



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Primer trimestre 2022



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

El panorama internacional ha estado pautado por el conflicto Rusia-Ucrania. Estas hostilidades en el este europeo suponen un freno a la recuperación mundial, al tiempo que dan un impulso adicional a la inflación global, que ya era la más elevada de los últimos 40 años, fruto de la emisión monetaria implementada por los bancos centrales para mitigar los efectos de la pandemia. Otro elemento que impactará a la baja en la actividad global es la política de “Cero COVID” por parte de China, que implica la imposición de fuertes restricciones a la movilidad y a determinadas actividades para frenar los nuevos brotes de la enfermedad.

En este contexto, las condiciones financieras globales registraron un deterioro, parcialmente compensado por subas históricas de los precios de los *commodities*, como consecuencia del conflicto Rusia-Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia.

A nivel regional, Argentina alcanzó un acuerdo con el FMI, el que aleja la probabilidad de un escenario disruptivo en el corto plazo al evitar el *default* con dicho organismo. Brasil por su parte cerró 2021 con mayor dinamismo que el esperado, aunque enfrentará desafíos relevantes en 2022, tanto del marco externo como del doméstico, en especial, en temas fiscales y electorales.

I.2 Contexto interno

El cuarto trimestre de 2021 mostró una expansión desestacionalizada de 2,0%, lo que en términos interanuales significó un aumento del producto de 5,9%. Asimismo, el crecimiento promedio anual fue 4,4% y de este modo la actividad se ubicó 2,3% por encima del nivel del trimestre previo a la pandemia (2019T4).

A nivel sectorial, el crecimiento fue generalizado debido a la baja base de comparación en la mayoría de los sectores respecto a un año atrás. En particular, se destacaron las incidencias positivas de algunos sectores: educación, salud, actividades recreativas e inmobiliarias, industria manufacturera y comercio y alojamiento. Por el lado de la demanda, el crecimiento estuvo impulsado principalmente por el consumo y la inversión.

La economía habría mantenido su crecimiento en 2022T1 frente al trimestre inmediato anterior, aunque lo haría a un menor ritmo que el del cierre de 2021. Si bien la mayoría de los indicadores de alta frecuencia continúan creciendo, se observa cierta desaceleración en el margen en algunos indicadores relevantes.

El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicó en -1,8% del Producto Bruto Interno (PIB) en el año 2021, aumentando algo más de 1 p.p. respecto al año 2020. Esta evolución estuvo determinada en su mayoría por las importaciones vinculadas a la construcción de la planta de celulosa UPM II y el efecto negativo de la emergencia sanitaria sobre el turismo. A nivel institucional, las inversiones en grandes proyectos determinaron un menor ahorro neto del sector privado, mientras que se registró una reducción del desahorro del sector público.

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) global se apreció levemente en enero-marzo respecto al trimestre inmediato anterior y también mostró una apreciación en la comparación interanual. En ambos casos la razón fue un encarecimiento relativo frente a los socios de la extra-región.

Mientras tanto, el Tipo de Cambio Real de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos se depreció en el trimestre como resultado del deterioro de los términos de intercambio y del menor gasto respecto al PIB. De esta forma, la brecha entre el TCRE y el TCRf disminuyó para ubicarse en el entorno de cero para el promedio de las estimaciones.

Por su parte, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora, presentó un aumento en el promedio del trimestre móvil a enero (medición tendencia-ciclo).

En el año culminado en febrero 2022 el Sector Público Global (SPG) presentó un déficit de 3,4% del PIB, o 3,8% del PIB sin tener en cuenta la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS) ni los adelantos de sueldos y pasividades del periodo. Asimismo, el ratio deuda-PIB cerró 2021 en el mismo nivel que el año anterior, ubicándose en 36,4% del PIB (deuda neta). Se siguen observando fortalezas financieras del Gobierno, como la participación de la moneda nacional en el endeudamiento, 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 financiera se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se ubica por debajo del nivel previo a la pandemia.

En este marco, durante el primer trimestre el Banco Central del Uruguay (BCU) decidió dos subas de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 75 p.b. (puntos básicos) cada una en las reuniones de enero y febrero del COPOM. De esta manera, continuó avanzando en una gradual salida de la fase expansiva de la política monetaria, con el propósito de guiar a la inflación y las expectativas de inflación hacia el objetivo inflacionario establecido para un horizonte de 2 años.

Asimismo, las tasas de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustaron al alza, al igual que la tasa pasiva de plazos fijos al sector no financiero y la tasa activa a empresas en moneda nacional, dando cuenta de la transmisión de las decisiones de política monetaria hacia las tasas bancarias.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a marzo 2022 se ubicó en 9.38%, aumentando 1.42 puntos porcentuales respecto al registro de diciembre, alejándose del rango meta de 3% a 7% vigente fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Se destaca la presión ejercida por el aumento de los precios de los *commodities* alimenticios y energéticos al influjo del conflicto Rusia-Ucrania, mientras que el tipo de cambio operó atenuando las presiones inflacionarias.

A nivel de componentes, el IPC Resto (compuesto por los bienes Administrados y las Frutas y Verduras) exhibió una importante aceleración en el trimestre, determinada principalmente por el *Frutas y Verduras* - componente más volátil de la inflación- y en menor medida por *Tarifas*, especialmente de los combustibles.

En el mismo sentido, la inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX (IPC sin considerar frutas, verduras y administrados), se aceleró en su medición interanual, ubicándose en 9.7%, impulsada tanto por los No Transables de Mercado (NTX) como especialmente por los Transables de Exclusión (TX), al influjo de la fuerte suba en alimentos.

Las expectativas de inflación a 24 meses han mostrado un aumento respecto a los trimestres anteriores. El indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU avanzó 57 p.b. entre diciembre y marzo, ubicándose actualmente en 7.8%. Mientras tanto, en el horizonte a cinco años la mediana de expectativas de inflación relevadas por el BCU se elevó a 5.9%. En atención al desarrollo de las expectativas, se continuará trabajando en mejorar los mecanismos de comunicación.

1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base, la evolución esperada para el nivel de actividad supone un crecimiento promedio de 3,6% en 2022-2023. Este crecimiento estaría determinado mayormente por un mayor dinamismo del consumo privado ante la recuperación esperada en la masa salarial y de las exportaciones netas al enfrentar condiciones externas favorables.

Las proyecciones de inflación presentan una aceleración al inicio y una trayectoria decreciente a partir de 2022T3, para terminar en 6% al final del HPM, techo del rango-meta vigente desde setiembre 2022.

Esta caída sostenida de la inflación en los próximos 2 años está determinada por la política monetaria, que reacciona a los desvíos en la inflación y en la actividad a través de aumentos de la TPM, y el marco consistente de coordinación de las políticas macroeconómicas. En este sentido, se incorporan ajustes de precios administrados compatibles con la meta inflacionaria, así como los resultados de la 9ª Ronda de Consejos de Salarios.

De forma complementaria, los principales factores macroeconómicos que contribuirían a este proceso de desinflación serían la dinámica moderada del tipo de cambio nominal y real en la primera parte del HPM y una brecha PIB ligeramente negativa.

Los principales riesgos respecto del nivel de actividad refieren a la materialización de efectos de la pandemia más persistentes o más profundos, tanto a nivel doméstico como internacional y al desarrollo del conflicto Rusia-Ucrania. Asimismo, otro riesgo latente es la región, que mantiene desequilibrios macroeconómicos.

Los principales riesgos para la inflación están asociados a que los precios de *commodities* a nivel global mantengan su tendencia al alza, al traslado a precios del eventual adelanto de los ajustes salariales por correctivo de inflación para el mes de julio y a una evolución desfavorable de las expectativas de inflación. También existe el riesgo de mayores desequilibrios en la región, que lleven a un aumento más rápido y a una mayor volatilidad del tipo de cambio, con impacto directo en la inflación transable y posibles efectos de segunda vuelta.

1.5 Decisiones de política monetaria

El Directorio del BCU decidió incrementar la TPM en 125 p.b. hasta 8,5%, tras la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 7 de abril. Este incremento fue mayor a lo anticipado en reuniones previas y responde el contexto internacional de mayores presiones inflacionarias, teniendo en cuenta la situación económica local.

A su vez, anticipó un nuevo aumento de la tasa de interés en la próxima sesión de mayo y espera que en las siguientes reuniones este proceso continúe, con el objetivo de alinear las expectativas de inflación a dos años con el rango meta de 3% a 6%.

El Comité se mantiene haciendo un monitoreo permanente de las condiciones económicas ante la incertidumbre que pautó el escenario global.

I. 6 Gestión de la política monetaria

La gestión monetaria tiene por objetivo generar las condiciones de liquidez consistentes con los anuncios realizados en el marco del COPOM. En el contexto actual, ello implica gestionar la oferta primaria a través de la colocación de LRM con plazos de 30, 90, 180 días, 1 y 2 años, a fin de esterilizar los excesos de liquidez de mediano y largo plazo.

En un esquema de manejo de tasas de interés también se realizan operaciones con instrumentos a plazos más cortos, referidos como Instrumentos de Sintonía Fina (ISF). Los mismos son utilizados tanto para esterilizar como para inyectar liquidez, de manera de que la tasa media del mercado de dinero a 1 día (T1D) opere en el entorno de la TPM anunciada.

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

El ritmo de crecimiento global, que estaba retomando las tasas previas al inicio de la pandemia, especialmente en las economías avanzadas, está siendo afectado por el impacto del conflicto entre Rusia y Ucrania. Esto es especialmente relevante para Europa, región en la que se lleva adelante el conflicto. Otro elemento que impactará en el mismo sentido es la expansión del COVID-19 en China y la subsecuente política de “Cero COVID” implementada por las autoridades, que implica fuertes restricciones a la movilidad y a determinadas actividades, lo que ha afectado negativamente a las cadenas de producción globales en el primer trimestre de 2022.

Las proyecciones de crecimiento para 2022 y 2023 se corrigieron a la baja. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el nivel de actividad mundial crecerá 3,6% tanto en 2022 como en 2023, 0,8% y 0,2% menos respectivamente que en las proyecciones anteriores¹.

El impacto del conflicto es más significativo en la inflación global, en un contexto en el cual las presiones inflacionarias ya eran las más elevadas de los últimos 40 años, producto de los planes de estímulo monetario que se habían implementaron para mitigar los efectos de la pandemia. Ante esto, los bancos centrales tanto de las economías avanzadas como de las emergentes están respondiendo con un

sesgo mucho más contractivo de su política monetaria que el esperado algunos meses atrás. En particular, la Fed elevó en marzo su tasa de referencia por primera vez desde 2018 y señaló un ritmo más agresivo de subas para los próximos periodos. El traspaso de estas subas a las tasas largas implica un incremento en los costos de financiamiento para economías emergentes.

Los activos financieros, tanto acciones como títulos de deuda, mantenían una perspectiva negativa en términos generales, impulsada por la mayor incertidumbre producto del conflicto, una inflación más elevada y duradera y políticas monetarias más contractivas. En ese contexto, el dólar continuó mostrando una trayectoria levemente al alza frente a otras economías avanzadas y se mantuvo estable respecto a las emergentes, dada su característica de exportadoras de *commodities* de estas últimas.

Finalmente, casi todos los *commodities* exhibieron una sensible evolución al alza como consecuencia del *shock* de oferta, habida cuenta que las hostilidades se desarrollan en una región relevante en la producción de alimentos a nivel global, al tiempo que las sanciones aplicadas a Rusia impactaron especialmente en los precios de las materias primas energéticas y metálicas.

Respecto a la región, Argentina, tras el acuerdo con el FMI, aleja la probabilidad de un escenario disruptivo en el corto plazo de *default* con el organismo en un contexto de desequilibrios macro y tensión política. Mientras tanto, Brasil cerró 2021 con mayor dinamismo al esperado, aunque enfrentará desafíos relevantes, tanto del marco externo como del doméstico, donde la inflación y la política monetaria contractiva implementada en consecuencia representarán un freno para el crecimiento en el corto plazo.

Actividad global

Tras la desigual recuperación en 2021T4, los datos de alta frecuencia señalan una desaceleración en los primeros meses de 2022. Los efectos del conflicto difieren entre sectores y entre regiones. Por otra parte, si bien el impacto de la pandemia disminuyó sensiblemente tanto en términos sanitarios como con respecto a las restricciones a la movilidad a nivel global, en algunas regiones se mantienen medidas restrictivas que pueden enlentecer la recuperación.

En EE.UU. el PIB creció 6,9% en el cuarto trimestre luego de crecer 2,3% en el tercero, en términos desestacionalizados y anualizados, frente al trimestre anterior. Los datos de alta frecuencia indican que el dinamismo se ha mantenido.

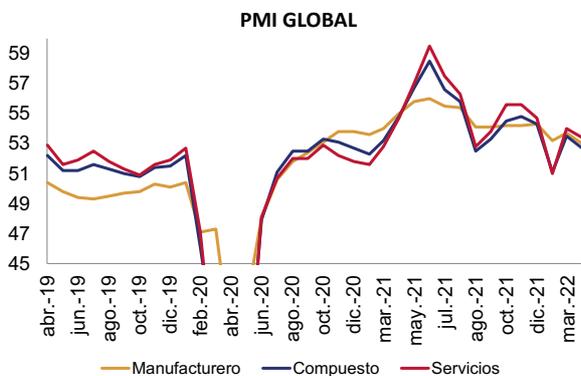
La inflación está teniendo efectos negativos sobre las expectativas de los consumidores y de los

¹World Economic Outlook, abril 2022.

empresarios, al tiempo que la política monetaria más restrictiva que anunció la Reserva Federal (Fed) determinará mayores costos crediticios para familias, empresas y gobierno, en un contexto de elevado endeudamiento. El FMI recortó la proyección de crecimiento para 2022 de 4.0% en enero a 3.7% en abril.

En la Zona Euro (ZE) la actividad se desaceleró fuertemente en el cuarto trimestre, al crecer 0.3% en términos desestacionalizados, luego del 2.3% en el trimestre anterior, influida por la propagación de la variante Ómicron y la reimplantación de medidas para contenerlo. Los datos de alta frecuencia señalan un importante deterioro en este primer trimestre, habida cuenta de los efectos adversos de la conflagración en Ucrania. El FMI espera una expansión de 2.8% en 2022, 1.1% menos de lo que esperaba en enero.

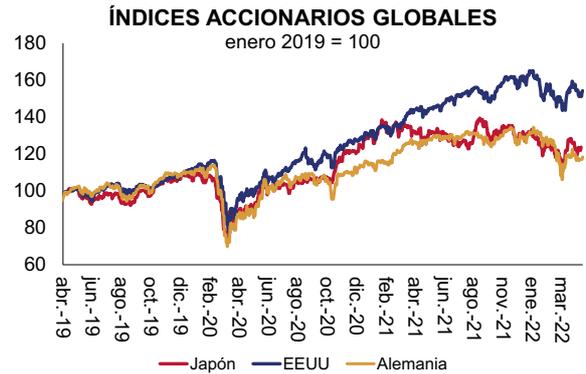
La economía china creció 1.6% desestacionalizado en el cuarto trimestre, recuperándose parcialmente de una serie de shocks negativos, como la crisis energética, la disrupción en ciertas cadenas productivas, las preocupaciones en el sector inmobiliario y las restricciones para contener el avance de la nueva variante de COVID-19. Esto último continúa representando una amenaza para la recuperación, en virtud de la política sanitaria de "Cero COVID". El FMI proyecta un crecimiento de 4.4% en 2022, cuando en enero proyectaba 4.8%.



Fuente: Bloomberg.

Mercados financieros e inflación

El conflicto bélico en el este de Europa aumentó la incertidumbre en los mercados financieros y profundizó la escalada inflacionaria que el mundo ya venía experimentando, tras superar el periodo más álgido de la pandemia. En este contexto, la Fed y otros bancos centrales anunciaron una política monetaria mucho más restrictiva, lo que explica la mayor volatilidad de los activos financieros.



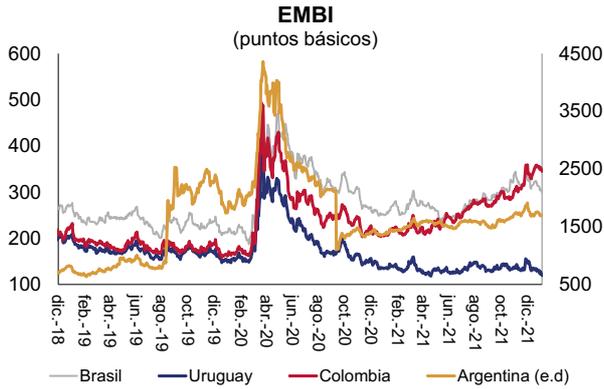
Fuente: Bloomberg.

Del mismo modo, las tasas largas acentuaron la senda al alza desde niveles mínimos históricos, habida cuenta de las expectativas de subas en la tasa de política. En ese sentido, la tasa de los *Treasuries* a 10 años subió unos 130 p.b. desde finales del año pasado y se ubicaba en el entorno de 2.9% al cierre de este informe. La Fed ya implementó una suba de 25 p.b. en su reunión de marzo y se esperan 7 subas más de esa magnitud en lo que resta del año.



Fuente: Fed.

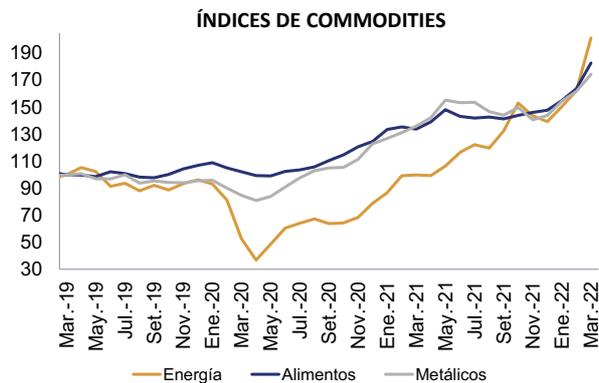
La cotización global del dólar se mantuvo con una leve tendencia al alza frente a divisas de economías avanzadas, aunque estable frente a la mayoría de las monedas emergentes. Esto último obedece a que el encarecimiento de los *commodities* lleva a la apreciación de las monedas de los países que los exportan. De todos modos, el marco financiero global se ha deteriorado para estas economías, en la medida en que la suba de tasas encarece el endeudamiento. Es interesante destacar que los riesgos soberanos en general han subido en forma leve.



Fuente: Bloomberg.

Commodities

Los precios de las materias primas exhiben subas históricas como consecuencia del conflicto y de las sanciones impuestas a Rusia. Ambos países son productores relevantes de alimentos (especialmente Ucrania) y de energía (especialmente Rusia). Las dificultades para exportar desde esa zona y las sanciones impuestas a Rusia provocaron una importante alza en los precios, que ya habían subido fuertemente por el relajamiento de las restricciones sanitarias.



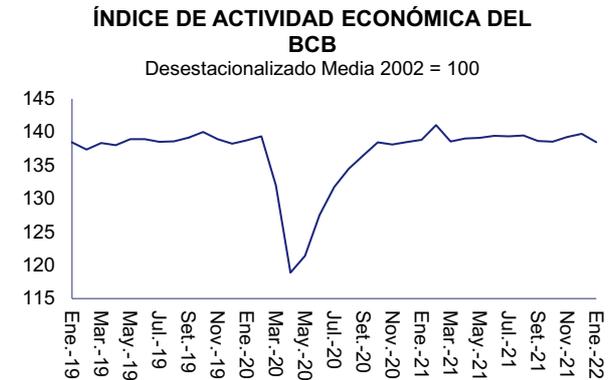
Fuente: Banco Mundial.

La región

En Brasil, la suba de precios de *commodities* y el buen desempeño fiscal desde hace varios periodos han beneficiado a los activos domésticos, mientras que las principales dificultades provienen de la elevada inflación y el escaso dinamismo al inicio de 2022. En Argentina, el acuerdo entre el gobierno y el FMI evitó el *default* y la probabilidad de un escenario disruptivo en el corto plazo.

El PIB de Brasil creció 0,5% en términos desestacionalizados en 2021T4 tras 2 caídas trimestrales previas. A nivel anual el crecimiento fue 4.6%, tras caer 3.9% en 2020. Mientras tanto, los datos de alta frecuencia indican que la economía habría vuelto a desacelerarse durante el primer

trimestre y los analistas encuestados por el BCB esperan un crecimiento de 0.5% en mediana en 2022.



Fuente: BCB.

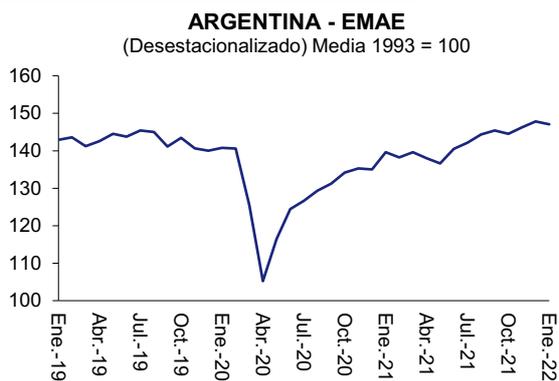
La inflación continuó aumentando y se ubicó en 11.3% en marzo, la cifra más alta en casi 20 años. Las expectativas de inflación también evolucionaron al alza y se alejan del objetivo del Banco Central. Ante esta situación, el BCB continuó endureciendo su política monetaria y llevó la tasa *Selic* hasta 11,75% en su última reunión. Se espera que esta tasa alcance 12.75% en la reunión de mayo.

Por otra parte, la dinámica inflacionaria y de la actividad tuvo un impacto positivo en el resultado fiscal. En particular, el resultado primario mostró un superávit de 1.2% del PIB en los 12 meses cerrados en enero. En el horizonte cercano se destaca la cercanía de las elecciones.



Fuente: BCB

En Argentina el PIB creció 1.5% en términos desestacionalizados en el cuarto trimestre, tras la importante aceleración registrada en el tercero. De este modo, Argentina creció 10.2% en 2021 tras caer 9.9% en 2020. Los indicadores de alta frecuencia también muestran desaceleración en los primeros meses del año, mientras que los analistas encuestados por el BCRA esperan un crecimiento de 3.2% en mediana en 2022.



Fuentes: INDEC.

La inflación se aceleró nuevamente desde niveles muy altos y alcanzó el mayor guarismo mensual de los últimos 20 años: 6.7% en marzo. Si bien se espera cierta desaceleración en los próximos meses, no se avizora una reducción significativa, habida de cuenta de las correcciones macro que estaría llevando adelante la economía, como la actualización de tarifas para controlar el déficit fiscal y una depreciación más acelerada de la moneda para evitar una mayor apreciación real.

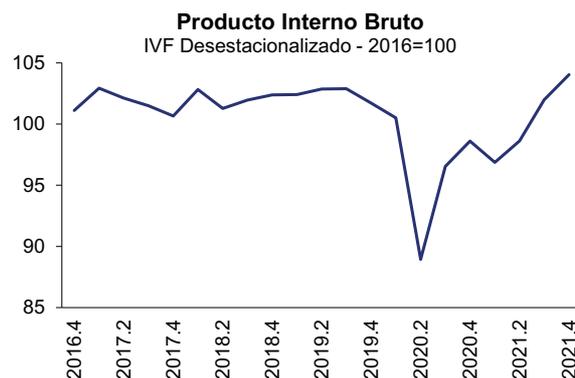
Tras el deterioro fiscal del año pasado, el gobierno busca recomponer las cuentas públicas. Uno de los objetivos incluido en el acuerdo con el FMI es reducir drásticamente en el correr del año el financiamiento con emisión monetaria y eliminarlo para los años siguientes. Esto se inscribe en un conjunto de medidas que buscan recuperar reservas internacionales, bajar la inflación y disminuir la brecha cambiaria. Tras el acuerdo se registró cierto descenso en la brecha entre el tipo de cambio oficial y las cotizaciones alternativas.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

El cuarto trimestre de 2021

La actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 2.0% en octubre-diciembre, algo menor al registrado en el trimestre previo. Esta variación es equivalente a un incremento interanual de 5.9% y promedio anual de 4.4%. De este modo, en el cierre de 2021 la economía se situó 2.3% por encima de 2019T4, trimestre previo a la pandemia.



En la comparación interanual el crecimiento de octubre-noviembre fue generalizado, en parte debido a la baja base de comparación, ya que en 2020T4 los efectos de la crisis sanitaria habían sido muy significativos. A nivel de sectores, el que tuvo mayor incidencia positiva es el de *Salud, educación, actividades inmobiliarias y otros servicios*, que presentó un crecimiento de 5.1% frente a igual trimestre de 2020. Contribuyeron a este resultado el crecimiento de los servicios de enseñanza (debido a la mayor presencialidad), de salud y de las actividades recreativas e inmobiliarias (debido a las menores restricciones sanitarias y la apertura de fronteras al turismo).

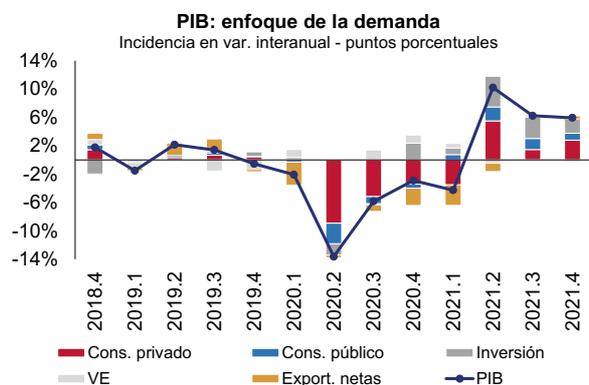
Se destaca en segundo lugar la incidencia positiva de los sectores *Industria manufacturera, Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas y Transporte y Almacenamiento, Información y Comunicaciones*. A nivel de la *Industria manufacturera*, se verificó una contribución positiva relevante del valor agregado de los frigoríficos al impulso de la demanda externa. Por su parte, el agregado *Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas* creció a influjo tanto de la actividad comercial como de los restaurantes y hoteles, ante la demanda de turistas no residentes. En el crecimiento del sector *Transporte y Almacenamiento, Información y Comunicaciones* se destacan los aumentos en el transporte de pasajeros y de carga, en la producción de servicios de tecnología de información y comunicación y en los servicios de datos.

Por el lado del gasto, el crecimiento interanual se debió a la contribución de la demanda interna, si bien las exportaciones netas tuvieron una incidencia positiva.

A nivel de la demanda interna, el crecimiento se explicó tanto por el consumo como por la inversión. El consumo de los hogares se expandió 4.5% respecto a un año atrás, debido a mayores adquisiciones de bienes y servicios, y explicó casi la mitad de la variación total del PIB. El consumo del gobierno presentó una suba de 6.0% interanual, explicada por el

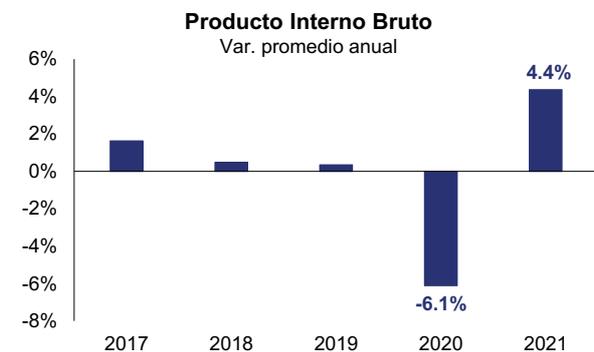
crecimiento de los servicios de educación y salud pública. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se expandió 9.8% interanual y contribuyó al crecimiento del PIB con 2 puntos porcentuales, al impulso de mayores adquisiciones de productos metálicos elaborados, maquinaria y equipo, equipos de transporte y de la inversión asociada a la instalación de la tercera planta de celulosa y las obras de infraestructura del Ferrocarril Central.

Por otra parte, las exportaciones de bienes y servicios crecieron más que las importaciones en la comparación frente a 2020T4, determinando una contribución al crecimiento de las exportaciones netas de 0.4 puntos porcentuales.



El año 2021

En promedio la economía se expandió 4.4% durante 2021 en comparación al año previo, luego de haber mostrado una caída de 6.1% en 2020 a raíz de la crisis sanitaria y las medidas tomadas para contenerla. De este modo, se mantiene 2.0% por debajo del promedio de 2019. El efecto neto de las compras-ventas supuso una contribución positiva al crecimiento de 0.7 puntos porcentuales.



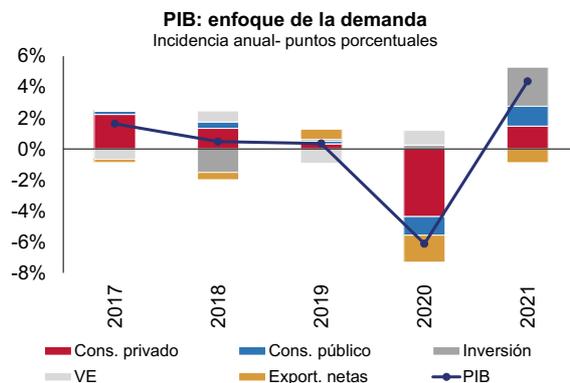
El crecimiento por sectores de actividad fue generalizado, debido a que casi la totalidad de los sectores, en mayor o menor medida, se vio afectado por la crisis sanitaria en el año previo. De esta forma, los distintos sectores se beneficiaron de las menores restricciones a la movilidad, la apertura de fronteras

hacia final de año y el avance hacia la presencialidad plena y retorno de la obligatoriedad. En el caso de la industria, el crecimiento estuvo influenciado por la recuperación de la demanda externa.

PIB Oferta: 2021		
	Variación anual	Incidencia
Activ. Primarias	5.0%	0.3%
Industria	6.7%	0.7%
Electricidad, gas y agua	3.5%	0.1%
Construcción	6.0%	0.3%
Comercio, aloj. y suministro de comidas y bebidas	7.0%	0.9%
Transp. y almac., información y com.	4.1%	0.4%
Servicios Financieros	5.0%	0.3%
Activ. profesionales y arrend.	5.2%	0.4%
Adm. pública	0.0%	0.0%
Salud, educación y otros	1.9%	0.5%
PIB	4.4%	4.4%

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

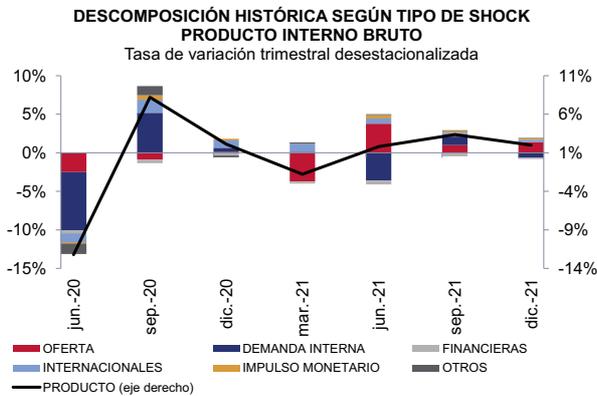
Si bien las exportaciones de bienes y servicios crecieron de forma significativa frente a 2020 (14.4%), lo hicieron en una menor magnitud que las importaciones (20.9%), por lo que la contribución de las exportaciones netas en el promedio del año fue negativa.



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)². En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks sobre el desvío de la tasa de crecimiento del producto respecto de su promedio histórico (0,9% trimestral, equivalente a 3,3% anual en el periodo 2005-2021).



En el eje de la derecha se presenta la variación trimestral desestacionalizada del PIB centrada en su promedio muestral de 0,9%, mientras que en el eje de la izquierda se cuantifica la incidencia de sus determinantes. Estos determinantes se expresan como desvíos de sus valores de equilibrio y se agrupan en shocks de oferta, de demanda interna, financieros, internacionales e impulso monetario.

El crecimiento de 2021T4 se explica principalmente por un shock de oferta positivo, asociado a una mayor productividad, que refleja la apertura de fronteras y la progresiva vuelta a la presencialidad, entre otros factores. El resto de los factores tienen una incidencia menor y se compensan entre ellos, destacándose la contribución cada vez menor del impulso monetario, dado su actual sesgo contractivo, pese a continuar la política monetaria en una instancia expansiva.

Indicadores de actividad del primer trimestre de 2022

Diversos indicadores sugieren que en el primer trimestre la actividad económica continuaría recuperándose, aunque a menor ritmo que en el cuarto trimestre.

En el bimestre enero-febrero, el IVF de la Industria Manufacturera se mantuvo estable frente al trimestre anterior (desestacionalizado) y se ubicó 10.7% por encima del promedio de 2019. Mientras tanto, el núcleo industrial³ exhibió un leve incremento de 0.8%

² Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico 1 del IPOM de 2021.II.

³ 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.

frente al trimestre anterior y se situó 10.2% por encima del promedio de 2019.

Por otro lado, las importaciones de bienes intermedios sin energéticos y las de bienes de capital continúan mostrando dinamismo en el margen. En el primer trimestre habrían aumentado 4.2% y 5.7% respectivamente frente al trimestre previo en términos constantes de la serie desestacionalizada (sin Zonas Francas). Asimismo, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin Zonas Francas) habrían presentado un aumento desestacionalizado de 4.9% frente al último trimestre. Las exportaciones de servicios turísticos habrían comenzado a recuperarse lentamente tras la apertura de fronteras en noviembre, aunque permanecen en niveles bajos en la comparación frente al 2019.

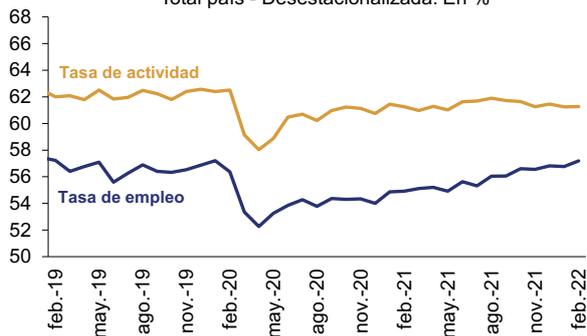
Por otra parte, la mayoría de los indicadores de consumo han perdido dinamismo en el comienzo del año, aunque mantienen un crecimiento su tendencia-ciclo. Tal es el caso de las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes, que luego de una importante caída desestacionalizada en enero, habrían retomado dinamismo en los meses siguientes. Las ventas de autos, con datos a febrero, muestran un muy leve incremento desestacionalizado frente al trimestre previo. Finalmente, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) se mantuvo en el rango de moderado optimismo en enero y febrero, para luego caer en marzo hasta su nivel más bajo de los últimos 12 meses y ubicarse en zona de moderado pesimismo.

Empleo e ingresos⁴

En los últimos meses la tasa de empleo siguió aumentando paulatinamente, mientras que la tasa de actividad se ha mantenido relativamente estable en un nivel inferior al previo a la pandemia. En este marco, el desempleo se ubica en niveles reducidos desde una perspectiva histórica.

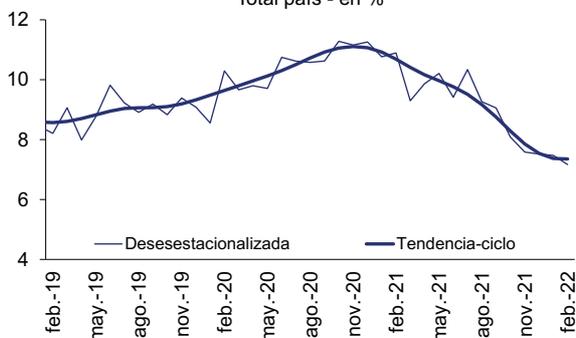
⁴ Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del INE se realizó mediante entrevista telefónica. Asimismo, a partir de julio 2021 la ECH introduce un cambio metodológico.

Tasa de actividad y empleo
Total país - Desestacionalizada. En %



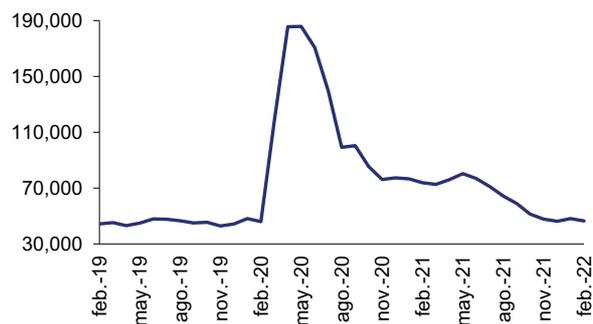
En el promedio enero-febrero 2022 la tasa de empleo se ubicó en 57.2% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 2.1 puntos porcentuales por encima del registro de igual periodo de 2021, mientras que en la misma comparación la tasa de actividad se mantuvo relativamente estable y se ubicó en 61.7% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se redujo de forma significativa y se situó en 7.4% de la Población Económicamente Activa (PEA). Si la comparación se realiza respecto a enero-febrero de 2020 (el periodo previo a la pandemia), la tasa de empleo se encuentra levemente por encima y la tasa de actividad 1.2 puntos porcentuales por debajo. De este modo, la tasa de desempleo registra un descenso también en esta comparación.

Tasa de desempleo
Total país - en %



Por otra parte, los beneficiarios del seguro de desempleo se han mantenido relativamente estables desde noviembre en valores en entorno de 46 mil personas, por encima del nivel pre-pandemia.

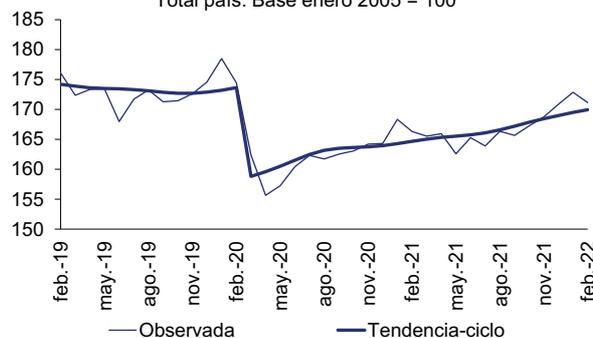
Beneficiarios del subsidio por desempleo sin reliquidaciones



Finalmente, la masa salarial se recupera en tendencia-ciclo, aunque su crecimiento continúa rezagado si se la compara con las demás variables del mercado laboral y aún se ubica 2% por debajo del registro de febrero 2020, mes previo a la pandemia, ajustado por efectos estacionales.

Masa salarial

Total país. Base enero 2005 = 100

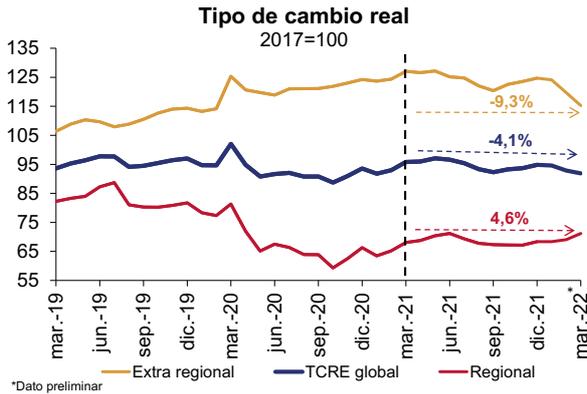


I.2.2. Sector externo

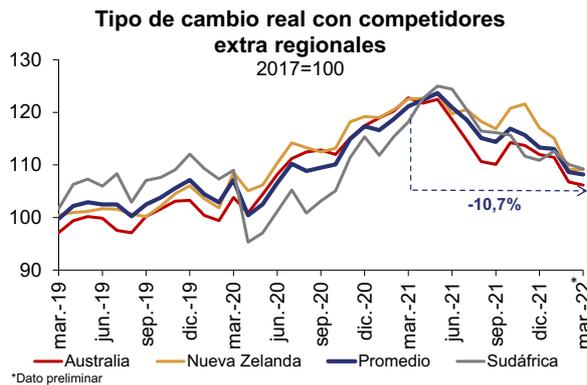
Precios relativos

Durante el primer trimestre del año el tipo de cambio real efectivo (TCRE) global mostró una apreciación promedio de 0.9% (marzo preliminar) frente al trimestre anterior. Este comportamiento estuvo determinado por un encarecimiento frente a los socios de la extra-región, mientras se registró un abaratamiento relativo frente a los socios regionales, en especial, Brasil.

En la comparación interanual, la evolución del TCRE global y sus determinantes por región se mantuvieron en línea con el comportamiento en el margen recién comentado; la apreciación en este caso fue de 4.1%.

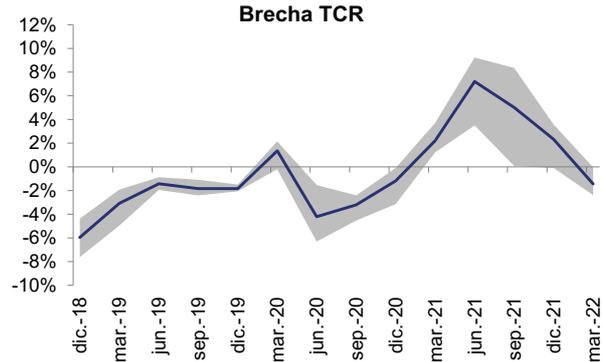


Por otra parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos viene mostrando una tendencia a la baja desde mediados de 2021. En el promedio enero-marzo (marzo preliminar) se apreció 4.6% frente al último trimestre de 2021. En tanto, en la comparación interanual se observa una apreciación de 10.7%. En ambas comparaciones el encarecimiento se da frente a los tres países que se incluyen en este indicador.



Por su parte, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se depreció en el trimestre como resultado del deterioro de los términos de intercambio y del menor gasto respecto al PIB. De esta forma, la brecha entre el TCRE y el TCRf disminuyó y se ubicó en el entorno de -1.4% para el promedio de las estimaciones, mientras que el intervalo de confianza contiene el valor cero, con lo que puede hablarse de un virtual equilibrio⁵.

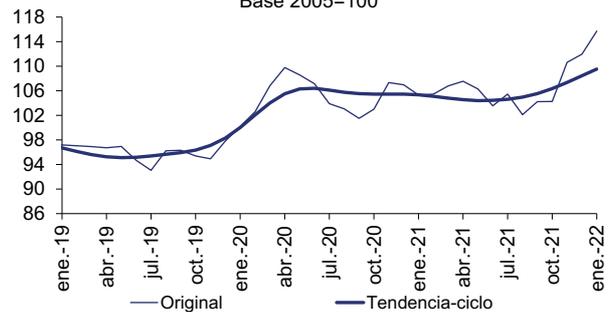
⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico 2 del IPOM 2021.II.



Finalmente, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU)⁶, que está disponible con mayor rezago, presentó un aumento de 2.7% en el promedio del trimestre móvil a enero 2022 en la medición tendencia-ciclo. Esta suba en el margen se explicó por un aumento de los precios de exportación y un descenso de los costos, en particular, de materias primas. Por su parte, en la comparación frente a enero 2021 exhibió un aumento de 10%.

Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora

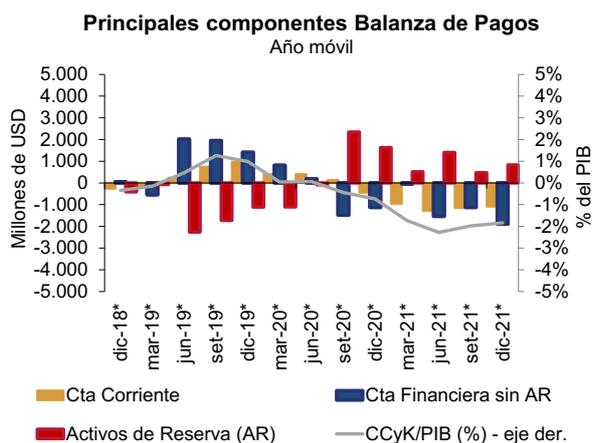
Base 2005=100



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

La Cuenta Corriente y de Capital de la Balanza de Pagos en el año 2021 resultó deficitaria en 1091 millones de dólares (1,8% del PIB), aumentando el saldo negativo desde el déficit de 0,7% del PIB de 2020.

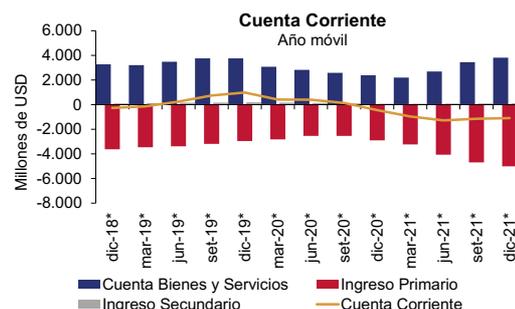
⁶ Mide la relación entre el índice agregado de precios de exportación y el índice agregado de costos unitarios de todas las ramas industriales cuyas exportaciones superaban el 10% de su producción en el año base 2005. La metodología puede consultarse en: http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf



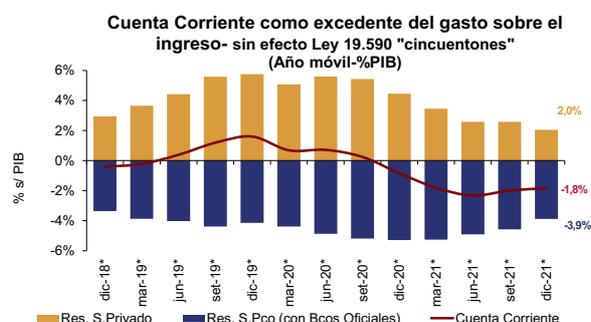
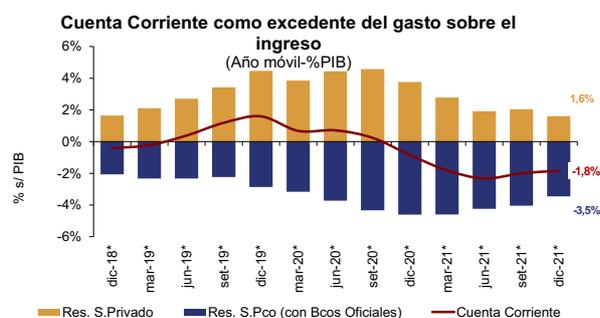
Esta profundización del déficit frente a un año atrás estuvo pautaada por el aumento de las importaciones de bienes, vinculadas con el avance de los grandes proyectos de inversión que se vienen desarrollando en el país, y por la disminución del superávit de los servicios turísticos, muy afectados por el cierre de fronteras por la pandemia de COVID-19. En contrapartida, se observó un marcado dinamismo de las exportaciones, tanto de mercancías generales como de compraventa, debido al aumento de los precios de algunos *commodities* y de la demanda externa. La operativa de compraventas a su vez tendió a incrementar el déficit del Ingreso Primario del Sector Privado, dada la mayor utilidad obtenida por parte de las empresas de Inversión Extranjera Directa.

En un contexto de fuerte dinamismo del comercio internacional, en 2021 la Cuenta de Bienes y Servicios registró un aumento del superávit respecto al año anterior. En bienes, las exportaciones crecieron a un mayor ritmo que las importaciones (38,8% y 34,3% respectivamente); ambas series se encuentran en los niveles más altos en términos históricos. En cuanto a la cuenta de servicios, se observó una reversión del saldo positivo de 2020, pasando a un déficit en 2021, ante el mayor aumento de las importaciones respecto a las exportaciones.

El Ingreso Primario en 2021 alcanzó un déficit de 5015 millones de dólares, lo que implicó un fuerte aumento en comparación con 2020, explicado casi exclusivamente por el mayor déficit del Sector Privado.



Analizando el comportamiento del resultado en Cuenta Corriente por sector institucional, se destaca la reducción del excedente del ingreso disponible respecto al gasto en consumo e inversión del Sector Privado junto a la reducción del déficit del Sector Público⁷. Si no se considera el ingreso extraordinario del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS)⁸ dentro de los ingresos del Sector Público, tanto la reducción del excedente del Sector Privado como el menor déficit del Sector Público son de mayor magnitud.

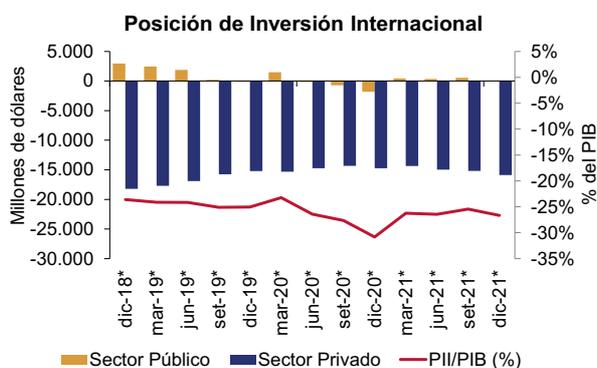


Asimismo, durante 2021 la Cuenta Financiera registró un endeudamiento neto con el resto del mundo, cuya contrapartida es una entrada neta de capitales, por 1066 millones de dólares.

⁷ Para este análisis se considera el Sector Público (según datos publicado por el MEF) más Bancos Oficiales.

⁸ Refiere a la contabilización desde octubre 2018 de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social, creado por la Ley 19.590 (que establece condiciones de desafiliación del régimen de ahorro individual obligatorio para los denominados "cincuentones"). Estos fondos se registran dentro de las cuentas del Banco de Previsión Social (BPS). Actualmente, este fondo acumula unos 0,4 puntos del PIB.

Finalmente, al cierre de 2021 la economía uruguaya continuó mostrando una posición neta deudora con el resto del mundo, en este caso por 15814 millones de dólares (26,7% del PIB). Tal como viene sucediendo, esta posición deudora correspondió al Sector Privado, ya que el Sector Público registró una pequeña posición acreedora.



1.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en febrero 2022, el sector público global (SPG⁹) tuvo un resultado deficitario de 3.4% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios relevantes, como la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), el déficit resultante es 3.8% del PIB, 1.9% del PIB inferior al de un año atrás.



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia de la caída de 2.1% del PIB del déficit de Gobierno Central (GC) –Banco de Previsión Social (BPS), del aumento de 0.1% del PIB del resultado de las Empresas Públicas (EPP) y del crecimiento de 0.1% del PIB del superávit de Gobiernos Departamentales (GD) y Banco de Seguros del Estado (BSE), parcialmente contrarrestados por el mayor déficit del BCU en 0.4% del PIB.

El déficit primario de GC-BPS fue 1.1% del PIB, mientras que un año atrás se ubicaba en 2.5% del PIB, al influjo de un aumento de los ingresos (7%),

incluyendo al FSS) superior al de los egresos (2%), ambos en términos reales.

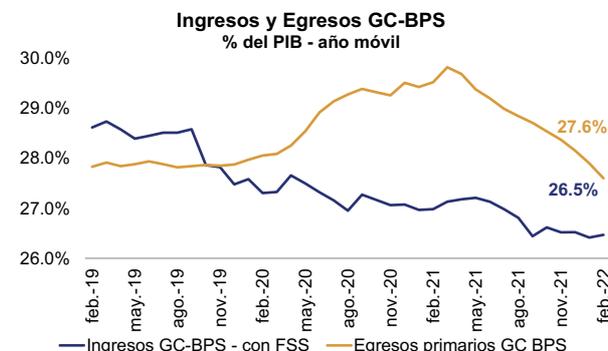
En un escenario de recuperación de la actividad económica y del empleo, los ingresos consolidados de DGI (recaudación neta) y BPS aumentaron 8.1% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Se destaca el fuerte aumento de los ingresos de DGI (9.5%), liderado por el IVA (especialmente el de importación), el IMESI (con mayor incidencia del recaudado sobre la venta de combustibles y automotores) y el IRAE a las empresas privadas. El crecimiento de la recaudación del BPS fue de menor porte (4.6%), ante una recuperación de la masa salarial más lenta que la del PIB. El resto de los ingresos de GC-BPS se mantuvo constante en términos reales, debido a que, si bien se redujeron las transferencias al FSS (-53.7%) hubo un fuerte aumento de la recaudación de Aduanas (25.6%).

Por otra parte, los egresos primarios crecieron 5.9% en términos reales, determinados por un menor pago de sueldos y pasividades en marzo 2020 y por una fuerte suba de los gastos no personales, vinculados a gastos en salud (tests y vacunas). Asimismo, se observó una caída en las transferencias, al dejar atrás el periodo de mayores erogaciones por seguro de desempleo. Cuando no se consideran estos efectos extraordinarios, los egresos primarios se mantienen prácticamente estables. En este periodo, la crisis sanitaria ha implicado un gasto de 1.6% del PIB según estimaciones del MEF.

Egresos primarios GC-BPS - año a febrero 2022

	Observados		Sin efectos extraordinarios	
	Variación real	Incidencia	Variación real	Incidencia
Remuneraciones (1)	5.9%	1.0%	-1.0%	-0.2%
Gastos no personales	19.3%	2.7%	-0.2%	0.0%
Pasividades	7.8%	2.6%	-0.1%	0.0%
Transferencias	-2.5%	-0.8%	-0.7%	-0.2%
Inversiones	9.2%	0.4%	9.2%	0.4%
Total	5.9%		-0.1%	

(1) Menor gasto en sueldos y pasividades en marzo 2020 debido a adelanto del mes anterior



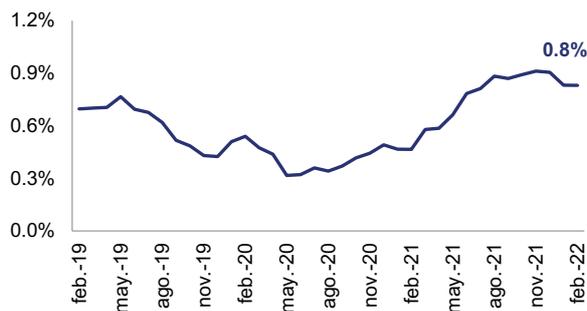
Mientras tanto, el superávit de las EPP pasó de 0.1% del PIB a 0.3% del PIB. Por un lado, los ingresos han crecido en términos reales (deflactados por tarifas), destacándose las exportaciones de UTE, con un incremento de 0.7% del PIB. Las inversiones no petroleras se han mantenido relativamente estables

⁹ El sector público global incluye: GC, BPS, EPP, BCU, gobiernos departamentales y BSE.

en términos del PIB, y, en el último año, se ha observado una menor caída de stocks de petróleo. El impacto de las compras de bienes y servicios de ANCAP sigue siendo alto ante la evolución del precio del petróleo. Si no se consideran efectos extraordinarios, como las exportaciones de energía eléctrica, la variación del stock de petróleo y las transferencias extraordinarias a GC, el superávit de las EEP se habría reducido en 0.1% hasta llegar al equilibrio.

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0.9% del PIB, 0.4% del PIB por encima del de un año atrás, debido a los mayores pagos de intereses de LRM y a los menores ingresos en moneda extranjera. Esta tendencia creciente de los egresos en moneda nacional ha estado pautaada por los intereses caja de LRM a 2 años que vencieron en esta ventana temporal. Asimismo, se destaca el efecto del aumento de las tasas de interés de la curva de LRM.

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



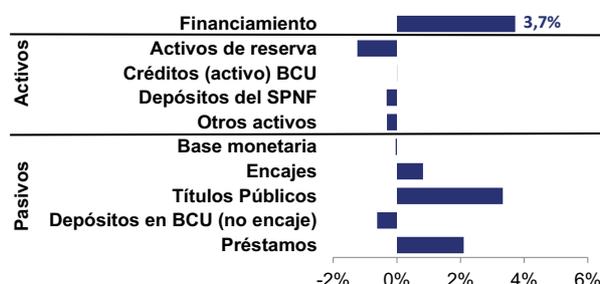
La medición por fuentes de financiamiento con datos a diciembre 2021 reporta un déficit del SPG de 3.7% del PIB. En este caso, la contribución neta del FSS al resultado alcanzó 0.5% del PIB.

La principal fuente de financiamiento en el año 2021 fueron los títulos públicos, al influjo de dos emisiones internacionales del GC por casi 2200 millones de dólares¹⁰. Le siguen en importancia, el aumento de los préstamos y encajes. Dentro de los préstamos, desde agosto 2020 se encuentran los instrumentos de sintonía fina (pasivos del BCU que no son Base Monetaria). Por su parte, los depósitos que no son de encaje, y los activos de reserva constituyeron un uso de financiamiento. Estos últimos crecieron principalmente por el aumento de las tenencias de

¹⁰ En mayo se efectuó una emisión internacional-canje por USD 1.740 millones (USD 574 millones del Bono 2031 en dólares y USD 1.166 del Bono 2031 nominado en pesos) y se recompraron USD 525 millones de bonos con vencimiento 2022, nominados en dólares y pesos. Esta operación generó una mejora en el resultado del GC, ya que los títulos de salida se emitieron sobre la par. En diciembre se realizó una emisión de bonos en yenes por el equivalente a USD 440 millones.

DEG en agosto 2021 y por las mencionadas emisiones internacionales del GC. En cuanto a los depósitos, corresponden principalmente a las AFAP y se encuentran denominados en dólares.

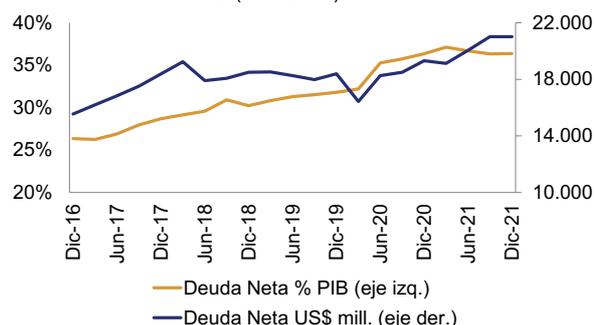
Financiamiento SPG
12MM %PIB a Diciembre 2021 (+) Fuente (-) Uso



La deuda bruta del SPG al cierre de 2021 alcanzó 42.399 millones de dólares (73,3% del PIB), mientras que los activos se ubicaron en 21.383 millones de dólares (37.0% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 21.016 millones de dólares (36,4% del PIB), permaneciendo en el mismo nivel que diciembre 2020.

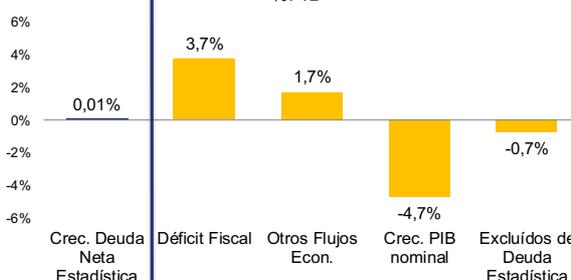
Deuda Neta - SPG

% del PIB (base 2016) - mill. dólares



Esta evolución fue el resultado de una compensación de los factores expansivos, como el financiamiento del déficit y el efecto del incremento del tipo de cambio sobre los pasivos netos denominados en dólares ("otros flujos económicos"), con los factores contractivos: incremento de los depósitos de encajes en dólares (excluidos de deuda) y el crecimiento del PIB nominal.

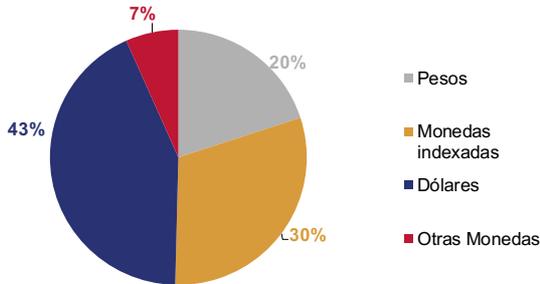
Crec. Deuda Neta Estadística - SPG
%PIB



La composición de la deuda bruta por moneda mantiene su estructura respecto al cierre de 2020: la mitad es en moneda nacional (nominal e indexada),

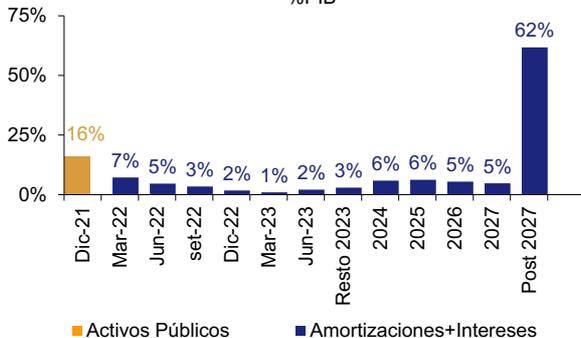
siendo actualmente el 50,4% del total. Dentro de la deuda en moneda extranjera se destaca cierta caída de la deuda en dólares por 1,5 puntos porcentuales junto al leve aumento de 0,8 puntos porcentuales de otras monedas, ante las asignaciones de DEG del FMI y la emisión internacional en yenes.

Distribución de la Deuda Bruta por moneda



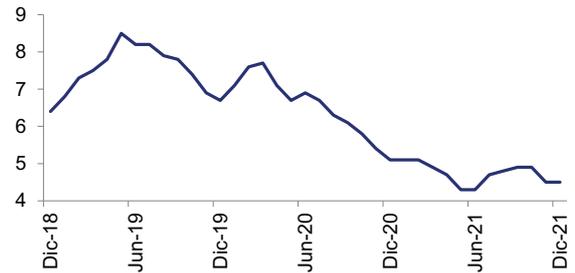
Finalmente, el nivel de Activos de Reserva (neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a diciembre 2021 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta octubre 2022. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.865 millones de dólares (3,0% del PIB). 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.

Activos y Servicio de Deuda del SPG
%PIB



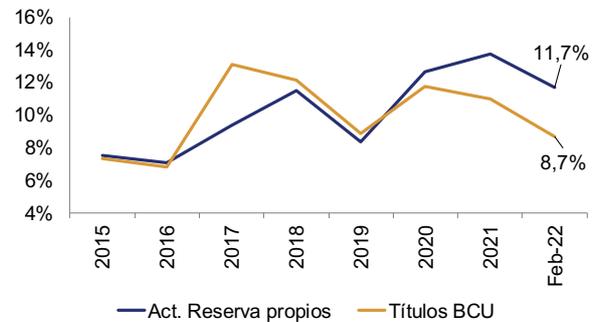
En lo que respecta a los indicadores financieros del BCU, se observa una caída de la madurez promedio de las LRM, que se estabiliza en 4,5 meses a diciembre 2021.

Madurez promedio de las LRM
Plazo residual en meses



Mientras tanto, los activos propios del BCU son superiores a sus títulos emitidos en casi tres puntos del PIB a febrero 2022, dando cuenta de una confortable posición financiera.

Activos y pasivos del BCU
% PIB



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de *Reservas de confort* muestra que, a febrero 2022, el BCU hubiera requerido 12713 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades 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 periodo. Por otra parte el stock de activos de reserva del BCU a esa fecha se ubicaba en 16926 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 4213 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹¹.

¹¹ Por más detalles sobre su elaboración, ver nota metodológica en IPOM 2020.IV, Recuadro 1.

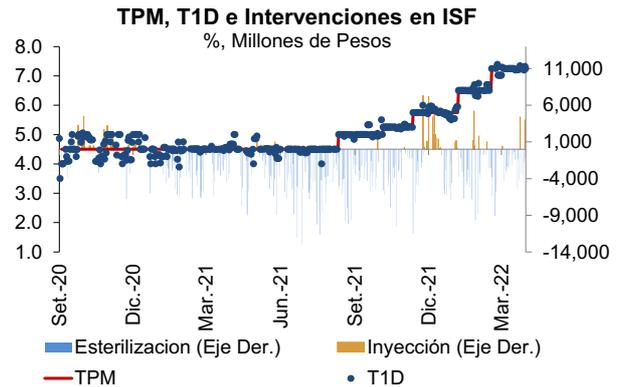
ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		feb.22
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	16 926
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	12 713
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	4 337
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	435
II.1.b	Servicio deuda BCU	3 862
II.1.c	Déficit primario BCU	40
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (*)	4 361
II.2.a	Mínimo de:	
	i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	3 494
	+ Déficit primario	1 747
	ó	
	ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	2 590
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1 401
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	370
II.3	Sistema Financiero	4 014
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	2 968
II.3.b	Depósitos AFAP	324
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	187
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	535
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	4 213
	(**) Cierre estimado para acceso a mercados de deuda soberana (1% significación, meses)	13 meses
	(**) Cierre estimado para acceso a mercado en moneda nacional (1% significación, meses)	5 meses

III. La política monetaria en el primer trimestre de 2022

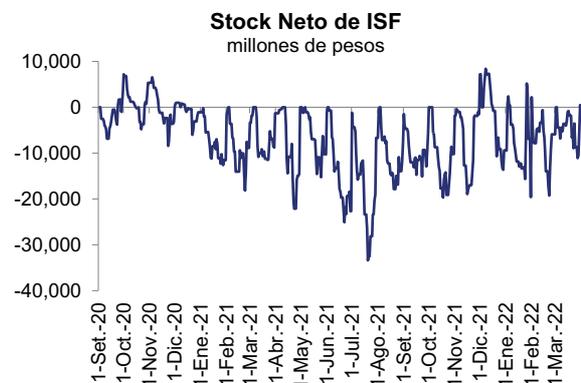
III.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero, tasas de interés y mercado de cambios

Durante 2022T1 tuvieron lugar dos incrementos de la TPM, ubicándola en 7,25% y reforzando el sesgo contractivo de la política monetaria¹². Tras estos aumentos, las tasas de la curva de rendimientos de LRM y las tasas bancarias activas y pasivas reaccionaron en la misma dirección. Asimismo, el peso uruguayo se apreció, en línea con la tendencia global, sin registrarse intervenciones del BCU en el mercado de cambios.

En este marco, el BCU alcanzó su objetivo operativo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores establecidos por el BCU.



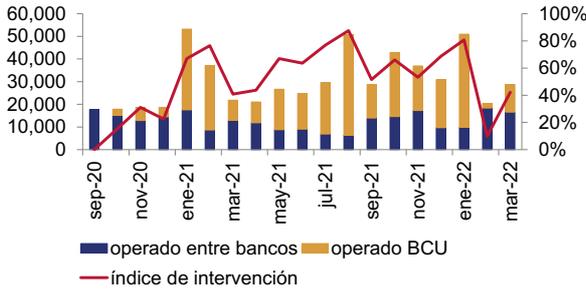
Para ello, el BCU colocó instrumentos de sintonía fina (ISF), principalmente para esterilizar fondos aunque también se realizaron inyecciones de liquidez. El circulante promedio mensual de ISF se ubicó en torno a \$7.500 millones en enero y febrero, reduciéndose en marzo para promediar \$4.600 millones. Este comportamiento tuvo lugar en un contexto de mayor liquidez, incidida por la liberación adicional de encajes en enero, con la cual se completó el cronograma establecido en diciembre 2020, y una operación conjunta de emisión y canje realizada por el BCU y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) que implicó el retiro transitorio del BCU del mercado primario de LRM.



La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó el 55% de los montos operados en el trimestre. Al interior del mismo, en enero esta operativa superó el 80%, para luego reducir su participación en el mercado, con una participación de 42% en marzo.

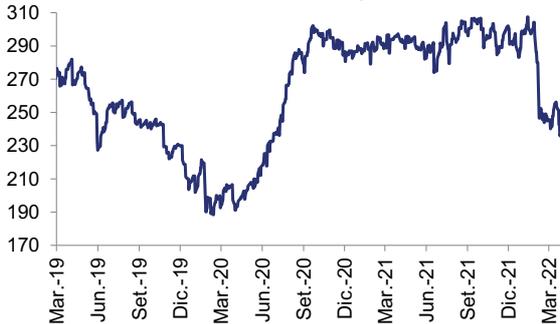
¹² El 7 de enero el BCU aumentó la TPM en 75 p.b. y el 17 de febrero la incrementó 75 p.b. adicionales.

Composición del Mercado de Dinero a un Día e Índice de Intervención
total operado en millones de pesos y %



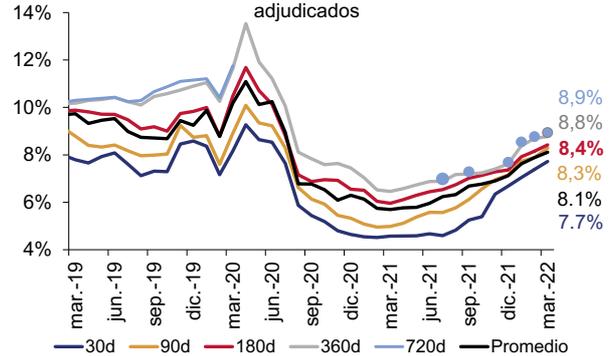
Por otra parte, si bien el BCU mantuvo su política de colocaciones de LRM, en consistencia con el actual sesgo de la política monetaria, se observó una reducción del circulante de letras en torno a \$40.000 millones, explicada por la operación conjunta de emisión y canje antes señalada, realizada a principios de febrero.¹³ Esta operación permitió a inversores, en su mayoría institucionales, sustituir LRM por instrumentos emitidos por el GC en UI y Unidades Previsionales (UP), dando lugar a una reducción de los vencimientos de letras para 2022.

Circulante de LRM
miles de millones de pesos



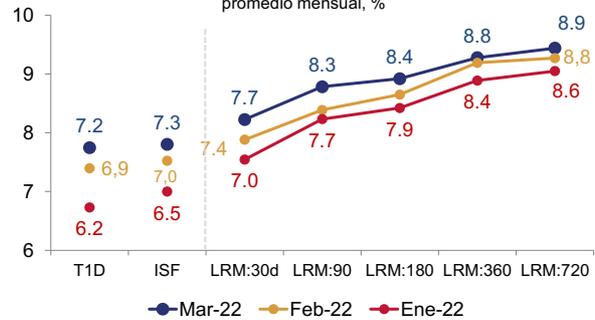
Por otro lado, las subas de la TPM se vieron reflejadas en la curva de rendimientos de LRM, la que se desplazó al alza 94 p.b. en el promedio del trimestre, ubicándose en 8,1% en el promedio de marzo.

Tasas de LRM del mercado primario
Promedio mensual ponderado según montos adjudicados



Esta suba promedio se reflejó en mayor o menor medida a nivel de cada tramo de la curva. Asimismo, el diferencial de rendimientos entre el nodo a 30 días y los ISF se ubicó en torno a 40 p.b. durante el trimestre.

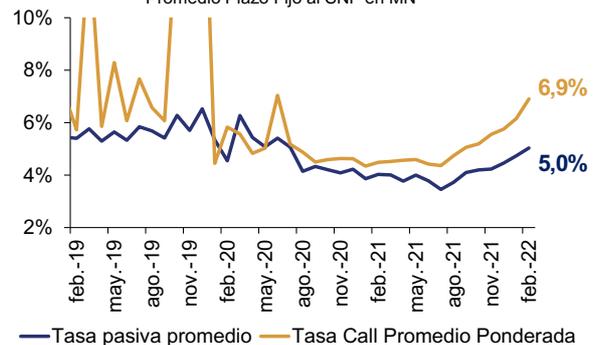
Tasas de Emisiones del BCU
T1D, ISF y LRM
promedio mensual, %



Se observó una mayor participación de los tramos más cortos (30 y 90 días), que pasaron de representar del 66% del total en el informe anterior a 76% en marzo, en paralelo con la reducción del stock neto de ISF.

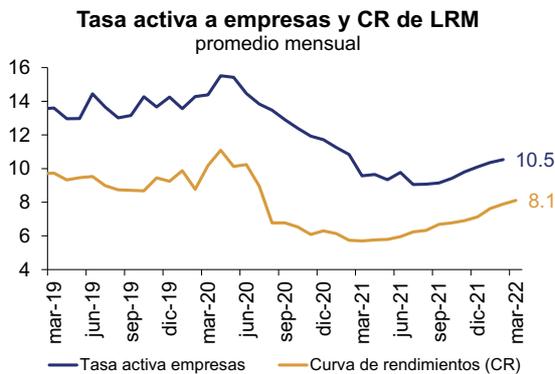
En línea con el mecanismo de transmisión de las tasas de interés, la tasa bancaria pasiva promedio al sector no financiero en moneda nacional continuó ajustando al alza, aunque en menor medida que la TPM. A partir de agosto 2021, primera suba de la TPM, la tasa pasiva promedio se incrementó 158 p.b., mientras que el ajuste de la TPM fue de 275 p.b. (medición punta, datos a febrero, última información disponible).

Tasa Call Interbancaria y Tasa Pasiva
Promedio Plazo Fijo al SNF en MN

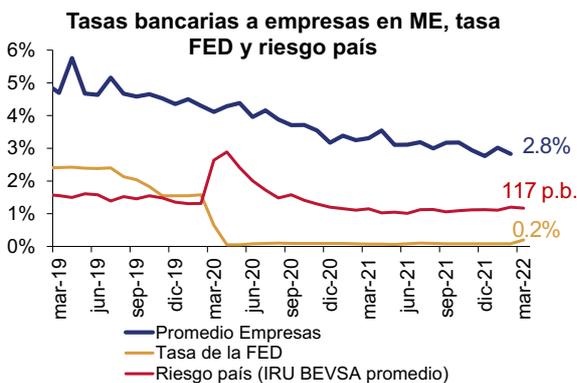


¹³ Los detalles sobre la operación se encuentran disponibles en <https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/comunicacion/noticias/comunicado-sobre-operacion-conjunta-emision-canje-bcu-mef-mercado-domestico>

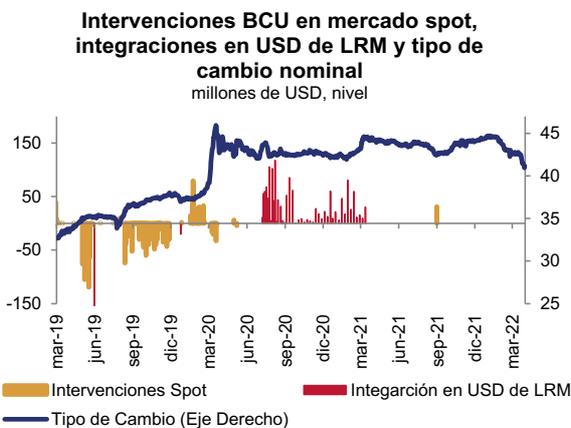
La tasa bancaria activa a empresas también reaccionó en la misma dirección y acumula un incremento de 148 p.b. desde agosto 2021.



Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en moneda extranjera se mantuvo en 2,8%, en un contexto de riesgo país por debajo de los valores pre-pandemia y tasa de interés externa que comenzaba un ciclo al alza en el margen.

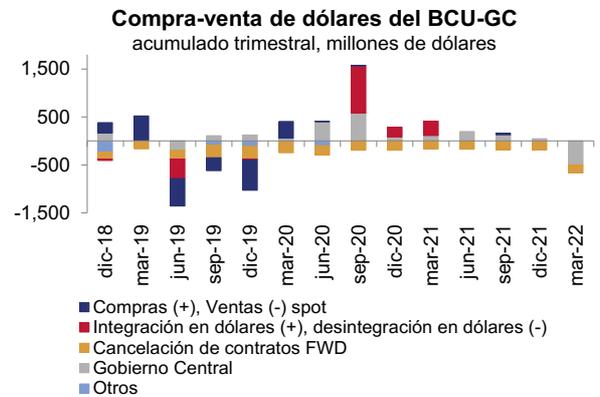


En el mercado de cambios el peso se apreció 1,6% en promedio respecto del trimestre anterior (8,1% punta), sin concretarse intervenciones del BCU en los mercados *spot* o a plazo más allá de las cancelaciones de contratos *forward* pactados con empresas públicas.

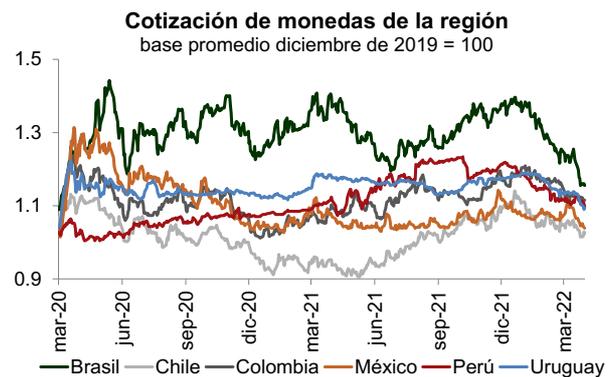


* En mayo 2019 el BCU, mediante la recompra de LRM, amortizó en dólares USD 393 millones, lo cual se refleja en el gráfico como integraciones de signo negativo.

En febrero el BCU vendió USD 573 millones al gobierno central (GC), con los cuales canceló el pago de las LRM canjeadas por títulos a más largo plazo emitidos por el GC de acuerdo con la operación de canje antes señalada.



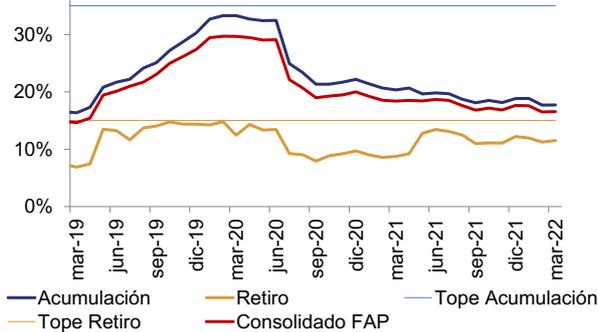
Esta apreciación del peso está en línea con la tendencia observada en otras economías de la región, en un contexto de fuerte suba de precios de *commodities* y aumentos de las tasas de referencia de los bancos centrales.



Durante los últimos meses los bancos comerciales mantuvieron su posición en moneda extranjera relativamente estable a nivel agregado, al igual que lo hizo la participación de los activos en moneda extranjera del Fondo de Ahorro Previsional (FAP).

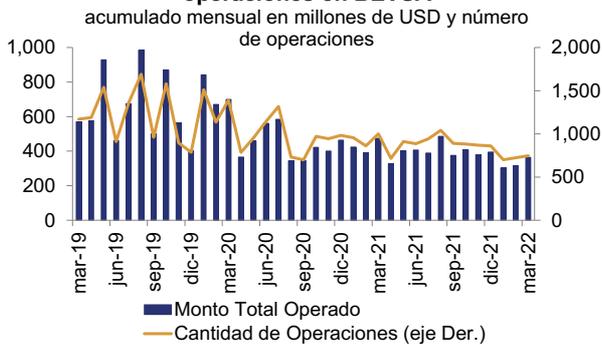


Participación de activos en ME
Sub-fondos de Acumulación y de Retiro



El FAP continuó aumentando su tenencia de bonos globales uruguayos denominados en moneda nacional, los cuales se integran en dólares; sin embargo, no habría presionado sobre el mercado de cambios, que mostró una operativa algo menor durante el primer trimestre.

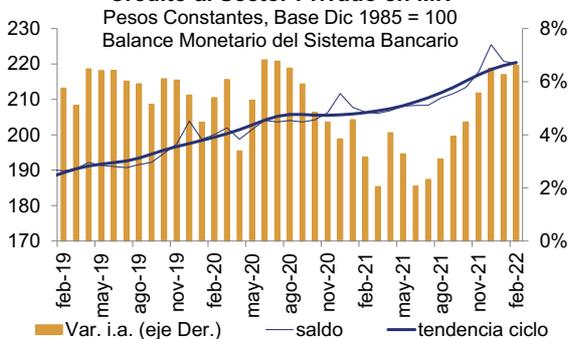
Dólar Spot: montos operados y cantidad de operaciones en BEVSA



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

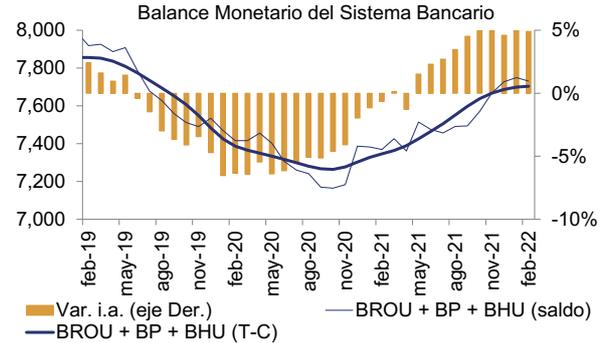
El crédito bancario concedido en moneda nacional continuó mostrándose dinámico, creciendo 17,3% interanual en el promedio de enero-febrero, incremento equivalente a 6,4% real.

Crédito al Sector Privado en MN



Por su parte, el crédito en moneda extranjera, el cual es otorgado a empresas casi en su totalidad, se desaceleró en el margen, ubicándose por encima del nivel previo a la emergencia sanitaria medido en dólares corrientes.

Crédito al Sector Privado en ME
dólares corrientes



Esta dinámica se constató en un contexto de reactivación económica y menores requerimientos de encaje en MN,¹⁴ en el cual la instancia de política monetaria, a pesar de los incrementos de la TPM, continuó siendo expansiva.

Encaje Medio MN

obligación de encaje a obligaciones sujetas a encaje



La reducción de las alícuotas de encaje en MN de enero 2022 implicó una liberación adicional de fondos de unos \$ 7.700 millones. Como resultado, el encaje medio en MN se ubicó en 10,6%, acumulando una reducción cercana a 5 p.p. respecto de marzo 2020, mientras que el encaje medio en ME se mantuvo en 28%.

A nivel agregado según monedas, el crédito concedido por instituciones de intermediación financiera al sector privado no financiero se ubica en 26% del PIB, observándose una tendencia creciente de su ratio de pesificación, el cual alcanzó 52,5% en febrero.

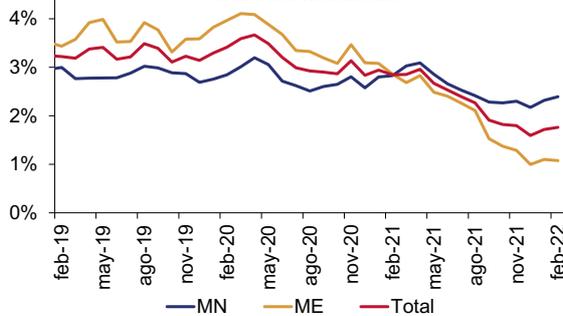
¹⁴ En diciembre 2020 se anunció un cronograma de reducción de encajes en etapas, con inicio en enero 2021 y fin en enero 2022 con el propósito de favorecer el desarrollo de los mercados en pesos. Los detalles están disponibles en: https://www.bcu.gub.uy/Comunicaciones/Paginas/Reduci%C3%B3n%20encajes_diciembre%202020.aspx

Pesificación del Crédito al Sector No Financiero



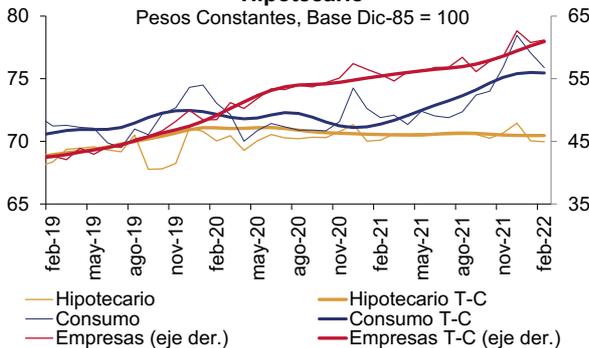
La morosidad del crédito concedido al sector no financiero se mantuvo en niveles reducidos, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, promediando 1,8% en febrero.

Morosidad del Crédito al Sector no Financiero Privado Residente



Finalmente, el dinamismo del crédito en MN se explicó principalmente por el crédito concedido a empresas, al tiempo que el otorgado para consumo y el crédito hipotecario se mantuvieron relativamente estables en el margen, medidos en T-C y en términos reales.

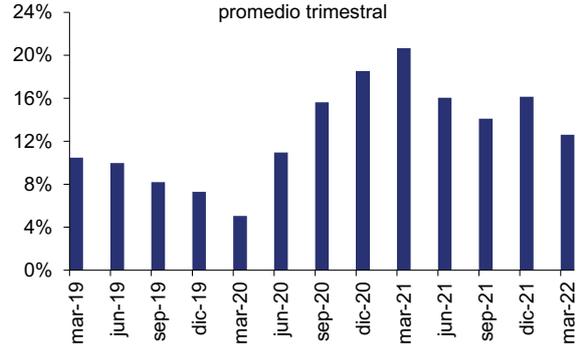
Crédito en MN: Consumo, Empresas e Hipotecario



III.3. Principales agregados monetarios

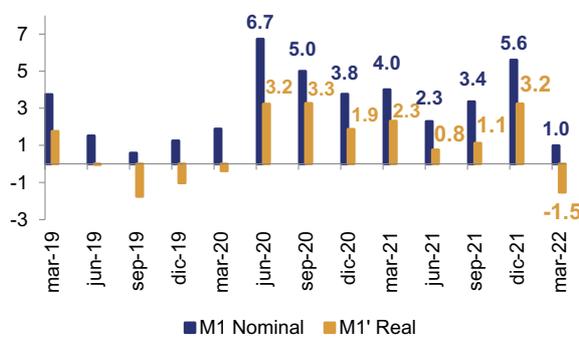
Durante el trimestre el agregado M1' presentó una variación interanual promedio de 12,6% nominal, equivalente a 3,5% real, lo que implicó una desaceleración respecto al trimestre previo.

M1' tasa de variación interanual promedio trimestral



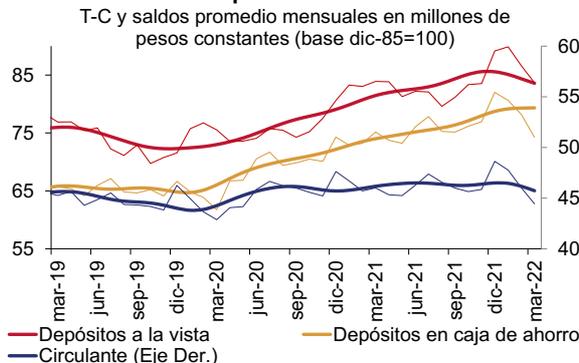
En términos desestacionalizados se estima un crecimiento de M1' de 1% nominal para el primer trimestre, ubicándose por debajo de los trimestres anteriores.

Crecimiento de M1' variación trimestral desestacionalizada



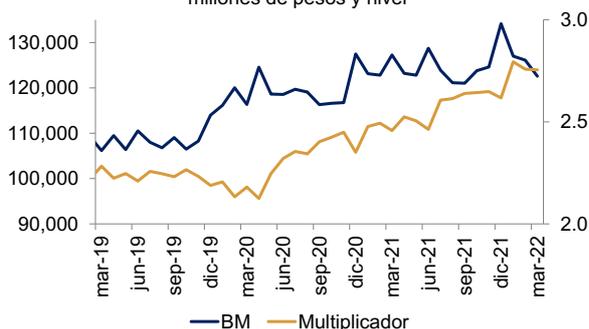
A nivel de componentes, el menor dinamismo se refleja principalmente en el comportamiento de los depósitos a la vista, contrarrestando el incremento observado hasta el trimestre anterior. Las cajas de ahorro se muestran estables medidas en T-C, al tiempo que el circulante de monedas y billetes mantiene una suave tendencia a la baja medido en términos reales.

Componentes de M1'



Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la BM se contrajo incidiendo por la nueva reducción de requerimientos de encaje, observándose un incremento del multiplicador monetario, el cual alcanzó un nivel máximo de 2,8 en el primer trimestre.

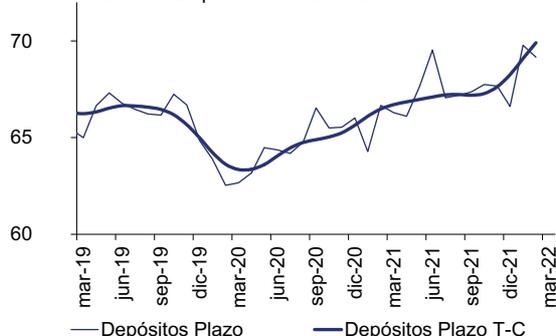
Base Monetaria y Multiplicador de M1'



A su vez, los depósitos a plazo en MN presentaron una tendencia creciente desde el trimestre anterior, aumentando 15,2% i.a., equivalente a 5,9% real.¹⁵

Depósitos a Plazo MN

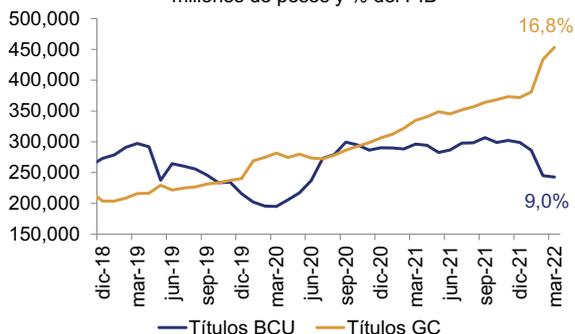
Millones de pesos constantes base dic 85=100



Por su parte, el circulante de títulos públicos de emisión local continuó creciendo durante el trimestre. Los títulos emitidos por el GC aumentaron y se ubican en 16,8% del PIB, mientras que las LRM se redujeron y alcanzan 9% del PIB en marzo 2022, luego de la operación conjunta BCU-MEF antes señalada.

Circulante de Títulos Públicos Locales

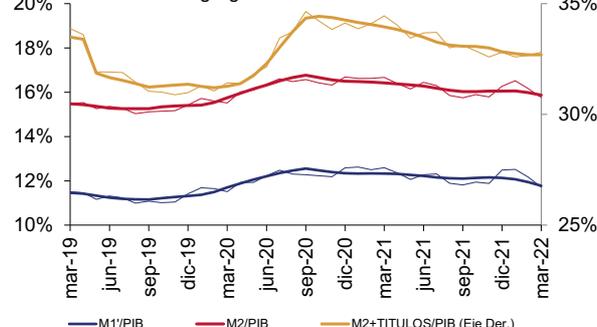
millones de pesos y % del PIB



En este marco, el grado de monetización medido a partir del M1' habría presentado una tendencia a la baja, mientras que considerando agregados más amplios la misma se habría mantenido relativamente estable en el margen.

Grado de monetización

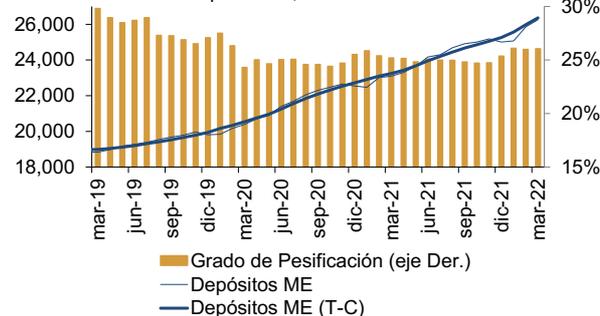
T-C de agregados en % del PIB centrado



Finalmente, los depósitos en moneda extranjera del sector no financiero residente (SNFR) continuaron mostrando un importante dinamismo, creciendo 12,6% interanual en el promedio del primer trimestre medido en dólares corrientes, mientras que el grado de pesificación de los depósitos del SNFR se ubicó en 26% en el primer trimestre.

Depósitos en moneda extranjera de residentes y grado de pesificación

saldo promedio, millones de dólares



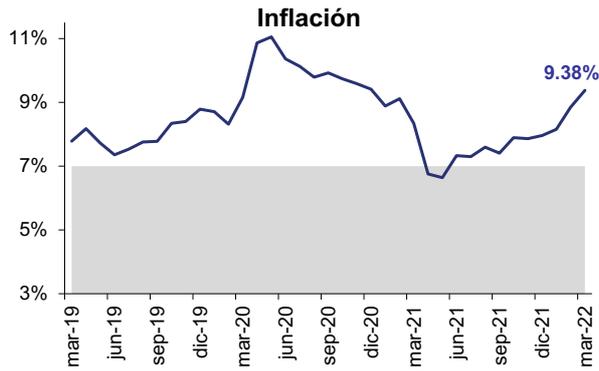
IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

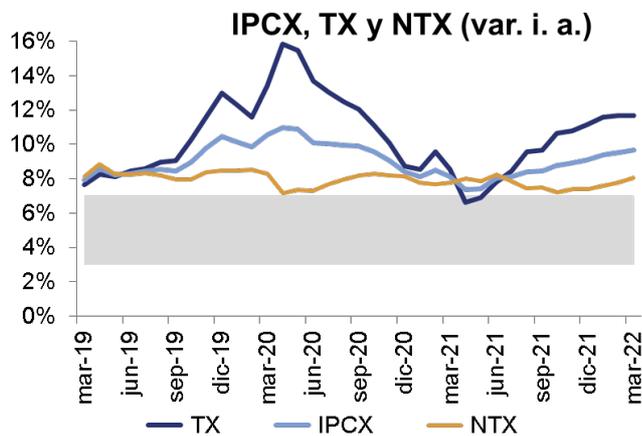
En el año móvil cerrado a marzo 2022 la inflación *headline* se ubicó en 9,38%, 1,42 puntos porcentuales (p.p.) por encima del registro de diciembre y fuera del rango meta vigente de 3%-7% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM).

¹⁵ Los datos de depósitos a plazo fueron corregidos desde enero 2020 en virtud de nueva información de certificados de depósitos enviada por las instituciones bancarias. De esta forma, fue posible identificar los certificados de depósitos en poder del BPS, que no deben ser computados dentro de los agregados monetarios según la metodología del Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (MEMF). Por mayor detalle consultar:

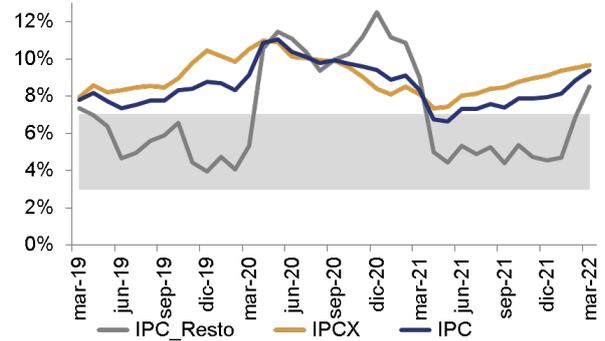
<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Principales-Agregados-Monetarios.aspx>



La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, también presentó una aceleración en el trimestre, incrementándose 0.56 p.p. y ubicándose en 9.68%. A nivel de sus componentes, se verificó una mayor inflación en los precios de los No Transables de Mercado (NTX), principalmente a través del impacto de los aumentos en los precios de los *commodities* en los de algunos insumos alimenticios. Mientras tanto, los precios de los bienes *Transables de Exclusión* (TX) registraron un aumento más moderado en el trimestre, ante la acción de dos efectos contrapuestos. Por un lado, los importantes incrementos en los precios de los *commodities*, principalmente alimentos y combustibles, ejercieron presiones alcistas sobre estos precios; en paralelo, la apreciación del peso en el trimestre determinó presiones a la baja en los precios de esta agrupación expresados en pesos.

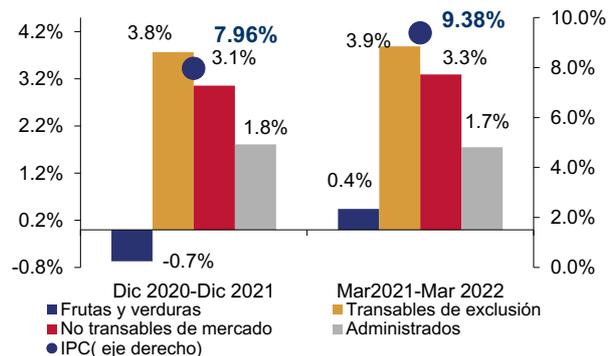


Variación Interanual IPC, IPCX e IPC Resto



Por su parte, *IPC Resto* fue el componente que exhibió el mayor incremento en la variación interanual respecto a diciembre, aumentando casi 4 p.p., al influjo de *Frutas y Verduras*, que mostraron una variación de 23.7% en el primer trimestre y en menor medida de las *Tarifas*. Dicho incremento fue parcialmente compensado por el resto de los Administrados, que se redujo 0.63 puntos porcentuales respecto al trimestre anterior.

Incidencias acumuladas en el IPC

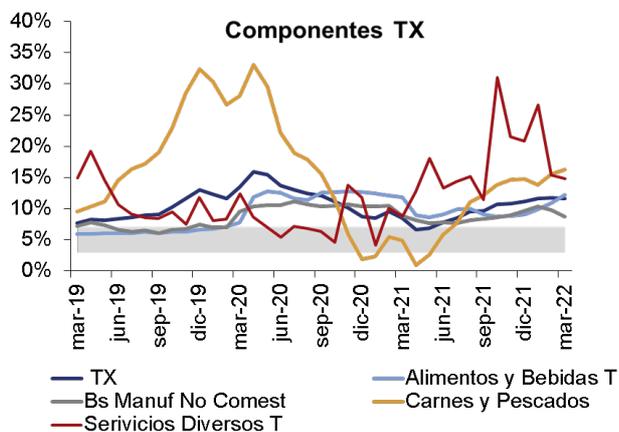


Incidencia según Componentes (var. i. a.)

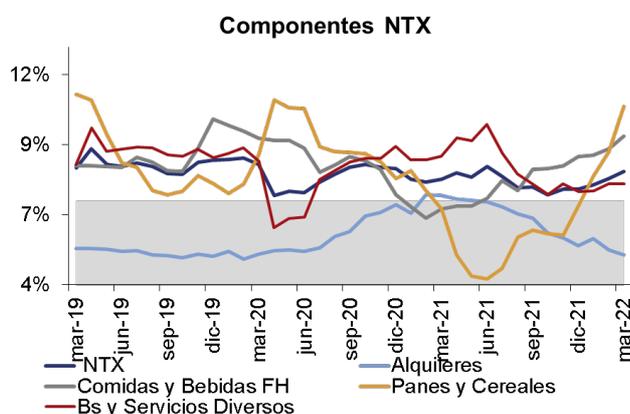
Incidencias Variación Interanual			
	mar-21	mar-22	Diferencias
IPC	8.34	9.38	1.03
IPCX	6.04	7.19	1.15
NTX	3.20	3.30	0.10
Panes y cereales	0.24	0.37	0.13
Alquileres	0.30	0.21	-0.09
Comidas y Bebidas FH	0.75	1.03	0.28
Bienes y Serv Diversos	1.36	1.18	-0.18
Enseñanza	0.23	0.32	0.09
Servicio Doméstico	0.31	0.19	-0.12
TX	2.84	3.89	1.05
Alimentos y bebidas diversos	0.98	1.04	0.06
Carnes y Pescados	0.42	1.35	0.93
Bienes Manuf No Comes	1.35	1.33	-0.01
Servicios transables	0.10	0.17	0.07
IPC Resto	2.30	2.19	-0.11
Frutas y Verduras	0.44	0.44	0.00
Administrados	1.85	1.75	-0.11
Tarifas	1.08	0.94	-0.14
Cigarrillos	0.24	0.19	-0.06
Resto Adm	0.53	0.62	0.09

Los precios de los TX volvieron a registrar una aceleración, aunque menor a los trimestres anteriores, creciendo 0.51 puntos porcentuales y alcanzando una

variación interanual de 11.68%, guiados por *Alimentos y Bebidas Diversos* y *Carnes y Pescados*, que recogen los efectos del aumento de los precios internacionales. Mientras tanto, *Bienes Manufacturados No comestibles* y *Servicios Transables* registraron una desaceleración, al influjo de la apreciación observada en el tipo de cambio en el trimestre.



Los precios NTX también incrementaron su variación a 12 meses con respecto a diciembre, ubicándose en 8.05%. En este caso se destaca el crecimiento de *Panes y Cereales* y *Comidas y Bebidas Fuera del Hogar* y más levemente de *Bienes y Servicios Diversos*, donde se evidencia el impacto de segunda vuelta del crecimiento del precio de los *commodities*. Por otra parte, los *Alquileres* continúan desacelerándose desde comienzos del año pasado.

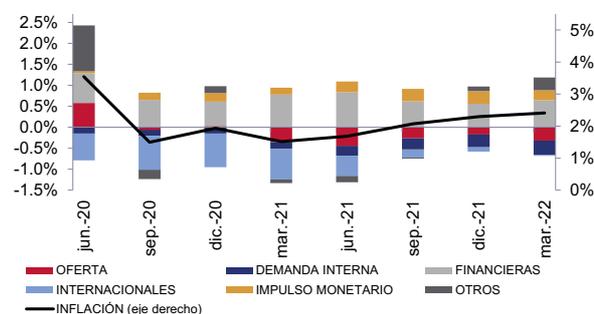


IV.2 Descomposición histórica de la inflación

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 sobre el desvío de la tasa inflación respecto de su promedio

histórico (1,9% trimestral, equivalente a 7,7% anual en el periodo 2005-2022.I)¹⁶.

**DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA SEGÚN TIPO DE SHOCK
INFLACIÓN HEADLINE**
Tasa de variación trimestral desestacionalizada



En el eje de la derecha se grafica la variación trimestral desestacionalizada del IPC centrada en su promedio de 1,9%, mientras que en el eje de la izquierda se grafica la incidencia de sus determinantes, centrada en el origen.

La aceleración inflacionaria de 2022T1 se explica en buena medida por un mayor IPC resto (subas en frutas y verduras y precios administrados, dentro de "otros") y la evolución al alza de la tasa de interés internacional, que prácticamente elimina el anterior efecto contractivo del *shock* internacional¹⁷. Asimismo, se mantiene el impacto inflacionario tanto del *shock* financiero a la paridad de tasas, que persiste desde trimestres anteriores, como del impulso monetario, aunque reduce su magnitud respecto a trimestres previos ante los aumentos de la TPM en el trimestre. El impacto de los *shocks* sobre la inflación es más persistente que en el PIB, habida cuenta de las rigideces de precios presentes en la economía. En sentido opuesto, se identifican *shocks* desinflacionarios desde la demanda doméstica, donde sus tres componentes (consumo, inversión y gasto público) crecen por debajo de su promedio histórico trimestral, y desde los márgenes en los precios de bienes no transables, que amplían el efecto contractivo del *shock* agregado de oferta.

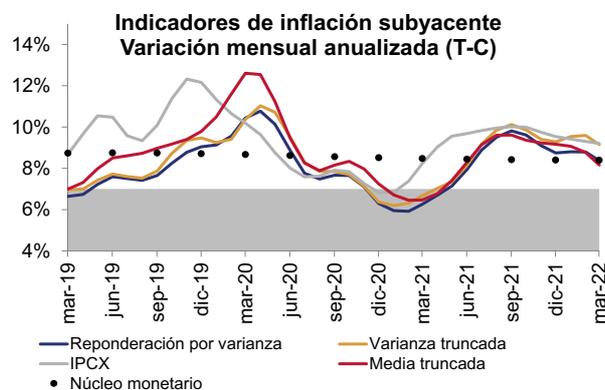
IV.3 Inflación subyacente y difusión

Esto sucede con los tres indicadores basados en truncamientos (varianza truncada, reponderación por varianza y media truncada), el indicador IPCX, que es el único que incluye pronósticos y el núcleo monetario el que, por construcción, es mucho más

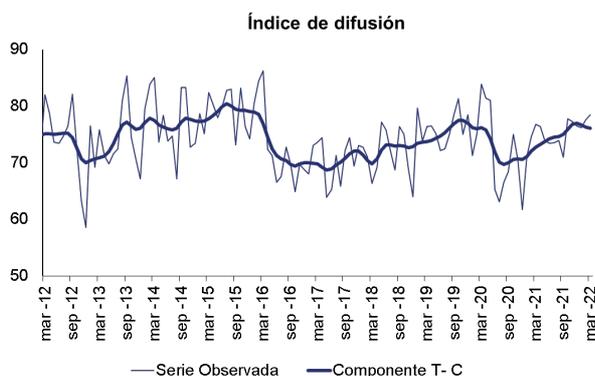
¹⁶ Por más detalles sobre esta metodología, ver recuadro metodológico 1 del IPOM de 2021.II.

¹⁷ En la lógica del modelo, una mayor tasa de interés internacional presiona al tipo de cambio nominal al alza para realizar el arbitraje de tasas, lo que genera un impacto inflacionario.

parsimonioso¹⁸. Asimismo, todos los indicadores presentan guarismos por encima del techo del rango meta.



En el mismo sentido, el índice de difusión¹⁹ se redujo ubicándose en 76.1 puntos en T-C (desde 78.1 en diciembre), desacelerándose en el trimestre.



IV.4 Expectativas de inflación

Las expectativas de los agentes continúan fuera del rango meta. La incertidumbre respecto a la duración del *shock* externo es importante.

Las expectativas a 24 meses de los analistas se ubican en torno a 7%, mientras que las expectativas de empresarios se mantienen en 8% y la de los mercados financieros, implícitas en el diferencial de la curva de rendimientos entre títulos nominales e indexados, aumenta hasta 8,5%²⁰. De esta forma, el indicador

¹⁸ Por más detalles sobre estos indicadores, ver recuadro metodológico del IPOM II.2021.

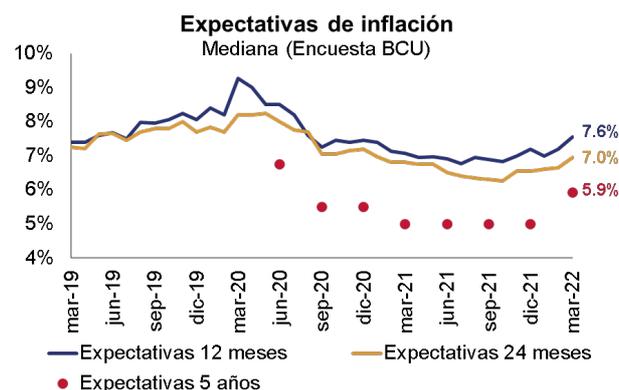
¹⁹ $((\% \text{ de precios con variación mensual positiva} - \% \text{ de precios con variación mensual negativa}) + 100) / 2$. El indicador toma valores entre 0 y 100; un valor más alto indica un aumento más generalizado en los precios.

²⁰ Cabe resaltar una limitación de esta metodología y es que, al basarse en diferencias 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 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,

resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU registró un incremento para el horizonte de 24 meses de 57 p.b. con respecto a diciembre 2021, ubicándose actualmente en 7,84%.



Asimismo, la mediana de la encuesta de analistas a 12 meses también aumentó y pasó de 7.20% a 7.60%. Por su parte, luego de haber permanecido estable en las 4 mediciones de 2021, la mediana a cinco años subió 0.93 puntos porcentuales ubicándose en 5.93%.



Dados estos desarrollos, el BCU seguirá actuando buscando el objetivo central de alinear las expectativas de inflación al rango meta.

V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria más probable para el equilibrio macroeconómico de la economía uruguaya en el horizonte de política monetaria, 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 analizan los principales riesgos que podrían afectar esta trayectoria.

este indicador por construcción general una señal de aumento (disminución) de expectativas de los mercados financieros.

V.1 El escenario base²¹

La evolución reciente y las perspectivas de la economía global determinan el escenario internacional más probable en el horizonte de política monetaria (“escenario base”).

En el COPOM de marzo 2022 las perspectivas de crecimiento de la demanda externa relevante para Uruguay se ajustaron levemente a la baja en el marco del conflicto Rusia-Ucrania. Así, se espera que la demanda externa aumente 3.7% en el promedio de 2022, una reducción de 0,3 p.p. respecto al informe anterior. La misma se explica por un ajuste a la baja del desempeño esperado para Estados Unidos y los socios europeos, compensado por un crecimiento algo mayor para la región. Por su parte, la variación proyectada para 2023 se ajustó levemente a la baja hasta 3,6%, debido a un menor crecimiento esperado en la región.



Demanda externa relevante (var. prom. anual)

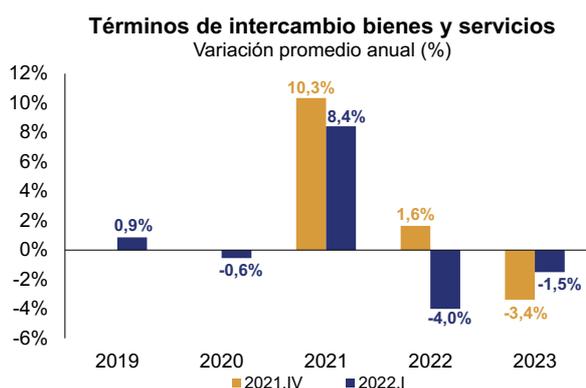
	2021	2022	2023
PIB externo relevante	7,3%	3,7%	3,6%
Extra-región	7,6%	4,4%	4,3%
China	8,5%	5,2%	5,8%
Estados Unidos	5,7%	3,3%	2,0%
Zona Euro	5,3%	3,5%	1,6%
Región	7,1%	1,4%	2,3%
Argentina	10,3%	3,0%	3,2%
Brasil	4,6%	0,0%	1,3%

La trayectoria de los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares presentó un ajuste significativo al alza para 2022 respecto al COPOM de diciembre, en el marco de presiones inflacionarias globales más persistentes, agravadas por el conflicto entre Rusia y Ucrania y un dólar más depreciado. Así,

se espera que en 2022 estos precios aumenten 7.6% promedio anual, tanto en la región como en la extra-región. Mientras tanto, en 2023 se espera que este aumento se modere respecto a lo esperado tres meses atrás y se ubique en torno a 2%. De este modo, los precios externos finalizarían el HPM en un nivel similar al que se esperaba en el COPOM de diciembre, aunque con una senda más elevada durante todo el horizonte.

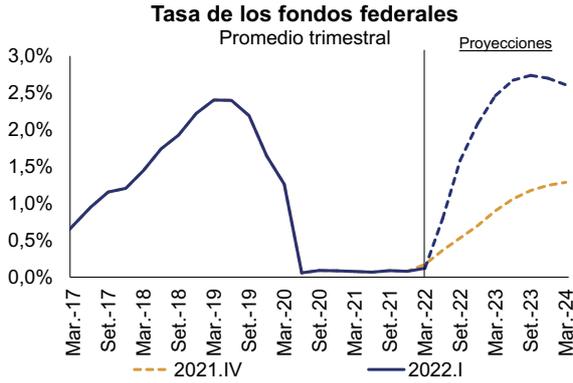


Al influjo del conflicto Rusia-Ucrania la variación de los términos de intercambio se ajustó sensiblemente a la baja para 2022, augurándose actualmente una pérdida de 4%. Esta corrección se debe a un aumento de los precios de importación de mayor magnitud que el de los precios de exportación de bienes y servicios respecto a lo esperado tres meses atrás, ante la mayor inflación en dólares externa y el fuerte aumento del precio del petróleo. Esta caída de los términos de intercambio persistiría en 2023, aunque en menor magnitud.



Por último, las condiciones financieras internacionales proyectadas para el HPM serían algo más restrictivas que lo esperado en el COPOM de diciembre. En particular, ante el endurecimiento del discurso de la Fed, actualmente se espera que la tasa de los fondos federales exhiba más subas a lo largo de 2022 y que finalice el HPM sensiblemente por encima de lo esperado anteriormente.

²¹ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, *Bloomberg*, Ecolatina consultora, *Economist Intelligence Unit*, Fondo Monetario Internacional, *Global Projection Model* y Tendencias consultora.

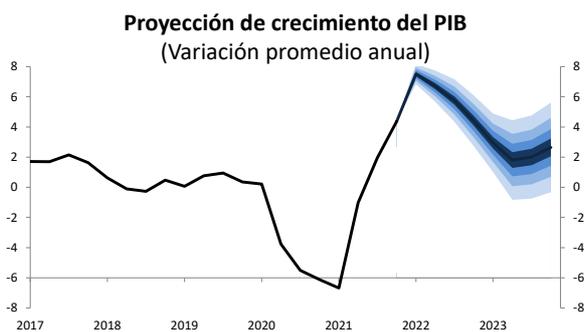


V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad

En el escenario base, la economía cerraría 2022 con un ritmo de crecimiento similar al registrado en 2021 y crecería en torno a 3% en 2023. Más allá de la dinámica macroeconómica se incluye un efecto positivo de compraventas de 0,5 p.p. en 2022 y nulo en 2023.

En este escenario aún persiste un alto nivel de incertidumbre asociado a la velocidad y magnitud de la recuperación luego del *shock* que ocasionó la pandemia y más recientemente a los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo de confianza del gráfico *fan chart*, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En tal sentido, la confianza que la economía crezca por encima del crecimiento potencial (2,5%) al final del HPM es 52%, mientras que en el IPOM anterior era 74%.

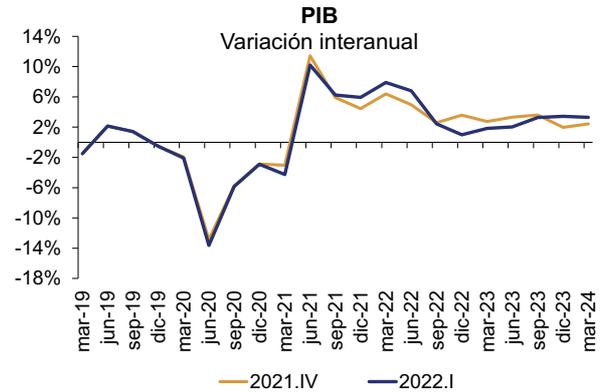


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Del punto de vista de los componentes de la demanda, el crecimiento estaría impulsado por un mayor dinamismo del consumo privado ante la recuperación de la masa salarial y por las exportaciones netas al enfrentar condiciones favorables de demanda externa.

La variación interanual del PIB muestra una trayectoria similar a la del IPOM anterior tanto en promedio como

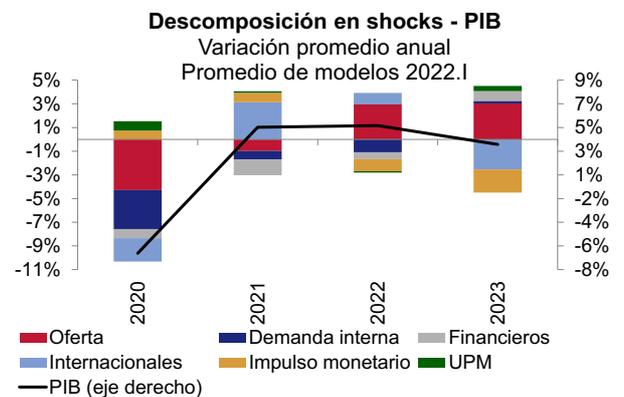
al final del HPM, siendo que en trimestres puntuales se ubica por encima o por debajo de la senda anterior.



De acuerdo a la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, este crecimiento se explica en buena medida por las ganancias de productividad propias de una fase expansiva (incluidas dentro del shock de oferta). Asimismo, el contexto internacional se mantiene favorable en 2022, tanto por el crecimiento como por los precios en dólares, que contrarrestan en parte condiciones financieras más restrictivas y la pérdida en los términos de intercambio. En 2023 persiste el efecto negativo de los términos de intercambio y se suma una caída en la inflación externa relevante, que hace que el impacto agregado de los shocks internacionales se torne negativo.

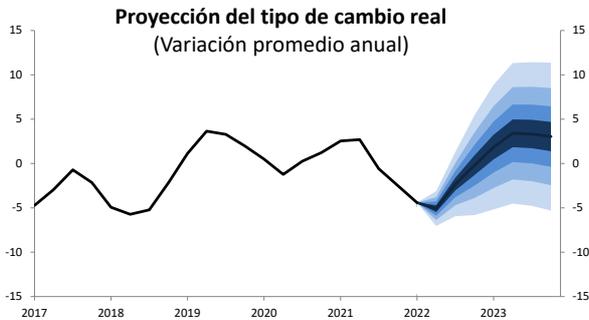
La consolidación fiscal y los menores flujos de inversión del proyecto UPM desde mediados de 2021 (demanda interna) impactarían de forma negativa en la evolución del PIB. Asimismo, se destaca la contribución positiva del inicio de la producción de UPM en 2023.

Los shocks financieros contribuirían progresivamente en forma positiva al crecimiento, guiados por la evolución del tipo de cambio. Finalmente y en línea con las decisiones del COPOM, el impulso monetario expansivo se reduciría en forma paulatina para volverse contractivo en el promedio del HPM.



Tipo de cambio real

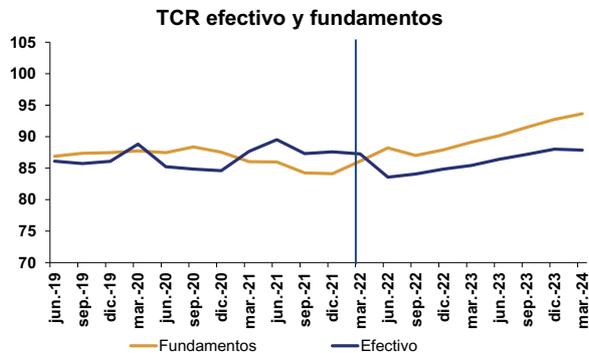
En este escenario base el TCR comenzaría a depreciarse en el segundo semestre de 2022 y continuaría este proceso durante la mayor parte del HPM. La amplitud del intervalo de confianza es mayor que en las demás variables presentadas, ya que la dinámica del TCR se ve afectada entre otros factores por el 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 71% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor similar al 74% 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. El TCRf se apreció durante 2021 por el aumento de la relación gasto público/PIB (gastos médicos asociados al COVID-19 y construcción del ferrocarril central) y la mejora en los términos de intercambio. En el HPM, se espera una caída de la relación gasto/PIB al influjo de la consolidación fiscal en línea con el presupuesto y de la finalización de las obras de UPM II. Asimismo, se prevé un deterioro de los términos de intercambio. Ambos factores promoverían la depreciación del TCRf.

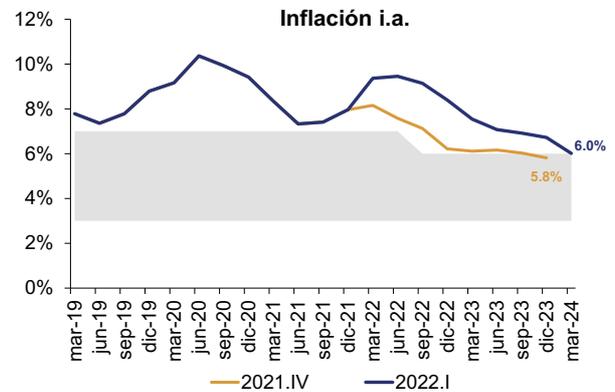


Inflación

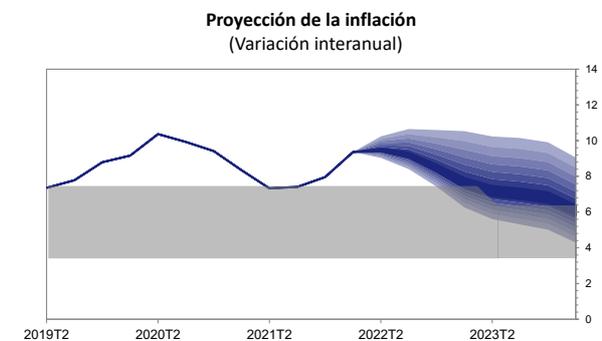
Las proyecciones de inflación en el escenario base presentan una evolución al alza en el primer paso (2022T2) para luego mostrar una trayectoria

decreciente una vez que los shocks transitorios se disipan paulatinamente. Hacia el final del HPM la inflación se ubica en el entorno de 6% interanual, o sea en el entorno del techo del rango-meta vigente desde setiembre 2022.

Por otra parte, el punto de partida de la proyección (marzo 2022) es mayor respecto al informe anterior en 1,2 p.p., producto en buena medida del mayor crecimiento del IPC Resto (Frutas y Verduras y Administrados). Asimismo, en este informe se espera una senda más elevada de la inflación en todo el HPM, tanto en IPC resto como en IPCX. Este último recoge los efectos del mayor dinamismo de los precios externos medidos en pesos al influjo del conflicto Rusia-Ucrania (componente transable, TX) así como los resultados de la 9ª ronda de Consejos de Salarios y sus efectos sobre la inercia del componente no transable, NTX.



El balance de riesgos presenta un sesgo al alza, dada la mayor probabilidad de que la inflación se sitúe por encima del valor más probable (moda de la distribución) que por debajo. Adicionalmente, la confianza que asigna el *fan chart* a que la inflación se ubique dentro del rango-meta al final del HPM es similar a la del COPOM anterior (33% en este informe, 36% en el previo).



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

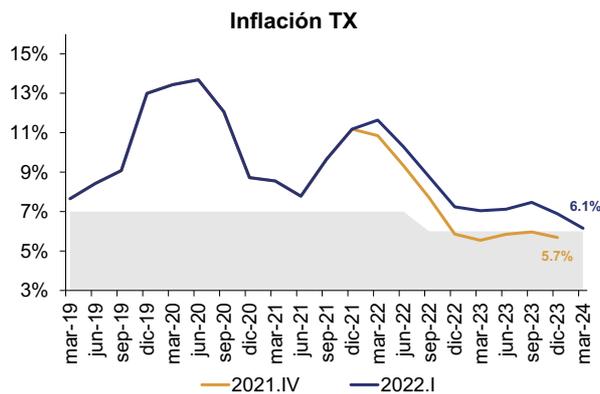
La caída sostenida de la inflación en el HPM está guiada por la política monetaria, que reacciona a los desvíos en la inflación y en la actividad a través de

movimientos en la TPM, junto al marco coherente de coordinación de las políticas macroeconómicas. Estos factores, además de actuar en forma directa, tendrían un impacto positivo en las expectativas de inflación. Asimismo, también contribuirían factores macroeconómicos, como la dinámica moderada del tipo de cambio nominal y real en la primera parte del HPM y la persistencia de una brecha PIB ligeramente en terreno negativo.

A nivel de componentes, la senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través de la variación del indicador de exclusión IPCX, muestra un patrón similar aunque más suave que el de la inflación *headline*. En particular, los dos componentes de IPCX muestran una senda superior en todo el HPM respecto al informe anterior.

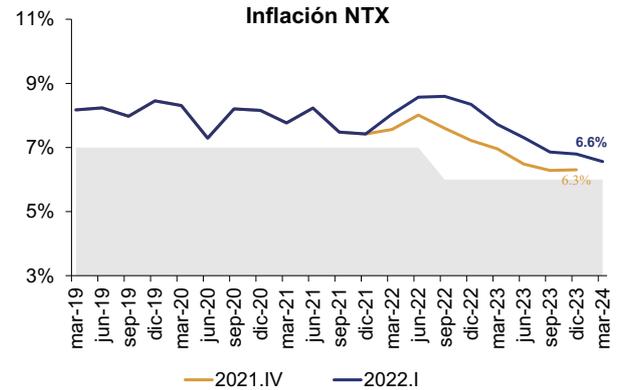
El componente transable (TX) parte de un nivel superior y se acerca en forma paulatina al techo del rango-meta al fin del HPM en la medida que el actual fuerte dinamismo de los precios externos al influjo del conflicto Rusia-Ucrania se diluyen.

El tipo de cambio nominal y los precios externos en dólares muestran una evolución en espejo a lo largo del HPM. Así, al inicio del horizonte se espera un incremento de los precios externos en dólares junto a una apreciación del tipo de cambio. A partir de 2023 el tipo de cambio se deprecia a mayor ritmo que el previsto en el informe previo, en un escenario con mayores alzas en las tasas de interés internacionales, mientras que se desarma el *shock* inflacionario desde los precios internacionales.

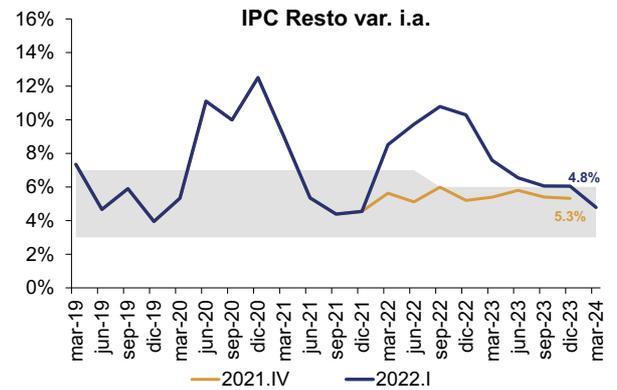


Por otro lado, los precios no transables (NTX) se aceleran en los primeros trimestres en línea con la evolución prevista para los salarios. Las actuales negociaciones en el marco de la 9ª ronda de Consejos de Salarios determinarían un mayor dinamismo salarial que el esperado en el IPOM anterior, manteniendo una mayor inercia dada la frecuencia de los correctivos por inflación que emergieron en varios

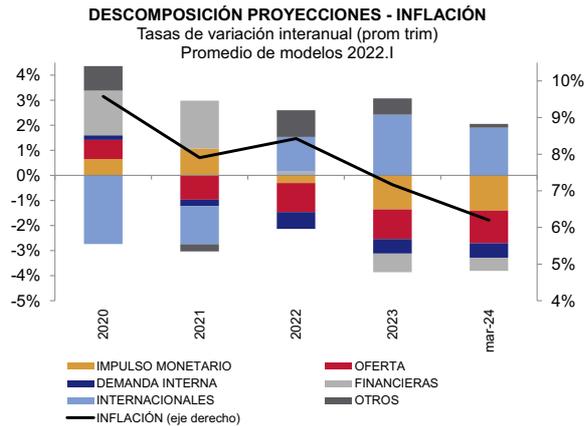
acuerdos. A partir de entonces, los NTX responden a la política monetaria más contractiva y se desaceleran.



Finalmente, el IPC Resto presentaría una evolución creciente durante 2022 y posteriormente se desaceleraría, al diluirse el *shock* de oferta sobre frutas y verduras y con tarifas públicas aumentando en línea con el objetivo de inflación.



Estos factores pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco del modelo DSGE. Aquí se observa que la convergencia de la inflación hacia el rango meta se logra en un marco de tarifas públicas compatibles con la meta de inflación (dentro de "otros"), una política monetaria que actúa para lograr el objetivo (impulso monetario contractivo), expectativas de inflación consistentes con la meta inflacionaria, moderación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) y ganancias de productividad dado el crecimiento económico (*shock* de oferta), mientras que el entorno internacional se va volviendo menos inflacionario.

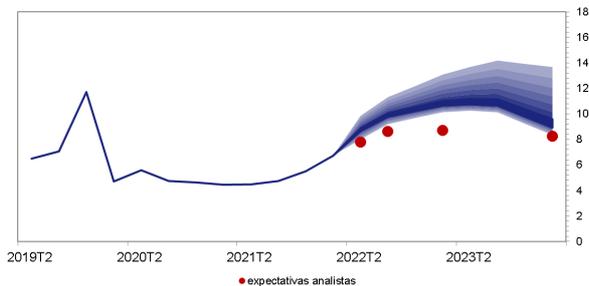


Tasa de interés

Actuando en el marco analizado anteriormente, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad y genera una senda creciente de su tasa de política monetaria (TPM). En particular, esta senda es condicional a: el 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 125 p.b. adoptada en el COPOM del 7 de abril.

Esta senda puede ilustrarse en el siguiente gráfico *fan chart*, que muestra el rango en que sería esperable 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. Asimismo, el balance de riesgos determina una mayor probabilidad de que la tasa de interés se sitúe por encima de este valor que por debajo de éste.

Proyección de la tasa de interés
(Porcentaje)



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

El gráfico incorpora además la mediana de las expectativas de analistas. Se observa que el perfil creciente para la senda de la TPM en los primeros pasos es mayor al esperado por los analistas de referencia, los que respondieron la encuesta antes de

conocerse la decisión del COPOM. Asimismo, al final del HPM ambas cifras convergen a un valor similar.

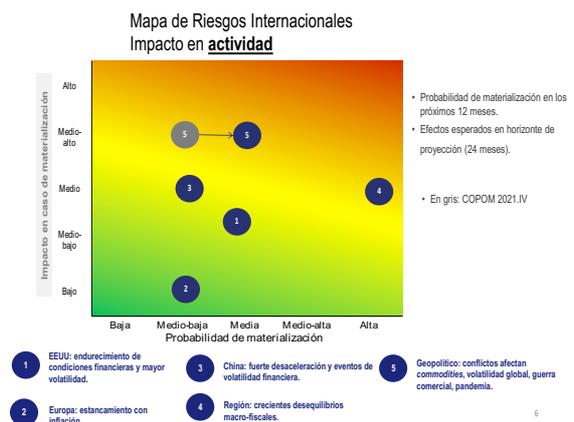
V.3 Principales riesgos que pueden afectar las proyecciones del escenario base

Esta proyección surgida en el escenario base se enmarca en un contexto de riesgos y está sujeta a un nivel de incertidumbre mayor al habitual, signado por la evolución de la pandemia a nivel mundial y en menor medida doméstico, a lo que se agrega actualmente la evolución del conflicto Rusia-Ucrania. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el análisis prospectivo presentado como escenario base, siguiendo la metodología del *mapa de riesgos (MR)*²².

Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

Riesgos externos

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



Respecto del nivel de actividad, existen dos riesgos en la zona naranja. En primer lugar se destaca el riesgo número 5. *Geopolítico*-, que incluye la evolución de la pandemia y el impacto del conflicto entre Rusia y Ucrania. La materialización de los efectos económicos de este conflicto más persistentes y/o más profundos que los contemplados en el escenario base impactaría en forma negativa sobre el nivel de actividad global, afectando los flujos comerciales y las variables financieras. En este informe, la mayor incertidumbre derivada de este riesgo más que compensa la evolución favorable que ha tenido la pandemia en los últimos meses, por lo que en este COPOM se ha decidido mover este riesgo global a la derecha, incrementando la probabilidad de ocurrencia prevista

²² Por más detalles ver nota metodológica en IPOM 2020.IV, recuadro 3.

en el informe anterior, manteniendo la evaluación de impacto medio-alto.

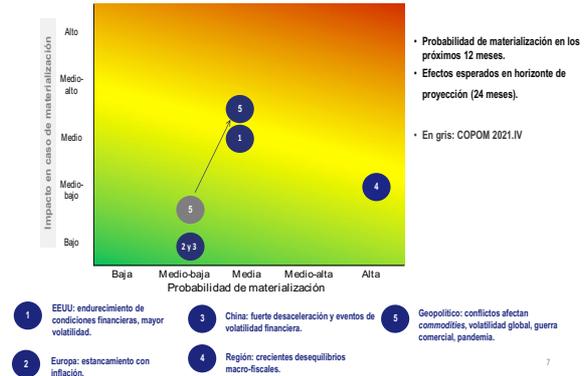
En segundo lugar, y pese a cierta mejora en los indicadores de actividad de corto plazo, en la región persisten desequilibrios macroeconómicos de carácter estructural que implican un riesgo con alta probabilidad de materialización e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección (riesgo 4. *Región*). Tanto en Argentina como en Brasil persiste una elevada incertidumbre económica y política, lo que dificulta el tránsito hacia una senda de crecimiento sostenido, al tiempo que podría desencadenar procesos de salidas de capitales. Estos eventos, en caso de materializarse, impactarían en forma negativa sobre el nivel de actividad de Uruguay y provocarían una mayor volatilidad financiera y cambiaría.

El resto de los riesgos se mantienen en las zonas amarilla y verde, al igual que en el COPOM anterior. Una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3) provocaría efectos recesivos sobre la economía mundial y una fuerte caída de los precios de nuestros productos de exportación. La probabilidad de materialización de este riesgo es considerada como medio-baja. Se entiende que el gobierno chino cuenta con espacio fiscal/monetario suficiente para contrarrestar los efectos derivados del rebrote de la pandemia en algunos centros urbanos.

La probabilidad de ocurrencia del Riesgo 1, endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU por encima de lo previsto en el escenario base no se ha modificado. Las mayores subas de tasas previstas por los mercados financieros ya han sido incorporadas en las proyecciones del BCU. Si la inflación se mantiene en niveles elevados por un periodo prolongado, la Fed podría reaccionar con subas aún más pronunciadas de su tasa de política, sorprendiendo a los mercados, lo que traería en consecuencia caídas en los precios de los activos, fortalecimiento del dólar a nivel global y salidas de capitales desde los mercados emergentes. Se evalúa que estos riesgos, en caso de materializarse, tendrían un impacto medio-bajo sobre el nivel de actividad.

Finalmente, se mantiene el riesgo 2 de estancamiento/recesión en los países europeos en la zona verde (el efecto de el conflicto de Ucrania fue incluido en el riesgo 5). De concretarse, las ventas uruguayas a los países europeos se verían afectadas. Su impacto en caso de materialización sería medio-bajo, dado el menor peso relativo que tiene Europa como destino de las exportaciones y la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de Riesgos Internacionales
Impacto en **inflación**

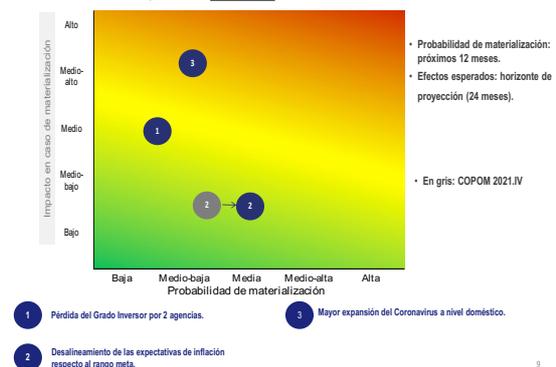


El mapa de riesgos internacionales para la inflación tiene las mismas probabilidades de ocurrencia, pero un impacto diferente respecto al mapa del PIB. En este caso, los principales riesgos que pueden afectar la senda prevista de la inflación refieren a la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los factores geopolíticos (riesgo 5). En caso de materializarse, ambos eventos provocarían un aumento de la volatilidad financiera, una suba más rápida del tipo de cambio y del riesgo soberano en nuestro país, con consecuencias en la inflación transable y posibles efectos de segunda vuelta sobre los bienes y servicios no transables.

Riesgos domésticos

A nivel doméstico se identifican tres riesgos relevantes: la pérdida del grado inversor, el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango meta y una expansión del coronavirus por la aparición de nuevas variantes.

Mapa de Riesgos Domésticos
Impacto en **actividad**



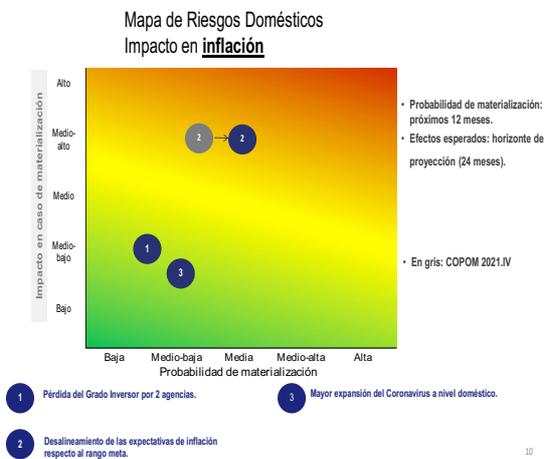
Al riesgo 1, pérdida del grado inversor, se le asigna una baja probabilidad de ocurrencia, teniendo en cuenta que el gobierno ha logrado reducir paulatinamente el déficit fiscal y continuará implementando medidas en este sentido para asegurar la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. En caso de ocurrencia, el impacto

sobre la actividad y la inflación de este evento sería reducido.

Un nuevo brote de coronavirus en Uruguay (riesgo 3) podría tener un impacto significativo sobre el nivel de actividad (medio-alto) al tiempo que los efectos sobre la inflación serían más reducidos. Teniendo en cuenta el fuerte avance del proceso de vacunación y el cese de la emergencia sanitaria, la probabilidad de materialización de este riesgo se considera medio-baja.

Finalmente, se ha decidido mover el riesgo de desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango meta (riesgo 2) hacia la derecha, aumentando su probabilidad de ocurrencia, teniendo en cuenta el actual contexto incierto de inflación internacional, la evolución reciente de las expectativas de inflación y los anuncios del Poder Ejecutivo en materia salarial. Una mayor inflación esperada puede comprometer la velocidad de la desinflación prevista en el escenario base. La consistencia de las políticas fiscal, monetaria y de ingresos constituye un elemento para mitigar este riesgo.

Basado en estas consideraciones y buscando el objetivo de lograr la convergencia de las expectativas de inflación al rango meta en el horizonte de política, el BCU ha decidido fortalecer el sesgo contractivo de su política monetaria.



Recuadro Metodológico. Evaluación de errores de proyección

Las proyecciones macroeconómicas juegan un rol central en un régimen de metas de inflación, en tanto son una guía prospectiva sobre la dinámica de la inflación, de su entorno y de la estrategia de la política monetaria. Estas proyecciones permiten al Banco Central comunicar de qué manera piensa cumplir con su objetivo inflacionario, dado al escenario macroeconómico esperable durante el horizonte de política (HPM), dando un marco de previsibilidad a los agentes económicos. En tal sentido, el análisis prospectivo sobre las principales variables macroeconómicas es condicional a este escenario, el cual puede sufrir alteraciones de relevancia en el HPM, el que actualmente es de 24 meses.

En este contexto, la evaluación de los errores de pronósticos representa una rendición de cuentas que permite discriminar y comunicar si los mismos se originan en eventos difíciles de prever, como fue el caso por ejemplo de la pandemia, o si reflejan aspectos inadecuadamente incorporados en los modelos o en los juicios técnicos incluidos en las proyecciones.

Esta rendición de cuentas completa el marco prospectivo en el que se desarrolla la política monetaria y su elaboración tiene sentido con una frecuencia anual a año cerrado.

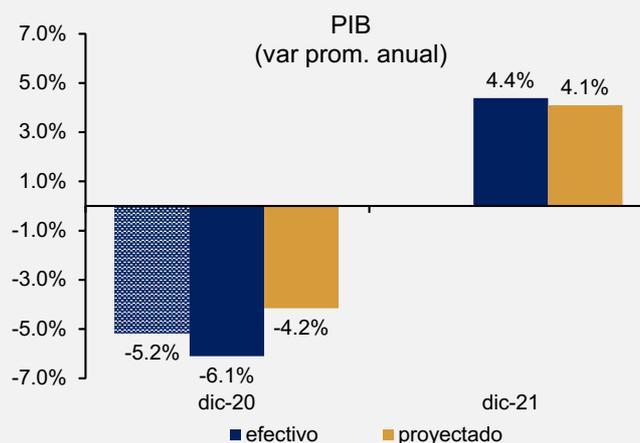
En lo que sigue se evalúan las proyecciones realizadas a 24 meses, comparando el dato efectivo a diciembre 2021 con el proyectado 24 meses atrás (marzo 2020) para la inflación (variación interanual) y el crecimiento del PIB (promedio anual)¹. Estas son las dos variables más relevantes del análisis macroeconómico, incluidas en las distintas versiones de reglas de política monetaria que habitualmente utilizan los bancos centrales².

La proyección de la variación promedio del PIB para diciembre 2020 realizada en marzo 2020 (a 4 pasos) había sido -4,2%, mientras que el dato efectivo resultó ser -6,1%; de esta forma, se sobrestimó el dato en 1,9 puntos porcentuales (p.p.). Esta diferencia se explica en gran parte por el *shock* de la pandemia, que representó un evento inesperado, a escala global y que comenzó a manifestarse a fines de 2020T1, precisamente en el momento de realizarse esta previsión. Adicionalmente, se extendió más de lo previsto, lo que contribuyó a un mayor descenso del nivel de actividad. Complementariamente, la evolución de algunas variables macroeconómicas internacionales que son insumos en la proyección del PIB, como los términos de intercambio y el producto externo relevante, fue similar a lo previsto, con lo que su contribución al error de proyección del PIB no fue relevante (ver gráficas al final de este recuadro).

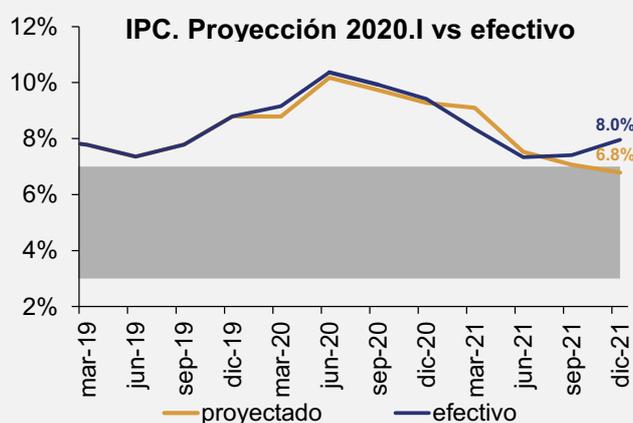
Asimismo, las proyecciones se realizaron usando las series de Cuentas Nacionales base 2005, pero se hace esta rendición con la serie de la base 2016, que incorpora cambios metodológicos y de cobertura. Se estima que el impacto del cambio de base en la variación del PIB es del orden de 0,9 p.p., por lo que realizando este ajuste, el error se reduce a 1 p.p. asimismo, con relación al año cerrado en diciembre 2021, la proyección había sido 4,1%, mientras que el dato efectivo fue 4,4% (var. prom. anual), por lo que el error de proyección a 4 pasos fue de tan solo 0,3 p.p.

¹ La publicación de las estadísticas del PIB tiene un trimestre de rezago respecto a las de inflación. De esta forma, tomando como horizonte temporal el HPM, para el PIB se evalúa la proyección a 8 pasos mientras que para la inflación la misma es a 7 pasos.

² Para un análisis más detallado de estas reglas, ver recuadro metodológico del IPOM 2021.I.



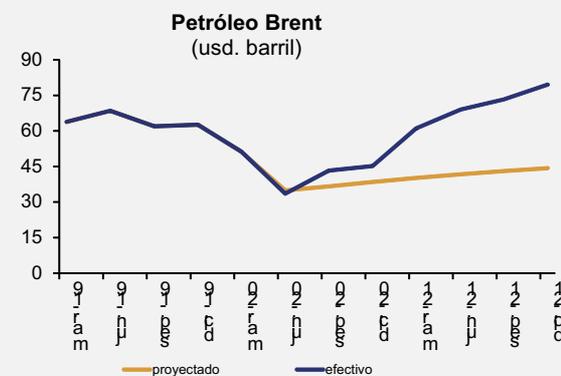
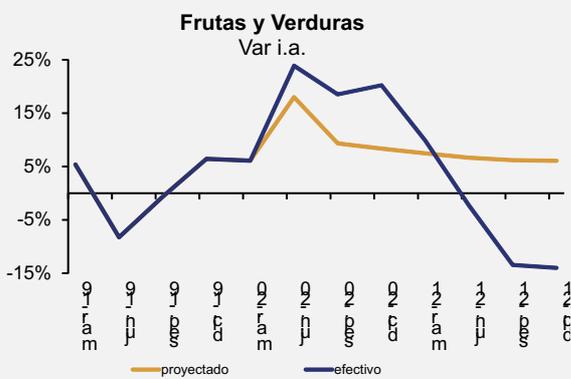
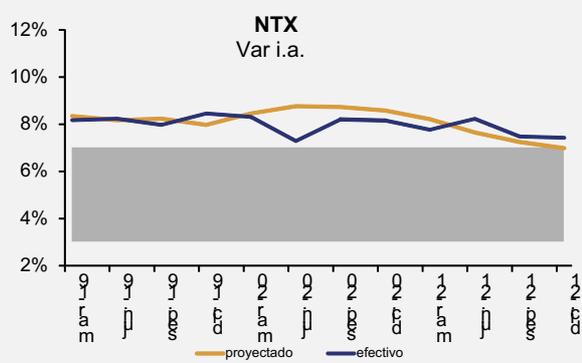
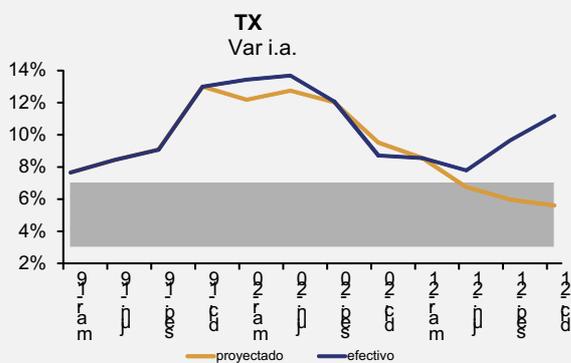
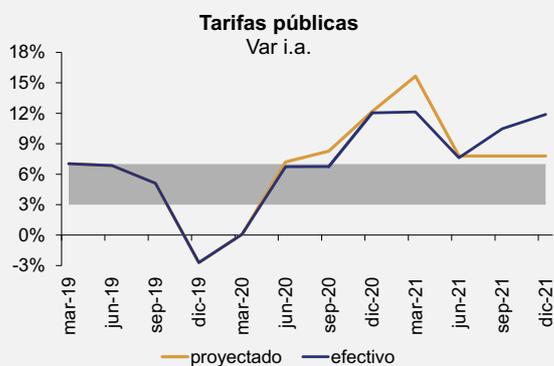
Por otra parte, la proyección de la inflación interanual a diciembre 2020 estuvo alineada con el dato (9,3% vs 9,4%), mientras que a diciembre 2021 subestimó el crecimiento efectivo de los precios en 1,2 p.p. (8,0% vs 6,8%).



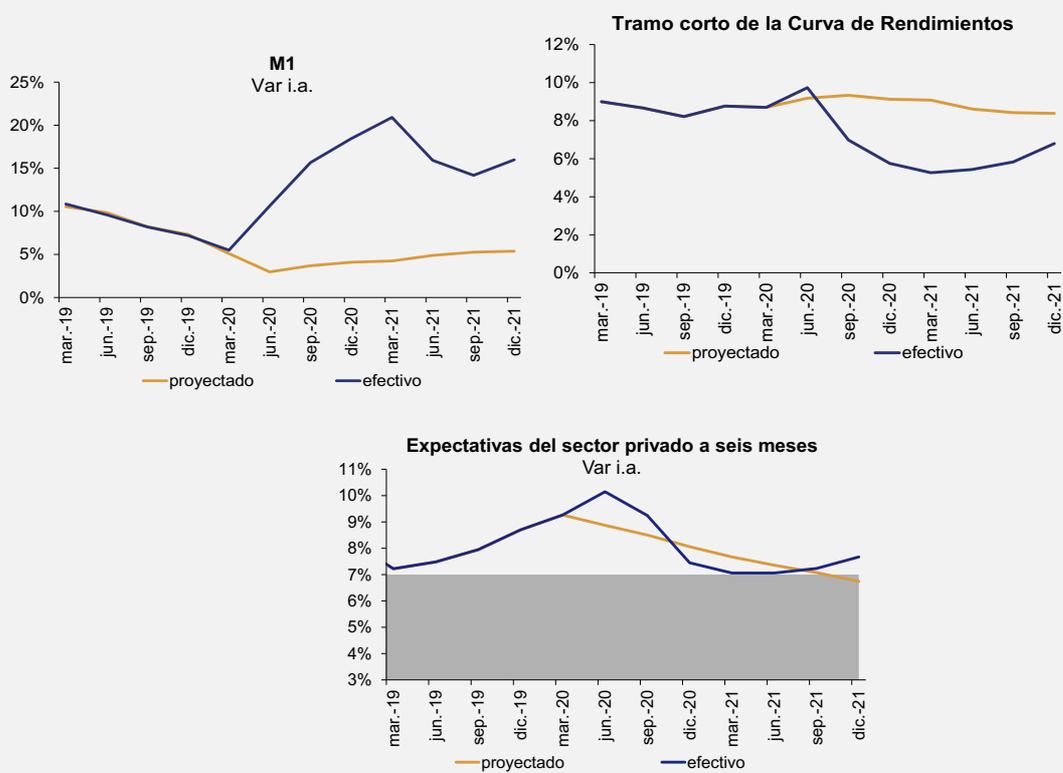
Analizando la dinámica en esos 24 meses se observa que la inflación inició un proceso de desaceleración en línea con lo esperado a partir del segundo semestre de 2020, a medida que se disipaban los shocks vinculados al incremento del precio internacional de la carne y al aumento del tipo de cambio asociado al inicio de la pandemia. La caída de la inflación, tanto efectiva como proyectada, continuó hasta junio 2021 (6 pasos del HPM analizado). En el mismo sentido, dada la evolución del precio del petróleo, las tarifas públicas hasta ese trimestre evolucionaron en línea con lo proyectado, siendo compatibles con el objetivo inflacionario. Sin embargo, la inflación se acelera en 2021T3, al influjo del aumento de los precios internacionales, incluyendo el petróleo, que no fue amortiguado por el tipo de cambio nominal y afectó principalmente la variación de los precios transables y las tarifas de combustibles. Esto se dio en un contexto de política monetaria expansiva como respuesta a la crisis sanitaria, lo que llevó a que la cantidad de dinero creciera por encima y las tasas domésticas por debajo de lo proyectado en marzo 2020.³ Asimismo, las expectativas de inflación de los analistas mostraron un comportamiento similar al de la inflación *headline* y en línea con lo esperado hasta junio 2021, siendo que en los últimos dos pasos de proyección las mismas se ubicaron por encima de lo proyectado originalmente, siendo otro factor que contribuyó a la aceleración inflacionaria por encima de lo previsto hacia el fin del HPM.

³ Hasta setiembre 2020 la política monetaria se instrumentaba a partir de agregados monetarios. Como referencia se incluye el gráfico del crecimiento del agregado monetario M1'.

Principales variables: efectivo y proyección en 2020.I



Variables de política y expectativas: efectivo y proyección en 2020.I



Finalmente, realizando un análisis desagregado por componentes del IPC se observa que la principal fuente de error estuvo en los precios transables (TX), que recogieron buena parte de los shocks analizados anteriormente, mientras que los no transables (NTX), al igual que sus determinantes, evolucionaron en línea con lo esperado en marzo 2020. Asimismo, dentro de IPC resto se observó una importante caída de los precios de frutas y verduras, cuando se esperaba una evolución en línea con el IPC general, que amortiguó las presiones inflacionarias y el error de proyección agregado. Mientras tanto, los rubros administrados evolucionaron algo por encima de lo proyectado, al influjo del precio del petróleo y su efecto sobre la tarifa petrolera.

Inflación a diciembre 2021. Proyección vs dato efectivo			
Componentes	Variación		Incidencia del error
	Proyectado 2020.I	Efectivo 2021.IV	
IPC	6.8	8.0	1.20
IPCX	6.4	9.1	2.05
TX	5.6	11.2	1.89
NTX	7.0	7.4	0.16
IPC Resto	7.8	4.5	-0.85
FV	6.8	-14.0	-1.04
Administrados	8.0	8.9	0.18
Tarifas	7.8	11.9	0.34