreal y un incremento de la oferta de gas natural licuado de fuentes alternativas a Rusia evitaron de momento una crisis energética de gran proporción. Esto supone un alivio tanto para las presiones a la baja sobre el nivel de actividad como para las presiones al alza sobre la inflación. Sin embargo, la suba de precios se generalizó, lo que provocó un desalineamiento de las expectativas inflacionarias, ante lo cual el Banco Central Europeo (BCE) elevó su tasa de política 75 p.b. en octubre y 50 p.b. en diciembre, con lo que acumula 250 p.b. de aumento desde julio, luego de haber mantenido la tasa en 0% desde marzo 2016. La OCDE espera una expansión de 3,3% en 2022, 0,7% más de lo que esperaba en junio, y de 0,5% en 2023, 1,1% menos a lo que esperaba en junio.

Mientras tanto, la economía china creció 3,9% en el tercer trimestre, tras caer 2,7% en el segundo, en el marco de los estrictos confinamientos que implementó el Gobierno para enfrentar una nueva propagación del COVID. A esto se sumó una crisis inmobiliaria y una crisis energética, lo que condujo al semestre de menor dinamismo del país en los últimos 40 años, con excepción del inicio de la pandemia. La salida de los confinamientos supone también algunos riesgos, como la eventual difusión masiva del virus y las renovadas presiones inflacionarias sobre las cadenas de abastecimiento. En este contexto, la OCDE proyecta un crecimiento de 3,3% en 2022 y 4,6% en 2023, esto es, 1,1 p.p. y 0,3 p.p. menos respectivamente que en junio.

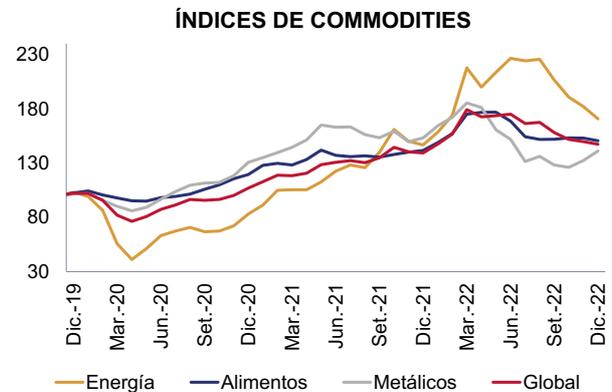
En este marco, los *Purchasing Manager Index* (PMI) globales detienen su caída en el margen, con excepción del indicador del sector servicios. Es de hacer notar que estos indicadores se encuentran por debajo de su nivel de neutralidad.



Fuente: Bloomberg.

Commodities

Tras las fuertes subas que mostraron los precios de las materias primas desde febrero 2022 como consecuencia del conflicto Rusia-Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia, los precios de los commodities continuaron descendiendo en el trimestre, convergiendo en muchos casos a los niveles previos al shock. Esto supone un alivio al canal directo de la inflación global.



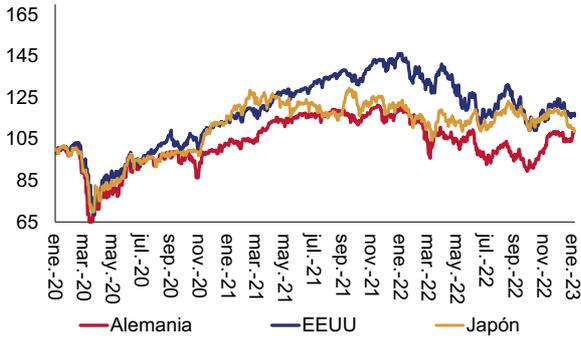
Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros e inflación

La incertidumbre respecto a cuánto más subirán las tasas de política de los bancos centrales, en particular de la Fed y el Banco Central Europeo (BCE), junto al menor crecimiento global esperado, les imprimen mayor volatilidad a los activos de renta variable.

ÍNDICES ACCIONARIOS GLOBALES

promedio jun 2019 = 100

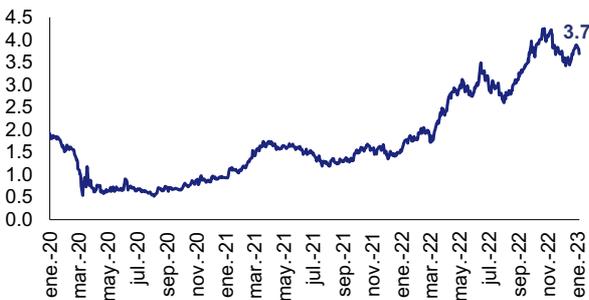


Fuente: Bloomberg.

Esta volatilidad también se traslada a las tasas largas. Actualmente, la tasa de los *Treasuries* a 10 años se ubica en el entorno de 3,7%, por encima de los valores de los últimos años y algo por debajo del máximo local alcanzado en octubre.

Tasa de retorno de los *Treasuries*

(promedio diario en %)

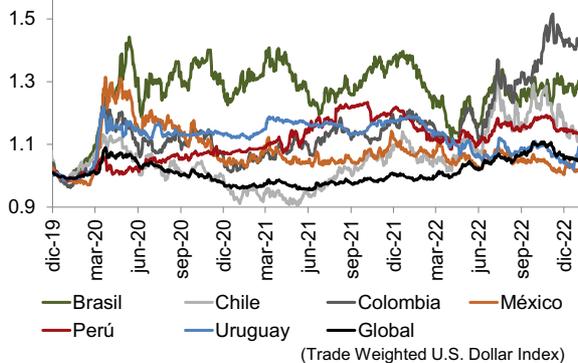


Fuente: Fed.

Asimismo, esta reducción en el margen de la tasa a 10 años contribuyó a una depreciación del dólar frente a otras divisas a partir de octubre, tanto de economías avanzadas como emergentes. Ambos factores a su vez promueven un marco financiero algo más favorable para las economías emergentes, al disminuir el costo del financiamiento en el margen.

Cotización de monedas de la región

Base promedio diciembre de 2019 = 100

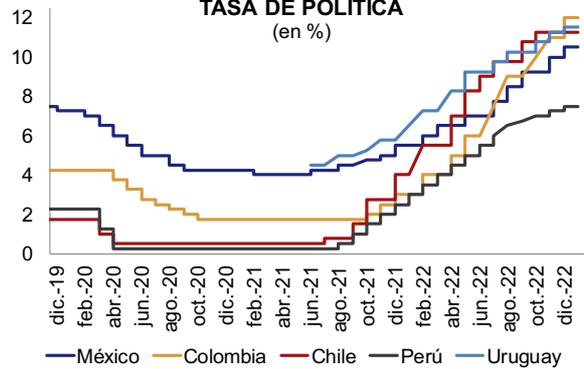


A este fortalecimiento de las monedas regionales también contribuye la instancia contractiva de la política monetaria llevada adelante por sus bancos

centrales, en un contexto en el que la inflación, salvo casos puntuales, ha comenzado a ceder.

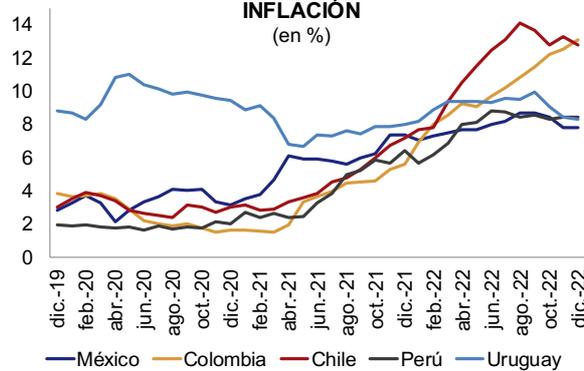
TASA DE POLÍTICA

(en %)



INFLACIÓN

(en %)



La región

En Brasil el nivel de actividad se desaceleró durante el tercer trimestre, tal como se esperaba. La inflación continuó reduciéndose, afectada favorablemente por el mantenimiento de las exoneraciones fiscales a los combustibles y la política monetaria contractiva aplicada por el Banco Central de Brasil (BCB). En Argentina, el nivel de actividad también exhibió desaceleración en un marco de inflación cercana a los tres dígitos y una elevada inestabilidad financiera.

El PIB en Brasil creció 0,4% en el tercer trimestre en términos desestacionalizados, tras crecer 1% en el segundo y 1,4% en el primero. Los datos de alta frecuencia confirman que la desaceleración continuaría en el cuarto trimestre. La mediana de los analistas encuestados por el BCB espera un crecimiento de 3,0% en 2022 y 0,8% en 2023.

ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL BCB



Fuente: BCB.

Asimismo, la inflación ha descendido en forma acelerada tras alcanzar un pico de 12,1% en abril y se ubicó en 5,9% en noviembre. Las expectativas de inflación para 2023 acompañaron esta reducción y se estabilizaron en el entorno de 5%, casi 2 p.p. por encima del objetivo del BCB. La instancia de política monetaria se encuentra en terreno contractivo desde hace meses, por lo que el organismo resolvió mantener la tasa SELIC en 13,75% en sus últimas reuniones.

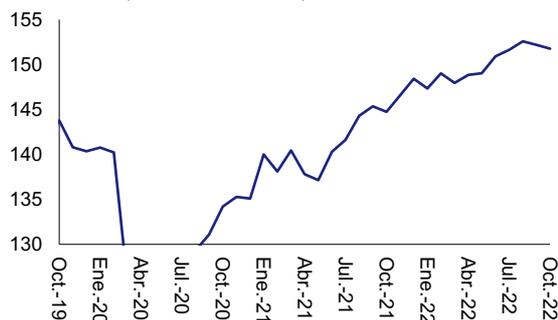
Por su parte, el superávit fiscal primario se ubicó en 1,4% del PIB en los 12 meses a noviembre 2022, reduciéndose parcialmente desde mediados de año.



Fuente: BCB

En Argentina el PIB creció 1,7% en términos desestacionalizados en el tercer trimestre, tras la expansión de 1,0% registrada en el segundo, mostrando un crecimiento mayor al esperado. En contrapartida, los indicadores de alta frecuencia muestran que el dinamismo comenzó a menguar a partir de agosto, en un marco de depreciación del peso, la consecuente aceleración inflacionaria y las correcciones fiscales en curso.

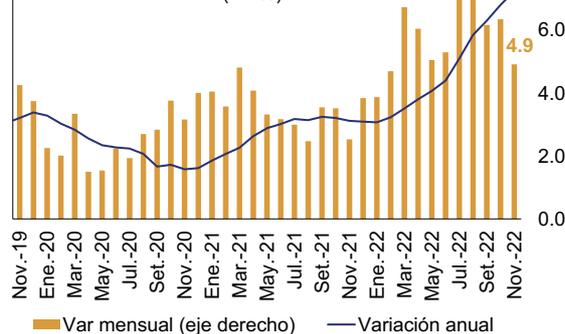
ARGENTINA - EMAE (Desestacionalizado) Media 1993 = 100



Fuentes: INDEC.

Así, se observó una nueva ampliación de la brecha cambiaria, con una inflación que permanece en niveles elevados. Pese a su leve desaceleración en el margen, la variación interanual de los precios a noviembre superó el 90% y el promedio anualizado de los últimos meses se ubicó por encima de 100%. Los analistas encuestados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) esperan en mediana que la inflación se mantenga en el entorno de 100% hasta finales de 2023.

INFLACIÓN EN ARGENTINA (En %)



Fuente: INDEC.

Las señales de austeridad fiscal, las tasas de interés positivas en términos reales y medidas transitorias tendientes a incrementar el stock de activos de reserva le permitieron al Gobierno despejar las expectativas de una corrección cambiaria abrupta en el corto plazo. Del mismo modo, logró aprobar la tercera revisión del programa con el FMI, aunque con observaciones, en particular en relación al mantenimiento de restricciones en el mercado cambiario.

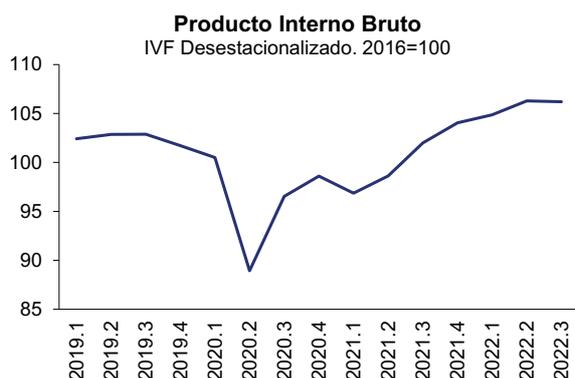
Por otra parte, el elevado stock de instrumentos de regulación monetaria que pagan altas tasas de interés y la acumulación de deuda de corto plazo en pesos por parte del Gobierno, con un alto porcentaje en títulos indexados a la inflación o a la evolución del dólar, implican una vulnerabilidad para el actual esquema cambiario.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

El tercer trimestre de 2022

La actividad económica exhibió en el tercer trimestre un aumento de 3,7% interanual, implicando una variación desestacionalizada casi nula (-0,1%) . Esta evolución se explica por un lado por el impulso de las exportaciones y el consumo, los que fueron contrarrestados por un importante incremento de las importaciones y una desacumulación de existencias.



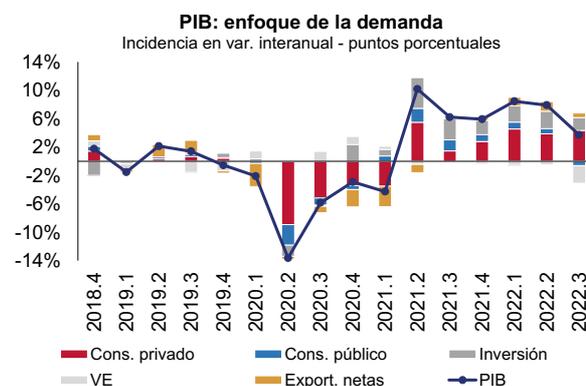
La mayor parte de los sectores mostró incrementos en el trimestre frente a igual periodo de 2021. Los sectores con mayor incidencia positiva en la comparación interanual fueron: Comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas, Transporte y almacenamiento, Información y comunicaciones y Actividades profesionales y arrendamiento. Mientras tanto, Actividades primarias e Industria manufacturera tuvieron incidencia a la baja, al influjo principalmente de la reducción de la faena de ganado.

PIB Oferta: tercer trimestre 2022

	Variación interanual	Incidencia
Activ. Primarias	-7,4%	-0,4%
Industria	-2,8%	-0,3%
Electricidad, gas y agua	2,4%	0,1%
Construcción	8,4%	0,4%
Comercio, aloj. y suministro de comidas y bebidas	10,8%	1,4%
Transp. y almac., información y com.	7,2%	0,7%
Servicios Financieros	5,4%	0,3%
Activ. profesionales y arrend.	9,3%	0,7%
Adm. pública	-1,3%	-0,1%
Salud, educación y otros	1,4%	0,3%
PIB	3,7%	3,7%

Por el lado del gasto, en la comparación interanual se verificó una expansión tanto de la demanda interna como externa.

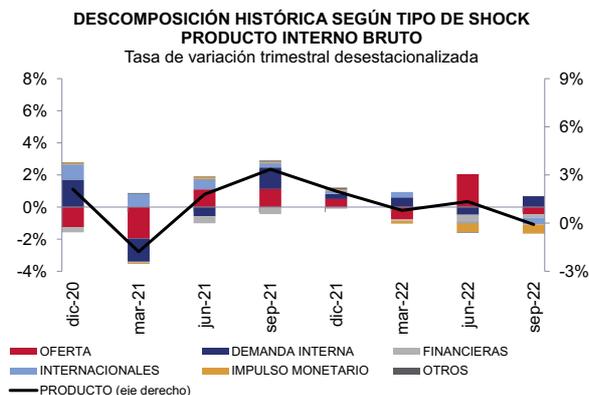
La demanda interna fue liderada por el consumo de los hogares, que se expandió 7% frente al tercer trimestre de 2021y explicó casi la mitad de la variación total. En este crecimiento se destaca la incidencia positiva del gasto de consumo durante los viajes de turismo al exterior (principalmente a Argentina) y del transporte de pasajeros. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se expandió 10,1%, como respuesta a incrementos de obras de construcción, asociadas a vialidad, donde se incluye el Ferrocarril Central. Mientras tanto, el consumo del Gobierno se redujo 3,5%, por el menor gasto en servicios de salud. Asimismo, en el tercer trimestre las exportaciones de bienes y servicios crecieron nuevamente más que las importaciones, determinando una contribución al crecimiento de las exportaciones netas de 0,7 p.p.



Descomposición histórica del PIB

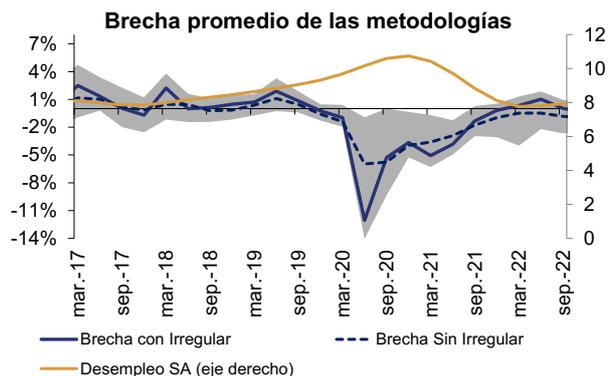
Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de

Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)³. En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos *shocks* de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del producto respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,4% anualizado en el periodo 2005-2022T3 (eje de la derecha).



En 2022T3 la economía mostró un crecimiento prácticamente nulo respecto al trimestre anterior en términos desestacionalizados. *Shocks* de demanda doméstica, y en particular de consumo privado ante la recuperación de la masa salarial, contribuyeron de forma positiva en ese trimestre. Este factor fue compensado por una menor producción en el sector agroindustrial por la caída en la faena de ganado (*shock* negativo de oferta), junto al *shock* negativo internacional que suponen los sucesivos incrementos de la tasa de interés de referencia y de los precios de importación. Asimismo, también contribuyen en forma negativa las variables financieras, a través del *shock* a la paridad de tasas. El mismo es consecuencia de un *shock* negativo en la inflación de socios comerciales y se procesa a través del tipo de cambio. Finalmente, se destaca el impulso monetario, en línea con la actual instancia contractiva de la política monetaria.

Brecha de producto⁴



En el tercer trimestre del año la brecha de producto, que mide la diferencia en niveles entre el PIB efectivo y el PIB tendencial en términos relativos a este último, estaría cerrada, estimándose un efecto irregular de -0.8%, según el promedio de las 7 metodologías utilizadas por el BCU. Este guarismo es compatible con una estimación del crecimiento tendencial que se ubica actualmente (2022T3) en 2.2% anual, según el promedio de las 7 metodologías referidas.

Indicadores de actividad del cuarto trimestre de 2022

Indicadores parciales de actividad sugieren que en el cuarto trimestre la actividad económica volvería a mostrar un ritmo similar al tercer trimestre de 2022.

Por un lado, se frenaría el fuerte impulso de las exportaciones de bienes en términos constantes. Con datos preliminares a diciembre habrían presentado un descenso desestacionalizado cercano a 25% frente al tercer trimestre, con una importante incidencia a la baja de las ventas de soja y en menor medida de la energía eléctrica y los productos lácteos. Por otra parte, en octubre-noviembre las exportaciones de servicios turísticos habrían alcanzado niveles similares a los observados en igual período de 2019. (Fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas).

Las importaciones de bienes de capital, tras haber mostrado un marcado dinamismo en trimestres previos, también se estabilizarían en el cuarto trimestre en la comparación desestacionalizada (datos preliminares a diciembre). En tanto, las importaciones de bienes intermedios sin energéticos presentarían un leve descenso en el último trimestre: de acuerdo a datos preliminares, se observaría un descenso de cerca de 2% frente al trimestre previo en términos constantes (Fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas).

A nivel de la industria manufacturera, el Índice de Volumen Físico (IVF) global exhibe una tendencia a la baja en los últimos meses. En concreto, en setiembre-

³ Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico 1 del IPOM de 2021.II.

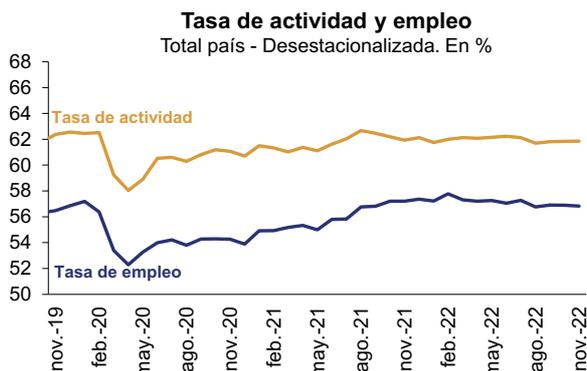
⁴ Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico del IPOM de 2022.III.

octubre presenta un descenso desestacionalizado de 4,5% frente al bimestre anterior. En la misma comparación el núcleo industrial también mostró un descenso, aunque de menor magnitud⁵.

En los indicadores de consumo se observan algunas señales positivas. De acuerdo a datos preliminares, las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes cerca de 3% desestacionalizado en el cuarto trimestre, mientras que las ventas de autos, con datos a noviembre, muestran un leve aumento desestacionalizado frente al trimestre previo. Adicionalmente, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se recuperó en los últimos meses, ubicándose en noviembre en niveles de moderado optimismo. Del lado de los servicios importados el marcado dinamismo del turismo emisor se habría sostenido durante el cuarto trimestre.

Empleo e ingresos⁶

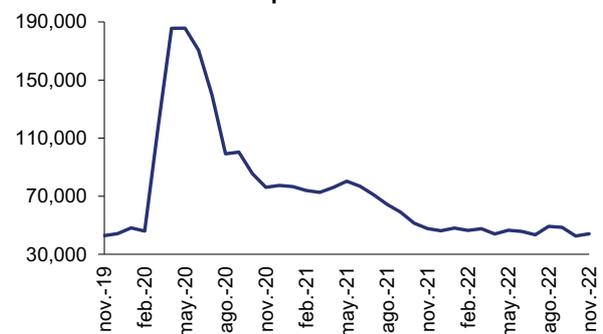
En los últimos meses se observa una leve caída del empleo y cierta estabilidad en la tasa de actividad. Esto se ha traducido en una tasa de desempleo que se ajustó apenas al alza, situándose en niveles cercanos al 8%.



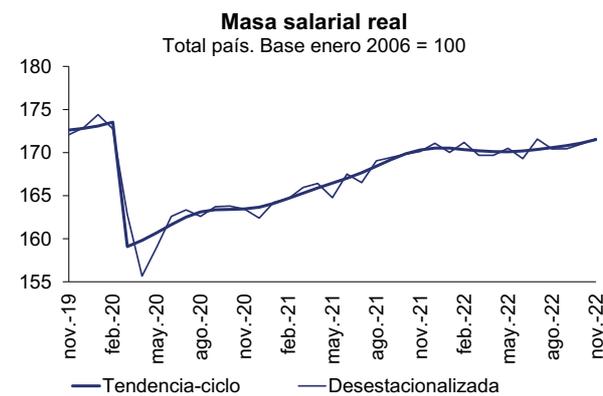
En la comparación respecto a un año atrás se observa un leve descenso del empleo y un leve aumento del desempleo. En el promedio octubre-noviembre 2022 la tasa de empleo se ubicó en 57,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 0,3 p.p. por debajo del registro de igual periodo de 2021, mientras que en la misma comparación la tasa de actividad cayó 0,2 p.p. y se ubicó en 62,3% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 7,8% de la Población Económicamente Activa (PEA).

Por otra parte, los beneficiarios del seguro de desempleo aumentaron levemente en noviembre y se ubican en torno a 44.000, nivel similar al observado previo a la pandemia.

Beneficiarios del subsidio por desempleo sin reliquidaciones



Finalmente, la masa salarial continúa recuperándose en tendencia-ciclo, impulsada en el margen principalmente por la recuperación del salario real. Su crecimiento continúa rezagado si se la compara con las demás variables del mercado laboral: aún se ubica 1,2% por debajo del registro de febrero 2020, mes previo a la pandemia, ajustado por efectos estacionales e irregulares.



II.2.2. Sector externo

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.

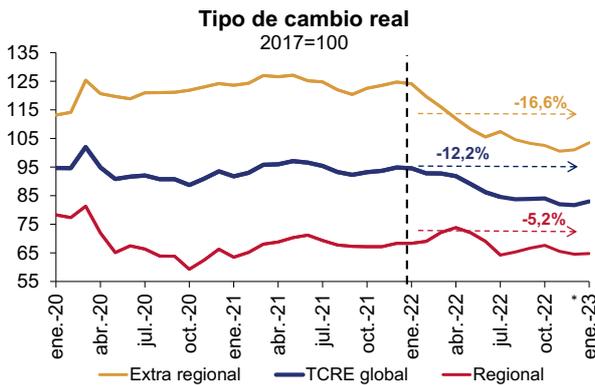
⁵ El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

⁶ Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del INE se realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series

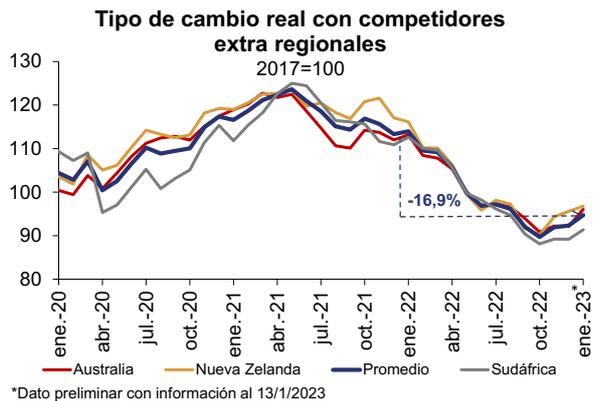
Precios relativos

En el promedio móvil a enero el TCRE exhibe una leve apreciación y se ubica 2.0% por debajo del trimestre previo (enero preliminar). A nivel regional, en el margen se observa un encarecimiento relativo frente a los socios de la región junto a cierto abaratamiento frente a la extra-región.

En cifras interanuales se observa una apreciación cercana al 12%, siendo impulsada en este horizonte mayormente por la relación de precios frente a la extra-región.

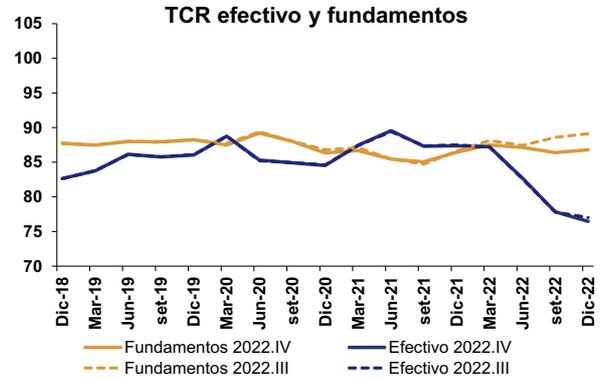


Por otra parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores interrumpe en el cuarto trimestre y comienzo del 2023 la tendencia a la baja que mostraba desde mediados de 2021. En los últimos tres meses se observó una depreciación frente a los tres países que se incluyen en este indicador. De esta forma, el promedio de noviembre-enero (enero preliminar) se depreció 0.5% frente al trimestre previo.

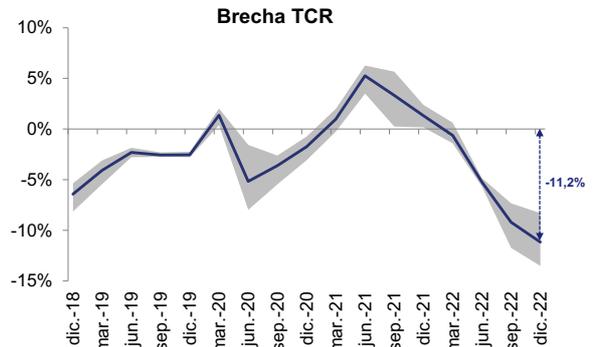


Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres

metodologías) se depreciaría 0,5% en el cuarto trimestre respecto al trimestre previo, como resultado de un deterioro de los términos de intercambio y del ajuste del gasto público respecto al PIB. Estos factores más que compensarían el sesgo hacia la apreciación provocado por la mejora en la productividad relativa y el mayor gasto privado en relación al PIB.



La moderada apreciación referida del TCRE, en el cuarto trimestre impacta en la brecha entre ambos, basadas en los datos preliminares de cierre trimestral y proyectados⁷, menores que en el trimestre anterior. La mencionada evolución del TCRE en el comienzo del año estaría afianzando cierta corrección de la brecha.



Así, al comparar con las cifras publicadas en el IPOM anterior se puede observar una revisión a la baja en la estimación del TCRf. Esto determina una menor brecha con respecto al TCRE en setiembre 2022, la que se había estimado en -12% y ahora se recalcula en -9%. Los determinantes de esta revisión, que es algo habitual en la estimación de este indicador, fueron en esta ocasión un menor deterioro de los términos de intercambio y una mayor relación gasto privado a PIB que las utilizadas en el cálculo anterior.⁸

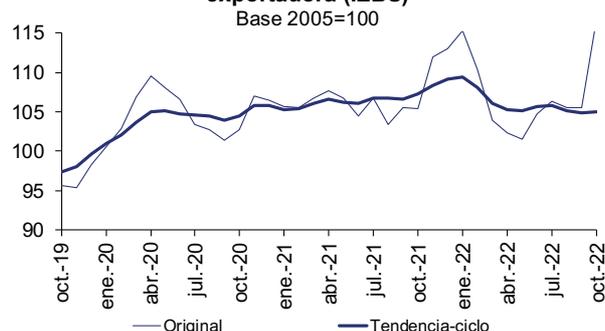
⁷ Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico 2 del IPOM de 2021.II.

⁸ Las revisiones del TCR de fundamentos son bastante comunes en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres siempre deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en la estimación de los fundamentos, ante correcciones en

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

Finalmente, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU)⁹, que está disponible con mayor rezago, presenta una recuperación en el inicio del cuarto trimestre. En concreto, en el trimestre móvil a octubre se ubicó 4,9% por encima del trimestre móvil anterior, al influjo de un marcado descenso de los costos en el mes, mientras que los precios de exportación también se ajustan a la baja, aunque a menor ritmo, ambos medidos en dólares.

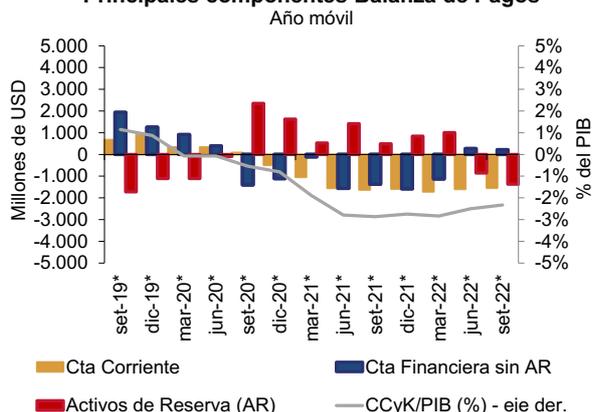
Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora (IEBU)



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La cuenta corriente y de capital (CCK) de la Balanza de Pagos registró un déficit de 2,3% del PIB en el año móvil finalizado en setiembre 2022, reduciéndose 0,5 p.p. respecto a igual período del año anterior. Esta reducción está asociada al menor déficit del ingreso primario y en menor medida al de servicios. Por el contrario, se observó un menor superávit de la cuenta de bienes.

Principales componentes Balanza de Pagos

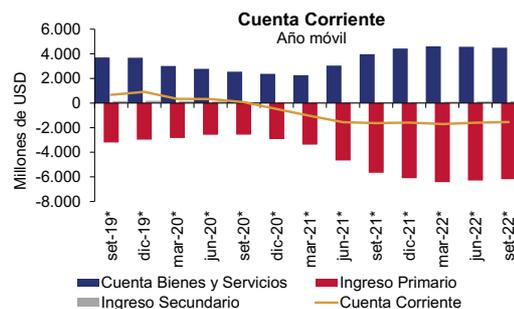


2022 los cambios en las series de base implicaron que la revisión del TCRF del último trimestre reportado fuera de 1.7% en promedio.

⁹ Mide la relación entre el índice agregado de precios de exportación y el índice agregado de costos unitarios de todas las ramas industriales cuyas exportaciones superaban el 10% de su producción en el año base 2005. La metodología puede consultarse en: http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf

El saldo de la cuenta de servicios experimentó un menor déficit en el período analizado, ante un mayor incremento de las exportaciones al de las importaciones.

Asimismo, el déficit del ingreso primario también disminuyó durante el tercer trimestre respecto a un año atrás, en especial el correspondiente al sector público, fruto de las mayores rentas a cobrar por los activos externos provocado por el aumento de las tasas de interés internacionales.

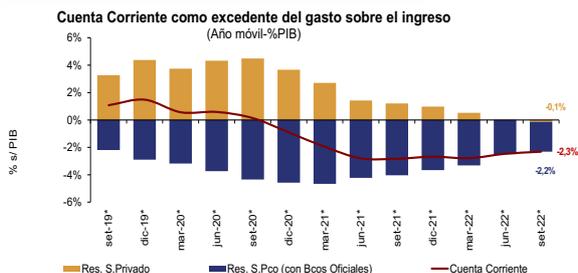


Por su parte, las empresas que se dedican principalmente a la “compraventa” presentaron en el tercer trimestre un superávit de cuenta corriente, ante un mayor superávit de bienes y servicios, que compensa el saldo deficitario del ingreso primario.

Analizando el resultado de la cuenta corriente como la brecha entre el ahorro doméstico y la inversión, en los doce meses cerrados a setiembre de 2022 la reducción interanual del desequilibrio en términos del PIB, reflejó el leve crecimiento del ahorro de la economía, así como la reducción del gasto en bienes de inversión.

Por su parte, a nivel de sectores institucionales, el menor déficit de CCK en el año móvil está asociado a la reducción del déficit del sector público (de 4,0% a 2,2% del PIB), que fue mayor a la disminución del excedente del ingreso sobre el gasto del sector privado (de 1,2% a -0,1% del PIB).¹⁰

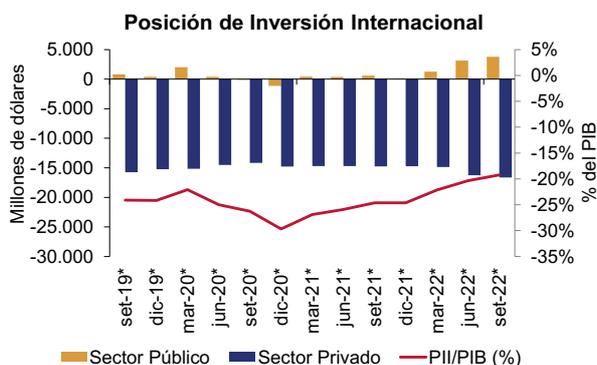
¹⁰ Para este análisis se considera el Sector Público (según datos publicado por el MEF) más Bancos Oficiales. Asimismo, el déficit incluye ingresos extraordinarios por la contabilización a partir de octubre 2018 de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), creado por la Ley 19.590, los que se registran dentro de las cuentas del BPS. Actualmente, la contribución neta del FSS al resultado es de 0,3 puntos del PIB.



La cuenta financiera registró durante el tercer trimestre del año, un endeudamiento neto de 743 millones de dólares, explicado por el sector privado y en menor medida el sector público. Por su parte, los movimientos no registrados, que se recogen en el rubro de errores y omisiones,¹¹ fueron negativos y alcanzaron a 595 millones de dólares. Del mismo modo, en el año móvil a setiembre 2022 la cuenta financiera mostró un endeudamiento neto por 1.157 millones de dólares.

La necesidad de financiamiento de la economía uruguaya con el resto del mundo en el tercer trimestre se cubrió principalmente a través de inversión directa (flujo de 1.153 millones de dólares) y en menor medida con ventas de activos de reserva.

Finalmente, Uruguay mantuvo a setiembre 2022 una posición neta deudora con el resto del mundo por 12.832 millones de dólares (19,2% del PIB), profundizando el paulatino descenso del ratio desde fines de 2020. A nivel institucional, se observó un mayor préstamo neto del sector público junto a un mayor endeudamiento neto del sector privado.



II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en noviembre 2022, el SPG tuvo un resultado deficitario de 2,9% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios relevantes como la transferencia al FSS, el déficit resultante es 3,2% del PIB, 1 p.p. inferior al de un año atrás.



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia de la caída de 1,7% del PIB del déficit de Gobierno Central (GC) – Banco de Previsión Social (BPS) y de 0,3% del PIB del déficit del BCU, parcialmente contrarrestada por el comportamiento de las finanzas del Banco de Seguros del Estado (BSE) y de las Empresas Públicas (EPP).

El déficit primario de GC-BPS se redujo a 0,3% del PIB, luego de haber llegado a 1,9% del PIB un año atrás, al influjo de un aumento de los ingresos (3,3%, incluyendo al FSS) y de una caída de los egresos (-2,4%), ambos en términos reales.

En un escenario de crecimiento de la actividad, los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y BPS aumentaron 5,2% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Se destaca el aumento de los ingresos de la DGI, liderado por el Impuesto al Valor Agregado (IVA) con mayor contribución del generado internamente, y por los impuestos a los ingresos personales: Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF), Impuesto de Asistencia a la Seguridad Social (IAS), e Impuesto a la Renta de los No Residentes (IRNR). El crecimiento de la recaudación del BPS, junto con la recaudación a los impuestos a los ingresos personales, se ha ido fortaleciendo ante la recuperación de la masa salarial real.

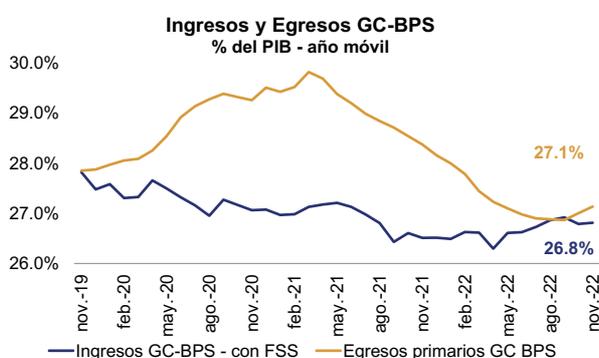
Ingresos GC-BPS - año a noviembre 2022		
	Variación	Incidencia
DGI	3.7%	2.3%
BPS sin FSS	9.3%	2.2%
DGI MÁS BPS sin FSS	5.2%	4.6%
RESTO CON FSS	-9.6%	-1.2%
FSS	-65.1%	-0.8%
TOTAL INGRESOS	3.3%	
A partir de cifras deflactadas por IPC		

¹¹ Los movimientos no registrados pueden corresponder a movimientos financieros o a transacciones corrientes no captadas adecuadamente. El signo positivo puede indicar una subestimación

del resultado de la Cuenta Corriente o de Capital y/o una sobreestimación de la salida neta de flujos financieros.

Por otra parte, los egresos primarios cayeron 2,4% en términos reales, ante la reducción de gastos del Fondo COVID. Si no se tienen en cuenta los egresos de dicho fondo, se observa un crecimiento de estos egresos de 1,7% real, al influjo de las transferencias e inversiones, junto al carácter más permanente de algunas asistencias surgidas durante la pandemia vía asignaciones familiares. En este período la crisis sanitaria ha implicado un gasto de 0,6% del PIB.

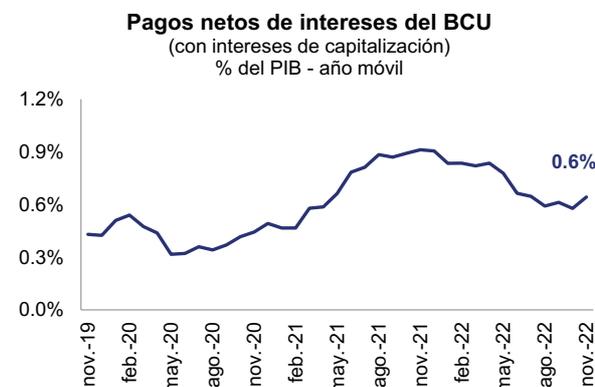
Egresos primarios GC-BPS - año a noviembre 2022				
	Observados		Sin efectos extraordinarios	
	Variación real	Incidencia	Variación real	Incidencia
Remuneraciones	-1.6%	-0.3%	-1.5%	-0.3%
Gastos no personales	-14.9%	-2.4%	-0.6%	-0.1%
Pasividades	-1.3%	-0.4%	-1.3%	-0.5%
Transferencias	-0.9%	-0.3%	5.1%	1.5%
Inversiones	24.7%	1.0%	24.7%	1.0%
Total	-2.4%		1.7%	
A partir de cifras deflactadas por IPC				



Mientras tanto, el resultado de las EEPP pasó de un superávit de 0,8% a un déficit de 0,1% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos irregulares, como las exportaciones de energía eléctrica, la variación del stock de petróleo y las transferencias extraordinarias a GC, las finanzas de las EEPP no son muy diferentes a las de un año atrás, estando prácticamente equilibradas a noviembre 2022. Esto se ha dado en un marco en el que los ingresos han crecido en términos reales (5,6%, deflactados por tarifas) en simultáneo con el crecimiento de las compras de bienes y servicios de ANCAP, ante la evolución del precio del petróleo.

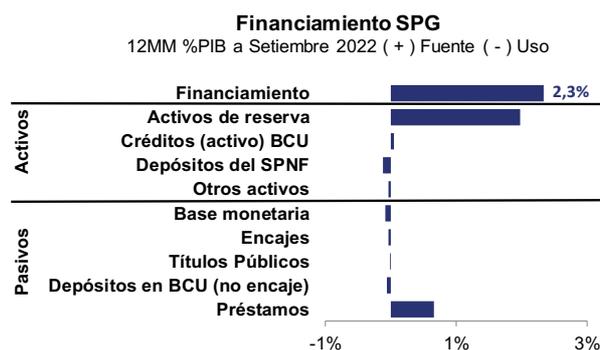
El déficit del BCU se ubicó en 0,7% del PIB (0,6% del PIB explicado por el pago neto de intereses), implicando una reducción de 0,3 p.p. respecto a un año atrás. Esta evolución se observó en el déficit en moneda nacional, ante la reducción del stock de LRM en el promedio del año, pautado por el cese de las compras esterilizadas de divisas, las ventas de divisas vía operaciones *forward*, la gestión contractiva del Gobierno en el mercado de dinero y puntualmente la operación de

canje entre GC-BCU y el mercado en febrero 2022. La evolución del stock superó el impacto del aumento de las tasas de interés de la Curva de Rendimientos (CR), producto de los sucesivos incrementos de la TPM llevados adelante por el BCU desde agosto 2021, cuando se comenzó a imprimir un sesgo contractivo a la política monetaria.



La medición por fuentes de financiamiento con datos a setiembre 2022 refiere a un déficit del SPG de 2,3% del PIB. En este caso, la contribución neta del FSS al resultado del SPG alcanzó 0,4% del PIB.

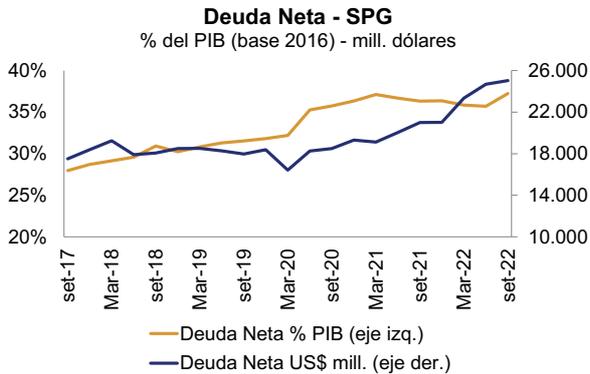
La principal fuente de financiamiento en el año móvil fue la desacumulación de activos de reserva, seguida por los préstamos internacionales. Los títulos públicos tuvieron una incidencia muy moderada, ya que la emisión de bonos en yenes en diciembre 2021 y la emisión de bonos locales en moneda indexada en febrero 2022, junto con el resto de las emisiones locales menores, fueron compensadas por el calendario de amortizaciones¹².



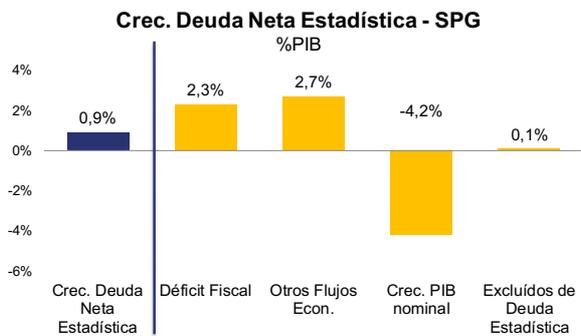
La deuda bruta del SPG a setiembre 2022 alcanzó 45.044 millones de dólares (67,0% del PIB), mientras que los activos se ubicaron en 20.004 millones de dólares (29,7% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 25.040 millones de dólares (37,2% del PIB), lo

¹² La emisión internacional más reciente del denominado "bono verde" fue realizada en octubre, por lo cual no se refleja en el cierre estadístico del presente informe.

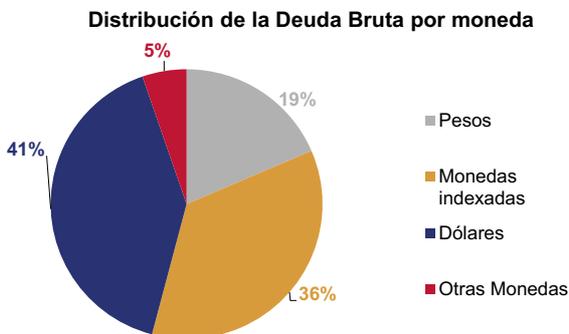
que implicó un moderado aumento de 0,9 p.p. respecto a setiembre 2021.



El ratio deuda-PIB se expandió para financiar el déficit, mientras tanto, el crecimiento del PIB nominal contribuyó a su reducción relativa.

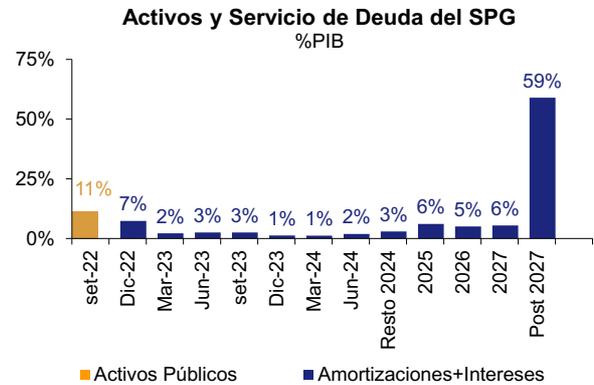


Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 2,2 p.p. en la participación de la moneda nacional (nominal e indexada) respecto a setiembre 2021, alcanzando el 54% del total a setiembre 2022. Mientras tanto, la deuda en dólares disminuye 1,8 p.p., ubicándose en 41% del total, y otras monedas caen 0,4 p.p.



El nivel de activos de reserva, neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU, a setiembre 2022 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta junio 2023. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito

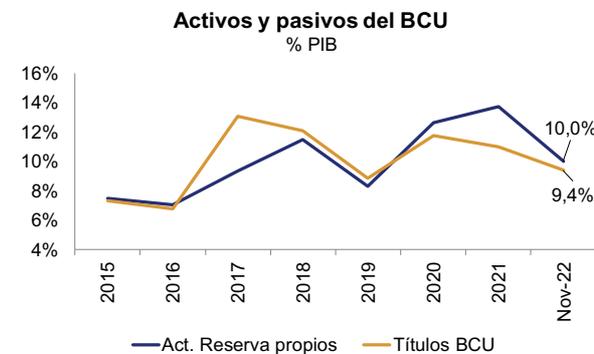
contingente con organismos multilaterales por 1.515 millones de dólares (2,1% del PIB) a noviembre 2022. Por otra parte, el perfil de vencimientos de la deuda no muestra presiones puntuales en los próximos años: más de la mitad de la deuda debe honrarse luego de 2027.



Mientras tanto, la madurez promedio de las LRM del BCU se ha ido incrementando en los últimos meses, llegando a los 5,5 meses a noviembre 2022.



Asimismo, los activos propios del BCU siguen siendo superiores a sus títulos emitidos.



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a fines de noviembre 2022, el BCU hubiera requerido 13.053 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las

responsabilidades que le fueran asignadas por su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 15.697 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.644 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹³.

ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		nov.22
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	15 697
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	13 053
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	5 099
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	455
II.1.b	Servicio deuda BCU	4 597
II.1.c	Déficit primario BCU	47
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (†)	3 637
II.2.a	Mínimo de:	
	i) Servicio deuda + Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	3 646
	+ Déficit primario	1 328
	ó	
	ii) Uso de depósitos + Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	2 112
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1 383
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	141
II.3	Sistema Financiero	4 317
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	2 910
II.3.b	Depósitos AFAP	224
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	202
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	981
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	2 644
	(**) Cierre estimado para acceso a mercados de deuda soberana (1% significación, meses)	13 meses
	(**) Cierre estimado para acceso a mercado en moneda nacional (1% significación, meses)	5 meses

III. La política monetaria en el cuarto trimestre de 2022

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

¹³ Por más detalles sobre su elaboración, ver Recuadro 1 del IPOM 2020.IV.

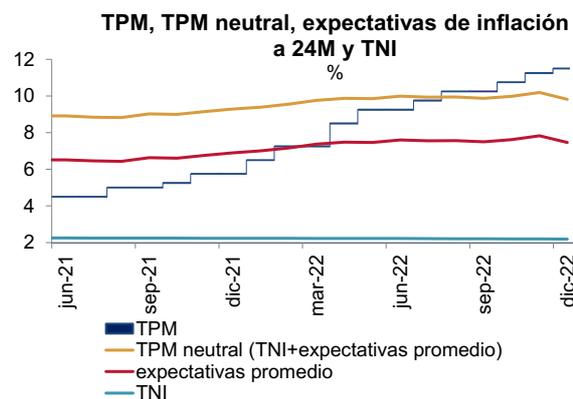
¹⁴ Por detalles de las metodologías utilizadas para su estimación ver Recuadro 2 del IPOM 2020.IV.

¹⁵ Esta expectativa surge de un promedio simple de la mediana de la encuesta a analistas económicos (realizada por el BCU), la mediana

Al cierre del año la TPM se ubicó en 11,5%, luego de dos incrementos de 50 p.b. en las reuniones del COPOM de octubre y noviembre y un aumento de 25 p.b. en la reunión de diciembre, siguiendo la guía brindada en los comunicados del COPOM. Así, la misma acumuló una suba de 700 p.b. desde el inicio del ciclo al alza de tasas en agosto 2021.

Por otra parte, la estimación puntual de la Tasa Natural de Interés (TNI) para el cuarto trimestre se sitúa en 2,2% según el promedio de las metodologías empleadas por los servicios técnicos¹⁴. Asimismo, las expectativas de inflación a diciembre se ubican en 7,5% (promedio de indicadores), con lo que la TNI nominal se estima actualmente en 9,8%¹⁵. Dado que la TPM vigente es 11,5%, se estima una brecha de tasas de interés positiva de unos 160 p.b., de manera que la instancia de política monetaria se encuentra operando en fase contractiva.

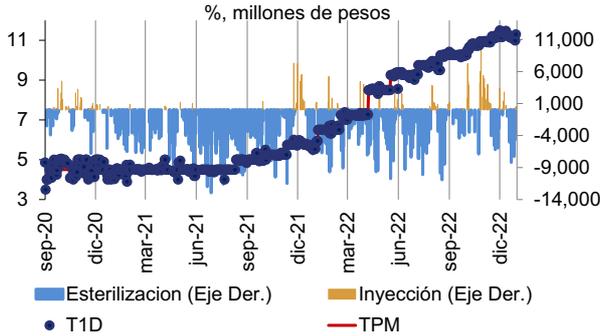
A su vez, a partir de la suba de tasas de diciembre y de la evolución de las expectativas en el trimestre, la brecha de tasa de interés es positiva de acuerdo con todas las mediciones de expectativas de inflación consideradas, en un rango comprendido entre 0,1% y 3,3%.



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

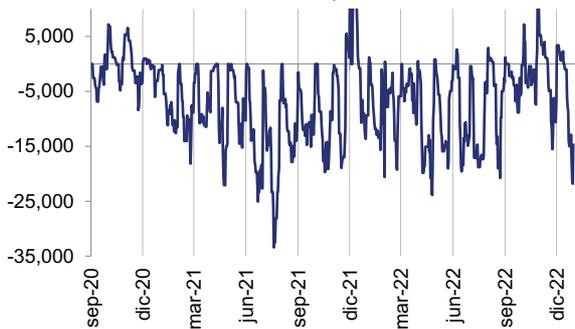
de la encuesta a empresarios (recabadas por el INE), el diferencial de rendimientos entre las curvas en pesos nominales y UI, que aproxima la expectativa del mercado financiero (ver sección IV.4 de este informe) y las proyecciones del BCU a 24 meses en el escenario base (ver sección V.2 de este informe).

T1D, Referencia de Intervención e Intervenciones en ISF



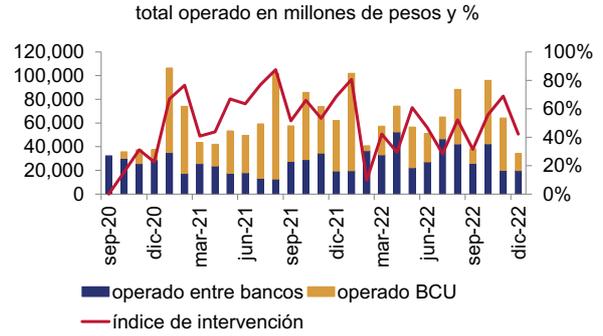
Para ello continuaron colocando ISF, los cuales operaron tanto para esterilizar fondos como para inyectar liquidez, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez bancario. En este marco, el circulante de ISF se ubicó cercano a 2.560 millones de pesos en el promedio del trimestre, por debajo del trimestre previo cuando promedió 7.000 millones de pesos.

Stock neto de ISF



La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 58% de los montos operados en el trimestre, ubicándose por encima del trimestre previo cuando representó el 40% de los mismos. El BCU intervino en este mercado para inyectar fondos mayormente durante la primera mitad de mes, haciendo un uso más intensivo de ISF a más de un día para esterilizar liquidez de corto plazo generalmente sobre el final de mes.

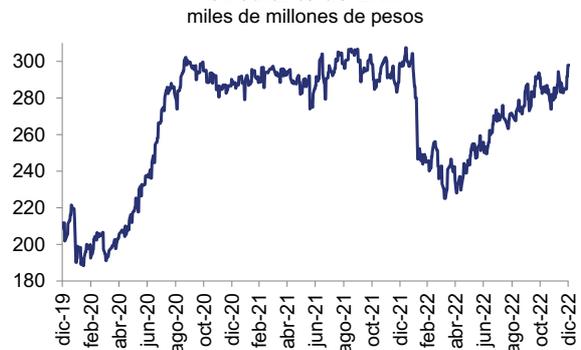
Composición del Mercado de Dinero a un Día e Índice de Intervención



A su vez, el circulante de LRM se mostró relativamente estable, con una participación creciente de los tramos largos. En este sentido, la concentración en plazos de 30 y 90 días se redujo durante el trimestre, pasando de representar 79% de los montos adjudicados en octubre a 56% en diciembre, al tiempo que aumentaron los ratios de *bid-cover*¹⁶ en los tramos de 1 y 2 años.

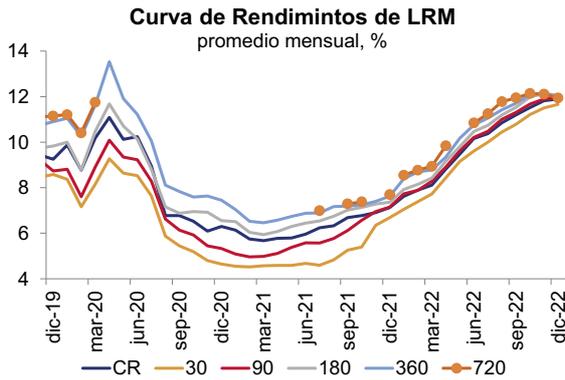
Este comportamiento tuvo lugar en un contexto en el cual el rendimiento real esperado de las colocaciones de LRM fue mayor tras los incrementos de la TPM y el menor ajuste de las expectativas de inflación. Además, la preferencia por la liquidez se habría mitigado, reduciéndose la incertidumbre asociada al contexto financiero global y a la situación sanitaria, al tiempo que las expectativas de alza de la TPM se habrían suavizado en el horizonte cercano.

Circulante de LRM

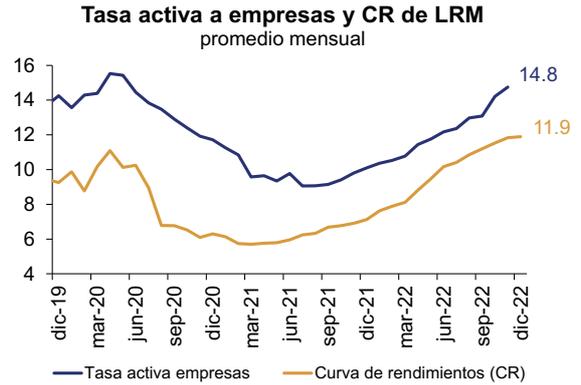


Por otro lado, las subas de la TPM se vieron reflejadas en la CR de LRM, la cual se desplazó al alza 94 p.b. en promedio con respecto al trimestre anterior, ubicándose en 11,9% en diciembre. De esta manera, la CR acumuló un incremento de 552 p.b. desde el primer incremento de la tasa de referencia.

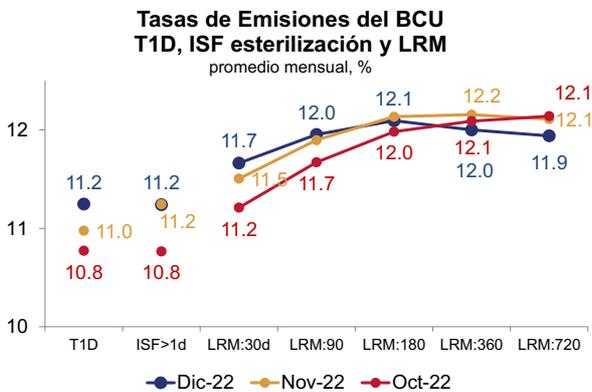
¹⁶ Relación entre los montos totales presentados en las licitaciones de LRM respecto de valores licitados.



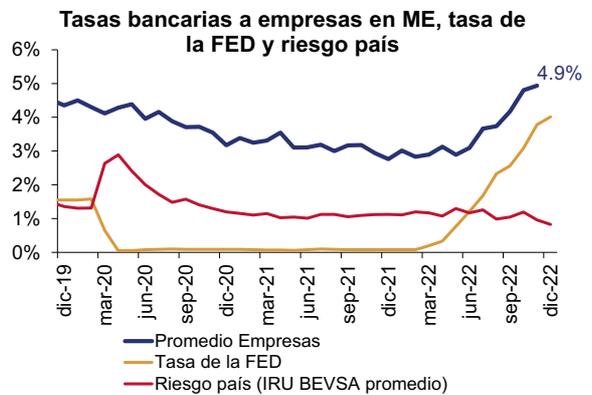
Los incrementos de tasas de la CR fueron mayores en los tramos cortos, dando lugar a una curva invertida a partir de diciembre. En este marco, las tasas promedio mensuales de las LRM cerraron el año entre 11,7% en el nodo a 30 días y 12,1% a 180 días, algo por encima de las tasas más largas.



Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en moneda extranjera promedió 4,9% en noviembre, ajustando al alza tras los incrementos de la tasa de la Fed, al tiempo que el riesgo soberano de Uruguay se mantuvo en niveles reducidos.



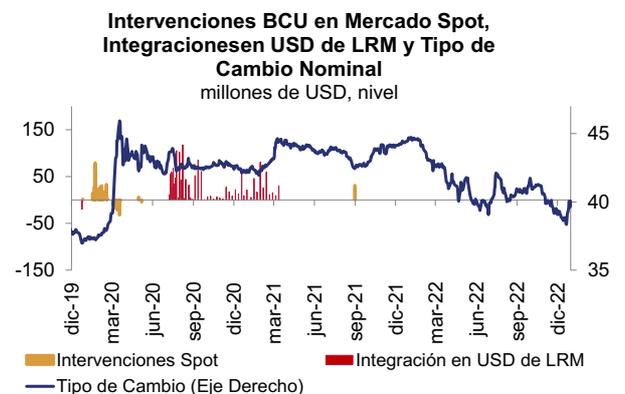
En línea con el mecanismo de transmisión de las tasas de interés, las tasas bancarias en moneda nacional presentaron una tendencia al alza desde que comenzó a aumentar la TPM. En este sentido, la tasa pasiva promedio al sector no financiero en moneda nacional se ubicó en 8,4% en noviembre, acumulando un incremento de 498 p.b. desde agosto 2021.



En el mercado de cambios, en el promedio del cuarto trimestre el peso se apreció 2,2% respecto al trimestre anterior, sin registrarse intervenciones del BCU en los mercados *spot* o a plazo más allá de las cancelaciones de contratos *forward* pactados con empresas públicas, que totalizaron 113 millones de dólares en dicho período.

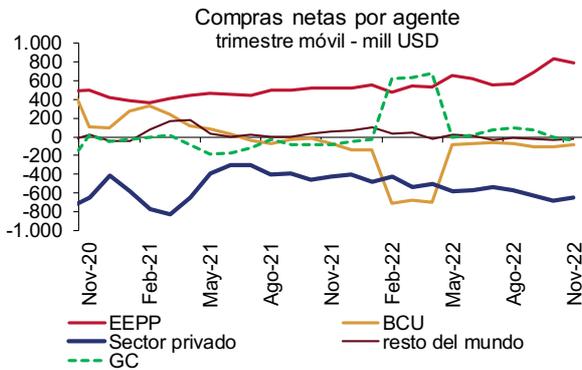


Asimismo, la tasa bancaria activa a empresas en moneda nacional reaccionó en la misma dirección, promediando 14,8% en noviembre, con un incremento acumulado de 570 p.b. desde agosto 2021.

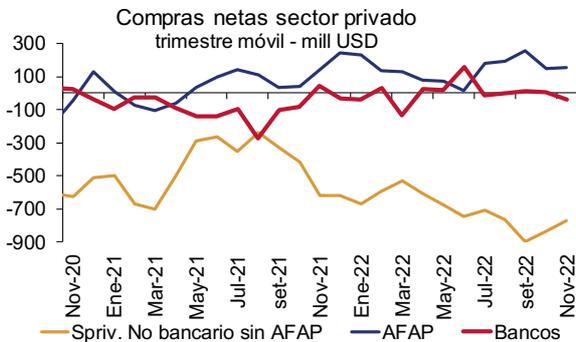


Como se mencionara en la sección inicial, esta tendencia a la apreciación del peso registrada durante el cuarto trimestre también se observó en otras monedas de la región, mientras que el dólar global se debilitó en el transcurso del trimestre, en especial a partir de octubre.

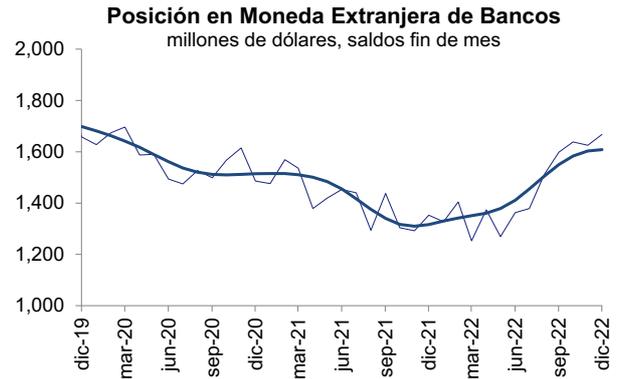
Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a noviembre se destaca una demanda de divisas de empresas públicas que encontró su oferta en el sector privado. Ambos agentes son los principales jugadores del mercado en los últimos dos años. Mientras tanto, se destaca que los agentes no residentes no han participado en forma directa en el mercado *spot* con montos significativos en el periodo¹⁷.



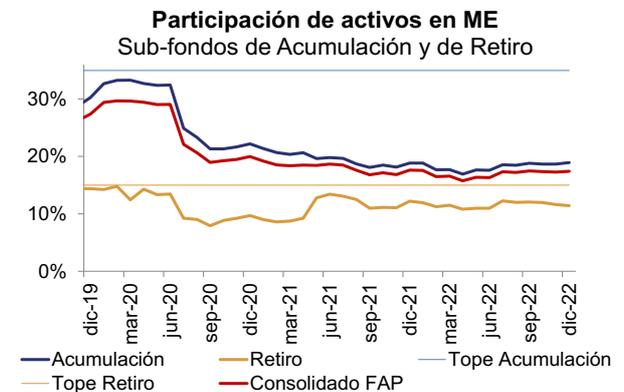
Dentro del sector privado, el FAP incrementa su demanda de divisas en un marco de mayor preferencia por instrumentos integrables en ME, mientras que los bancos recomponen su posición en ME, mediante resultados obtenidos en dicha moneda por sus negocios. Finalmente, el agregado familias-empresas son típicamente el principal oferente del mercado.



Mientras tanto, los bancos a nivel agregado mantuvieron su posición en moneda extranjera hasta noviembre tras el incremento observado en el tercer trimestre. En diciembre, de acuerdo con información preliminar, se observa una corrección al alza del indicador, en un contexto de mayor operativa de cambios en la Bolsa de Valores Sociedad Anónima (BEVSA).

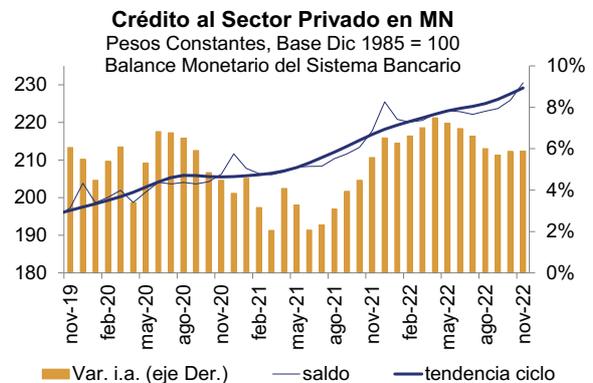


Asimismo, la participación de los activos en moneda extranjera del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) se mantuvo relativamente estable, calculándose una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a 2.650 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación y retiro.



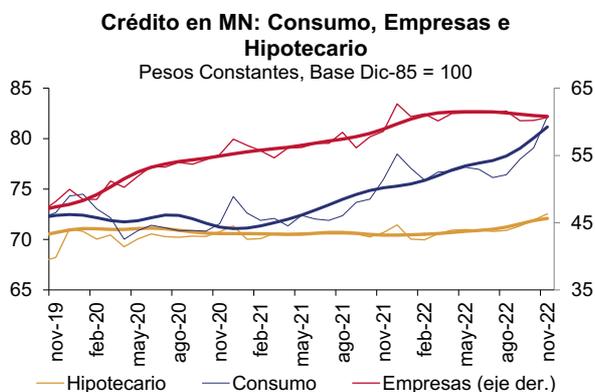
III.2. Evolución del crédito al sector privado no financiero

El crédito bancario en moneda nacional mostró una tasa de crecimiento interanual de 15,1% en el promedio octubre-noviembre, equivalente a 5,9% real, lo cual implicó una aceleración de su crecimiento tendencial.

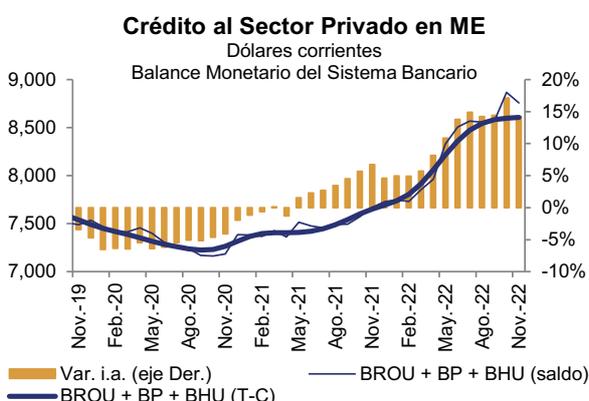


¹⁷ Por detalles sobre la forma de cálculo y estimación de estos flujos ver nota "metodología de las compras netas de divisas por agente" al final de este informe.

Dicho comportamiento se reflejó principalmente en el desempeño del crédito al consumo, el cual se aceleró en el margen, mientras que el segmento hipotecario se mantuvo estable y el crédito concedido a empresas en moneda nacional disminuyó levemente medido en términos reales.



Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 15,7% medido en dólares corrientes en el bimestre cerrado a noviembre, suavizando la tendencia creciente que se venía observando desde fines de 2020, en un contexto de aumento de las tasas activas en dólares.



Esta dinámica tuvo lugar en un contexto de crecimiento económico, en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. Así, en noviembre el encaje medio en moneda nacional se ubicó en 10%, mientras que en moneda extranjera se mantuvo en torno de 28%¹⁸.

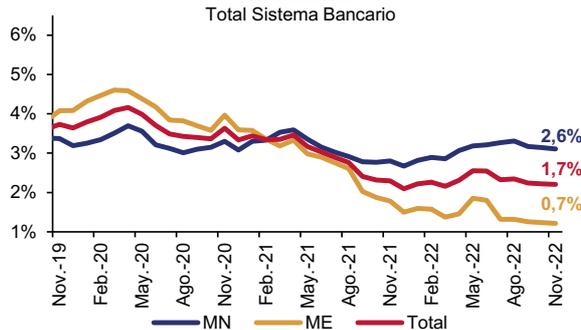
A nivel agregado, el crédito total se ubicó en torno a 26% del PIB, nivel similar al previo a la pandemia, observándose un leve ajuste al alza de su grado de pesificación, el cual se ubicó en 54% en noviembre.

Crédito al Sector Privado Residente
MN y ME como % del PIB últimos 12mm
Balance Monetario del Sistema Bancario



La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente se mantuvo en niveles históricamente reducidos, ubicándose en 1,7% de los créditos totales a noviembre. A su vez, el ratio correspondiente al segmento de familias en moneda nacional, que venía mostrando un incremento en 2022, se redujo a partir de setiembre y se encuentra en 3%.

Morosidad del Crédito al SNF Privado Residente
Total Sistema Bancario



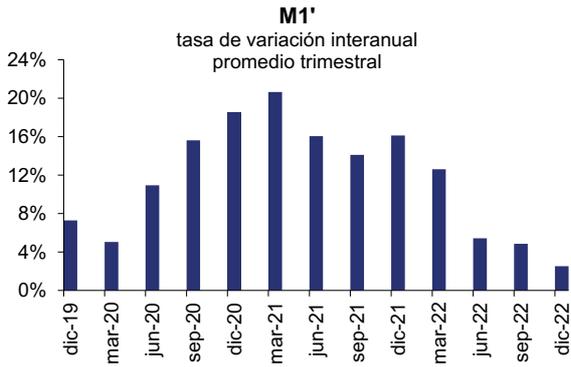
III.3. Principales agregados monetarios

Al cierre de 2022 los agregados monetarios habrían consolidado las señales de normalización constatadas luego del cese de la emergencia sanitaria del segundo trimestre. Así, se observó cierta estabilidad de los medios de pago medidos en tendencia-ciclo, los cuales presentan aumentos estacionales durante el cuarto trimestre, mientras que los depósitos a plazo y el circulante de títulos públicos en moneda nacional se mantuvieron en torno a sus valores previos.

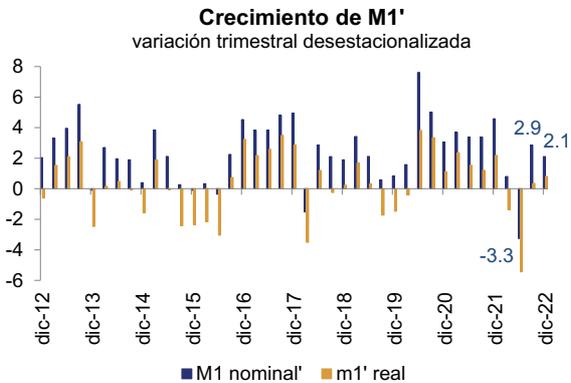
El agregado M1' presentó una variación interanual de 2,5% en el promedio del cuarto trimestre. Si bien esta variación es la menor registrada en 2022, esto se debe a un efecto estadístico, pues a fines de 2021 el agregado presentó valores excepcionalmente altos.

¹⁸ En enero 2021 comenzó a aplicarse el calendario de reducción de las alícuotas de encaje en MN, dando lugar a reducciones permanentes del encaje, con una mayor incidencia en los plazos más largos. El cronograma se completó en enero 2022. Esta medida buscó

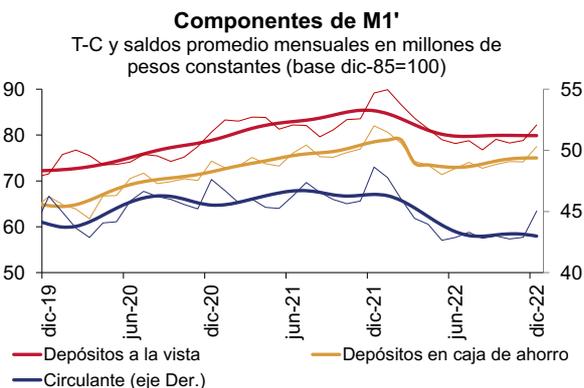
incentivar la desdolarización y la reconstrucción de los mercados en pesos, en el marco de una estrategia más general a nivel del gobierno. https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/ReduccionC3%B3n%20encajes_diciembre%202020.aspx



Este desempeño se constató en un marco de normalización de la demanda de dinero, tras el cese de la emergencia sanitaria que tuvo lugar en abril, estimándose un crecimiento desestacionalizado de 2,1% nominal en el cuarto trimestre.

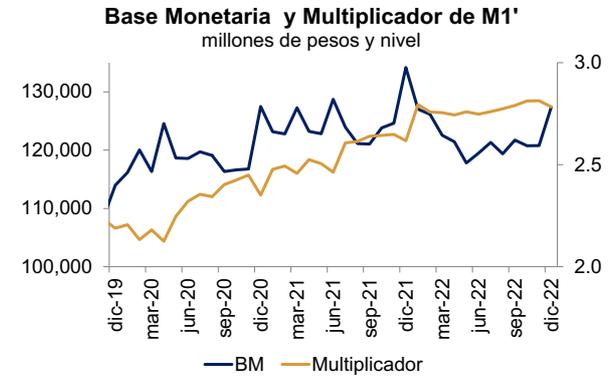


Todos los componentes del agregado se mantuvieron estables en el margen medidos en su tendencia-ciclo. Sin embargo, tanto las cajas de ahorro, como los depósitos a la vista y el circulante de monedas y billetes presentaron crecimientos estacionales en sus valores observados.



Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la Base Monetaria (BM) se mantuvo en torno a sus valores previos, reflejando el comportamiento de los

depósitos y del circulante y un nivel reducido de reservas bancarias voluntarias.¹⁹ Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos tras la reducción de requerimientos de encajes de enero de 2022, manteniéndose en 2,8 durante el cuarto trimestre.

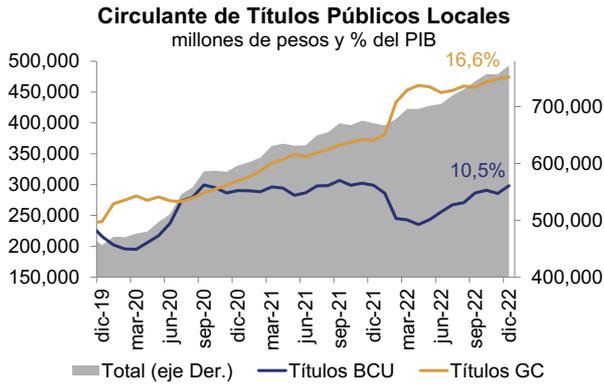


Los depósitos a plazo en moneda nacional se estabilizaron a partir del tercer trimestre en niveles máximos históricos.

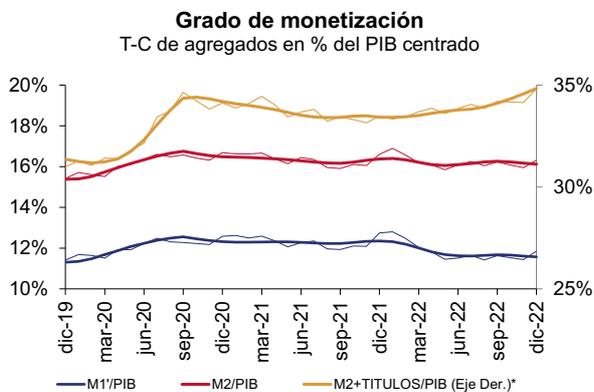


El circulante de títulos públicos de emisión local continuó creciendo durante el trimestre, ubicándose en torno a 27% del PIB en diciembre. En cuanto a la tenencia de estos instrumentos, se destaca la muy escasa participación de no residentes (0,3% del total), al observarse un incremento por unos 2.000 millones de pesos en la medición punta del trimestre.

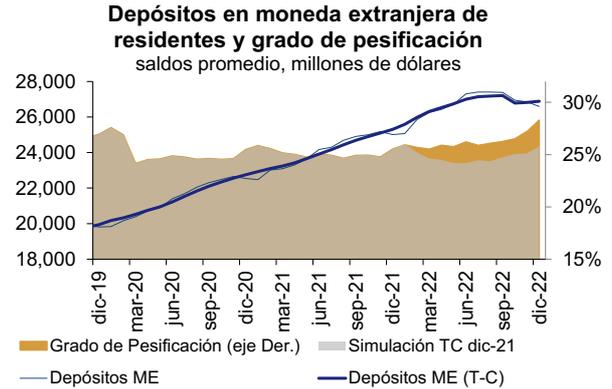
¹⁹ No se incluyen los instrumentos de sintonía fina ya que los mismos no forman parte de la base monetaria.



Finalmente, el grado de monetización medido a partir de M1' y de M2 se habría mantenido prácticamente estable en el último trimestre de 2022, mientras que el ratio más amplio, que incluye títulos, muestra una tendencia creciente; a lo largo del año.

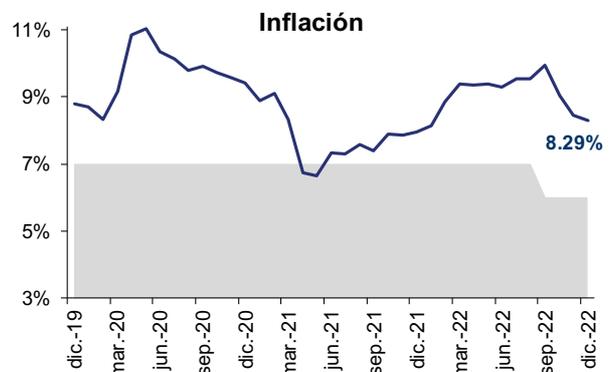


Finalmente, los depósitos en moneda extranjera disminuyeron, en un contexto de menor financiamiento externo de grandes proyectos de inversión y mayor turismo emisor. Como consecuencia, el grado de pesificación de los depósitos al sector no financiero aumenta en 2 p.p. durante el trimestre, ubicándose en 28,4% en diciembre (preliminar).



IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes²⁰

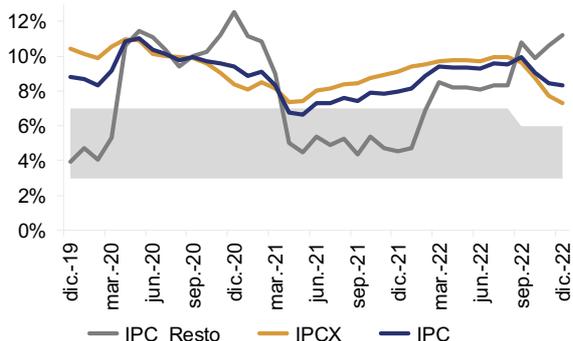


En el año cerrado a diciembre 2022 la inflación *headline* se ubicó en 8,29%, 1,65 p.p. por debajo del registro de setiembre, que fue el máximo local del año. Asimismo, este valor es el más bajo del año (salvo el de enero), se ubicó unas 3 décimas más alto que el cierre de 2021 y continúa fuera del rango meta vigente de 3%-6% fijado por el CCM.

²⁰ El Instituto Nacional de Estadística (INE) pasó a publicar a partir de noviembre un nuevo IPC con base octubre 2022. Este cambio de base implica una serie de modificaciones en los productos que se incluyen en la canasta y en sus ponderadores. Entre otras consecuencias, las incidencias interanuales calculadas en este informe para noviembre y diciembre 2022 pierden aditividad, en particular porque el empalme del IPC general se realizó a nivel agregado. Por lo tanto, la suma de incidencias podría no coincidir exactamente con el dato del

IPC general. Asimismo, dado que los ponderadores cambian a nivel de productos y clases, pueden darse situaciones de evolución en sentido contrario de las variaciones absolutas y de las incidencias. Estos problemas van a continuar durante la transición de 12 meses hasta octubre 2023.

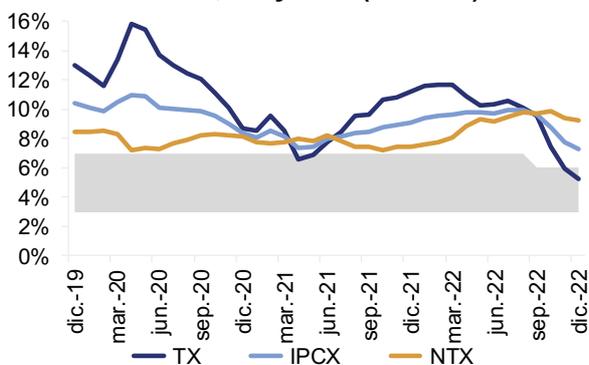
Variación Interanual IPC, IPCX e IPC Resto



Durante el año el shock a los precios globales de commodities producto del conflicto Rusia-Ucrania y de las sanciones a Rusia ocurridos desde febrero ubicó a la inflación en una meseta entre 9%-10% hasta el fin del tercer trimestre. Luego, en el último trimestre del año la inflación se desacelera en forma continua desde octubre, producto de la reversión parcial del shock de commodities, la apreciación del peso y la acción de los mecanismos de transmisión de la política monetaria que entró en instancia contractiva.

Esta evolución se observa en forma más marcada en la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, que, tras descender 2,3 p.p. respecto al valor de setiembre, se ubicó en 7,3% al cierre de 2022.

IPCX, TX y NTX (var. i. a.)

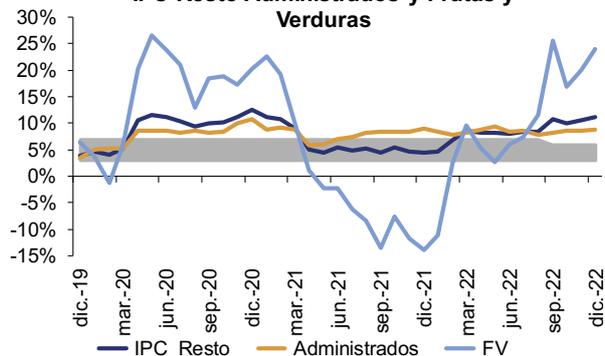


A nivel de los grandes agregados del IPC, los precios transables de exclusión (TX) verificaron una notoria desaceleración con respecto a setiembre, siguiendo la evolución de los precios globales de materias primas, en especial carnes y combustibles y la depreciación del dólar a nivel de emergentes. En particular, luego de haber presentado variaciones de dos dígitos en varios meses del año, este componente termina el año dentro del rango-meta, cerrando 2022 en 5,3% interanual.

Merece destacar la desaceleración, aunque más lenta, de los precios de los bienes y servicios no transables de mercado (NTX), que son el componente más inercial del IPC. En su evolución estaría incidiendo, con el rezago

habitual, la instancia contractiva de la política monetaria.

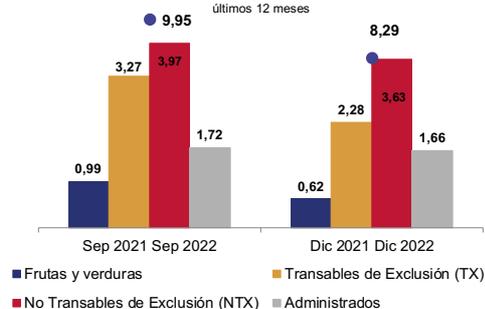
IPC Resto Administrados y Frutas y Verduras



En contraposición, la variación interanual del IPC_Resto aumentó levemente respecto a setiembre, guiado por los rubros administrados, en particular las tarifas públicas, mientras que las frutas y verduras experimentaron una baja respecto al máximo local de setiembre, en la medida que su oferta se ha ido normalizando. Sin embargo, vuelven a aumentar hacia fin de año, cerrando 2022 con una variación de 24%.

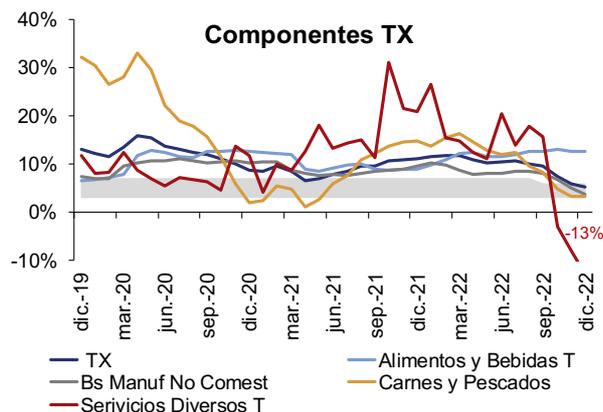
La mayor incidencia interanual de los rubros administrados en el trimestre está determinada por la menor caída de la tarifa energética en este diciembre respecto a diciembre anterior. A su vez, esto se debe a una menor incidencia del plan UTE *premia* en este año, que determinó una caída agregada de UTE de -11,2% (menor que el -14,7% de diciembre 2021).

Incidencias Acumuladas del IPC



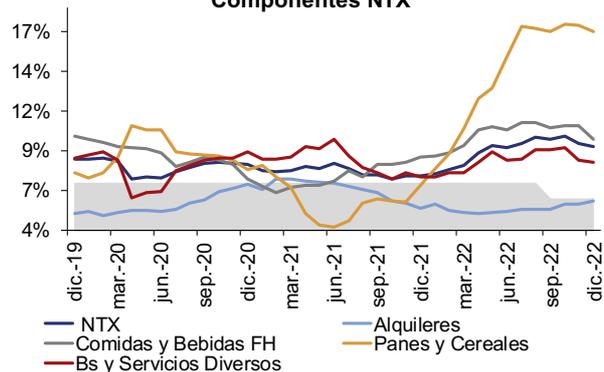
incidencias var. Interanual			
	sep.-22	dic.-22	diferencia
IPC	9,95	8,29	-1,66
IPCX	7,23	5,91	-1,32
NTX	3,97	3,63	-0,33
Panes y cereales	0,58	0,40	-0,18
Alquileres	0,22	0,23	0,02
Comidas y Bebidas FH	1,17	0,94	-0,22
Bienes y Serv Diversos	1,36	1,53	0,17
Enseñanza	0,33	0,29	-0,04
Servicio Doméstico	0,31	0,23	-0,08
TX	3,27	2,28	-0,99
Alimentos y bebidas diversos	1,09	1,70	0,61
Carnes y Pescados	0,74	0,34	-0,40
Bienes Manuf No Comestibles	1,26	0,58	-0,68
Servicios transables	0,18	-0,34	-0,52
IPC Resto	2,71	2,29	-0,43
Frutas y Verduras	0,99	0,62	-0,37
Administrados	1,72	1,66	-0,06
Tarifas	0,70	0,84	0,14
Cigarrillos	0,18	0,10	-0,08
Resto Adm	0,85	0,72	-0,13

A nivel de componentes, la moderación de los precios TX es guiada por casi todos sus integrantes, destacándose la reducción en carnes y pescados y bienes manufacturados no comestibles por su incidencia, así como de servicios diversos por su variación. Sin embargo, la variación interanual de alimentos y bebidas diversos se mantuvo estable en el trimestre.



Los precios NTX presentaron una variación interanual de 9,3%, evidenciando una moderada desaceleración respecto a setiembre. La misma estuvo impulsada por el descenso en comidas y bebidas fuera del hogar y la categoría residual bienes y servicios diversos, que tiene una alta ponderación. En este sentido, la reducción en los precios de los commodities, en particular alimentos, se estaría reflejando lentamente en el mercado interno. En contrapartida, los precios de los alquileres presentan una moderada suba en el trimestre, aunque aún se mantienen dentro del rango. Merece destacar la inercia de panes y cereales, que permanecen en los altos niveles en torno a 17% interanual desde el shock de precios globales, pese al marcado descenso del trigo en los últimos meses.

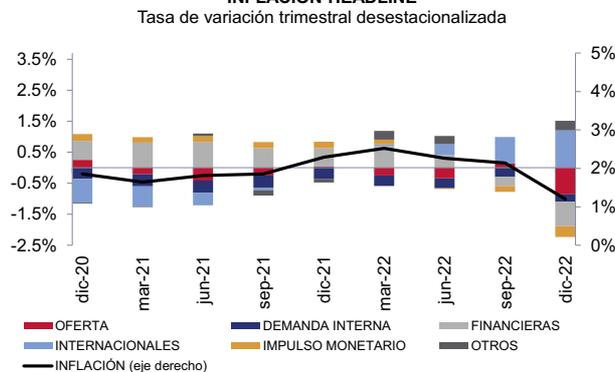
Componentes NTX



IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los principales determinantes que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos DSGE. En este marco se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks a sus determinantes (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,9% trimestral desestacionalizada, equivalente a 7,7% anualizada en el período 2005-2022T4 (eje de la derecha)²¹.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA SEGÚN TIPO DE SHOCK INFLACIÓN HEADLINE



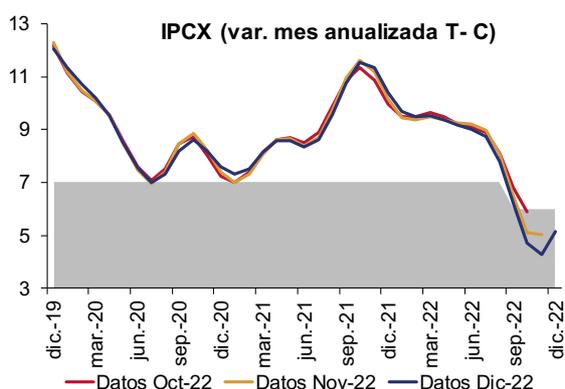
La desaceleración inflacionaria que se produjo en 2022T4 obedece en buena medida al impulso desde los shocks financieros, que reflejan la caída del tipo de cambio, y los shocks de oferta, en particular los menores márgenes en el sector transable. Asimismo, también contribuye a esta desaceleración el impulso monetario, dado que la política monetaria profundiza en el trimestre su instancia contractiva. Por otro lado, se destacan la persistencia de las presiones inflacionarias provenientes de los shocks internacionales, donde la moderación del impacto de los precios de importación se ha visto compensada con la evolución de la tasa de interés y su efecto de

²¹ Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico 1 del IPOM de 2021.II.

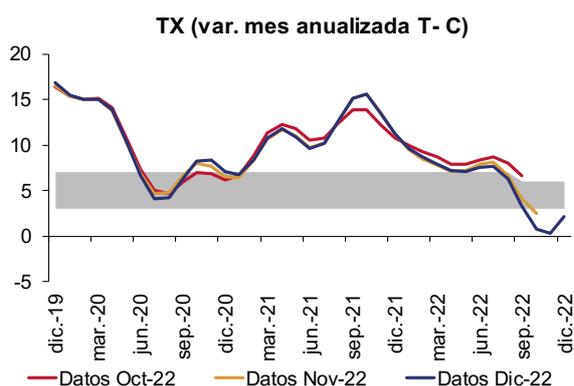
equilibrio general en el modelo. De esta forma, la política monetaria, actuando a través de sus diferentes canales de transmisión, habría logrado mitigar el *shock* inflacionario global.

IV.3 Inflación subyacente y difusión²²

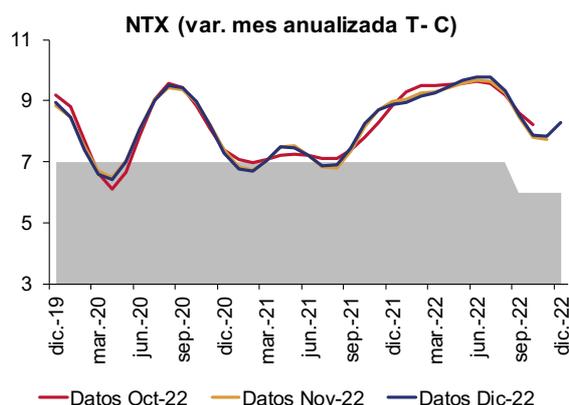
El único indicador de inflación subyacente disponible en este informe es el IPCX, medido en variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, que es el único que incluye pronósticos. El mismo da cuenta de una profundización en la desaceleración del núcleo inflacionario, entrando al rango-meta desde octubre.



Este comportamiento estaría explicado por el componente en tendencia ciclo de los TX, que presentan valores estimados por debajo del rango-meta, mientras que el comportamiento de los NTX en tendencia ciclo es mucho más parsimoniosa, mostrando un descenso moderado y aún por fuera del rango-meta de 3%-6%.



²² En virtud del referido cambio de base octubre 2022 del IPC realizado por el INE, algunas medidas de inflación subyacente no se han podido calcular para este informe, pues para su construcción se deben empalmar las series a nivel de producto. Tal es el caso de la familia de las medias y varianzas truncadas, como la Varianza Truncada, la Reponderación por varianza y la Media Truncada. Estos indicadores estarán disponibles en los próximos meses, en la medida que se avance en el empalme de las series a su máximo nivel de desagregación.



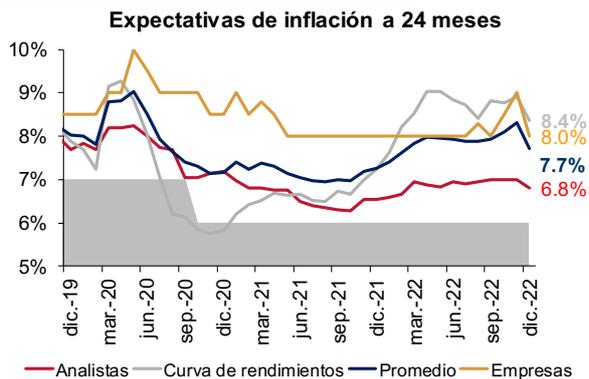
IV.4 Expectativas de inflación

En el trimestre los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM mostraron señales de desaceleración, aunque continuaron por fuera del rango meta.

Por un lado, la mediana de expectativas a 24 meses de la encuesta de analistas (recopilada por el BCU) se ubicó en 6,8% en diciembre, 0,2 p.p. por debajo del registro de setiembre. Por su parte, luego de haber mostrado aumentos en octubre y noviembre, la mediana de la encuesta a empresarios (recopilada por el INE) se situó nuevamente en 8% en diciembre. En tanto, las expectativas de los mercados financieros, implícitas en el diferencial de la CR entre títulos nominales e indexados, se ubicaron en 8,4%, casi 0,5 p.p. por debajo del valor observado en setiembre²³.

De esta forma, el indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se redujo algo más de dos décimas respecto a tres meses atrás y se ubicó en 7,7%. Es importante destacar el cambio cualitativo en esta evolución, pues se estaría en presencia de un punto de inflexión hacia una dinámica convergente de las expectativas de inflación de los distintos agentes monitoreados.

²³ Esta metodología tiene una limitación: al basarse en diferencia de curvas, toda vez que hay un ciclo al alza de la TPM, ésta se transmite parcialmente a la curva de LRM en pesos, por lo cual la tasa a 2 años nominal aumenta *pari passu* con la TPM. Sin embargo, esto no sucede necesariamente con el rendimiento a 2 años en UI, pues esta curva está más ligada a las emisiones internacionales del GC en UI. De esta forma, en un ciclo al alza (baja) de tasas del BCU, este indicador por construcción genera una señal de aumento (disminución) de expectativas de los mercados financieros.



En el mismo sentido, para los próximos 12 meses se observa un descenso respecto a setiembre en las expectativas de los analistas. En tanto, para el horizonte de 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas se mantuvo en 6% por cuarto trimestre consecutivo.



Si bien las expectativas de inflación de los agentes han comenzado a reaccionar a la baja, en el COPOM de diciembre se entendió necesaria y oportuna una nueva suba en la TPM, en línea con los anuncios realizados previamente y se anunció que se continuará con el monitoreo de la situación local e internacional con el objetivo de asegurar que tanto la inflación como sus expectativas converjan al rango meta hacia el final del HPM.

V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

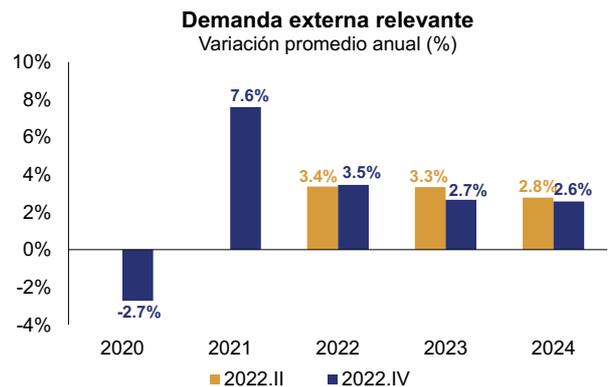
En este capítulo se presenta la trayectoria más probable para el equilibrio macroeconómico de la economía uruguaya en el HPM, sintetizado en la evolución esperada de inflación, actividad y tipo de cambio real, dada la información disponible al momento de celebrarse el COPOM. Asimismo, se

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

V.1 El escenario base²⁴

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

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



Para este COPOM las perspectivas de crecimiento de la demanda externa relevante para Uruguay se corrigieron levemente al alza para 2022 y ligeramente a la baja para 2023 y 2024. El ajuste al alza para 2022 se explica por un mayor crecimiento esperado para la región, parcialmente compensado por un menor crecimiento de la extra-región. El ajuste a la baja para 2023 responde a un menor crecimiento esperado para la extra-región, que no alcanza a ser compensado por el mayor crecimiento esperado en la región. De esta forma, la economía global se desaceleraría parcialmente en 2023 y 2024.

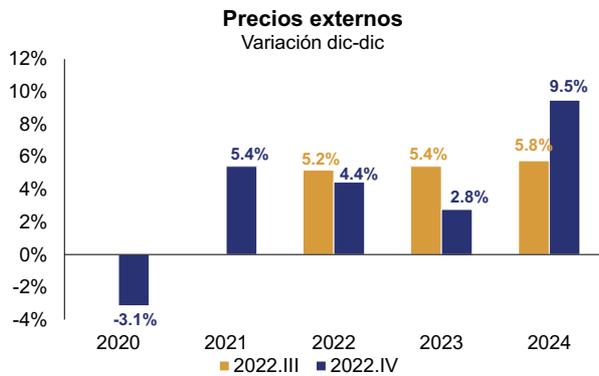
Demanda externa relevante (var. prom. anual)			
	2022	2023	2024
PIB externo relevante	3.5%	2.7%	2.6%
Extra-región	3.1%	3.4%	3.9%
China	3.2%	5.0%	5.2%
Estados Unidos	1.8%	0.5%	1.7%
Zona Euro	3.5%	0.3%	1.3%
Región	4.0%	1.3%	0.4%
Argentina	5.0%	1.3%	-1.1%
Brasil	3.1%	0.9%	1.6%

Los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares mantendrían una trayectoria al alza en el HPM, pero con una cadencia distinta a la esperada

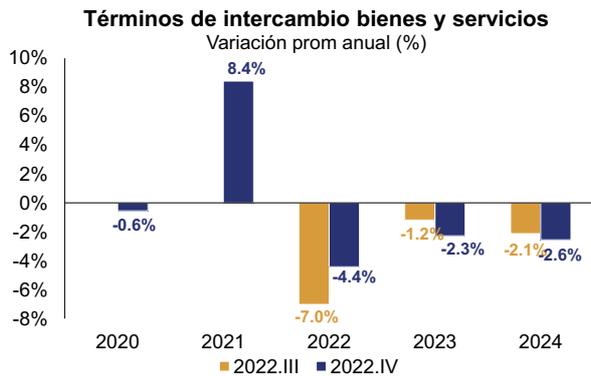
²⁴ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial,

Bloomberg, Ecolatina consultora, Fondo Monetario Internacional, Global Projection Model y Tendencias consultora.

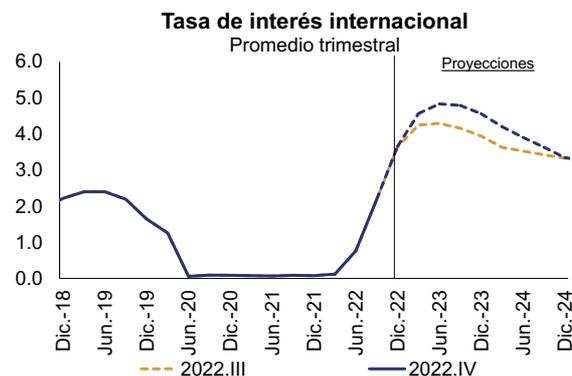
anteriormente. Así, actualmente se espera que los precios externos relevantes muestren subas por debajo de la proyección anterior para 2022 y 2023 y subas más pronunciadas en 2024.



Asimismo, se espera una menor pérdida de términos de intercambio en 2022, como consecuencia de un ajuste a la baja del aumento de los precios de importación de bienes y servicios y un ajuste al alza de los precios de exportación. Posteriormente, para 2023 y 2024 se prevén pérdidas adicionales de términos de intercambio, las que resultarían algo mayores a las presentadas en el COPOM de setiembre.



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

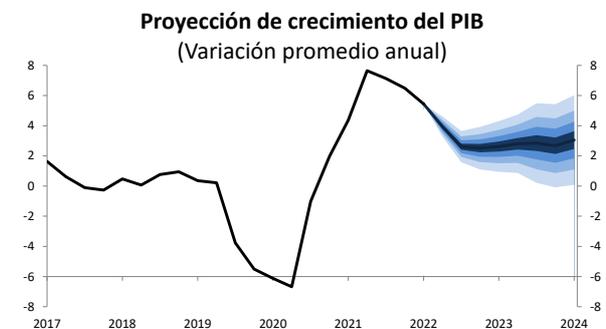


V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad

En el escenario base, la economía cerraría 2022 con un crecimiento de 5,4% para luego expandirse en torno a 2,5% en 2023 y en torno a 3% en 2024.

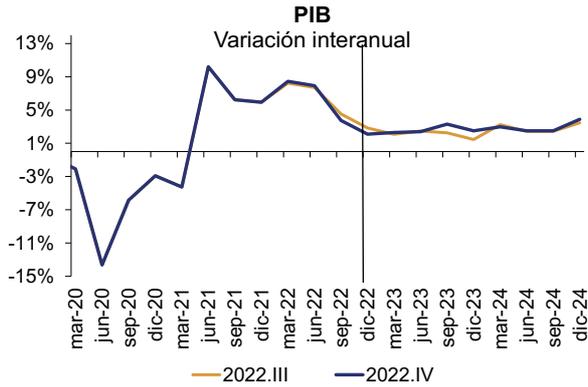
En este escenario aún persiste un alto nivel de incertidumbre asociado a los efectos de la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania y a posibles rebrotes de la pandemia, como el ocurrido en China en 2022. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo de confianza del gráfico *fan chart*, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En particular, en este informe la confianza que la economía crezca por encima del crecimiento potencial (en torno a 2,5%) al final del HPM es 59%, mientras que en el IPOM anterior era 48%.



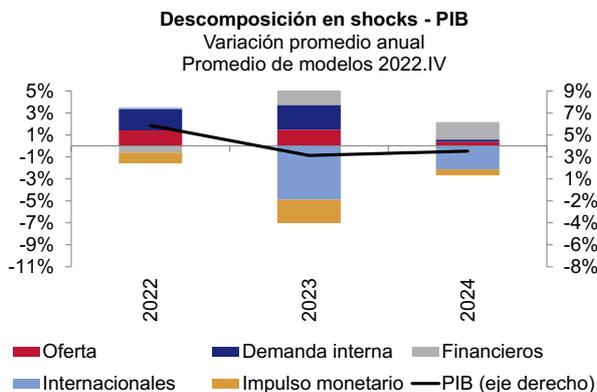
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Del punto de vista de los componentes de demanda, el crecimiento estaría impulsado en 2023 por el consumo privado y las exportaciones netas, en un contexto internacional algo menos dinámico que en el COPOM anterior. En 2024 el principal determinante del crecimiento sería el consumo privado, siguiendo la recuperación esperada de la masa salarial en todo el HPM.

La variación interanual del PIB muestra una trayectoria similar a la del IPOM anterior durante todo el horizonte de proyección. La diferencia más notoria está asociada a la revisión de datos de CCNN para 2022T2 y 2022T3, la que a su vez impacta en la variación interanual de los mismos trimestres en 2023.



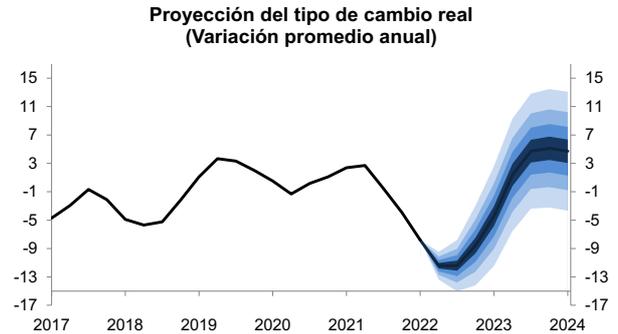
De acuerdo a la descomposición en *shocks* que surge del modelo DSGE²⁵, el crecimiento en 2022 y 2023 se explicaría en buena medida por factores domésticos, entre los cuales se distinguen ganancias de productividad propias de la actual fase expansiva, la puesta en marcha de UPM prevista para este año (ambas incluidas dentro del *shock* de oferta) y la evolución de la demanda interna (consumo e inversión). Asimismo, el modelo también identifica contribuciones positivas desde los *shocks* financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio. Por otra parte, el impacto agregado de los *shocks* internacionales sería negativo en todo el HPM, en un contexto de condiciones financieras más restrictivas y pérdidas en los términos de intercambio. Finalmente, y en línea con las decisiones del COPOM, el impulso monetario mostraría un impacto contractivo durante 2023 y en menor medida durante 2024.



Tipo de cambio real

En el escenario base el TCR se apreciaría en el primer paso de proyección para depreciarse desde entonces y durante el resto del HPM. La amplitud del intervalo de confianza es mayor que en las demás variables presentadas, ya que la dinámica del TCR se ve afectada, entre otros factores, por el tipo de cambio nominal que,

como toda variable financiera, muestra un alto grado de volatilidad.

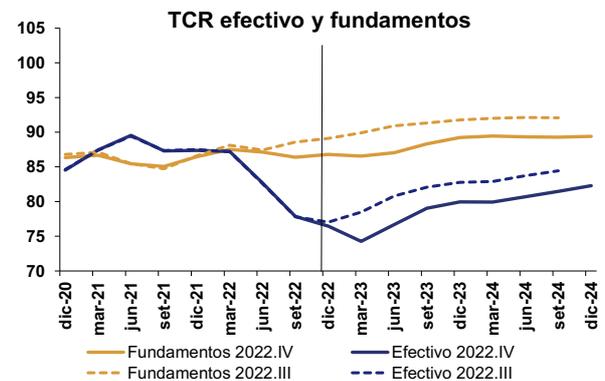


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del TCR. La confianza de que el TCR se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

De acuerdo a la metodología *fan chart* habría un 76% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor superior al 65% reportado en el informe anterior.

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

Se espera una depreciación del TCRf en el HPM, al influjo de una caída de la relación gasto/PIB, tanto a nivel público, ante la consolidación fiscal en línea con el presupuesto, como a nivel privado, dada la finalización de las obras de UPM II. Asimismo, otro factor que contribuiría a la depreciación es el deterioro esperado de los términos de intercambio.



De esta forma, la brecha TCR alcanzaría su máximo en marzo 2023 y a partir de entonces comenzaría a reducirse durante todo el HPM, siendo todavía negativa a diciembre 2024.

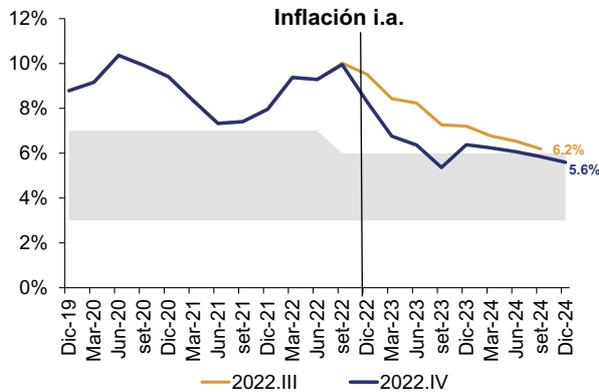
Inflación

La inflación habría alcanzado un máximo relativo en 2022T3 y mostraría una trayectoria decreciente a lo

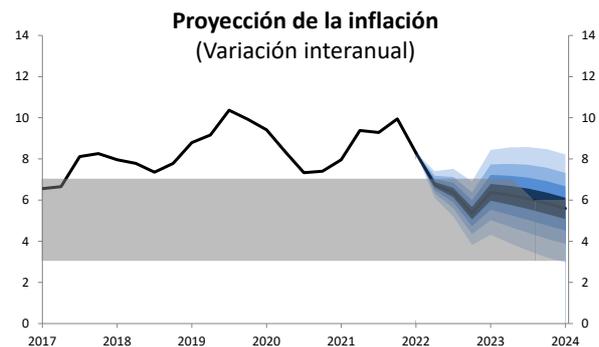
²⁵ Este gráfico muestra la incidencia que han tenido los distintos *shocks* de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento del PIB respecto a su promedio

histórico, que es 3,4% promedio anual en el periodo 2005-2022 (eje de la derecha).

largo de todo el HPM, en la medida en que la política monetaria contractiva va generando los efectos deseados. En este marco, hacia el final del HPM (diciembre 2024) la proyección puntual de la inflación se ubicaría en 5,6% interanual, volviendo a ingresar al rango-meta en el horizonte de proyección.



Dada la evolución reciente de la inflación y del cambio en sus proyecciones, el balance de riesgos en esta instancia difiere del considerado en informes anteriores. En particular, la probabilidad de que la inflación se sitúe por encima o por debajo del valor más probable (moda de la distribución) es igual, por lo que se presenta un *fan chart* simétrico para la inflación, abandonando el gráfico con sesgo al alza presentado en reportes anteriores. La confianza que asigna el *fan chart* a que la inflación se ubique dentro del rango-meta al final del HPM es mayor a la del IPOM anterior (49% en este informe, 31% en el previo). Esto se explica tanto por la menor moda de las proyecciones a lo largo del HPM como por el cambio hacia una distribución simétrica en torno a ella.



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%.

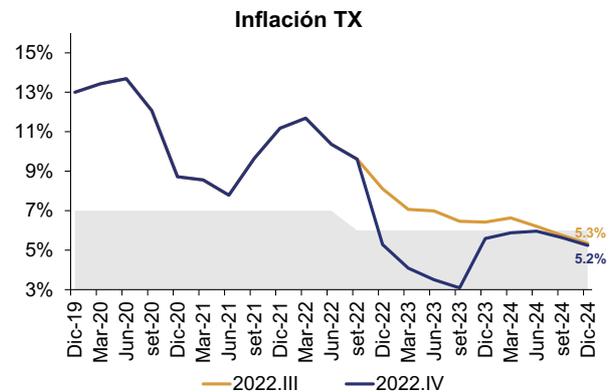
Partiendo de un menor nivel en el punto de partida, a lo largo del horizonte de proyección se daría una desinflación progresiva, guiada por el mantenimiento de las condiciones monetarias restrictivas y aumentos de precios administrados compatibles con la estrategia de desinflación. Las expectativas de inflación se ajustarían progresivamente a la baja, influenciando a su vez a los salarios nominales, los que generarían menores presiones inflacionarias en el HPM respecto a

las esperadas en el informe anterior. Asimismo, la desaceleración de la inflación también estaría determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR y en menor medida de una brecha PIB en terreno negativo.

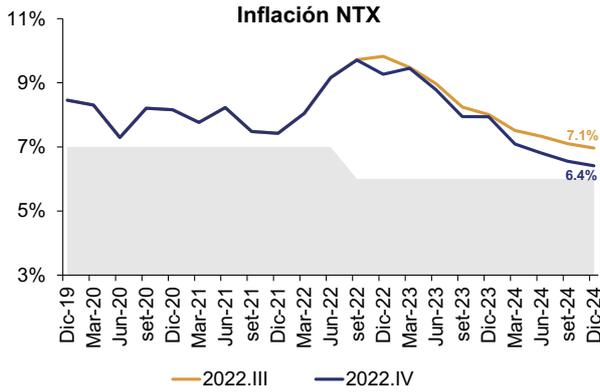
A nivel de componentes, la senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra un patrón similar al de la inflación *headline*. Esto se explica por una menor senda de TX y NTX en todo el HPM respecto al informe anterior.

En la medida en que se continúa diluyendo el *shock* a los precios externos generado por el conflicto Rusia-Ucrania en forma más rápida que la esperada anteriormente, el componente de inflación transable (TX) presenta una mayor convergencia, la que se revierte en 2023T4 por un efecto de base de comparación. Se destaca que la inflación transable se ubica dentro del rango-meta en todo el HPM.

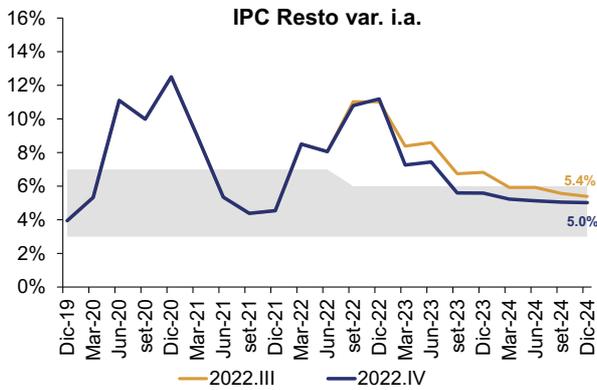
Los precios externos en dólares y el tipo de cambio muestran una evolución en espejo en el HPM. Así, el tipo de cambio se acelera en la primera mitad del horizonte, guiado también por el actual escenario de mayores tasas de interés internacionales, mientras que posteriormente modera su crecimiento.



Por otro lado, los precios no transables de mercado (NTX) parten de un nivel menor que en el IPOM anterior y se desaceleran en forma algo más rápida en el HPM. Este componente, que es el más rígido del IPC, responde con rezagos a la política monetaria contractiva a través de sus distintos canales, donde se destaca el de expectativas y el de brecha PIB.

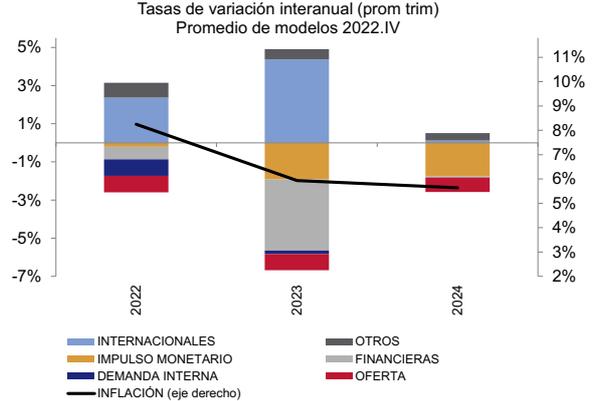


Por otra parte, el IPC Resto continuaría su desaceleración, en ausencia de *shocks* de oferta sobre frutas y verduras y con tarifas públicas evolucionando en línea con el objetivo de inflación en el actual marco de coordinación de políticas monetaria, fiscal y de ingresos.



Estos factores pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco de un modelo DSGE.²⁶ La convergencia de la inflación hacia el rango meta se logra en parte por las acciones de política del Banco Central, que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con su objetivo inflacionario (impulso monetario contractivo). Esto a su vez redundaría en menores expectativas de inflación, las que inciden en el proceso de formación de precios y salarios (dentro de los factores de oferta). Asimismo, las tarifas públicas evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de "otros"). Por otra parte, también contribuyen la moderación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) y las ganancias de productividad en un marco de crecimiento económico (dentro de oferta). Todos estos factores compensan el entorno internacional más inflacionario, notoriamente en 2023.

DESCOMPOSICIÓN PROYECCIONES - INFLACIÓN

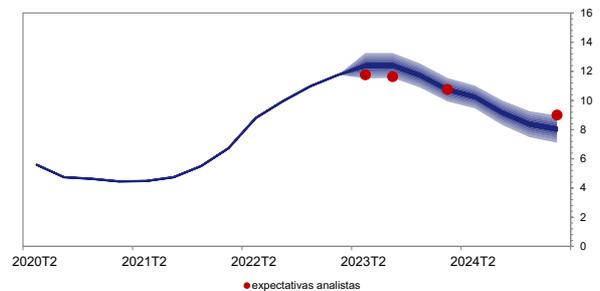


Tasa de interés

Actuando en el marco analizado anteriormente, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad y genera una senda de la tasa de política monetaria (TPM). Esta senda es condicional al contexto internacional de consenso, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y los salarios nominales evolucionando según lo acordado en los convenios; asimismo, incorpora el aumento de la TPM de 25 p.b. adoptada en el COPOM del 30 de diciembre.

Esta senda puede ilustrarse en el siguiente gráfico *fan chart*, que muestra el rango en que sería esperable que se ubique la TPM en el marco del escenario base y de los riesgos considerados en las proyecciones. De esta forma, es consistente con las proyecciones presentadas previamente. La senda considerada más probable es el área más oscura, que es la moda de la distribución de probabilidad. Dada la evolución reciente de la inflación y del cambio en las proyecciones de inflación, el balance de riesgos para la TPM en esta instancia difiere del considerado en informes anteriores. En particular, la probabilidad de que la tasa de interés se sitúe por encima o por debajo de la moda de la distribución es igual, por lo que se presenta un *fan chart* simétrico para la tasa de interés, abandonando el gráfico con sesgo al alza presentado en reportes anteriores.

Proyección de la tasa de interés (Porcentaje)



²⁶ Este gráfico muestra la incidencia que han tenido los distintos *shocks* de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda)

sobre el desvío de la inflación respecto de su promedio histórico, que es 7,7% interanual en el periodo 2005-2022 (eje de la derecha).

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%.

En este marco, la moda de la TPM aumentaría levemente para el promedio del primer paso, se mantendría relativamente estable a continuación y comenzaría a descender desde fines de 2023. En el gráfico se incorpora además la mediana de las expectativas de analistas, la que exhibe un perfil similar en toda su trayectoria.

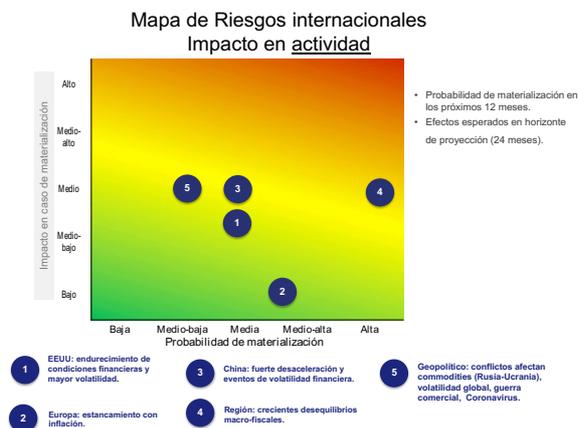
V.3 Principales riesgos que pueden afectar las proyecciones del escenario base

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 persistencia de la guerra entre Rusia y Ucrania, el avance en la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados y la situación financiera de la región. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el análisis prospectivo presentado como escenario base. Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

A continuación se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del Mapa de Riesgos (MR)²⁷.

Riesgos externos

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



Para este informe se juzgó como balanceados los distintos factores que podrían modificar la ubicación de cada riesgo en el mapa, por lo que se mantuvieron en las mismas zonas que en el informe anterior.

Respecto del nivel de actividad, se destaca el riesgo de la región (riesgo 4), que se mantiene en la zona

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

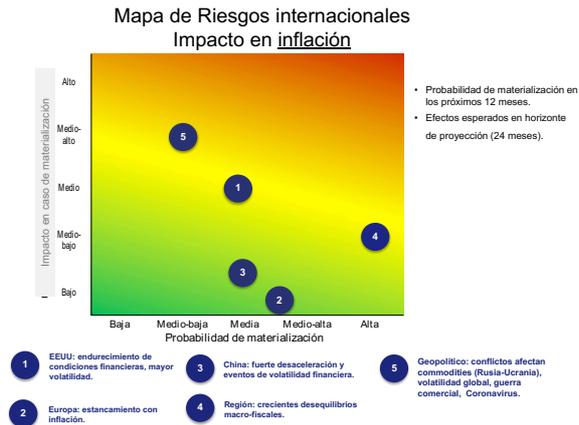
Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5), que incluye la evolución de la pandemia y el impacto de la invasión rusa a Ucrania, tiene una probabilidad de materialización de media a medio-baja, con un impacto sobre la actividad en caso de materializarse de medio-alto a medio.

Mientras tanto, los riesgos vinculados a un endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. por encima de lo previsto en el escenario base (riesgo 1) y una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3) se mantienen en la zona verde/amarilla. Ambos presentan una probabilidad de materialización media, con un impacto sobre la actividad en caso de materializarse medio-bajo para el riesgo 1 y medio para el riesgo 3.

En el caso del riesgo 1, ante la eventualidad que la inflación se mantenga en niveles elevados por un periodo más prolongado, la Fed podría reaccionar con subas más pronunciadas de su tasa de política, lo que ocasionaría mayores caídas en los precios de los activos, mayor fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes. Asimismo, podría generar una recesión en EE.UU. En el caso del riesgo 3 provocaría efectos recesivos sobre la economía mundial y una fuerte caída de los precios de nuestros productos de exportación.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) tiene una probabilidad de ocurrencia media-alta. Si Europa entra en recesión como consecuencia de la crisis energética que actualmente enfrenta debido a la interrupción del suministro de gas por parte de Rusia, las ventas uruguayas a los países de la ZE se verían severamente afectadas. Su impacto sobre la actividad en caso de materialización sería bajo, dado el menor peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

²⁷ Por más detalles ver nota metodológica en IPOM 2020.IV, recuadro 3.



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

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

Riesgos domésticos

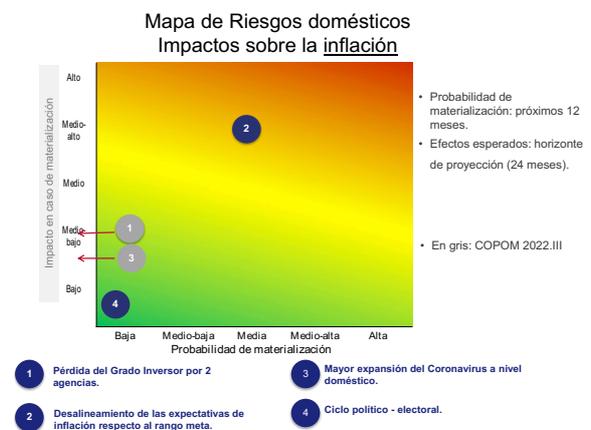
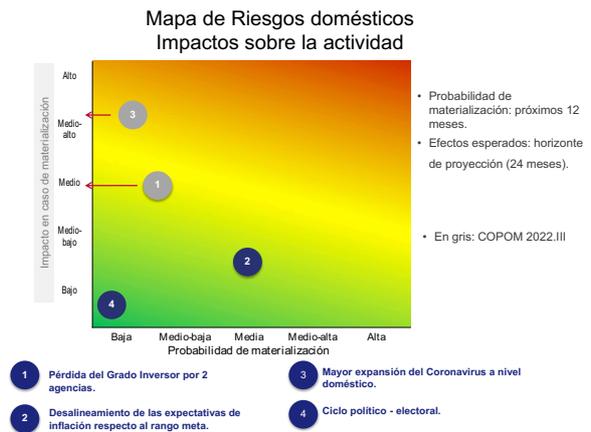
A nivel doméstico el MR presenta varias novedades. Por un lado, hay dos riesgos que salen del mapa; por el otro, se incorpora un nuevo riesgo.

En primer lugar, luego de permanecer con probabilidad baja en varios informes, se decidió excluir el riesgo de pérdida del grado inversor por dos agencias calificadoras (riesgo 1). Se entiende que la probabilidad de materialización en los próximos 12 meses no justifica su permanencia en el mapa; sin embargo, se trata de un riesgo que es objeto de monitoreo permanente. Por otra parte, también se excluye el riesgo 3, mayor expansión del coronavirus por la aparición de nuevas variantes, riesgo que se venía ubicando con probabilidad baja. El motivo de su exclusión no está vinculado a una evaluación sanitaria de una aceleración de los contagios, sino que se juzga que su impacto económico no sería de consideración, en base al desarrollo de las vacunas, el porcentaje de población vacunada y los aprendizajes que la sociedad, y en particular el mercado laboral, han adquirido para funcionar en este marco.

Por otra parte, se juzgó pertinente incluir en el mapa un riesgo vinculado al ciclo político - electoral (riesgo 4), en virtud de que el mismo pasa a encontrarse dentro del

HPM. La evidencia empírica sugiere que típicamente sucede un aumento de la incertidumbre en los trimestres previos a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables económicas y afectar en forma negativa a la actividad y/o a la inflación. En base a estas consideraciones, este riesgo ingresa con una probabilidad y un impacto bajos en ambos mapas y pasa a ser motivo de monitoreo permanente por parte de la autoridad monetaria.

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



Luego de evaluar la evolución reciente de la inflación, de la instancia de política y de las expectativas de inflación, se decidió mantener el riesgo 2 en zona naranja, manteniendo su probabilidad en media. Más allá de que se estaría produciendo un punto de inflexión, la evolución reciente de las expectativas de inflación de los distintos agentes económicos se ha reducido levemente en el margen y aún permanecen fuera del rango-meta en el HPM. En sentido contrario operan las decisiones de política monetaria implementadas progresivamente por el BCU, siguiendo sus propios anuncios. Este riesgo tiene un impacto medio-alto ya que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

Recuadro: metodología de las compras netas de divisas por agente

En un contexto de metas de inflación y tipo de cambio flexible, la autoridad monetaria utiliza principalmente el canal de expectativas de inflación buscando que los precios se fijen en función de las metas anunciadas creando credibilidad, pero también operan los canales financieros de tasa de interés y tipo de cambio. En una economía bimonetaria como la uruguaya, poder analizar la evolución del nivel y las fluctuaciones del tipo de cambio, así como los factores que explican dicho comportamiento, resulta de suma importancia para la toma de decisiones oportunas de la política monetaria.

En el largo plazo la cotización del dólar responde a factores estructurales de la economía local, mientras que en el corto plazo su evolución puede deberse a shocks globales, así como a desequilibrios relacionados a la oferta y demanda en la economía doméstica.

Este apartado presenta la metodología que sigue el BCU para analizar las compras netas de divisas que realizan distintos agentes, y las interrelaciones que surgen de la gestión de sus portafolios financieros por monedas. Adicionalmente, se presenta un análisis histórico, en tanto permite entender cómo los diferentes sectores se comportan en distintas etapas del ciclo económico, ajustando sus portafolios por monedas, y los efectos en las contrapartes.

Las compras-ventas de divisas por sector se estiman utilizando la metodología de la matriz de flujos intersectoriales que se elabora en el BCU, cuyos antecedentes metodológicos pueden encontrarse en Carballo et al. (2007)¹. Para cada sector, la matriz parte de construir un resultado real que está vinculado a la actividad propia del sector, que necesariamente tiene que ser igual a la variación de sus activos financieros y pasivos. Esto en la lógica de la matriz, se conoce como cierre vertical a nivel de cada agente, en donde los usos y fuentes deben coincidir.

Para cada agente tenemos que el ahorro (S) menos la inversión (I):

$$S - I = \Delta \text{activos financieros (AF)} - \Delta \text{pasivos (P)} \quad (1)$$

Además del cierre vertical para cada agente, las transacciones tienen un cierre horizontal de suma cero entre agentes, es decir que el superávit de un sector, implica que otros sectores presenten en su conjunto un déficit en su operativa real.

De esta forma, de manera agregada, la matriz intersectorial del BCU parte de considerar el enfoque absorción de la cuenta corriente:

$$S - I \text{ sector público} + S - I \text{ sector privado} - SCC = 0 \quad (2)$$

¹ Carballo, P., España, V. e Ibarra, A. "El financiamiento entre los distintos agentes institucionales de la economía uruguaya", Documento de trabajo ISSN 1688-75-65- Banco Central del Uruguay (N°003-2007).

A partir del ahorro menos la inversión del sector público ($S - I$ sector público), resultado fiscal estadístico, y del saldo de cuenta corriente (SCC), que publica el BCU en forma trimestral, se determina el ahorro menos la inversión del sector privado ($S - I$ sector privado), resultado del sector privado.

A nivel sectorial, en los análisis de la matriz, se cuenta con una desagregación de los distintos agentes del sector público (GC, BCU y EEPP), los agentes no residentes se tratan como un conjunto (RM), y dado que se realiza un análisis particular del sistema financiero, bancos privados y públicos, y fondos de ahorro previsional (FAP), se obtiene, partiendo del $S - I$ sector privado definido en (2) y sustrayendo el sector financiero, un subsector que se resume como Familias-Empresas.

Retomando el cierre vertical de cada agente, tenemos que la variación del patrimonio financiero (transacciones de activos menos pasivos) tiene que ser igual al resultado económico calculado como ingresos menos gastos. Si este análisis se abre por monedas a nivel de cada agente, las divisas que aplica a incrementar su patrimonio financiero en moneda extranjera (ME) las obtiene vía resultado por operaciones en dólares o a través de compras de divisas en el mercado cambiario. Las compras-ventas de divisas son el vehículo para canalizar flujos de una moneda a otra, es decir concretar un cambio de portafolio (vínculo entre las fuentes y usos en los flujos de fondos por monedas).

Si incorporamos una apertura por moneda a la ecuación (1) tenemos,

$$\Delta AF_{MN} + \Delta AF_{ME} - \Delta P_{MN} - \Delta P_{ME} + CND_{ME} = S_{MN} - I_{MN} + S_{ME} - I_{ME} \quad (3)$$

En donde CND_{ME} es las compras netas divisas que realiza cada agente para realizar un cambio de portafolio.

Al igual que el resto de la matriz, en las compras de divisas existe el cierre horizontal, se trata de un juego de suma cero, con lo cual, conociendo la actividad del sector público en el mercado de cambios, y la operativa del RM, se puede inferir el comportamiento del sector privado en su conjunto. Nuevamente, deduciendo de dicho comportamiento el resultado real de los bancos y el FAP ($S - I$), la gestión en sus activos netos por monedas ($\Delta AF - \Delta P$), y sus compras de divisas, logramos obtener un cierre residual, con sentido económico para la operativa en el mercado de cambios del sector Familias-Empresas.

Para elaborar la matriz intersectorial, el BCU cuenta con distintas fuentes dependiendo de cada agente, en donde la información puede ser un dato obtenido de sistemas a los que tiene acceso la autoridad monetaria, o una estimación puntual. En el caso de las compras de divisas que realizan el BCU, el GC, y las distintas EEPP, y los FAP son datos conocidos, algunos de ellos se publican en la web, cuyo rezago en la disponibilidad de información varía entre un día y un mes. Para el RM, sus compras netas de divisas surgen de una estimación en función de la variación de activos financieros y pasivos, integrables en moneda nacional (MN), que se obtienen con un rezago de un mes. En el caso de los bancos: se realiza una estimación a nivel de cada institución, en donde se explica la variación de la posición en ME por diferentes componentes, entre ellos, las compras netas divisas, el resultado en ME, movimientos en derivados, entre otros, con un rezago de un mes. Resto del sector privado, es la variable residuo en donde en el juego de suma cero, las compras de los agentes deben ser iguales a las ventas del resto.

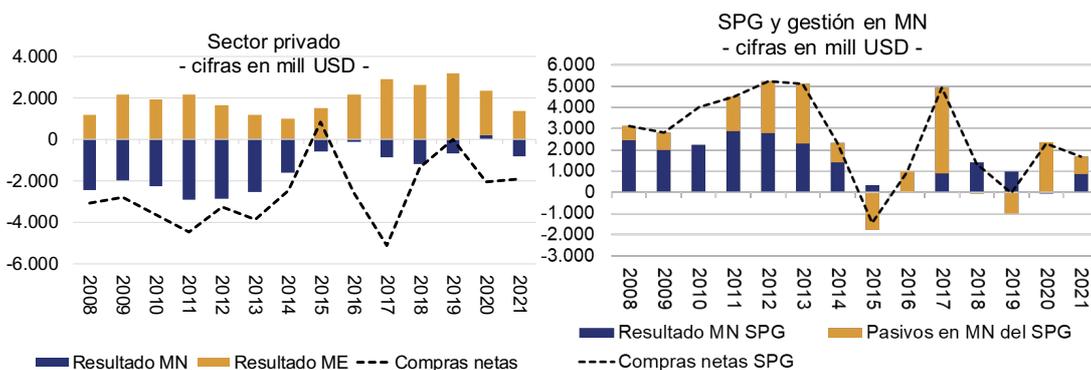
La periodicidad de los datos con lo que se construye la matriz de sectores es mensual pero, para reducir debilidades que puedan presentarse por inconsistencias vinculadas a los rezagos entre los registros de los distintos agentes, la mayor frecuencia con la que se realiza el análisis de la misma es en términos de trimestres móviles.

En el siguiente cuadro, se presenta un ejemplo de lo que sería una matriz intersectorial para un momento determinado.

Año móvil a diciembre 2021 - cifras en mill USD							
	Resultado (*)			Financiamiento (**)			Com.Neta .Divisas
	MN	ME	Total	MN	ME	Total	
BCU	-645	84	-561	748	-187	561	103
SPNM	1.500	-3.129	-1.629	91	1.538	1.629	1.591
Bancos	2	132	134	-274	140	-134	-272
FAP	811	-13	798	-534	-265	-798	278
Fam.-Empresas	-1.642	1.268	-374	-293	667	374	-1.936
RM	-26	1.658	1.632	262	-1.894	-1.632	237

(*) positivo es ganancia neta
(**) positivo es endeudamiento neto

A modo de ejemplo, si se analiza el BCU durante el año 2021 se observa que presentó un déficit por transacciones del orden de los USD 560 millones, siendo deficitario en MN, producto de la gestión de la política monetaria, y superavitario en dólares ya que obtiene un rendimiento por administrar las reservas del país. Por otra parte, si se analiza el financiamiento por monedas, se observa que el financiamiento en MN le permitió financiar su déficit y adquirir divisas².



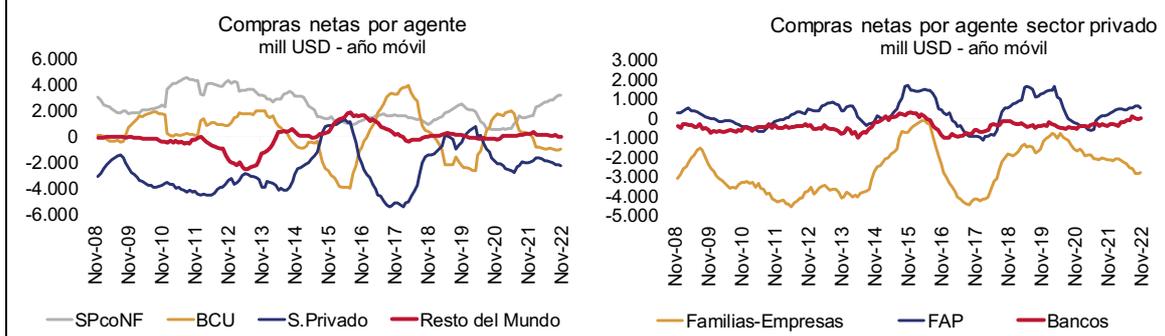
Históricamente, el mercado de cambios uruguayo se caracteriza por tener un sector privado pautado por Familias-Empresas que venden divisas para financiar su déficit en MN (basado en el consumo de servicios públicos y pago de impuestos) y adquirir activos en pesos (base monetaria y títulos públicos en MN).

En contrapartida encontramos en la punta compradora al sector público, que se fondea con su resultado superavitario en MN y mediante la emisión de pasivos netos en dicha moneda. Dentro del mismo, las EEP compran divisas financiadas con su resultado en MN para poder importar sus insumos. Por su parte, el GC interviene en el mercado de cambios para cerrar su brecha de financiamiento por monedas dependiendo de su resultado y su política de financiamiento. Así, en la medida que obtiene financiamiento externo por encima de sus necesidades en ME, dependiendo de su política de prefinanciamiento, venderá divisas, mientras que cuando se fondea en MN por encima de sus requerimientos puede comprar divisas. Las compra-ventas de divisas realizadas por el BCU a lo largo del tiempo han tenido diferentes objetivos y se han concretado a través de distintos canales de intervención, a través del mercado spot, canjes-

² El análisis intersectorial tiene en cuenta la gestión integrada de cada agente, y en particular las compras (ventas) netas surgen del monto total que el agente requirió intercambiar de monedas para realizar el cierre de sus flujos de fondos, para lo cual puede utilizar diferentes canales. Así, en el caso de este ejemplo, si bien el BCU en el mercado spot tuvo una sola intervención de compra de dólares durante el 2021 por USD 31 millones, también adquirió divisas por el mecanismo de integración en dólares de LRM, y además compró divisas al SPG, comprando al GC más de lo que vendió a EEP por el vencimiento de contratos forward con delivery.

integraciones de títulos y derivados financieros³. Los agentes contrapartes de las compras-ventas de divisas del BCU han sido el GC y las EEPP, cuando responden a operaciones realizadas en su rol de agente financiero del SPG, o han viabilizando cambios de portafolio de distintos agentes del sector privado o del RM⁴.

Las compras-ventas del sector financiero, con menor significación varían en función de las preferencias por moneda de sus inversiones. Los FAP reciben el ahorro de los hogares en pesos y en la medida que inviertan en títulos integrables en ME deben comprar divisas. En momentos puntuales también han realizado compra-ventas por montos más significativos vinculadas a oportunidades de arbitrajes con agentes del RM.



³ La interacción entre el comportamiento del mercado cambiario y la gestión de la liquidez que debe realizar la autoridad monetaria ha sido una constante a través de distintos regímenes. El análisis histórico puede complementarse consultando los siguientes documentos que abordan este tema bajo el régimen de bandas de flotación, y en el primer período en el que los agregados monetarios fueron el objetivo operativo del BCU, respectivamente, Borchardt, M. e Ibarra, A. –“La intramensualidad de la liquidez y el mercado de cambios en el Uruguay”, Revista de Economía - Segunda Epoca Vol. V7 N° 1 - Banco Central del Uruguay (2000); y Borchardt, M. España, V., Ibarra, A. e Induni, A. “La gestión de la liquidez en Uruguay: Implementación y seguimiento operativo de la política Monetaria”, Revista de Economía – ISSN 0797-5546, Vol.15, Banco Central del Uruguay (N°1, 2008).

⁴ En los últimos 15 años se destaca con el RM las compras contrapartida del ingreso de capitales que se da después de 2012, cuando Uruguay obtiene el grado inversor, y las ventas de 2015-16 cuando la volatilidad en los mercados internacionales generan salida de la MN por parte del RM y del sector privado. Este último agente, un año más tarde inicia un proceso de desdolarización que nuevamente es viabilizado por compras del BCU, parte del cual se comienza a desarmar a mediados de 2018.