



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Tercer trimestre 2023



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

La economía global sufrió en los últimos trimestres una serie de shocks que afectaron negativamente su desempeño: políticas monetarias contractivas en el marco de los niveles inflacionarios más elevados de las últimas décadas, conflicto en el este de Europa y aumento de tensiones geopolíticas. Pese a ello, actualmente no se espera contracción o estancamiento del nivel de actividad mundial, aunque se observan heterogeneidades entre los diferentes bloques económicos.

La inflación mundial vuelve a verse impulsada como consecuencia del repunte en los precios de los commodities, especialmente en el petróleo, en momentos en que las presiones inflacionarias continúan concentradas en el componente núcleo de la inflación que sigue descendiendo a una velocidad lenta. De este modo, los bancos centrales podrían encontrarse en la necesidad de restringir de forma adicional su política monetaria o mantenerse en una fase contractiva por un período más prolongado al esperado en el informe anterior.

En la región, la situación económica y financiera continúa mostrando desajustes en Argentina, junto a la incertidumbre que agrega el proceso electoral en curso. De esta forma, quien asuma el gobierno enfrentará unas condiciones iniciales que impondrán la necesidad de correcciones macroeconómicas en el corto plazo. Mientras tanto, en Brasil el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) durante el segundo trimestre se volvió a presentar por encima de lo esperado, lo que provoca una nueva corrección al alza las proyecciones de crecimiento del país, tanto en 2023 como en 2024.

I.2 Contexto interno

En el segundo trimestre de 2023 la actividad económica exhibió un descenso desestacionalizado de 1,4%, equivalente a una caída interanual de 2,5%. De este modo, en el segundo trimestre se perdió dinamismo tras la expansión del primer trimestre.

A nivel de la producción, los agregados Agropecuario, pesca y minería y Energía eléctrica, gas y agua tuvieron una importante incidencia negativa en términos interanuales, en tanto recogieron el fuerte efecto de la sequía, la cual fue parcialmente compensada por el mejor desempeño de actividades vinculadas a servicios. Por el lado del gasto, se observó una contracción de la demanda externa neta que fue parcialmente compensada por la mayor demanda interna, liderada por el consumo privado.

De acuerdo a los indicadores de alta frecuencia y los modelos de proyección de corto plazo

disponibles, se espera que la actividad se recupere en el tercer trimestre, ante la reversión de los efectos de la sequía y la puesta en producción de la planta de celulosa UPM II.

Por otra parte, en el año móvil finalizado a junio de 2023 la economía uruguaya experimentó un déficit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 2.784 millones de dólares (3,7% del PIB). Este resultado representa un aumento de 0,8 puntos porcentuales (p.p.) en comparación con el mismo período del año anterior.

El Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE) global registró una apreciación de 2,7% en el promedio del tercer trimestre respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con Argentina y China. Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de nuestros productos ralentizó la tendencia a la baja que muestra desde mediados de 2021.

Mientras tanto, el TCR de fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) en su estimación preliminar se mantendría relativamente estable en el tercer trimestre, ya que el impacto esperado al alza de la caída de la productividad relativa y de la menor relación Gasto Público-PIB sería compensado por el efecto a la baja del aumento esperado de los términos del intercambio y del ratio Gasto Privado-PIB. La brecha entre el TCRE y el TCRf se ubicaría en niveles similares a los del trimestre anterior. Posteriormente, se iría reduciendo durante el Horizonte de Política Monetaria (HPM).

Por otra parte, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora, mantiene una tendencia a la baja en los últimos meses, luego de alcanzar un máximo local hacia fines de 2022.

Asimismo, en el año culminado en agosto 2023, el Sector Público Global (SPG) tuvo un resultado deficitario de 3,9% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios relevantes como la transferencia al FSS, el déficit resultante sería bastante similar (4,0% del PIB), 1,4 p.p. superior al de un año atrás.

Mientras tanto, a junio 2023 se sigue observando un leve aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 38,5% de PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras de la economía uruguaya, como la mayor participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se sigue manteniendo por debajo del de los pares de la región.

Finalmente, en el último año móvil la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia por parte de las cuatro principales calificadoras de riesgo.

1.3 Desempeño reciente de la inflación y de las expectativas inflacionarias

La inflación interanual a setiembre 2023 se ubicó en 3,9%, reduciéndose más de 2 p.p. respecto al registro de junio y alcanzando el valor mínimo de la serie en los últimos 18 años. Asimismo, la inflación interanual se mantuvo por cuarto mes consecutivo dentro del rango-meta vigente de 3% a 6% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Esta disminución de la inflación se explica tanto por el comportamiento de la inflación de exclusión como del resto del IPC.

En particular, la inflación subyacente, medida a través de la variación interanual del indicador de exclusión IPCX (IPC sin considerar frutas, verduras y administrados) se redujo hasta situarse en 3,3%, al influjo de una nueva reducción de los precios de sus dos componentes: Transables de Exclusión (TX) y especialmente No Transables de Mercado (NTX).

En esta reducción incide la evolución de los precios internacionales relevantes para la inflación uruguaya, que han disminuido considerablemente respecto al año anterior, así como la estabilidad del tipo de cambio en el promedio del trimestre.

Finalmente, las expectativas de inflación de los analistas (encuesta compilada por el BCU) continuaron su senda decreciente en los horizontes de 12 y 24 meses. Las otras dos medidas de expectativas de inflación disponibles para el HPM (mercados financieros y empresarios) también se redujeron respecto a junio. Cabe destacar la reducción de 50 p.b. en las expectativas de empresarios en setiembre, las que se ubican en 7,5%, valor mínimo histórico de la serie. De este modo, el indicador resumen de tres metodologías monitoreadas por el BCU para el HPM se ubica actualmente en 6,6%, reduciéndose unos 50 p.b. respecto a junio y continuando su convergencia al rango-meta. Por otra parte, en el horizonte a 5 años la mediana de expectativas de inflación a analistas relevadas por el BCU se mantuvo estable respecto a las mediciones previas y se situó en 6%.

1.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

En el escenario base la economía cerraría 2023 con un crecimiento algo menor a 1% y crecería en torno a 4% promedio en 2024 y 2025. Esta expansión sería sostenida por el consumo privado, impulsado por la recuperación de la masa salarial, y la inversión privada. Asimismo, en 2024 se sumarían las exportaciones netas, ante la reversión del shock de

la sequía, en un contexto internacional algo menos dinámico que en el informe anterior.

La inflación interanual se mantendría dentro del rango-meta durante todo el HPM, aunque registraría una aceleración en 2024 al impulso de la inflación internacional, terminando en 5,7% al final del HPM (setiembre 2025). La evolución de la inflación dentro del rango meta estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva en todo el HPM y por el marco de coordinación de políticas pautado por aumentos de precios administrados y de salarios nominales compatibles con el objetivo inflacionario.

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

Los principales riesgos para el nivel de actividad refieren a los desequilibrios macroeconómicos de la región. En menor medida pueden mencionarse los efectos asociados a la continuación del conflicto entre Rusia y Ucrania.

Por otra parte, el principal riesgo para la inflación está asociado a la no convergencia de las expectativas de inflación, que determinen una mayor persistencia inflacionaria al afectar eventualmente la dinámica salarial. Asimismo, se destaca el riesgo derivado de una posible aceleración de los precios a nivel global.

1.5 Decisiones de política monetaria

Luego de la reunión del COPOM del 5 de octubre de 2023, el Directorio del BCU resolvió una reducción de 50 p.b. en la TPM, fijándola en 9,5%. Para esta decisión se tuvieron en cuenta algunos hechos, tales como: la inflación y la inflación de exclusión se encuentran dentro del rango-meta; las expectativas inflacionarias se han ajustado a la baja y se espera que continúen así; las proyecciones de los servicios técnicos indican que la inflación se mantendrá dentro del rango-meta en todo el horizonte de proyección.

Asimismo, se observa que este nivel de TPM mantiene la instancia contractiva de la política monetaria.

Finalmente, es importante destacar que el comunicado del COPOM señaló que la TPM estaría en un nivel cercano a finalizar el ciclo a la baja, en la medida que terminen de alinearse las expectativas de inflación con el rango-meta y

continúe fortaleciéndose la credibilidad de que la inflación va a permanecer dentro el rango.

1.6 Gestión de la política monetaria

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

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

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

La perspectiva sobre el crecimiento global muestra algunas alteraciones respecto a lo que se preveía el trimestre pasado. En tal sentido, para 2023 se espera un crecimiento similar al que se esperaba tres meses atrás, aunque con una composición diferente: la mayor expansión esperada en EE.UU. (Estados Unidos) y Brasil se verá compensada con un menor crecimiento previsto en China. Por su parte, en 2024, se espera un dinamismo menor de los socios comerciales en su conjunto del que se esperaba en el COPOM de junio. Los factores que explican el menor crecimiento esperado en 2024 son: la menor expectativa de crecimiento en China, afectado por la crisis que atraviesa su sector inmobiliario, lo cual impacta en el sector financiero, y por presiones deflacionarias; y una contracción más pronunciada que lo que se esperaba en los meses previos en Argentina. En contraste, la mayor expansión esperada en EE.UU. y Brasil compensan parte de la corrección a la baja en la proyección de crecimiento de los socios comerciales.

En este marco, el Fondo Monetario Internacional (FMI) mantuvo inalterada su proyección de crecimiento mundial para 2023 en su reporte de setiembre en 3%¹ y modificó levemente al alza la previsión de 2024 de 2,9% a 3%.

En otro orden, si bien la inflación a nivel global continuó descendiendo, se observa un deterioro en

las perspectivas. En particular, a la lentitud con que se desacelera el núcleo inflacionario al influjo de la robustez del mercado laboral, se suma la actual suba del precio del petróleo.

Ante estas presiones inflacionarias, la política monetaria de los principales bancos centrales se mantendría contractiva por más tiempo del que se esperaba el trimestre anterior. Adicionalmente y pese a que la Reserva Federal (Fed) mantuvo su tasa de referencia en la reunión de setiembre, tras la suba implementada en la reunión de julio, tanto las declaraciones del presidente de la Fed, como de distintos responsables del organismo, conducen a un incremento de la probabilidad de un aumento adicional de la tasa antes de fin de año. Adicionalmente, los datos correspondientes al mercado laboral y a la inflación, fueron en el mismo sentido. En contraste, la depreciación de la moneda china, sumada a la inflación doméstica del país que fluctúa en torno a 0 desde hace algunos meses, contribuye a contrarrestar parte de las persistentes presiones inflacionarias globales.

Por su parte, los activos financieros evidencian el impacto a la baja que ocasiona la suba de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos. En tal sentido, las acciones exhibieron un desempeño pobre a lo largo del trimestre. Asimismo, el dólar mostró una trayectoria al alza frente a otras divisas, por efecto del mencionado aumento de tasas en los bonos de EE.UU.

Entre tanto, tras varios meses de estabilidad con sesgo a la baja, los precios de los commodities volvieron a subir. Esto se observa especialmente en el petróleo, tras el acuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Rusia para extender los recortes en la producción.

Finalmente, en la región las condiciones macroeconómicas continúan deteriorándose en Argentina. Por un lado, la aceleración del dólar oficial y el aumento de la brecha con los dólares no oficiales tras las elecciones primarias de agosto, dieron un impulso adicional a la inflación. Por otro lado, la sequía, las restricciones cambiarias, la mencionada aceleración inflacionaria y el elevado nivel de incertidumbre, continúa impactando a la baja en el nivel de actividad. Mientras tanto, en Brasil el crecimiento del PIB durante el segundo trimestre se volvió a presentar por encima de lo esperado, tal como había sucedido en el primero. En ese contexto, las proyecciones de crecimiento volvieron a corregirse al alza tanto para 2023 como para 2024. Adicionalmente, en un ambiente institucional que se percibe como más favorable, el Banco Central inicio su ciclo a la baja de la tasa de interés.

¹ World Economic Outlook (octubre 2023).

Actividad global

Los datos de alta frecuencia exhiben heterogeneidad entre los grandes bloques económicos. Por un lado, en EE.UU. el dinamismo que mostró el PIB durante el segundo trimestre y el mercado laboral hasta setiembre, conducen a una corrección al alza en las proyecciones de crecimiento, tanto para el presente año como para el siguiente. En contraste, en la Zona Euro (ZE) y especialmente en China, tanto los datos del PIB como los de alta frecuencia se presentaron por debajo de las expectativas, lo que provocó una modificación a la baja en sus respectivas proyecciones de crecimiento.

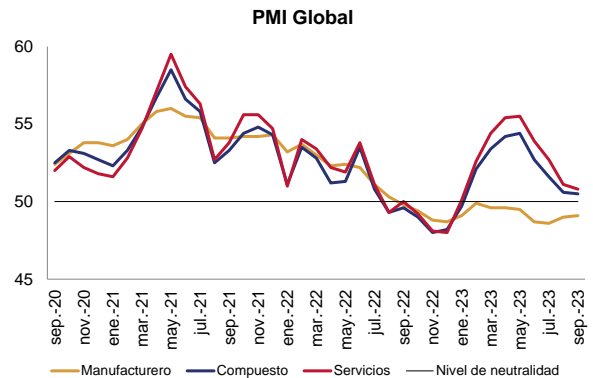
Específicamente en EE.UU., el PIB creció 2,1% durante el segundo trimestre, tras el incremento de 2,2% registrado en el primero, en términos desestacionalizados y anualizados. El crecimiento refleja las contribuciones positivas del gasto de los consumidores, de la inversión fija residencial y no residencial, de las exportaciones y del gasto público. Por su parte, el mercado laboral continuó exhibiendo fortaleza en los últimos meses, a pesar del aumento de los costos crediticios como consecuencia de la política monetaria restrictiva implementada por la Fed. De este modo, el FMI elevó su proyección de crecimiento para 2023 desde 1,8% en junio a 2,1% en setiembre, al tiempo que, la proyección para 2024 se elevó de 1% a 1,5% en el mismo período.

Por su parte, en la ZE el PIB creció mínimamente en el segundo trimestre (0,1%), misma cifra que la observada en el primero, en términos desestacionalizados. Entre los componentes del gasto, el consumo de los hogares permaneció estable, al tiempo que el gasto público y la inversión contribuyeron positivamente. Por su parte, las exportaciones netas tuvieron un aporte negativo. El FMI recortó su previsión de crecimiento a 0,7% en 2023 (desde 0,9% en junio) a 1,2% para 2024 (desde 1,5% en junio).

Mientras tanto, la economía china se sigue desacelerando. Si bien el crecimiento de 0,8% desestacionalizado del segundo trimestre fue superior al esperado, implicó una sensible desaceleración respecto al registro de 2,2% del primero y constituye una expansión muy baja para el estándar chino de los últimos años. Asimismo, los datos de alta frecuencia evidencian la persistencia de los problemas en el sector inmobiliario y la debilidad de la demanda doméstica, al tiempo que otros indicadores de actividad, como los datos de comercio exterior, también muestran escaso dinamismo. El FMI recortó su proyección de crecimiento de 5,2% a 5% para 2023 y de 4,5% a 4,2% para 2024.

En este marco, según los Purchasing Managers Index (PMI) globales se observa desaceleración

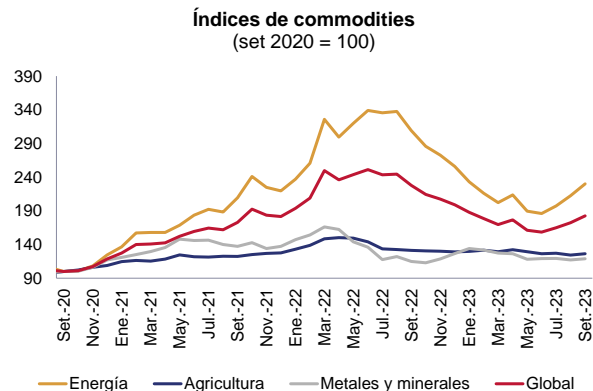
durante el tercer trimestre. En particular, se advierte que el sector manufacturero se mantiene por debajo del nivel de neutralidad, al tiempo que los servicios se mantienen en terreno positivo, pero con evolución descendente.



Fuente: Bloomberg.

Commodities

La caída de precios que mostraron las materias primas tras el pico observado en agosto de 2022 se interrumpió en los últimos meses. En particular, la extensión del acuerdo entre OPEP y Rusia para el recorte en la producción elevó el costo del barril, pese a las dudas sobre la fortaleza de la demanda, en un contexto de bajo crecimiento global. Por su parte, los precios de los alimentos y los de los metálicos se mantuvieron estables, más afectado por la mencionada debilidad de la demanda.

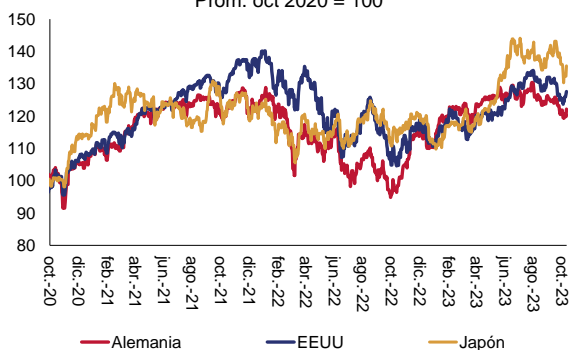


Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros e inflación

Los mercados internacionales se vieron impactados por las subas en las tasas de interés. En ese sentido, las principales bolsas de valores exhibieron pérdidas a lo largo del trimestre, como resultado del mayor atractivo de los activos libres de riesgo y de las mayores tasas de descuento que implican tasas de interés más altas.

Índices accionarios globales
Prom. oct 2020 = 100



Fuente: Bloomberg.

Las señales de preocupación por la persistencia del núcleo duro de la inflación, por las renovadas presiones inflacionarias provenientes de los commodities y por la fortaleza del mercado laboral, que emite la Fed, explican el aumento de la probabilidad de un nuevo aumento de la tasa de referencia permanezca elevada por un período más extenso. Esta circunstancia impulsa al alza a toda la curva de rendimientos. Actualmente, la tasa de los Treasuries a 10 años se ubica en el entorno de 4,8%, la más alta de los últimos 15 años.

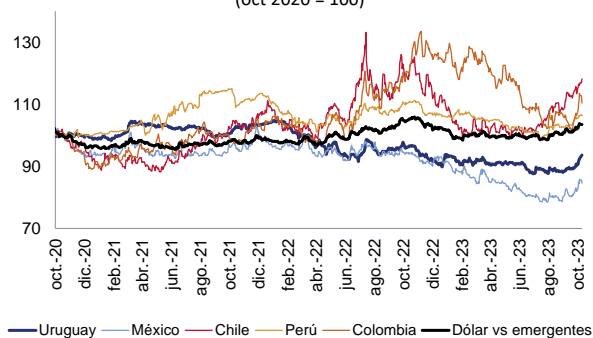
Tasa de retorno de los Treasuries
(promedio diario en %)



Fuente: Fed.

Entre tanto, el dólar se apreció a nivel global durante el trimestre, tanto con respecto a otras divisas de economías avanzadas, como frente a emergentes, como consecuencia de esta suba de tasas y del mejor desempeño relativo de la economía estadounidense. En ese contexto, las monedas de la región también mostraron una depreciación en el margen, en relación al dólar, tras el proceso de apreciación que experimentaron desde finales del año pasado.

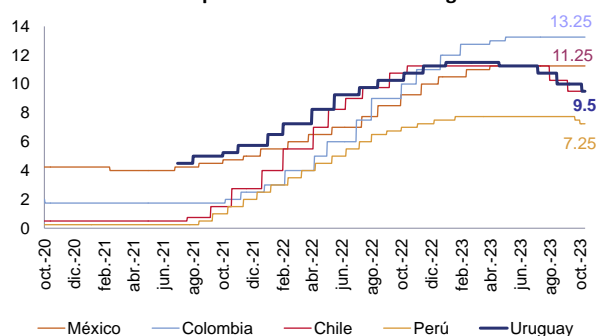
Cotizaciones monedas de la región
(oct 2020 = 100)



Fuente: Bloomberg y Fed.

El debilitamiento de las monedas regionales se ve favorecido además por el inicio de ciclo bajista de la tasa de interés en muchos países de la región, en un entorno en el cual la inflación y las expectativas inflacionarias de los agentes comenzaron a ceder.

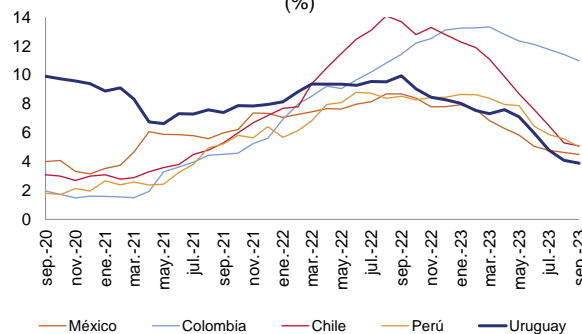
Tasas de política monetaria en la región



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

En ese sentido, se observa que la inflación muestra una clara evolución a la baja en toda la región desde principios de año, por lo que se espera que los bancos centrales continúen recortando sus respectivas tasas de política en sus próximas reuniones.

Inflación
(%)



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

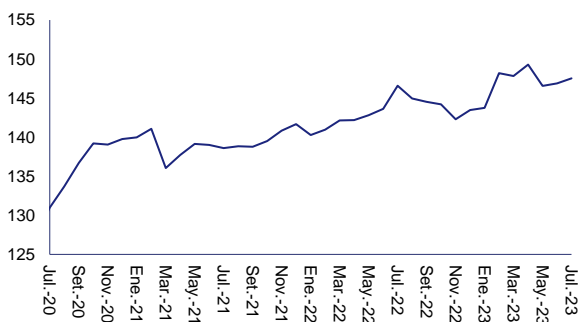
La región

Los países vecinos muestran trayectorias divergentes: mientras Brasil creció más de lo

esperado en el segundo trimestre, Argentina se contrajo sensiblemente en el mismo período. Los datos de actividad de alta frecuencia apuntan a una moderada desaceleración en Brasil y a un leve repunte en Argentina. No obstante, la desaceleración de Brasil sería menos pronunciada de lo previsto anteriormente y se desarrolla en un entorno más favorable, mientras que el repunte en Argentina sería de muy corto plazo y en un ambiente de elevada fragilidad e incertidumbre. Asimismo, la inflación se aceleró por segundo mes consecutivo en Brasil y se espera una aceleración adicional, afectada por la evolución de los alimentos. Por su parte, en Argentina la inflación tomó un impulso adicional tras la devaluación de agosto y se ubicó en 12,4% mensual en agosto y 12,7% en setiembre. Por último, la incertidumbre se despejó sensiblemente en Brasil, mientras que en Argentina el deterioro macroeconómico se ve incrementado por la incertidumbre propia del proceso electoral.

En Brasil, el PIB volvió a crecer por encima de lo esperado en el segundo trimestre, 0,9% en términos desestacionalizados, tras expandirse 1,8% en el primero. De este modo, el país cerró el primer semestre con un dinamismo muy superior al esperado al inicio del año. Pese a esperarse una desaceleración en el segundo semestre, la proyección de crecimiento se corrigió al alza tanto para 2023 como para 2024. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el Banco Central de Brasil (BCB) espera un crecimiento de 2,9% en 2023, por encima del 2,2% esperado en el trimestre anterior, y de 1,5% en 2024, levemente superior al 1,3% que se esperaba en junio.

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



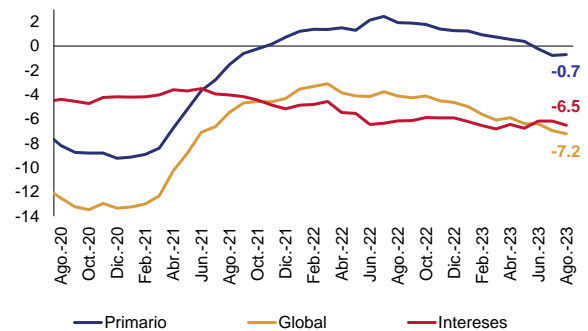
Fuente: BCB.

Por su parte, la inflación repuntó en los últimos dos meses, tras el descenso verificado luego de alcanzar un máximo local de 12,1% en abril de 2022 y se ubicó en 5,2% en setiembre. La aceleración inflacionaria obedece a motivos estacionales y a la reimposición de los tributos a los combustibles que habían sido retirados transitoriamente. El marcado descenso de la inflación en los meses previos, contribuyó a reducir las expectativas de inflación para 2023 y 2024, habida cuenta que los analistas

esperaban la aceleración observada en agosto y setiembre. En este marco, el COPOM inició su ciclo a la baja en la tasa de interés, al recortar 50 p.b. la tasa SELIC en cada una de las últimas dos reuniones. Así, la tasa se sitúa en 12,25% y se esperan que el BCB continúe recortando su tasa, al ritmo de 50 p.b. por reunión en las últimas dos reuniones del año.

Este cambio de perspectiva del BCB está vinculado también a un ambiente más favorable a las reformas: al avance en el Congreso del nuevo marco fiscal, se sumó la tramitación de la reforma tributaria. Sin perjuicio de lo anterior, se observa un deterioro del resultado fiscal y aún persisten algunas dudas respecto al cumplimiento de la meta de déficit primario que prescribe el mencionado nuevo marco fiscal para 2024.

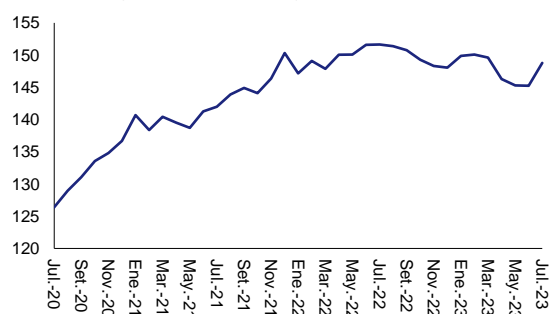
Resultado del sector público
(En % del PIB)



Fuente: BCB

En Argentina el nivel de actividad se contrajo 2,8% en el segundo trimestre, en el que se volvió a sentir el impacto de la sequía. Los datos de alta frecuencia, muestran un repunte al inicio del tercer trimestre, que se espera sea de corto plazo, habida cuenta de la aceleración inflacionaria, la devaluación del dólar oficial tras las elecciones primarias y la ampliación de la brecha cambiaria, en un contexto de profundización de los desequilibrios macro y menores recursos disponibles del Gobierno para hacerle frente.

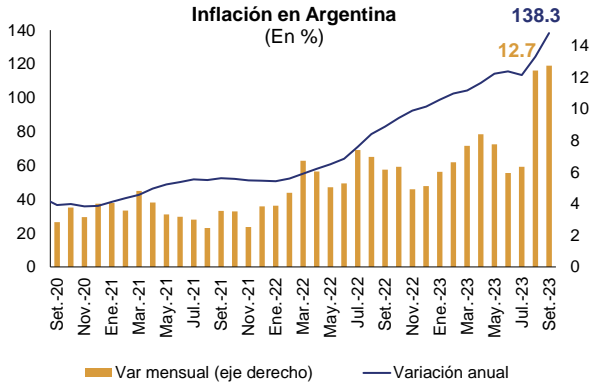
Argentina - EMAE
(Desestacionalizado) Media 1993 = 100



Fuentes: INDEC.

En este marco, la inflación mensual se duplicó y alcanzó las dos cifras en los últimos dos meses:

12,4% y 12,7% en agosto y setiembre, respectivamente. De este modo, el nivel de precios cerró el tercer trimestre con una variación interanual cercana a 140%.



Por su parte, el resultado fiscal registró una disminución de su déficit en agosto, explicada por la licuación del gasto que ocasionó la aceleración de la inflación y por aumento de impuestos. Para los últimos meses de 2023, se estima poco probable que se pueda contener el déficit en la medida necesaria para cumplir con la meta de déficit primario acordada con el FMI (1,9% del PIB). Más allá de que la ampliación del Impuesto PAIS y la aceleración inflacionaria operarán a favor, el paquete de medidas fiscales anunciadas en las últimas semanas presionará sobre el gasto público, de tal forma que la trayectoria se desviará de una senda de consolidación fiscal.

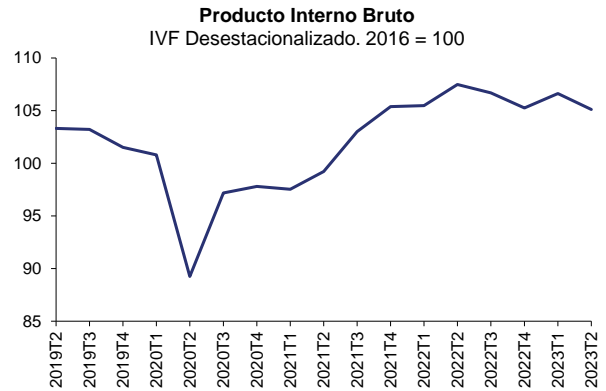
Finalmente, a nivel político, Argentina se encamina hacia la segunda vuelta de las elecciones generales. El gobierno que asuma el nuevo período enfrentará unas condiciones iniciales con limitados márgenes de maniobra e impondrán la necesidad de estabilizar las variables macroeconómicas en los primeros meses de la gestión, como condición necesaria y previa a la introducción de la agenda de reformas estructurales que pretenda implementar.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

El segundo trimestre de 2023

En el segundo trimestre de 2023, la actividad económica exhibió un descenso desestacionalizado de 1,4%, equivalente a una caída interanual de 2,5%. De este modo, la economía se situó 3,5% por encima del cuarto trimestre de 2019, trimestre previo a la pandemia.



En la comparación interanual, la caída de abril-junio 2023 se explicó principalmente por la contracción de los sectores Agropecuario, pesca y minería y Energía eléctrica, gas y agua, ambos fuertemente afectados por la sequía.

Por su parte, actividades vinculadas a los servicios presentaron crecimiento y contrarrestaron parcialmente las anteriores caídas. Dentro de estas, se destaca el mayor valor agregado en Transporte y Almacenamiento, Información y comunicaciones y Actividades profesionales y arrendamiento.

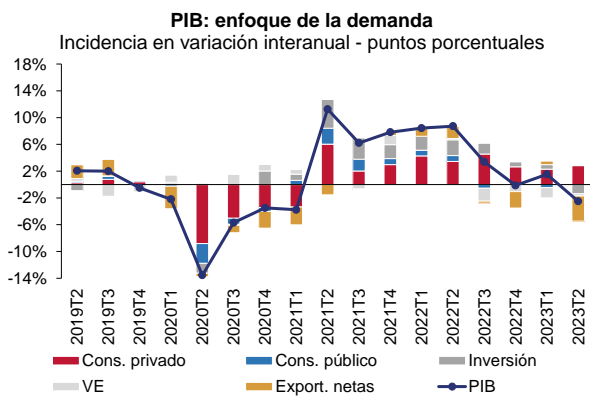
PIB Oferta: segundo trimestre 2023		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuario, Pesca y Minería	-27,4%	-2,1%
Industria manufacturera	-1,5%	-0,1%
Energía eléctrica, Gas y Agua	-11,8%	-0,3%
Construcción	-6,6%	-0,3%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	-1,8%	-0,3%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	2,5%	0,2%
Servicios financieros	0,9%	0,0%
Actividades profesionales y Arrendamiento	3,5%	0,2%
Actividades de administración pública	3,6%	0,2%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	0,6%	0,1%
VALOR AGREGADO a precios básicos	-2,6%	-2,3%
Impuestos menos subvenciones a los productos	-1,5%	-0,2%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	-2,5%	-2,5%

Por el lado del gasto, en términos interanuales, se observó un descenso de la demanda externa neta en términos de volumen que no fue compensado por el crecimiento de la demanda interna.

A nivel de la demanda externa, las exportaciones de bienes y servicios disminuyeron 6,3% con respecto a un año atrás, incididas por las menores exportaciones de bienes, aunque compensadas en parte por las mayores exportaciones de servicios. En tanto, las importaciones de bienes y servicios aumentaron 7,5% en el mismo período, explicado tanto por bienes como por servicios, estos últimos principalmente por el turismo en Argentina. De

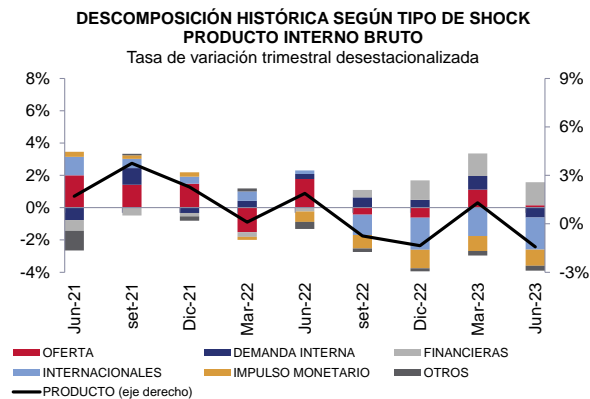
esta forma, la contribución de las exportaciones netas fue negativa, con una incidencia de -3,8 p.p.

En lo que respecta a la demanda interna, el aumento se explicó únicamente por el gasto de consumo final, apuntalado por el consumo privado que se expandió 4,8% en términos interanuales, destacándose el mayor gasto de consumo durante los viajes de turismo en el exterior. Por su parte, la formación bruta de capital fijo se contrajo 7,6% interanual ante la finalización de las obras en la tercera planta de celulosa y obras conexas. En tanto, el consumo del gobierno aumentó 0,7% en la misma comparación.



Descomposición histórica del PIB

Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)². En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del PIB respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizado en el período 2005T1 - 2023T2 (eje de la derecha).



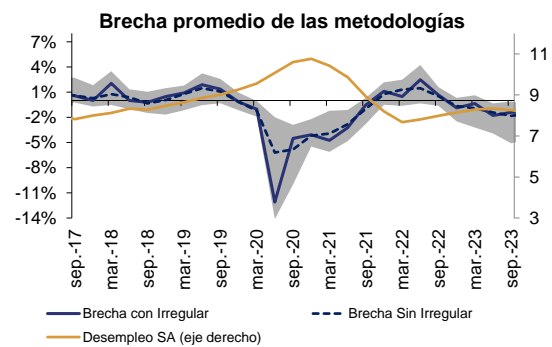
En el segundo trimestre de 2023 la economía mostró una caída de 1,4% respecto al trimestre

² Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

anterior en términos desestacionalizados, lo que se explica en buena medida por la finalización de las obras asociadas a UPM II (shock de demanda) y el efecto de la sequía (shock negativo de oferta). La agrupación de shocks de oferta también incluye los shocks asociados a la producción de celulosa, los cuales en el trimestre contribuyeron al alza, como consecuencia de la puesta en marcha de UPM II.

Los sucesivos incrementos de la tasa de interés externa de referencia incidieron a la baja, al igual que la contribución del impulso monetario, en línea con la instancia contractiva de la política monetaria. Finalmente, los shocks financieros mantuvieron su impacto al alza, a través del shock a la paridad de tasas.

Brecha de producto



La brecha de producto, según el promedio de los modelos utilizados, se habría ubicado en -1,4% en el tercer trimestre del año, con un efecto irregular de 0,4%. Por otra parte, el desempleo desestacionalizado se habría mantenido estable en el margen, luego de un leve aumento en los últimos trimestres. Asimismo, el crecimiento tendencial se recupera en el margen, con una estimación promedio en el entorno de 2% anual para el mismo período³.

Indicadores de actividad del tercer trimestre de 2023

De acuerdo a los indicadores de alta frecuencia y los modelos de proyección de corto plazo disponibles, se espera que la actividad se recupere en el tercer trimestre, ante la reversión de los efectos de la sequía y la puesta en producción de la planta de celulosa UPM II.

En lo que respecta al consumo privado, este componente de la demanda seguiría mostrando crecimiento en el tercer trimestre del año. En este sentido, de acuerdo a datos preliminares, las ventas de autos presentan un importante dinamismo en el promedio de julio-agosto desestacionalizado, mientras que el Indicador de Confianza del

³ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.

Consumidor (ICC) se situó en agosto en niveles de moderado optimismo, apuntalado por la intención de compra de bienes durables. Del lado de las importaciones, se habría mantenido el mercado dinamismo del turismo emisor, aunque las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes descenderían algo más de 3% desestacionalizado en el tercer trimestre.

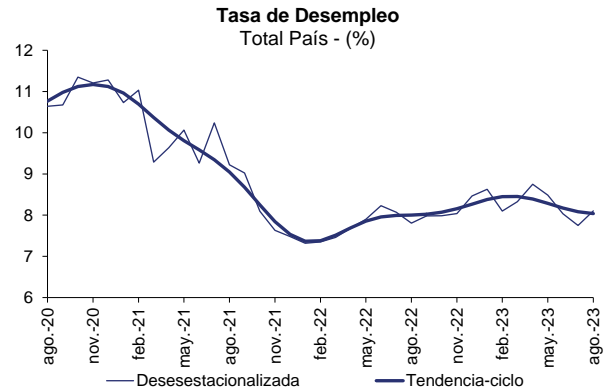
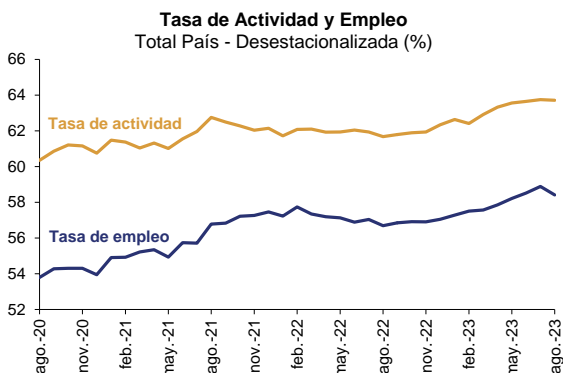
Por su parte, entre los indicadores parciales de inversión, las importaciones de bienes de capital mostrarían un leve aumento en la comparación desestacionalizada frente al trimestre previo. En tanto, las importaciones de bienes intermedios sin energéticos mostrarían un leve descenso tras el aumento del segundo trimestre del año (fuente Aduana, datos preliminares a setiembre).

Las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) mostrarían una contracción, si bien más moderada que en trimestres anteriores. Con datos preliminares a setiembre, estas presentarían un descenso desestacionalizado de 3,2% frente al segundo trimestre.

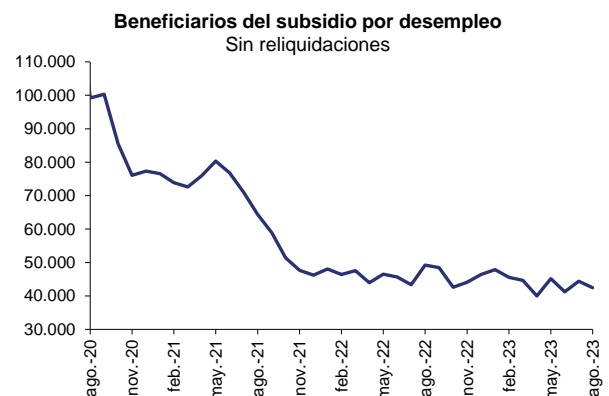
A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁴ exhiben una recuperación luego de la caída del segundo trimestre. En concreto, en el promedio julio-agosto los agregados presentan un crecimiento desestacionalizado cercano a 2,5% a nivel global y 2% para el núcleo industrial, con respecto al promedio del segundo trimestre.

Empleo e ingresos⁵

La tasa de actividad continúa mostrando señales positivas en el margen, al tiempo que la tasa de empleo registró un deterioro puntual en agosto. Por su parte, la tasa de desempleo se mantiene estable algo por encima de 8%.



En la comparación respecto a un año atrás, en el bimestre julio-agosto se observa un aumento de la tasa de empleo con una tasa de desempleo estable. La tasa de empleo se ubicó en 58,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 1,8 p.p. por encima del registro de igual periodo de 2022, mientras que, en la misma comparación, la tasa de actividad aumentó 2 p.p. y se ubicó en 63,5% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo se situó en 8% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo se reducen en la comparación interanual y se mantienen estables en el margen.

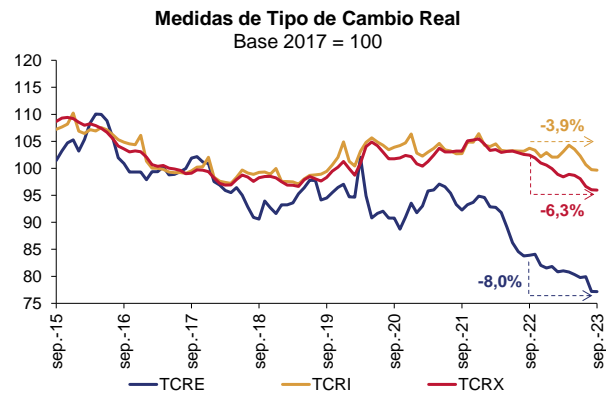
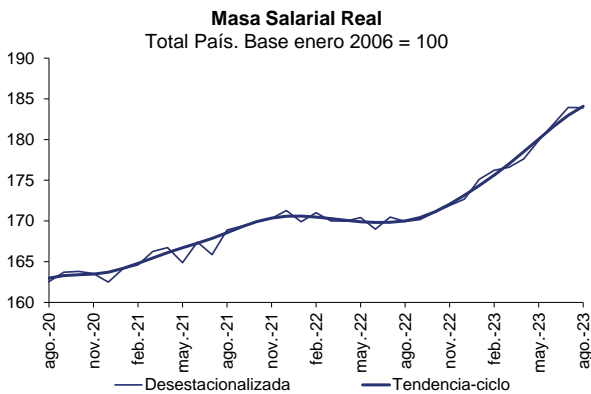


Finalmente, la masa salarial real continúa presentando un elevado dinamismo, impulsada por el crecimiento del salario real y la mayor cantidad de ocupados. De esta forma, en el bimestre julio-agosto la masa salarial se ubicó 8,1% por encima del mismo período de 2022, y 6,1% por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).

⁴ 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.

⁵ Entre abril 2020 y junio 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del INE se realizó mediante entrevista telefónica, por lo

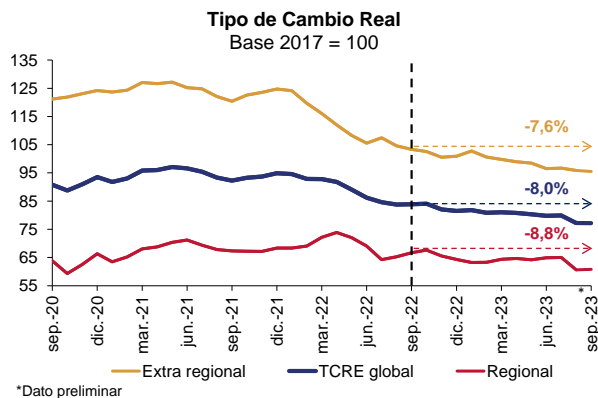
que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a partir de julio 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



II.2.2. Sector externo

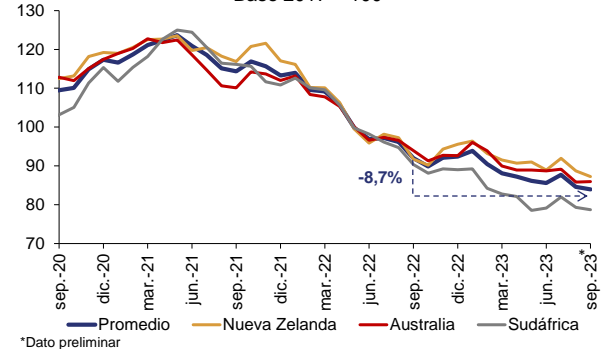
Precios relativos

En el tercer trimestre de 2023 (setiembre preliminar) el TCRE registró una apreciación de 2,7% respecto al trimestre previo, determinado en su mayor parte por la relación con Argentina, dada la elevada depreciación de su moneda, y con China, país que experimenta una inflación en torno a cero. Asimismo, a nivel interanual se observa una apreciación de 8%, impulsada por las novedades cambiarias de Argentina en el margen.



Asimismo, el TCRE bilateral con respecto a países competidores continuó mostrando una tendencia a la baja, aunque en forma más gradual: en el promedio del tercer trimestre se apreció 1,1% frente al trimestre previo, impulsado por el encarecimiento observado frente a Australia y Nueva Zelanda.

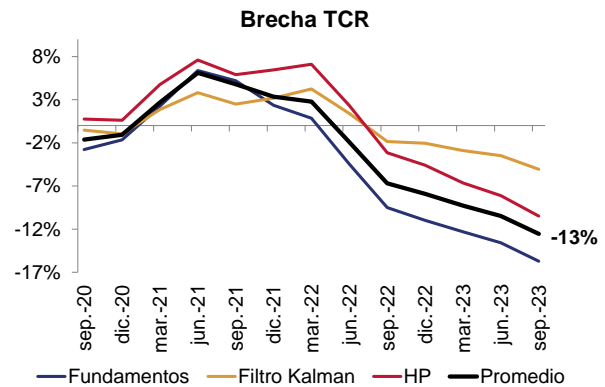
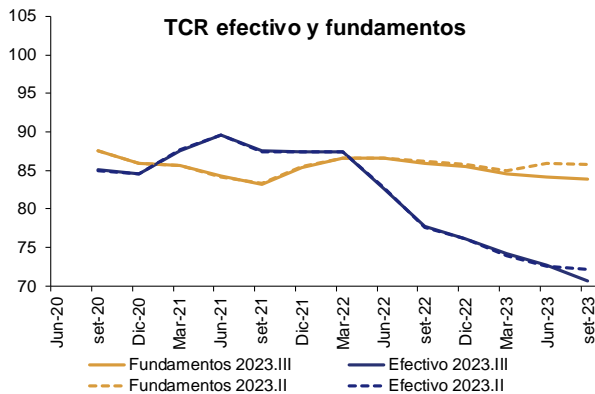
Tipo de Cambio Real con competidores extra regionales



Mientras tanto, el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres metodologías) se apreciaría 0,3% en el tercer trimestre, ya que el impacto al alza de la caída de la productividad relativa esperada y de la menor relación Gasto Público-PIB tendría menos vigor que el efecto a la baja derivado del aumento de los términos del intercambio y del crecimiento del ratio Gasto Privado-PIB.

Por su parte, otros indicadores de TCR, que se basan en ratios de precios relativos desagregando componentes del IPC⁶, continúan mostrando una apreciación más moderada. En esta línea, en términos interanuales a setiembre 2023, el Tipo de Cambio Real Interno (TCRI) se aprecia 3,9% y el TCRI de Exclusión (TCRX) lo hace en 6,3%, ante la desinflación más pronunciada del componente transable respecto al no transable.

⁶ TCRI=T/NT, TCRX=TX/NTX. Por más detalles ver el párrafo correspondiente en el IPOM 2023.I.

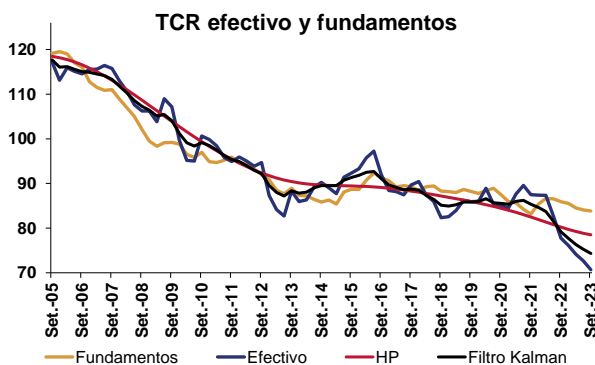
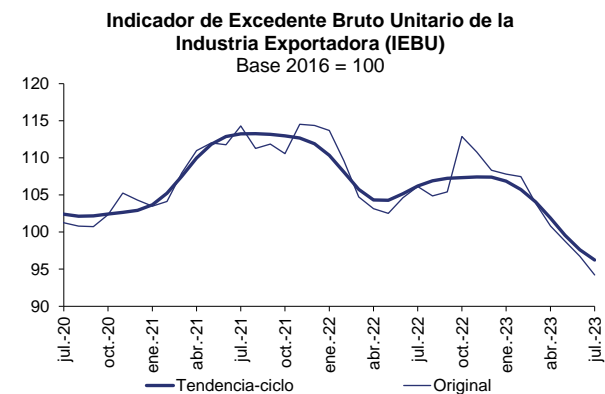


Al comparar con las cifras publicadas en el informe anterior se observa una corrección a la baja en la estimación del TCRf en los últimos trimestres, pues se habría observado una menor contribución del gasto público al aumento del TCRf, mientras que actualmente se estima una mayor suba de los términos de intercambio en 2023. Por otra parte, para el segundo trimestre de 2023, al incorporar los valores efectivos de los fundamentos en vez de las estimaciones en tiempo real, se agregó una reducción adicional a la estimación del TCRf.⁷

Finalmente, al comparar el TCRf con el TCRE se observa que la brecha estimada se mantuvo en niveles similares a los observados en el trimestre anterior.

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

Finalmente, el IEUB, que está disponible con mayor rezago, se ajusta a la baja en los últimos meses. En el trimestre móvil a julio este indicador se ubica 7,5% por debajo de lo observado un año atrás, como resultado de un descenso en los precios de exportación que no pudo ser compensado por el descenso de los costos unitarios.

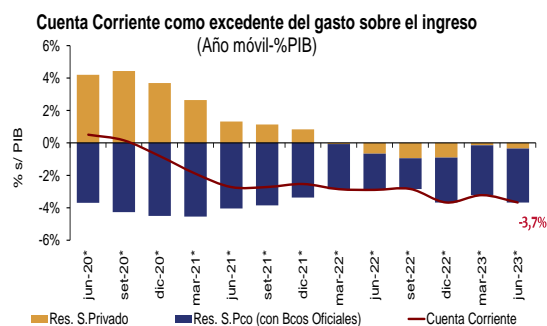
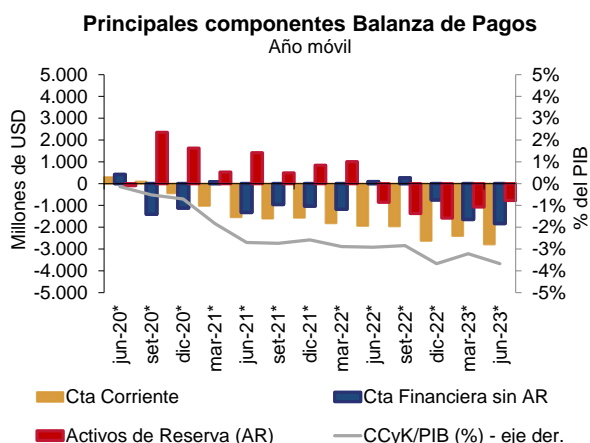


Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

En el año móvil finalizado a junio 2023 la economía uruguaya experimentó un déficit por transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo de 2.784 millones de dólares (3,7% del PIB), implicando un aumento de 0,8 p.p. en comparación con el mismo período del año anterior. Esta evolución estuvo pautaada por la disminución en el superávit de la balanza de bienes, en el marco de una superior contracción de las exportaciones en relación a las importaciones.

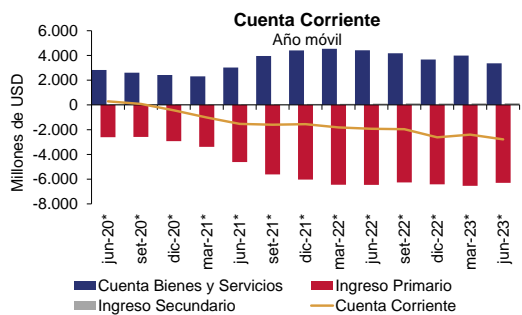
⁷ Las revisiones del TCR de fundamentos son bastante comunes en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en las series de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los términos de intercambio, y revisiones de CCNN, que modifican el PIB, el gasto público y el

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



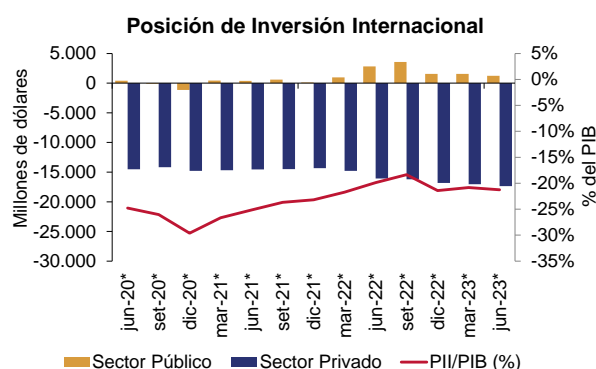
Por otra parte, el superávit comercial de bienes durante 2023T2 registró una caída en comparación con el mismo período del año anterior, en el marco de una contracción de las exportaciones (-16,8%) superior a la de las importaciones (-3,5%). Mientras tanto, las empresas dedicadas principalmente a la actividad de compraventa registraron un superávit de su cuenta corriente, al presentar un superávit de bienes y servicios de 719 millones de dólares y un déficit en el ingreso primario de 562 millones de dólares.

Por otro lado, el ingreso primario alcanzó un déficit de 1.507 millones de dólares en 2023T2, algo menor al del mismo trimestre del año anterior.



Si se analiza el aumento del desequilibrio interanual en la cuenta corriente por sector institucional, a junio 2023 se destaca el incremento del déficit del sector público⁸ respecto a un año atrás (de -2,2% a -3,3% del PIB) y una disminución del desahorro del sector privado (de -0,7% a -0,3% del PIB).

Finalmente, la economía uruguaya continuó mostrando a junio 2023 una posición neta deudora con el resto del mundo, alcanzando 16.116 millones de dólares (21,3% del PIB), representando un aumento de 628 millones de dólares respecto al trimestre anterior. Este mayor saldo deudor fue reflejo del comportamiento del sector público, asociado a un menor préstamo neto, y del sector privado, quien experimentó un mayor endeudamiento neto en dicho período.

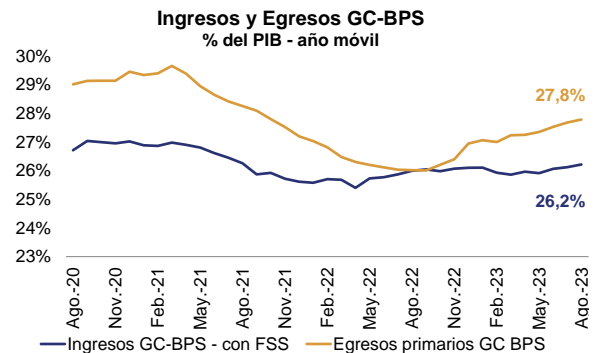
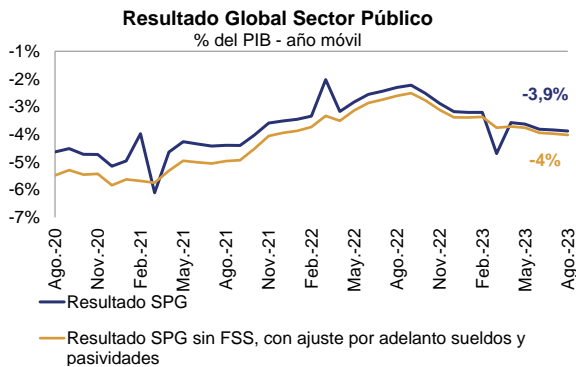


II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado en agosto 2023, el SPG tuvo un resultado deficitario de 3,9% del PIB. Si no se tienen en cuenta efectos transitorios relevantes como la transferencia al Fideicomiso de Seguridad Social (FSS).

⁸Para este análisis se considera el Sector Público (según datos publicado por el MEF) más Bancos Oficiales. Los datos fueron ajustados por el efecto extraordinario de adelanto de

pasividades y sueldos correspondientes al mes de abril que se realizaron en el mes de marzo del año 2023.



A nivel institucional, esta evolución es consecuencia principalmente del aumento del déficit de Gobierno Central (GC) - Banco de Previsión Social (BPS).

El resultado primario de GC-BPS fue deficitario en 1,6% del PIB, luego de haber sido prácticamente nulo un año atrás, ya que hubo una caída de ingresos (1,8%, incluyendo al FSS) y un aumento de los egresos (4,1%), ambos en términos reales.

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y BPS crecieron 0,3% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Por un lado, aquellos que dependen fundamentalmente de la evolución del PIB (IVA, IMESI, IRAE) estuvieron en niveles casi 2% inferiores a los del año anterior. En cambio, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron mayor dinamismo, con un crecimiento de 2,6% para los de la DGI asociados a rentas personales, mientras que los ingresos del BPS crecieron 5,1%.

Por otra parte, la caída de los ingresos al Fondo COVID, en particular los girados por el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), los menores aportes de las Empresas Públicas (EPP), la disminución de los ingresos al FSS, y la menor recaudación por comercio exterior tuvieron un impacto importante en los ingresos de GC-BPS.

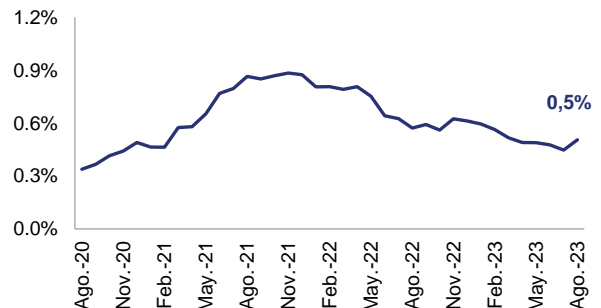
Los egresos primarios crecieron 4,1% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de estos egresos de 7,1% real, al influjo de las transferencias e inversiones, y, en menor medida, de los gastos no personales.

En el año a agosto, la crisis sanitaria ha implicado un gasto de 0,1% del PIB, observándose una reducción muy importante en los últimos meses.

Mientras tanto, el resultado de las EPP fue superavitario en 0,1% del PIB, similar al del año anterior. Si no se tienen en cuenta efectos irregulares, como el sobrecosto en la generación de energía eléctrica, asociado a la sequía, las exportaciones de energía eléctrica, la variación del stock de petróleo y las transferencias extraordinarias a GC, se pasa de un déficit de 0,2% del PIB a un superávit de 0,3% del PIB. La sequía ha afectado las finanzas de la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (UTE), en las que también se aprecia la caída de los ingresos por exportaciones, luego de los altos niveles del segundo semestre de 2021.

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 0,6% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,5% del PIB, implicando una reducción de 0,1 p.p. respecto a un año atrás. Esta evolución refleja, básicamente la del resultado en moneda extranjera, mientras que el correspondiente a operaciones en moneda nacional se ha mantenido estable en el último año, en un marco de política monetaria contractiva.

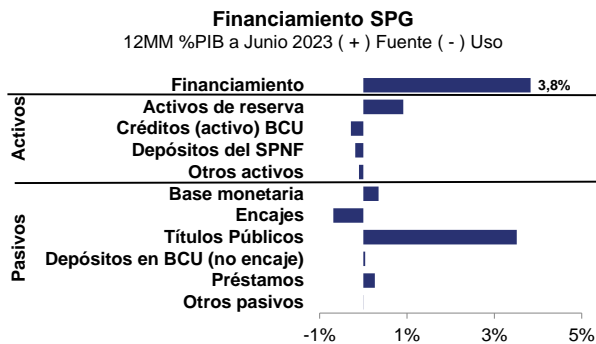
Pagos netos de intereses del BCU
(con intereses de capitalización)
% del PIB - año móvil



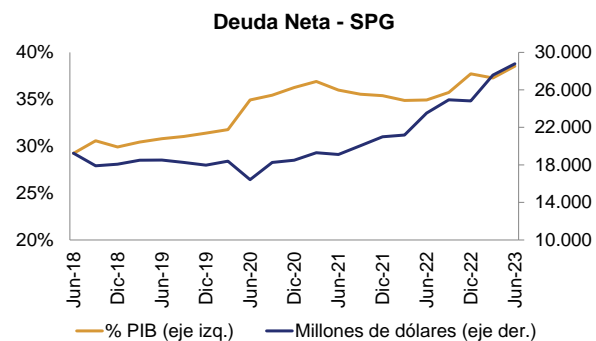
Egresos primarios GC-BPS - año a agosto 2023					
	Observados		Sin efectos extraordinarios		
	Variación real	Incidencia	Variación real	Incidencia	
Remuneraciones	2,4%	0,4%	2,3%	0,4%	
Gastos no personales	-4,9%	-0,7%	12,6%	1,6%	
Pasividades	1,3%	0,4%	1,2%	0,4%	
Transferencias	6,6%	2,0%	8,7%	2,6%	
Inversiones	47,8%	2,0%	47,8%	2,1%	
Total	4,1%		7,1%		
A partir de cifras deflactadas por IPC					

El déficit del SPG⁹, medido por fuentes de financiamiento, fue de 3,8% del PIB en el año cerrado a junio 2023, con una contribución neta del FSS al resultado del SPG de 0,1% del PIB.

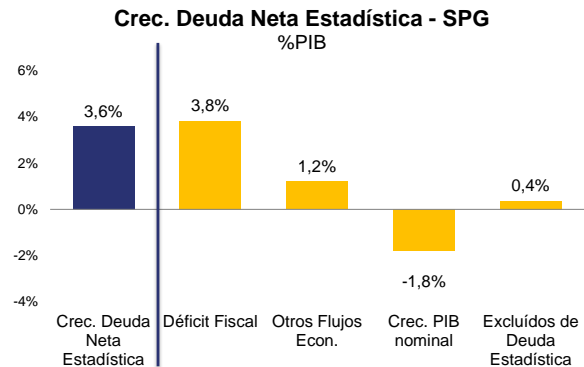
La principal fuente de financiamiento ha sido la emisión de títulos públicos, que generó un financiamiento de 3,5% del PIB. En este período se destaca la emisión internacional del primer “Bono Verde” soberano de Uruguay en octubre 2022, que tiene como particularidad el estar indexado a indicadores de cambio climático, y la emisión de bonos locales en febrero 2023.



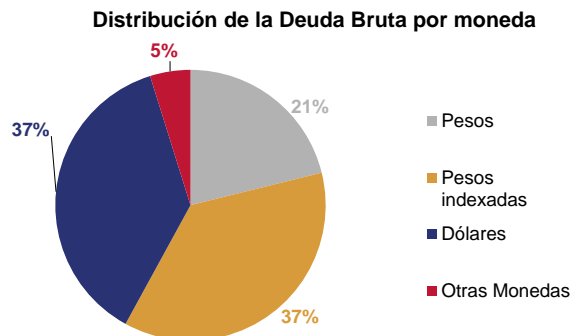
La deuda bruta del SPG alcanzó 51.705 millones de dólares (64,4% del PIB) en junio 2023, mientras que los activos se ubicaron en 20.793 millones de dólares (25,9% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 30.912 millones de dólares (38,5% del PIB), lo que implicó un aumento de 3,6 puntos del PIB respecto a junio del año anterior.



El ratio Deuda-PIB se expandió para financiar el déficit y por el efecto de la caída del valor de los activos en dólares (dentro de “otros flujos económicos”); mientras tanto, el crecimiento del PIB nominal contribuyó a su reducción relativa.

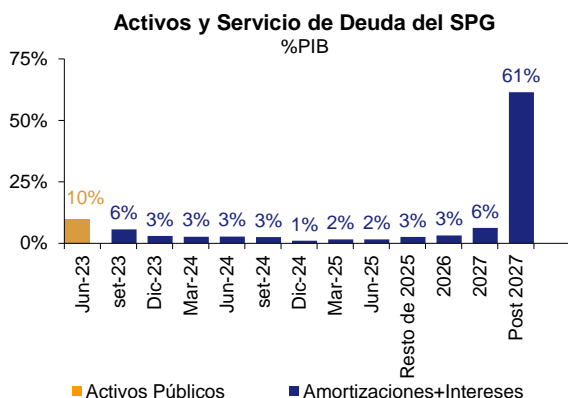


Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa un aumento de 3,3 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a junio 2022, alcanzando el 58% del total a junio 2023. En cuanto a la deuda en dólares, disminuye 2,7 p.p., y otras monedas también caen, 0,7 p.p. respecto a junio 2022. Este comportamiento se debió principalmente a la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.



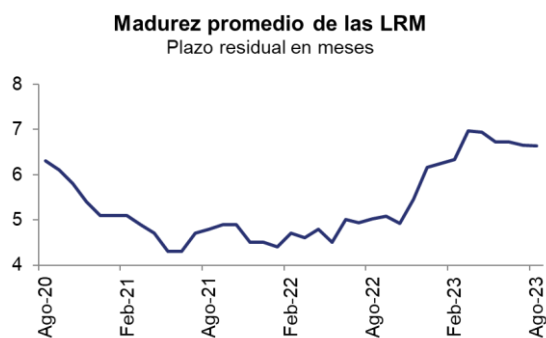
El nivel de activos de reserva neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU, a junio 2023, permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta diciembre 2023. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.414 millones de dólares (1,8% del PIB) a agosto 2023. 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.

⁹ El SPG incluye: GC, BPS, EEPP, BCU, Gobiernos Departamentales y BSE.

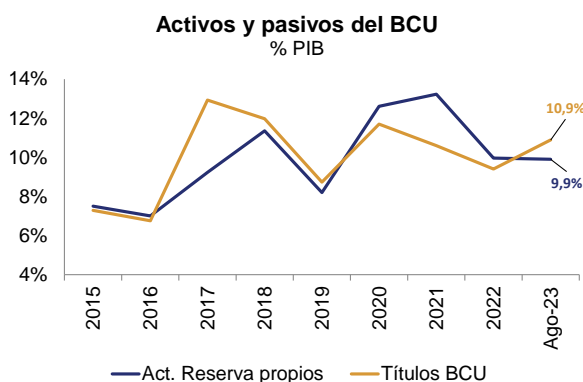


Por otro lado, en lo que va del año la deuda soberana ha recibido mejoras en su calificación crediticia en nivel y perspectiva¹⁰.

Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos de BCU se ha mantenido relativamente estable en el margen en el entorno de los 7 meses.



Asimismo, las emisiones de LRM superan a los activos propios del BCU en 1% del PIB en el margen.



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a fines de agosto 2023, el BCU hubiera requerido 13.054 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades que le fueran asignadas por su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 15.364 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.310 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹¹.

ACTIVOS EXTERNOS DE RESERVA		ago.-23
Estimación de requerimientos a En millones de dólares		
I	Nivel actual	15.364
II	Riesgos a cubrir, por naturaleza	13.054
II.1	Mercado Monetario y Cambiario (*)	5.885
II.1.a	Caída de demanda por base monetaria	491
II.1.b	Servicio deuda BCU	5.355
II.1.c	Deficit primario BCU	39
II.2	Sector Público No Financiero (SPNF) (†)	2.488
II.2.a	Mínimo de:	
	i) Servicio deuda+Déficit primario de GC_BPS	
	Servicio deuda	3.637
	+ Déficit primario	2.539
	ó	
	ii) Uso de depósitos+Asistencia del BCU	
	Uso de depósitos Gobierno	740
	Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1.714
II.2.b	Depósitos Empresas Públicas	34
II.3	Sistema Financiero	4.682
II.3.a	Depósitos de encaje en moneda extranjera	3.150
II.3.b	Depósitos AFAP	153
II.3.c	Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	228
II.3.d	Asistencia Financiera a Bancos	1.150
III=I-II	Holgura (+) o Déficit (-)	2.310
	(**) 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

¹⁰ Por más detalles: <http://deuda.mef.gub.uy/29178/14/areas/calificadoras-de-riesgo.html>.

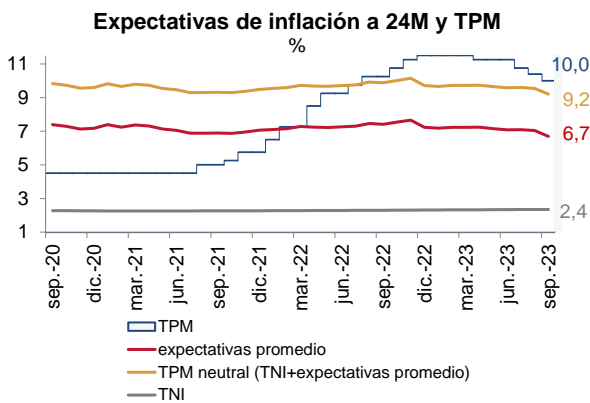
¹¹ Por más detalles ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

III. La política monetaria

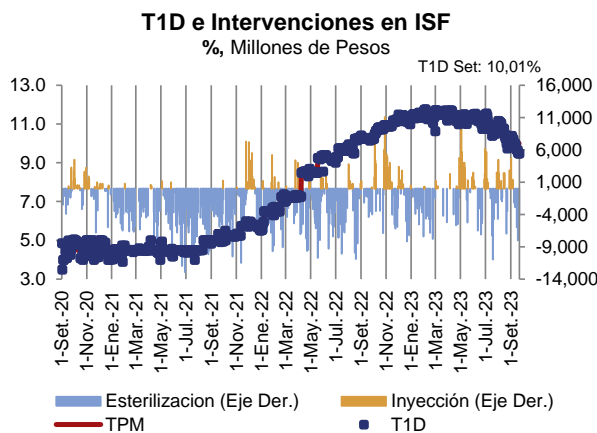
III.1. Gestión de liquidez, mercado de dinero, tasas de interés y mercado de cambios

Dado el nivel de la TPM de 10% y el promedio de cada una de las mediciones de expectativas de inflación a 24 meses, incluyendo las proyecciones del BCU, se estima una brecha de tasas de interés positiva de unos 80 p.b., de manera que la instancia de política monetaria se mantiene operando en su fase contractiva.

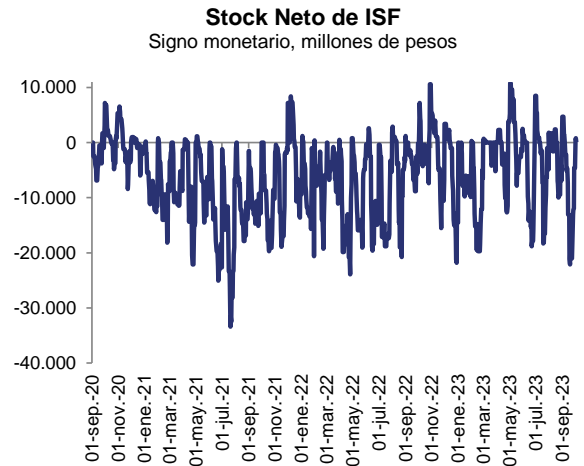
Asimismo, si se analiza dicha brecha según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, esta presenta un rango comprendido entre 0% y 1,7%, siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y proyecciones del BCU, respectivamente. Este cuadro está presente desde diciembre 2022.



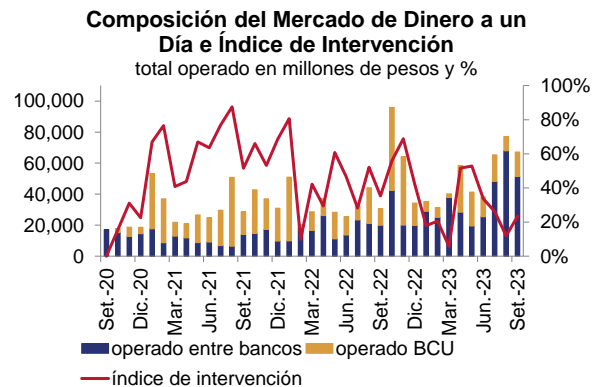
A nivel operativo, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores definidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.



El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez, de manera que el circulante de estos instrumentos se ubicó cercano a 4.800 millones de pesos en el promedio del trimestre.



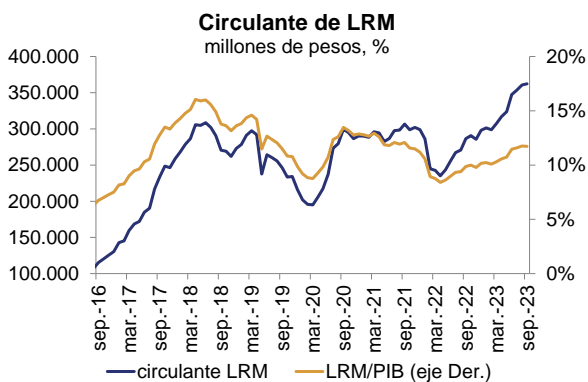
La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 20% de los montos operados en el trimestre, registro inferior al observado en los trimestres previos. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.



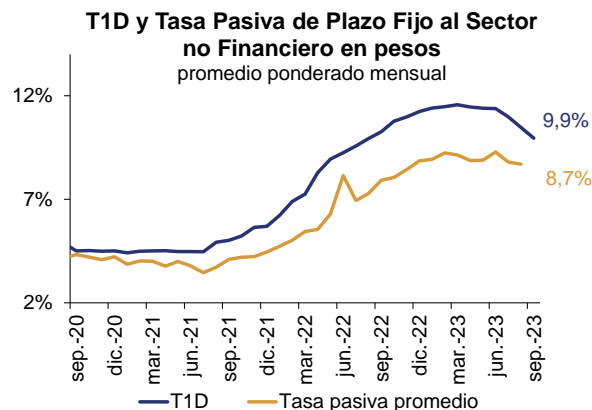
El circulante de LRM continuó aumentando durante el trimestre ubicándose en torno a 360.000 millones de pesos al cierre de setiembre, lo cual representa 11,6% del PIB del año móvil, ratio que alcanzó niveles similares a los del año 2021.

La tenencia de no residentes de LRM se redujo levemente en setiembre, pero en lo que va del año acumula un incremento cercano a 1.700 millones de pesos, representando 1,9% del circulante de estos instrumentos al cierre del trimestre.¹²

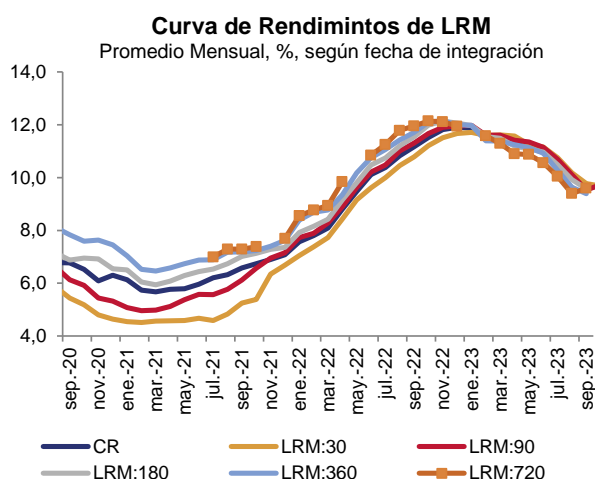
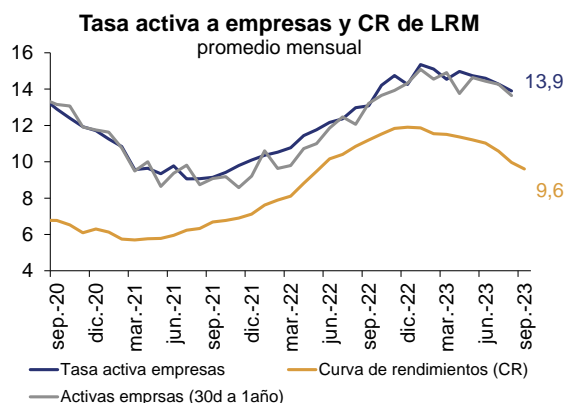
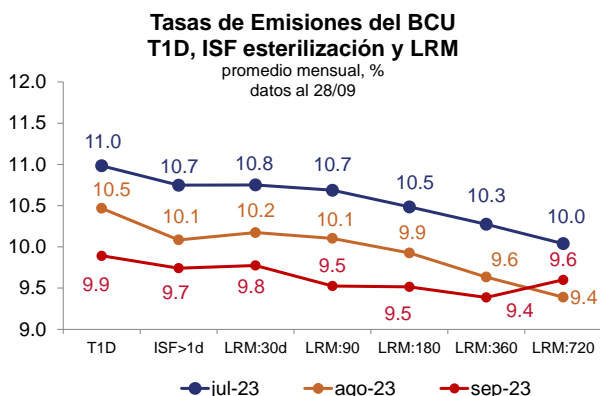
¹² Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,2% del circulante de estos títulos en setiembre.



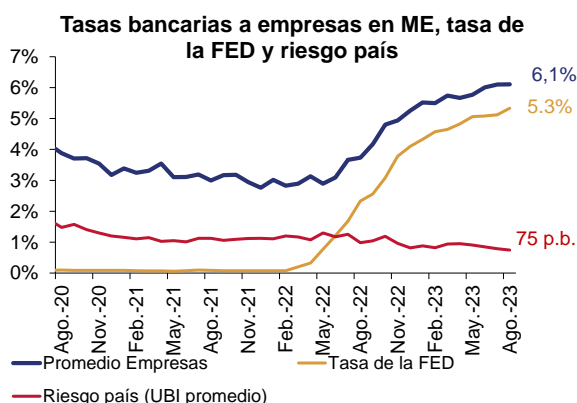
La curva de rendimiento de LRM se redujo 115 p.b. en comparación con el promedio del segundo trimestre y mostró una forma invertida, operando entre 9,8% y 9,4% en los tramos de 30 días y 1 año respectivamente, en el promedio de setiembre. La concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó en 60%, manteniéndose en ese entorno tras reducirse en el cuarto trimestre de 2022.



Asimismo, la tasa bancaria activa a empresas en pesos reaccionó en la misma dirección que la curva de rendimientos de LRM. La misma alcanzó un nivel máximo de 15,4% en enero, ajustando a la baja para promediar 13,9% en agosto, comportamiento que se explica principalmente por el desempeño de las tasas pactadas con grandes empresas.



Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares se ubicó en 6,1% en agosto, tras ajustar se ubicó al alza ante los incrementos de la tasa de la Fed, al tiempo que el riesgo soberano de Uruguay se mantuvo en niveles mínimos históricos.

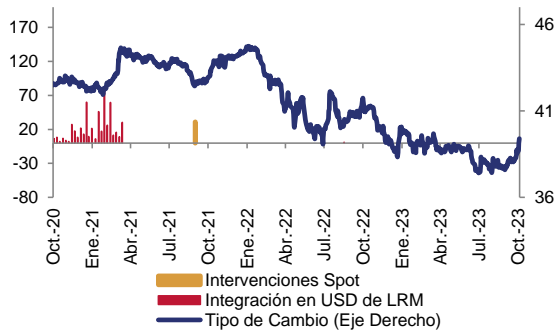


En línea con el mecanismo de transmisión de las tasas de interés, las tasas bancarias en moneda nacional se redujeron en lo que va del año. En este sentido, la tasa pasiva promedio al sector no financiero en pesos alcanzó un máximo de 9,2% en febrero, ajustando a la baja hasta 8,7% en agosto.

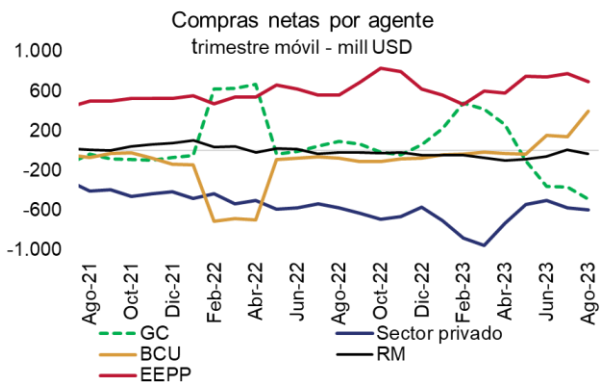
En el mercado de cambios, el peso se apreció 1,7% en el promedio del tercer trimestre, mientras que

el dólar global¹³ se fortaleció 0,6% en el mismo período. Cabe destacar, que en el mes de setiembre el peso se depreció 1,7%, al igual que las economías de la región. El BCU se mantuvo sin intervenir en los mercados spot o a plazo.

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

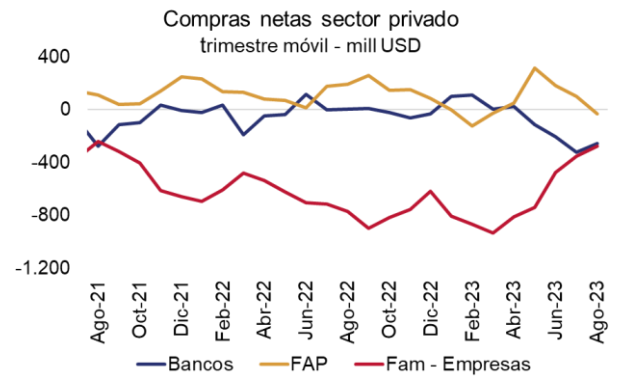


Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a agosto 2023 se destaca la demanda de divisas de EEPP, que encontró su oferta en el sector privado. En el caso del GC, vende 474 millones de dólares en su vínculo con el BCU. Mientras tanto, se destaca que los agentes no residentes no han participado en forma directa en el mercado spot con montos significativos en el período. Por su parte, el BCU no registra intervenciones por ningún mecanismo en el mercado de cambios, más allá de su vínculo con el GC.¹⁴



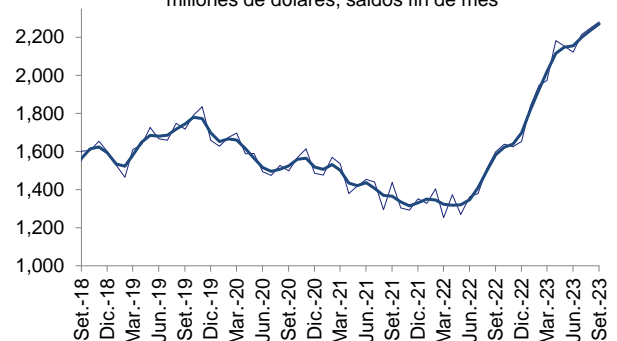
Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) deja atrás un período de demanda de divisas y presenta actualmente una oferta neta, aunque con montos bajos. Los bancos, si bien continúan con posición en moneda extranjera elevada y resultados por los negocios en

moneda extranjera positivos, venden divisas. Finalmente, el agregado familias-empresas es típicamente el principal oferente del mercado, en un contexto de reducción de las ventas respecto al trimestre anterior.



En este marco, los bancos a nivel agregado incrementaron su posición en moneda extranjera, la cual se ubicó en niveles máximos, en un contexto de recuperación de los rendimientos de las colocaciones en moneda extranjera en línea con el comportamiento de la tasa de la Fed.

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

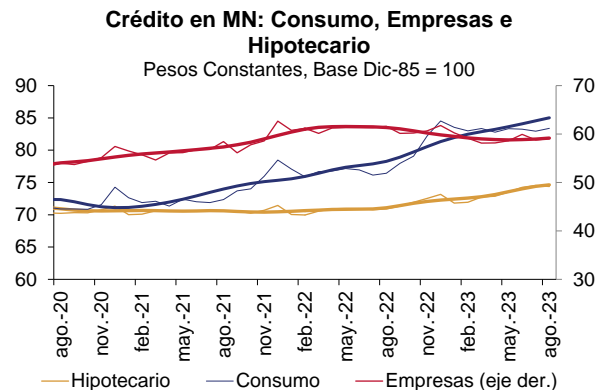
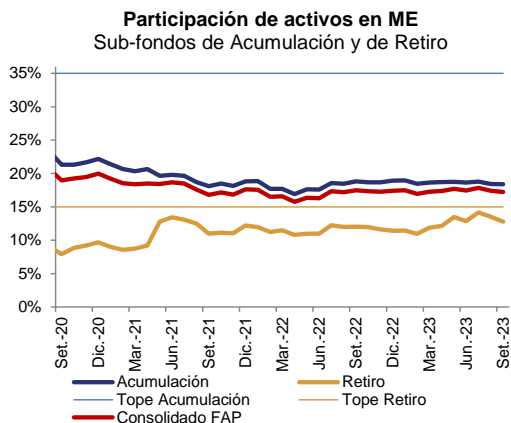


Por su parte, el FAP mantuvo la conformación de su portafolio según monedas, existiendo una holgura respecto de la normativa bancocentralista de 2.980 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación y retiro en setiembre.

¹³ Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

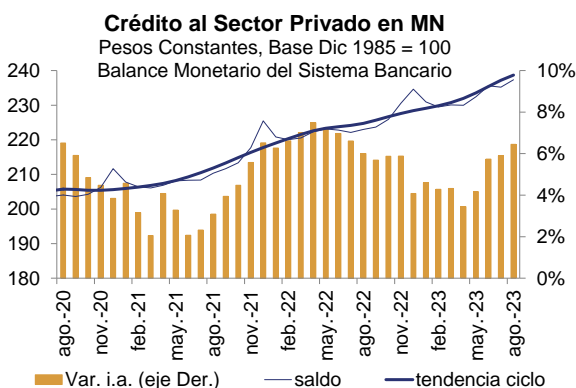
¹⁴ Por detalles sobre la forma de cálculo y estimación de estos flujos ver Box Metodológico 13 en la serie de box metodológicos. Asimismo, las series de tiempo, de actualización trimestral, están disponibles en el siguiente sitio:

<https://www.bcu.gub.uy/Politica-Economica-y-Mercados/Paginas/Mercado-de-Cambios-y-Mercado-de-Dinero.aspx>



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

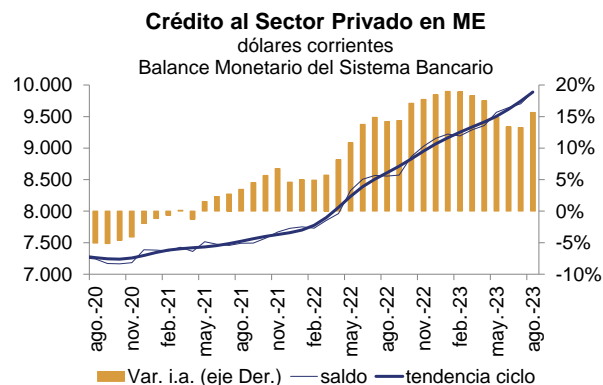
El crédito bancario en moneda nacional registró un incremento interanual de 10,9% en el promedio del bimestre julio-agosto, equivalente a 6,2% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 8% real anualizado.



Dicho comportamiento se explica tanto por el crédito al consumo, que mantiene una tendencia creciente desde mediados de 2021, como por el crédito hipotecario, que ha recuperado dinamismo desde el segundo trimestre de este año. Por otra parte, el crédito a empresas se habría mantenido estable en el margen luego de haber mostrado una tendencia a la baja desde el segundo semestre de 2022.

En lo que respecta al crédito al consumo, las tasas en pesos comenzaron a reaccionar lentamente ante la evolución de la TPM, ubicándose en agosto en torno a 30% para los préstamos otorgados con autorización de descuento de las cuentas del deudor, en un contexto de dinamismo del consumo a nivel agregado¹⁵.

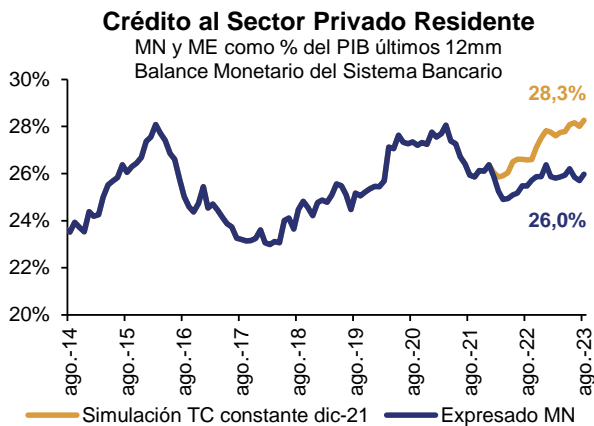
Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 14,5% medido en dólares corrientes en el bimestre julio-agosto, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de 19,4% variación mensual anualizada. A nivel sectorial, dicho incremento se reflejó principalmente en el crédito concedido al sector agropecuario, seguido por servicios y comercio, no obstante, la composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.



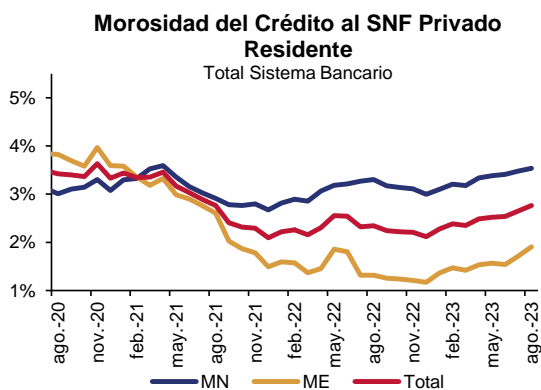
Esta dinámica tuvo lugar en un contexto en el cual se encuentra vigente un esquema de requerimientos de encajes bancarios asimétrico entre monedas, que favorece el desarrollo de los segmentos en pesos. Así, el encaje medio en moneda nacional se mantuvo en 10% en agosto, mientras que en moneda extranjera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

A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 26% del PIB, nivel similar al previo a la pandemia, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 53% en agosto, alcanzando sus registros máximos.

¹⁵ La tasa promedio del crédito al consumo con autorización fue de 30,9% en 2021, 31,3% en 2022 y 30,3% en el promedio julio-agosto 2023.

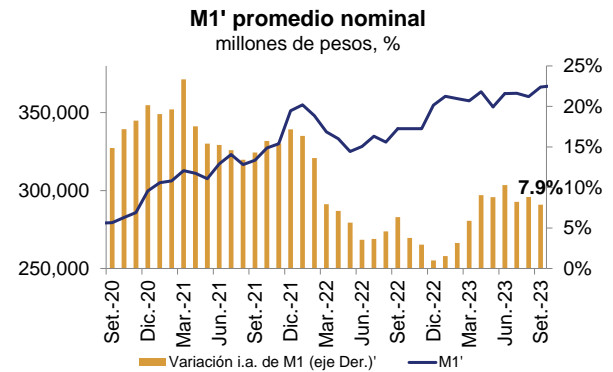


La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta una tendencia levemente creciente, ubicándose en 2,3% de los créditos totales en agosto, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 3,5% a nivel del sistema bancario.

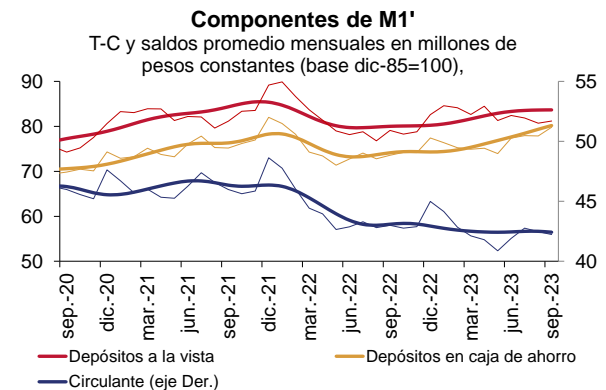


III.3. Principales agregados monetarios

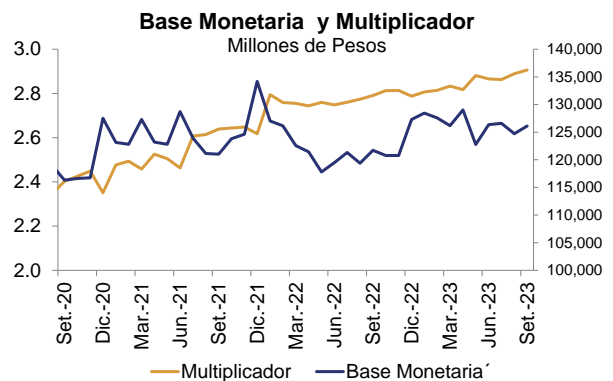
En el promedio del tercer trimestre de 2023 el agregado M1' presentó una variación interanual de 8,3%, equivalente a una tasa real de 3,9%, mostrando una tasa de crecimiento interanual de 7,9% en setiembre. Este desempeño se dio en un marco en el cual la demanda de dinero se habría comportado en línea con lo proyectado, estimándose un crecimiento desestacionalizado del agregado en torno a 1,9% nominal en el tercer trimestre.



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



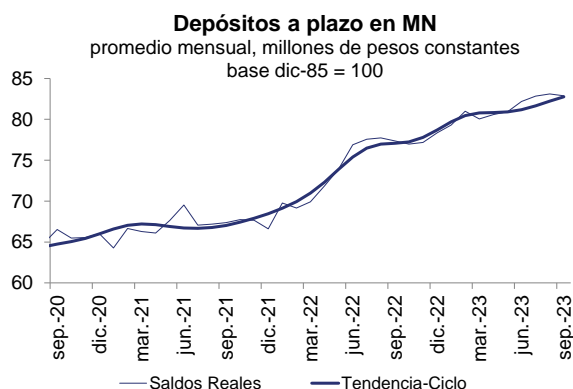
Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la Base Monetaria (BM) se mantuvo en torno a sus valores previos, reflejando el comportamiento de los depósitos y del circulante y un nivel reducido de reservas bancarias voluntarias.¹⁶ Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos, ubicándose en 2,9 en setiembre.



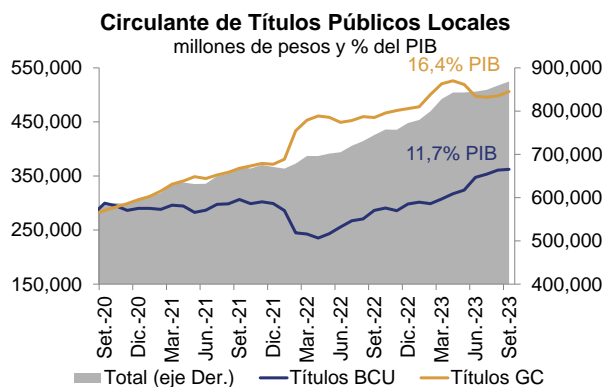
Los depósitos a plazo en moneda nacional presentaron una tendencia creciente en el tercer

¹⁶ No se incluyen los ISF ya que los mismos no forman parte de la BM.

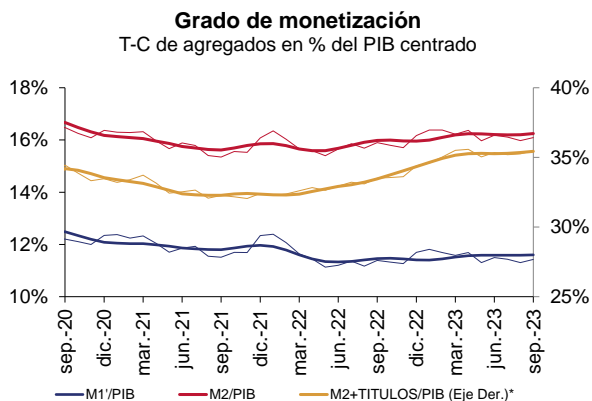
trimestre, que se refleja en una variación interanual de 11,3% (7% real).



El circulante de títulos públicos de emisión local se mantuvo estable en el trimestre, ubicándose en torno a 28% del PIB en setiembre.

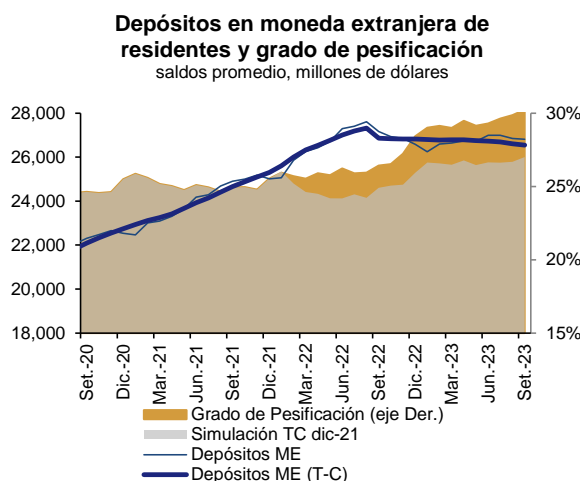


En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' se habría mantenido cercano a 12% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 se mantiene en torno a 16%. A su vez, el indicador medido a partir del agregado más amplio que incluye títulos locales en poder del sector no financiero también se mantuvo estable en el margen, ubicándose en 35% del PIB en setiembre.



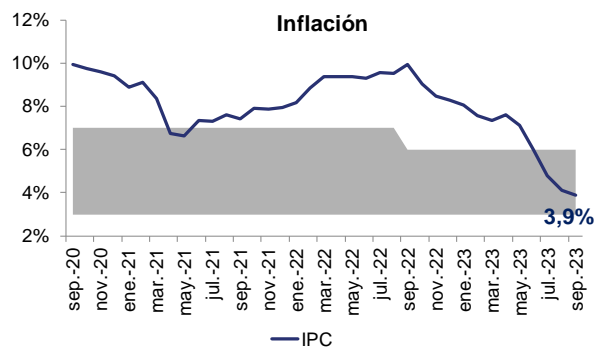
Finalmente, los depósitos en moneda extranjera se mantuvieron en niveles similares a los de meses anteriores, en un contexto de menor

financiamiento externo de grandes proyectos de inversión, menores ingresos derivados de las exportaciones y mayor turismo emisor. Así, presentaron una caída interanual de 2% en el promedio del trimestre medidos en dólares corrientes. Finalmente, el grado de pesificación alcanzó 30% de los depósitos al sector no financiero.

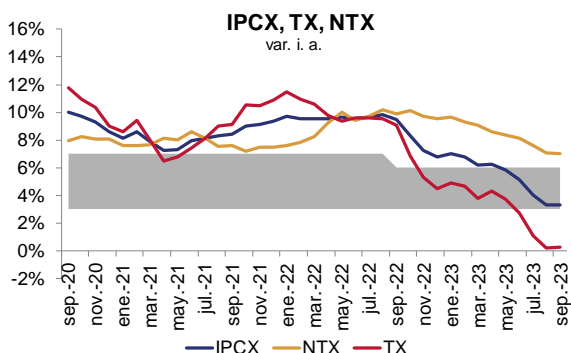


IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes



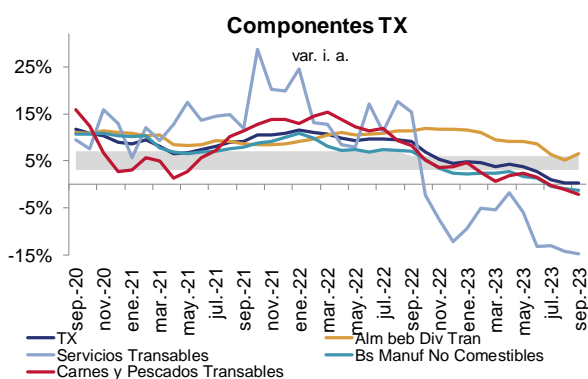
En el año móvil cerrado a setiembre 2023 la inflación se ubicó en 3,9%, 211 p.b. por debajo del registro de junio, consolidándose dentro del rango meta vigente de 3% a 6% fijado por el CCM por 4º mes consecutivo y alcanzando el valor mínimo de la serie en los últimos 18 años.



La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, también volvió a reducirse con respecto al valor observado en junio, ubicándose en 3,3%.

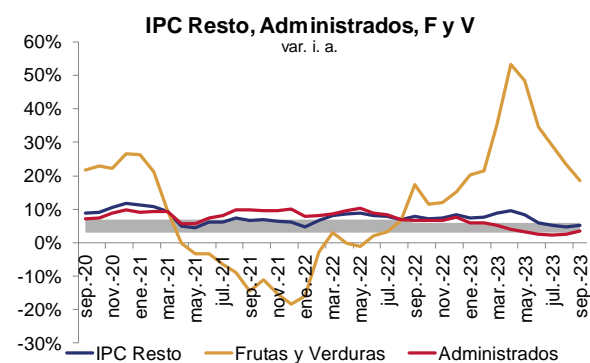
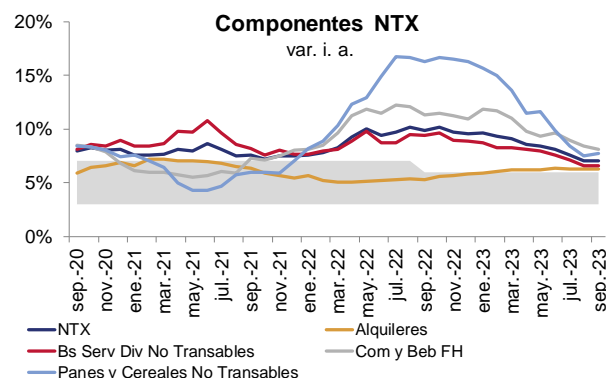
Nuevamente, la reducción proviene en mayor medida de la mano de los TX, que continuaron desacelerándose respecto a junio, ubicándose cercanos a 0% en términos interanuales. Por otra parte, los NTX, también bajan de manera significativa en comparación con el mismo período del año anterior. Asimismo, en el trimestre todas las categorías al interior de TX y NTX se desaceleran.

Los precios de los TX se desaceleraron con respecto a junio, alcanzando una variación interanual de 0,2%, al influjo de la reducción de los bienes manufacturados no comestibles, carnes y pescados y alimentos y bebidas diversos, y en menor medida de servicios diversos transables, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio en el trimestre. Asimismo, hasta setiembre el precio de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya se había mantenido estable, con excepción del precio de los combustibles, que presenta aumentos en el margen, aunque muy por debajo de los picos registrados en 2022.



En el caso de los precios de los NTX, se observa una importante desaceleración, la que los sigue acercando al techo del rango-meta en forma parsimoniosa. En particular, la inflación NTX en los últimos 12 meses se ubicó en 7,0%. Esta reducción del agregado NTX estuvo guiada principalmente por bienes y servicios diversos no transables,

comidas y bebidas fuera del hogar y panes y cereales no transables.



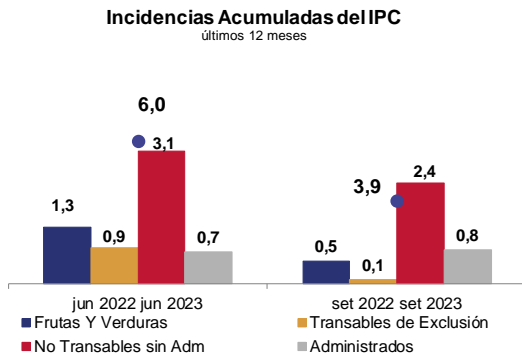
Por su parte, IPC Resto cae 0,8% p.p. en su medida de 12 meses con respecto a junio, guiado por frutas y verduras, que compensa el aumento de los administrados.

En el caso de frutas y verduras, la inflación cayó significativamente en el tercer trimestre, como resultado de una importante reducción en julio y agosto y un leve incremento en setiembre (pasando de una variación interanual de 34,5% en junio a 18,5% en setiembre). Esta reducción, que comenzó el trimestre anterior, es consistente con una normalización de la oferta de frutas y verduras ante la reversión de la sequía registrada en la primera parte del año.

En cambio, los administrados se ubicaron 1 p.p. por encima del valor del trimestre anterior, guiados por el aumento de las tarifas (2,7 p.p. por encima del trimestre anterior), donde se destaca particularmente el incremento registrado en los combustibles en agosto y setiembre. Esta dinámica fue parcialmente compensada por la caída interanual del resto de los administrados, que se redujeron 1,9%.

En resumen, si se analiza la incidencia de cada uno de los 4 componentes para explicar el comportamiento del IPC, se observa que la caída de la inflación en el trimestre se origina fundamentalmente por los componentes TX, NTX (ambos componentes determinan la inflación

subyacente IPCX) y en menor medida por frutas y verduras.



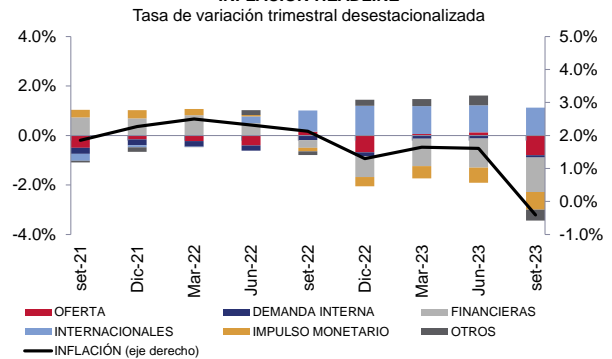
Incidencia según Componentes (var. i. a.)

Incidencias Variación Interanual			
	jun.-23	sep.-23	Diferencias
IPC	6,0	3,9	-2,1
IPCX	3,9	2,4	-1,4
NTX	3,1	2,4	-0,7
Panes y cereales	0,28	0,20	-0,1
Alquileres	0,26	0,22	0,0
Comidas y Bebidas FH	0,87	0,65	-0,2
Bienes y Serv Diversos	1,05	0,90	-0,2
Enseñanza	0,38	0,32	-0,1
Servicio Doméstico	0,24	0,09	-0,2
TX	0,9	0,1	-0,8
Alimentos y bebidas diversos	1,01	0,83	-0,2
Carnes y Pescados	0,07	-0,18	-0,3
Bienes Manuf No Comes	0,18	-0,21	-0,4
Servicios transables	-0,32	-0,35	0,0
IPC Resto	2,1	1,3	-0,8
Frutas y Verduras	1,3	0,5	-0,8
Administrados	0,7	0,8	0,0

IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los principales determinantes que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos DSGE. En este marco se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks a sus determinantes (eje de la izquierda) sobre el desvío de la inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,9% trimestral desestacionalizada, equivalente a 7,8% anualizada en el período 2005T2 - 2023T3 (eje de la derecha)¹⁷.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA SEGÚN TIPO DE SHOCK INFLACIÓN HEADLINE

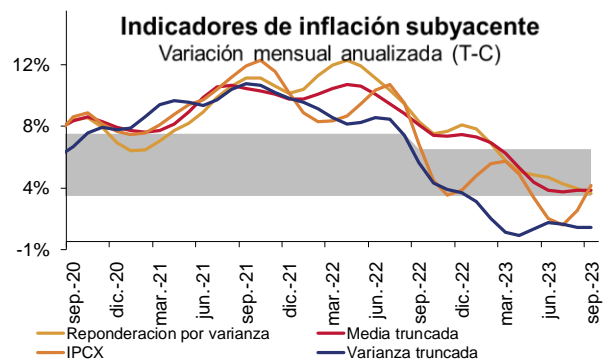


En el trimestre la inflación promedio trimestral desestacionalizada se redujo en forma importante respecto al trimestre anterior. Esta caída estuvo pautaada por la reversión del shock de frutas y verduras asociado a la sequía (dentro del componente “otros”), y por shocks negativos a los márgenes de bienes importados (“oferta”).

Por otra parte, todavía persisten las presiones inflacionarias provenientes de los shocks internacionales, ante la evolución creciente de la tasa internacional de referencia. Estas presiones al alza fueron compensadas por la política monetaria, que mantuvo su instancia contractiva y cuyo impacto se evidencia tanto en el propio impulso monetario como en la evolución del tipo de cambio (“financieras”) el que en parte se determina por factores globales y en parte por factores domésticos. Así, la política monetaria habría logrado mitigar el shock inflacionario global a través de sus diferentes canales de transmisión.

IV.3 Inflación subyacente

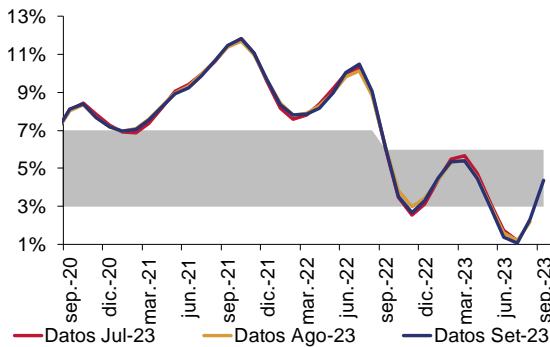
Los 3 indicadores de inflación subyacente basados en medidas estadísticas (Varianza Truncada, Reponderación por Varianza y Media Truncada) se mantuvieron estables, mientras que el indicador IPCX, que es el único que incluye pronósticos, da cuenta de una aceleración en el margen, aunque se mantiene dentro del rango meta.



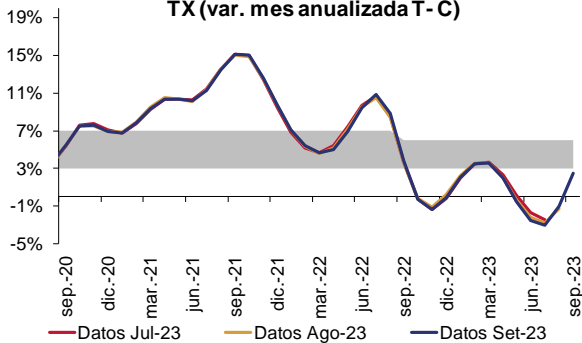
¹⁷ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

Esta evolución del componente en tendencia-ciclo del IPCX estaría explicada tanto por el de los TX, que se acelera respecto a junio, como por el de los NTX, que reestima al alza respecto al último dato, ubicándose por encima del rango.

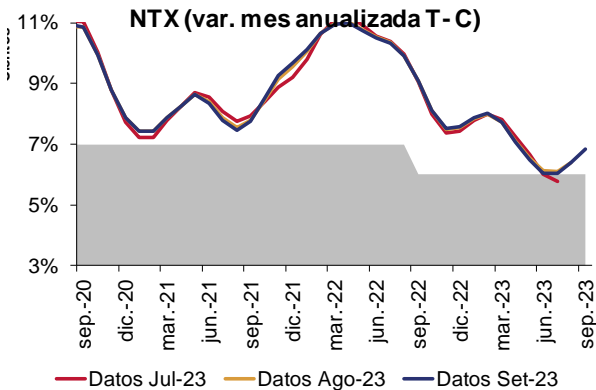
IPCX (var. mes anualizada T-C)



TX (var. mes anualizada T-C)



NTX (var. mes anualizada T-C)



IV.4 Expectativas de inflación

En el trimestre terminado en setiembre los 3 indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM mostraron señales claras de desaceleración con respecto a junio, profundizando el proceso de convergencia al rango-meta que se venía observando

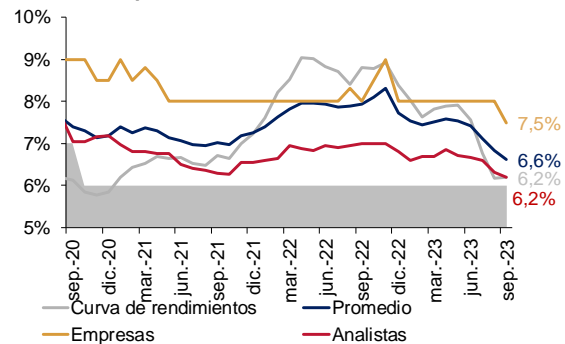
anteriormente. Asimismo, todos ellos se encuentran en niveles cercanos o directamente alcanzando los valores mínimos de su serie.

Por un lado, la mediana de expectativas a 24 meses de la encuesta de analistas (recopilada por el BCU) se ubicó en 6,2%, con una reducción de 47 p.b. respecto al registro de junio. Por otro lado, las expectativas de los mercados financieros, implícitas en el diferencial de la curva de rendimientos entre títulos nominales e indexados, se ubicaron en 6,2%, 137 p.b. por debajo del valor observado en junio¹⁸. De esta forma, estos dos indicadores se encuentran muy cerca del techo del rango-meta, hecho inédito desde que el rango se redujo a 3%-6%.

Asimismo, la mediana de la encuesta a empresarios (recopilada por el INE) se redujo 50 p.b. en setiembre, ubicándose en 7,5%, quebrando la inercia del 8% que se extendía desde 2021T1 y registrando el valor mínimo histórico desde que se comenzó a compilar esta encuesta en julio 2013.

Como resultado de estas evoluciones, el indicador resumen de las tres metodologías monitoreadas por el BCU se redujo casi 8 décimas respecto a tres meses atrás y se ubicó en 6,6%, alcanzando su valor mínimo histórico.

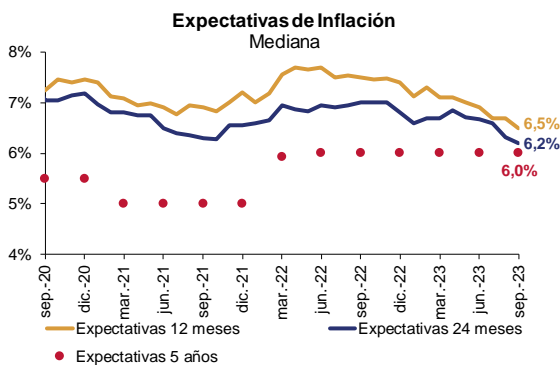
Expectativas de inflación a 24 meses



En el mismo sentido, para los próximos 12 meses, se observó un descenso de 40 p.b. respecto a junio en las expectativas de los analistas. En tanto, para el horizonte de 5 años la mediana de expectativas de inflación de los analistas se mantuvo nuevamente en el 6% desde marzo 2022.

¹⁸ Esta metodología tiene una limitación: al basarse en diferencia de curvas, toda vez que hay un ciclo al alza de la TPM, ésta se transmite parcialmente a la curva de LRM en pesos, por lo cual la tasa a 2 años nominal aumenta *pari passu* con la TPM. Sin embargo, esto no sucede necesariamente con el rendimiento a 2 años en UI, pues esta curva está más ligada a las emisiones

internacionales del GC en UI. De esta forma, en un ciclo al alza (baja) de tasas del BCU, este indicador por construcción genera una señal de aumento (disminución) de expectativas de los mercados financieros.



En la actual coyuntura se continúa fortaleciendo la credibilidad al permanecer dentro del rango meta de inflación, pero sigue siendo necesario que las expectativas terminen de alinearse.

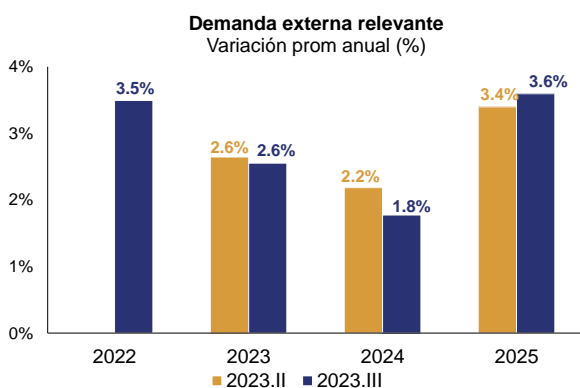
V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

En este capítulo se presenta la trayectoria más probable para el equilibrio macroeconómico de la economía uruguaya en el HPM, sintetizado en la evolución esperada de inflación, actividad y TCR, dada la información disponible al momento de celebrarse el COPOM. Asimismo, se plantean los principales riesgos que podrían afectar esta trayectoria y se analiza cómo podrían modificarla.

V.1 El escenario base¹⁹

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

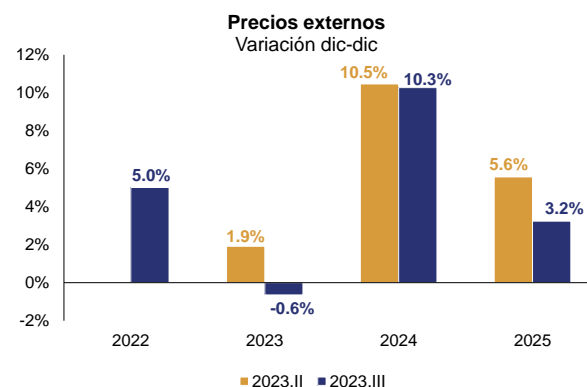
Respecto a lo que se preveía en el COPOM de junio las perspectivas para la demanda externa relevante para Uruguay son similares para 2023, de un menor crecimiento para 2024 y de un crecimiento algo mayor para 2025.



La estabilidad en la proyección para 2023 resulta de un mayor crecimiento esperado para Brasil y EE.UU. que es compensado por la corrección a la baja en la proyección de Argentina, China y la Unión Europea (UE). El ajuste a la baja para 2024 también responde al menor crecimiento esperado en Argentina, China y la UE, que no alcanza a ser compensado por la mayor expansión prevista en Brasil y EE.UU.

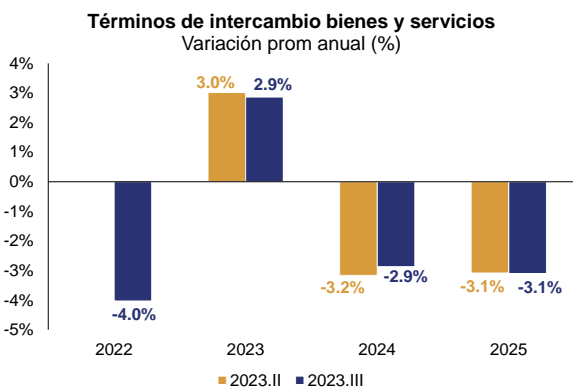
Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2022	2023	2024	2025
PIB externo relevante	3.5%	2.6%	1.8%	3.6%
Extra-región	3.2%	4.0%	3.3%	3.7%
China	3.2%	5.3%	4.7%	4.8%
Estados Unidos	2.1%	2.0%	0.9%	2.0%
Zona Euro	3.7%	0.9%	0.8%	1.6%
Región	3.9%	0.3%	-0.5%	3.4%
Argentina	5.0%	-2.7%	-2.7%	4.6%
Brasil	2.9%	2.6%	1.5%	1.9%

Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares se reducirían en 2023, por efecto de la devaluación de agosto en Argentina y la depreciación del yuan, al tiempo que mantendrían una trayectoria al alza en el resto del HPM, similar a la esperada anteriormente para 2024 y algo por debajo en 2025. El aumento de los precios en dólares esperado para 2024 se explica por la expectativa de una corrección del desajuste macroeconómico en Argentina que promueva una reducción de la incertidumbre y por ende de la brecha cambiaría una vez que entre en funciones un nuevo Gobierno. Esta visión del escenario base se mantiene en los últimos trimestres.

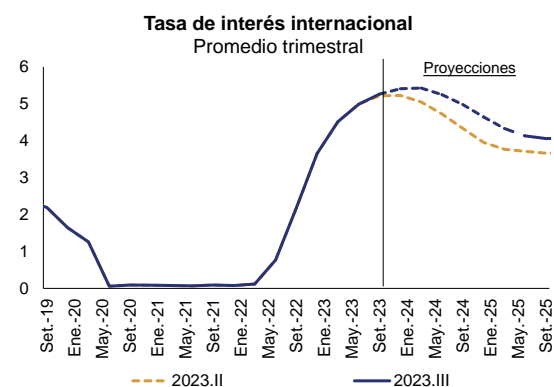


Asimismo, respecto a la relación de términos de intercambio, se espera una evolución similar a la esperada en el trimestre anterior para todo el HPM, con ganancias en 2023 y deterioro de allí en adelante.

¹⁹ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo



Por último, las condiciones financieras internacionales serían algo más restrictivas que las esperadas tres meses atrás. Así, la trayectoria esperada de la tasa de la Fed se corrige al alza respecto al informe de junio, en un marco de renovadas presiones inflacionarias, la inflación núcleo persistente y el mercado laboral sin señales de debilitamiento.



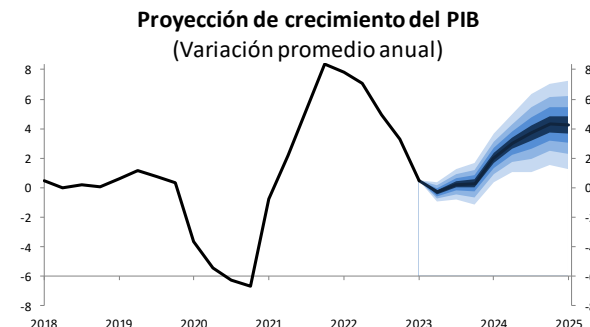
V.2 Proyecciones macroeconómicas

Actividad

En el escenario base, la economía crecería menos de 1% en 2023, recogiendo el impacto negativo de la sequía, el cierre de la refinera, el deterioro de la balanza turística y la finalización de las obras de UPM II. Luego, se expande en torno a 4% promedio anual en el resto del HPM.

Este escenario está enmarcado en un alto nivel de incertidumbre, asociado al desempeño en la región, la que sigue mostrando desequilibrios macroeconómicos persistentes. En menor medida pueden mencionarse los efectos asociados a la continuación 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 particular, en este informe la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento potencial (en torno a 2,5%) al final del HPM se

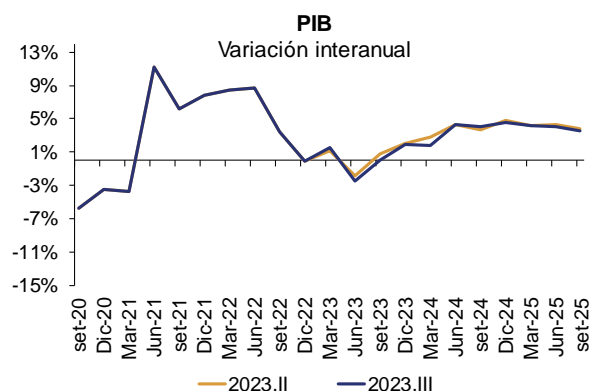
mantiene respecto al COPOM anterior en 77%.



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 en 2023 por el consumo privado, al influjo de la recuperación de la masa salarial. Mientras tanto, incidiría a la baja el ajuste del gasto público (consumo e inversión) y el menor dinamismo de las exportaciones netas como consecuencia de la sequía y el saldo de la balanza turística. En 2024 el consumo y la inversión privados se mantendrían como los principales motores de crecimiento, junto a la recuperación de las exportaciones netas, que revierte el shock de la sequía, y la neutralidad del gasto público.

La variación interanual del PIB muestra una trayectoria algo inferior a la del informe anterior en los primeros pasos de proyección, lo que refleja el menor crecimiento efectivo observado en 2023T2. Luego, esta senda converge a la presentada anteriormente, al influjo de la referida recuperación de las exportaciones netas.

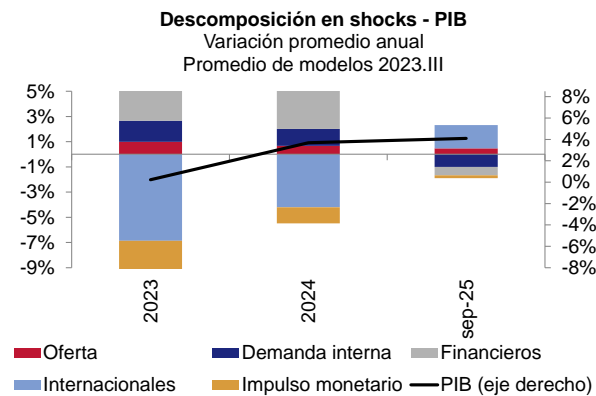


De acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2023 y 2024 estaría impulsado por la demanda doméstica, destacándose el incremento en el consumo y la inversión privados, por los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio y por

los shocks de oferta, que reflejan la puesta en marcha de UPM²⁰.

El impacto agregado de los shocks internacionales sería negativo en 2023 y 2024, en un contexto de condiciones financieras más restrictivas dada la trayectoria prevista de la tasa de la Fed, a lo que se agrega la pérdida en los términos de intercambio en 2024. Posteriormente, estos shocks tenderían a diluirse, por lo que en 2025T3 (fin del HPM) predomina el impulso expansivo desde los precios relativos externos. Por otra parte, en 2025 los shocks financieros (paridad de tasas) y de demanda interna (caída en el gasto público), revertirían su impacto y contribuirían negativamente en la variación del PIB.

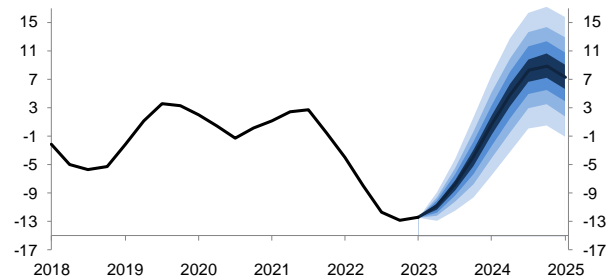
Finalmente, en línea con la instancia contractiva, el impulso monetario mostraría un impacto contractivo en todo el HPM, el que se reduciría progresivamente en la medida que la inflación se mantiene dentro del rango-meta.



Tipo de cambio real

En el escenario base el TCR mostraría una tendencia a depreciarse a lo largo 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.

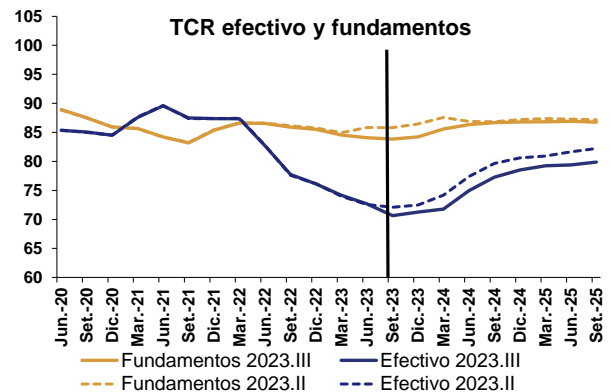
Proyección del tipo de cambio real
(Variación promedio anual)



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

De acuerdo con la metodología Fan chart habría un 86% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor superior al 80% reportado en el informe anterior.

Asimismo, la dinámica del TCR en el mediano plazo guarda una estrecha relación con la evolución del TCRf, aunque muestra cierto rezago, producto de las rigideces nominales de la economía uruguaya. En tal sentido, se espera una depreciación del TCRf en el HPM, al influjo de la caída de los términos del intercambio y de la relación gasto público-PIB, a pesar del aumento de la productividad relativa y de la relación gasto privado PIB.



En este contexto, la brecha TCR se mantendría estable en los dos primeros pasos de proyección y se iría reduciendo en forma progresiva durante el resto del HPM.

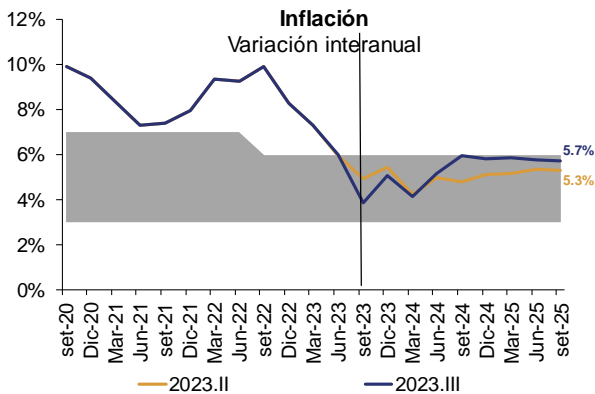
Inflación

La inflación corrige a la baja en el punto de partida y ajusta al alza desde 2024 ante fuertes presiones de la inflación internacional. No obstante, la inflación permanece dentro del rango-meta durante todo el HPM, en un escenario donde la política monetaria se mantiene en fase contractiva y las expectativas reaccionan favorablemente,

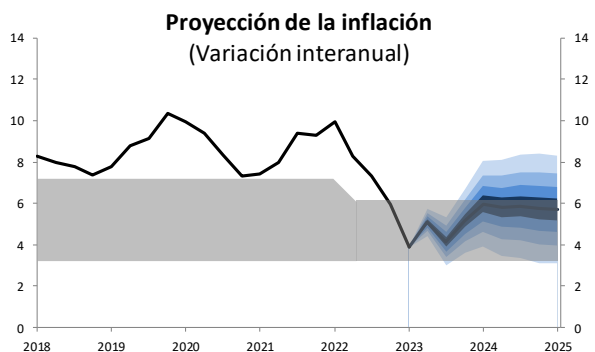
²⁰ El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB

respecto a su promedio histórico, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2023T3 (eje de la derecha).

aunque más lentamente que en el escenario presentado en el informe anterior. Por su parte, los precios administrados y la dinámica salarial evolucionan en línea con la política monetaria y las expectativas en el HPM. En este marco, hacia el final del HPM la proyección puntual de inflación es algo superior a la del informe anterior; a setiembre 2025 se ubicaría en 5,7% interanual.



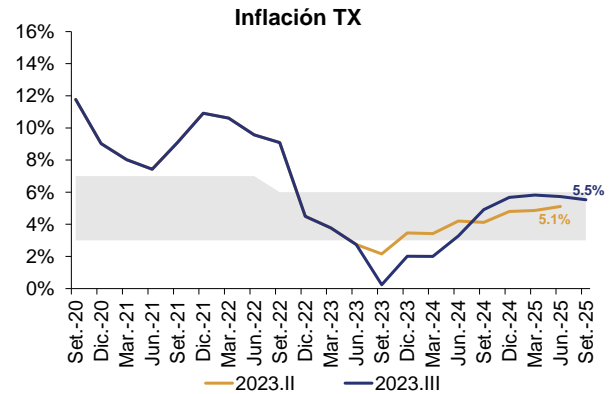
Esta trayectoria de la inflación es guiada por la política monetaria contractiva y el aumento de precios administrados compatibles con el rango meta. Las expectativas de inflación se ajustarían progresivamente a la baja, lo que a su vez influiría en la moderación de la dinámica de los salarios nominales. Asimismo, la evolución de la inflación también estaría determinada por otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR y en menor medida de una brecha PIB en terreno negativo. La confianza que asigna el fan chart a que la inflación se ubique dentro del rango-meta al final del HPM es superior a la del informe anterior: 59% en este informe y 56% en el previo; mientras que la confianza de que la inflación se encuentre por debajo del techo del rango al fin del horizonte se reduce de 69% a 59%.



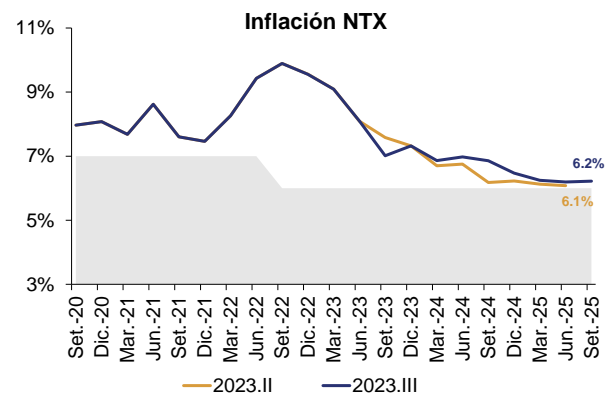
Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

A nivel de componentes, la senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la de la inflación, explicada

principalmente por el componente transable. Partiendo de un nivel más bajo, este componente presenta inicialmente una mayor aceleración, impulsada por la depreciación nominal en un contexto de revalorización del dólar a nivel global. A este impulso se le suma el proveniente de la inflación internacional en 2024. En consecuencia, desde fines de 2024 la inflación de TX se estabiliza en niveles cercanos al techo del rango-meta.

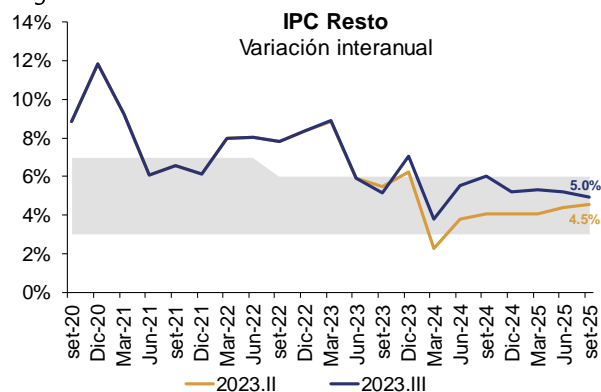


Por otro lado, los NTX también parten de un nivel menor al del informe anterior, y luego se desaceleran a un ritmo un poco más lento en el HPM. De esta forma, a partir de 2025T1 la inflación no transable se ubica en un nivel levemente por encima del techo del rango-meta. Este componente, que es el más rígido del IPC, responde con rezagos a la política monetaria contractiva a través de sus distintos canales, donde se destacan el de expectativas y el de brecha PIB.



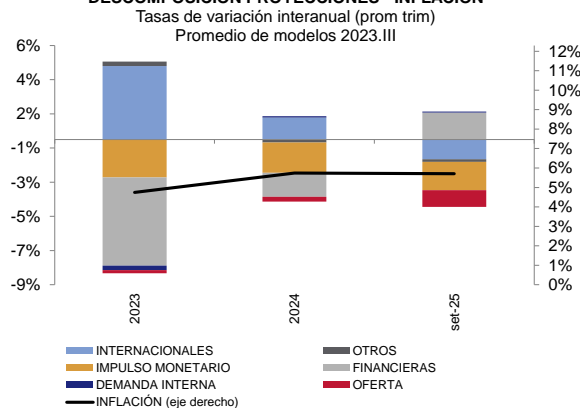
Por otra parte, la proyección de IPC Resto también muestra una aceleración en el corto plazo, dado un mayor punto de partida de los precios administrados. Para el mediano plazo se espera que este componente se acerque al centro del rango-meta en la medida que se reviertan los shocks de oferta sobre frutas y verduras y precio del petróleo y las tarifas públicas evolucionen en línea con el objetivo de inflación en el marco de coordinación de políticas monetaria, fiscal y de

ingresos.



Estos factores pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco de un modelo DSGE.²¹ En este contexto, la convergencia de la inflación hacia el rango-meta se logra en parte por las acciones de política del Banco Central, que mantiene en el HPM una política monetaria en línea con su objetivo inflacionario (impulso monetario contractivo). Esto a su vez redundaría en menores expectativas de inflación, las que inciden en el proceso de formación de precios, salarios y márgenes empresariales (dentro de los factores de oferta). Asimismo, las tarifas públicas evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de “otros”, donde también se incluyen las frutas y verduras). Por otra parte, también contribuyen la moderación del tipo de cambio nominal al comienzo del HPM (dentro de variables financieras), las ganancias de productividad en un marco de crecimiento económico (dentro de oferta) y las menores presiones inflacionarias desde las variables internacionales (precios y condiciones financieras menos restrictivas hacia el final del HPM).

DESCOMPOSICIÓN PROYECCIONES - INFLACIÓN



Tasa de interés

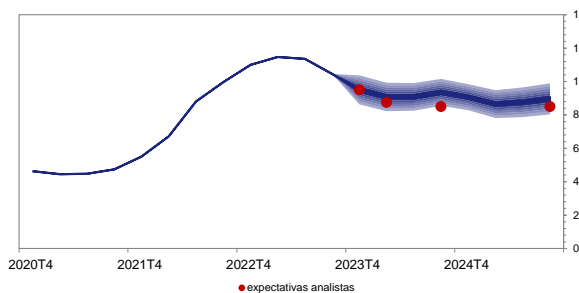
En este marco, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad y genera una senda

para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y la evolución de los salarios nominales según lo acordado en los convenios; asimismo, incorpora la reducción de 50 p.b. de la TPM adoptada en el COPOM del 5 de octubre, que la ubica en 9,5%.

La senda puede ilustrarse en el siguiente gráfico fan chart, que muestra el rango en que sería esperable que se ubique la TPM dados el escenario base y el mapa de riesgos. Por tanto, 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. El gráfico incorpora además la mediana de las expectativas de analistas como referencia.

Esta senda refleja una trayectoria relativamente estable para la TPM a lo largo del horizonte de política. La senda esperada por los analistas, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, es similar a la moda para 2023T4 y posteriormente se ubica en niveles algo inferiores.

Proyección de la tasa de interés (Porcentaje)



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

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

Estas proyecciones surgidas del escenario base se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre elevado, cuyos principales detonantes son: la situación macrofinanciera de la región, el avance en la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados y la persistencia del conflicto entre Rusia y Ucrania. A nivel doméstico, se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al rango-meta. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el análisis prospectivo presentado como escenario

²¹ Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio

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

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

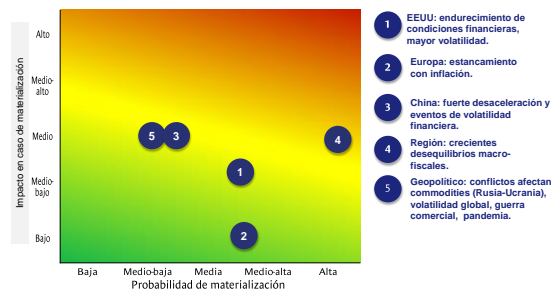
A continuación se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del Mapa de Riesgos (MR)²².

Riesgos externos

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

Para este informe, se juzgan como balanceados los factores que podrían modificar la ubicación de los diferentes riesgos en el mapa, por lo que se mantuvieron en las mismas zonas que estaban en el informe anterior.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en actividad



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

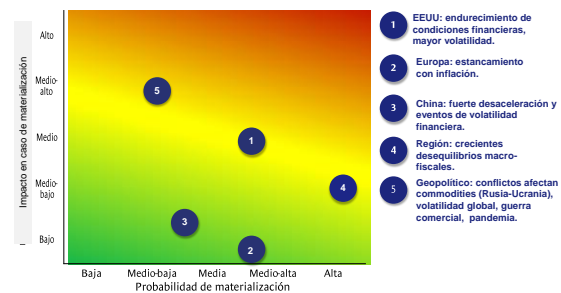
Por su parte, el riesgo geopolítico (riesgo 5), que incluye el impacto del conflicto entre Rusia y Ucrania y la escalada de nuevos conflictos con impactos financieros y en precios de commodities, tiene una probabilidad de materialización de media a medio-baja, con un impacto sobre la actividad de medio-alto a medio en caso de materializarse.

Mientras tanto, los riesgos vinculados a un endurecimiento mayor al esperado de las condiciones financieras en EE.UU. por encima de

lo previsto en el escenario base (riesgo 1) y una eventual desaceleración abrupta de la economía china (riesgo 3), se mantienen en la zona verde/amarilla. En el caso del riesgo 1, la Fed podría reaccionar con subas más pronunciadas de su tasa de política, lo que ocasionaría mayores caídas en los precios de los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes. Asimismo, podría generar una recesión en EE.UU. En el caso del riesgo 3, se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una fuerte caída de los precios de nuestros productos de exportación.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) tiene una probabilidad de ocurrencia media-alta. Una recesión en Europa tendría un impacto bajo en la actividad, debido al menor peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de riesgos internacionales, impacto en inflación



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

En este caso, los principales riesgos que pueden afectar la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los crecientes desequilibrios en la región (riesgo 4). Los mismos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un aumento del riesgo soberano en nuestro país, con consecuencias directas en la inflación transable y posibles efectos de segunda vuelta sobre los bienes y servicios no transables. Además, el riesgo geopolítico actuaría directamente sobre los precios transables.

Riesgos domésticos

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

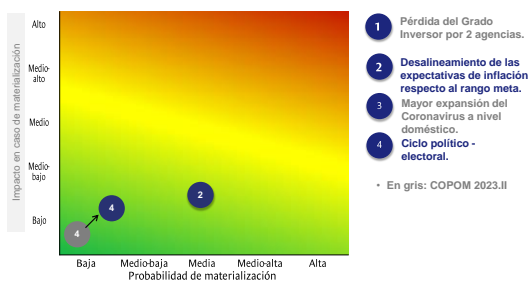
²² Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

El riesgo político-electoral fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones entraron en el HPM. El mismo tiene su origen en que la evidencia empírica sugiere que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en los trimestres previos a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables económicas y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas.

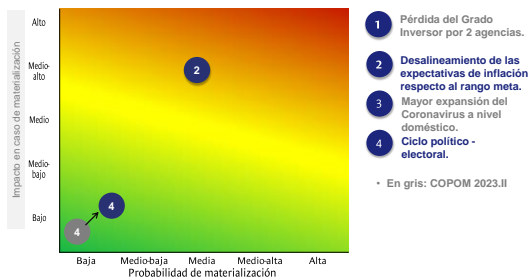
Finalmente, el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango-meta (riesgo 2) se sigue manteniendo como el principal riesgo a monitorear, pese al importante descenso de la inflación y de sus expectativas registrado en los últimos meses, y del mantenimiento de la instancia contractiva de la política monetaria, pues el contexto muestra que las expectativas de inflación aún se encuentran fuera del rango-meta.

sequía que ocurrió en Uruguay este verano. Por su parte, los riesgos de transición hacen referencia a los costos (económicos, sociales, etc.) que surgirían del cambio hacia una “economía verde” con baja dependencia del carbono en el largo plazo.

Mapa de riesgos domésticos, impacto en actividad



Mapa de riesgos domésticos, impacto en inflación



Este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, ya que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

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

En este contexto, la principal vulnerabilidad está vinculada al cambio climático, en dos dimensiones: riesgo “físico” y riesgo “de transición”. Los riesgos físicos aluden al aumento de la frecuencia y gravedad de eventos meteorológicos extremos y los impactos de largo plazo de modificaciones en las características del clima, como puede ser la fuerte



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Box metodológico 16. Expectativas de inflación de las empresas (Publicado en IPOM 2023.III)

Las expectativas de inflación son un factor importante en las decisiones de política monetaria, particularmente en un marco de objetivos de inflación, como el que lleva adelante el Banco Central del Uruguay (BCU). Estas expectativas juegan un rol central en la fijación de precios y salarios, en las decisiones de consumo e inversión, en los precios de los activos financieros y en las propias decisiones de los bancos centrales. De este modo, la formación de expectativas tiene importantes implicaciones sobre el diseño y la implementación de la política monetaria.

Los bancos centrales prestan especial atención para asegurarse que las distintas medidas disponibles de expectativas de inflación (basadas en el mercado y en encuestas) se mantengan cerca de su objetivo. Estas medidas son fundamentales para la transmisión de la política monetaria, en tanto afectan la dinámica de la inflación a corto plazo y proporcionan una señal de la credibilidad de la política del banco central. En este marco, actualmente la discusión sobre las expectativas de inflación en Uruguay está en el centro del diagnóstico y diseño de la política monetaria por parte del BCU, tal como ha sido explicitado en varios comunicados del COPOM.

Asimismo, los equipos técnicos del BCU han ido incorporando distintos indicadores de expectativas, reconociendo el hecho que no existe un público uniforme sino distintos públicos específicos que forman sus expectativas y toman sus decisiones en forma diferente. Actualmente el BCU monitorea tres públicos específicos: analistas económicos (encuesta BCU), empresarios (encuesta INE) y el mercado financiero (aproximado por el diferencial de rendimientos entre títulos nominales e indexados del BCU).

En particular, dentro del elenco de medidas de expectativas de inflación que pueden ser importantes para comprender la inflación y la transmisión de la política monetaria a través de la demanda agregada y la formación de salarios, se encuentran las de las empresas. Los servicios técnicos del BCU han venido trabajando en los últimos años con los datos de esta encuesta, llegando a tener actualmente una acumulación en esta línea de trabajo que permite conocer aspectos importantes de la manera en que actúan las expectativas empresariales, lo que contribuye a un mejor diagnóstico y por ende a un mejor diseño de la política monetaria. En lo que sigue de esta nota se presentan los principales resultados acumulados en estos años.

La formación de expectativas de los empresarios

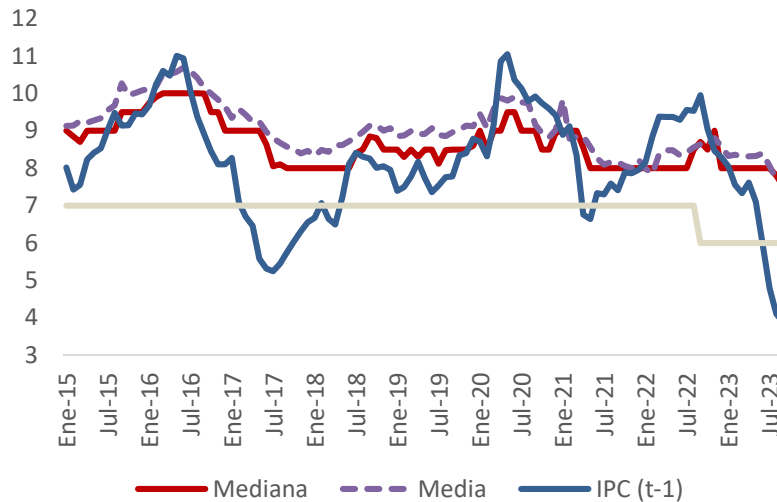
Uruguay cuenta con datos mensuales de expectativas de inflación de empresas. A través de la Encuesta de Expectativas Empresariales, el INE recoge mensualmente las respuestas de una muestra de empresas que es representativa del universo de empresas privadas con más de 100 empleados.¹ La pregunta que recoge las expectativas de inflación es: "¿Cuál cree usted que será la variación del IPC (Índice de Precios al Consumidor)?" Esta pregunta se realiza para tres horizontes temporales: el año en curso, los próximos 12 y 24 meses. Los principales resultados publicados regularmente por parte del INE son la media y la mediana de las expectativas de inflación para el año en curso y los horizontes de 12 y 24 meses.

La gráfica siguiente muestra la media y la mediana de las expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria, o sea en 24 meses, junto con la tasa de inflación medida como la variación interanual del IPC. Las dos medidas de expectativas de inflación de las empresas presentan una alta persistencia, manteniéndose en el entorno del 8% por largos períodos, al igual que la inflación, la que ha mostrado más volatilidad pero también ha estado centrada en ese valor, en particular hasta 2020. A partir de 2020, luego de la incertidumbre de precios generada por la pandemia, las expectativas han empezado a mostrar un comportamiento de descenso, cayendo desde 9,5% en mayo 2020 al 7,5% en setiembre 2023.

¹ Algunos sectores de actividad no son considerados en el muestreo. La ficha técnica de la encuesta y sus principales resultados están disponibles en <https://www.gub.uy/instituto-nacional-estadistica/encuesta-expectativas-empresariales>.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY



Existe evidencia empírica validando los resultados teóricos de que las expectativas de inflación de las empresas son relevantes para las decisiones de inversión, contratación y fijación de precios (Coibion et al., 2018).

Para el caso de Uruguay, Borraz et al. (2013) muestran que cerca del 70% de las empresas fijan sus precios cargando un margen sobre costos y que para ello es tan importante la evolución pasada como la futura de los mismos. En particular, los salarios juegan un papel central en la formación de precios. Asimismo, es conocido el papel que juegan las expectativas de inflación en la formación de salarios. La interacción entre ambos en las expectativas empresariales está presente en el trabajo de Frache et al. (2017) donde se muestra que las empresas ajustan sus expectativas de inflación en momentos cercanos a los ajustes de salarios. De esta manera, la formación de expectativas de inflación es central en la formación de precios tanto por su papel directo en los empresarios, como por su papel indirecto a través de la formación de salarios.

La evidencia disponible para Uruguay muestra la sensibilidad de las expectativas de inflación de las empresas al instrumento de la política monetaria, a la comunicación de política monetaria, y a los anuncios y cambios de precios de bienes administrados. Licandro y Mello (2014) muestran que la instancia de política monetaria afecta las expectativas de inflación con el signo esperado. La información sobre la política monetaria, en particular sobre sus objetivos, instrumentos y resultados esperados, también afecta las expectativas de inflación de las empresas de manera permanente (Caruso et al., 2023). En este punto, Carotta et al. (2022) muestran la importancia de una comunicación clara y transparente. Más precisamente, una comunicación más fácil de leer refuerza el efecto de la información contenida en el mensaje sobre las expectativas de inflación de las empresas.

Por otra parte, se ha constatado que en períodos de inflación relativamente estable en valores altos, las expectativas de inflación de las empresas han tenido un elevado poder de predicción. En particular, Borraz y Zacheo (2018) proveen evidencia empírica indicando que estas medidas de expectativas produjeron en la muestra analizada mejores pronósticos de la inflación que las medidas obtenidas a partir de la encuesta a analistas especializados.²

Lo anterior conduce a la pregunta de si realmente las empresas están atentas a la inflación o, si por el contrario, predicen de manera estática y su poder predictivo radica en la persistencia de la inflación en el período. Una serie de estudios han aportado evidencia para contestar esta pregunta. Por ejemplo, realizando experimentos controlados en economías donde la inflación ha sido persistentemente baja (Nueva Zelanda), consistentemente alta (Uruguay) y también donde la inflación ha mostrado períodos altos y bajos (Italia), Weber et al. (2023) muestran que el entorno económico afecta la forma en que los agentes incorporan la información referente a la inflación para formar sus expectativas. Más precisamente, los agentes están más atentos a la información sobre la inflación y la política monetaria cuando la inflación es relativamente alta.

² Los principales resultados y ficha técnica de esta encuesta están disponibles en <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Encuesta-Inflacion.aspx>



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Para el caso de Uruguay, Borraz y Zacheo (2018) llegaron a una conclusión similar. En tanto, Borraz y Mello (2020) aportan evidencia en favor de que las empresas más informadas tienen menores errores de pronóstico que las menos informadas. Estos estudios enfatizan la relevancia de las expectativas de inflación de las empresas en el caso uruguayo.

Finalmente, para formar sus expectativas, las empresas obtienen su información de diversas fuentes, siendo las más utilizadas el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) y el BCU (Marrero y Mello, 2023). La evidencia empírica proporcionada por Medina et al. (2023) muestra que las empresas que se informan a través de estas fuentes, en particular del Banco Central, son más propensas a diferenciar entre los horizontes de proyección y a realizar proyecciones con trayectoria convergente al objetivo de política monetaria. En particular, cuando quienes toman decisiones en la empresa forman sus expectativas diferenciando horizontes de proyección, son más proclives a proyectar una trayectoria convergente. Por el contrario, los asesores externos a las empresas es menos probable que muestren una trayectoria convergente en sus expectativas de inflación.

Toda esta evidencia empírica reseñada aporta un valor analítico muy importante para el diagnóstico de la política monetaria, contribuyendo a mejorar las acciones del BCU respecto al canal de expectativas, apuntalando las decisiones respecto a la tasa de interés con el desarrollo de una estrategia de comunicación, información y transparencia con los distintos públicos objetivo, en particular, los empresarios.

Referencias bibliográficas

Andrade Philippe & Erwan Gautier & Eric Mengus, (2020). "What Matters in Households' Inflation Expectations?" Working papers 770, Banque de France.

<https://publications.banque-france.fr/sites/default.../documents/wp770.pdf>

Borraz Fernando, Licandro Gerardo y Daniela Sola, (2013). "Wage and Price Setting: New Evidence from Uruguayan Firms". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 008-2013.

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/8.2013.pdf>

Borraz Fernando, Laura Zacheo, (2018). "Inattention, Disagreement and Internal (In)Consistency of Inflation forecasts". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 007-2018.

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/7.2018.pdf>

Borraz Fernando, Miguel Mello, (2020). "Communication, Information and Inflation Expectations". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 005-2020.

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/5.2020.pdf>

Gianni Carotta, Miguel Mello, Jorge Ponce, (2022). "Monetary policy communication and inflation expectations: New evidence about tone and readability". Latin American Journal of Central Banking, Volume 4, Issue 3, 2023.

<https://doi.org/10.1016/j.latcb.2023.100088>.

Caruso Bloeck Martin, Miguel Mello, Jorge Ponce, (2023) "News of disinflation and firms' expectations: New causal evidence". Journal of International Money and Finance, Volume 137, 2023.

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560623001158>



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Coibion Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Saten Kumar. (2018). "How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence." *American Economic Review*, 108 (9): 2671-2713, 2018.

<https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/aer.20151299>

Duca-Radu Ioana, Geoff Kenny, Andreas Reuter, (2021). "Inflation expectations, consumption and the lower bound: Micro evidence from a large multi-country survey", *Journal of Monetary Economics*, Volume 118, 2021.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393220300271>

Frache Seraffín, Rodrigo Lluberás, (2017). "New information and inflation expectations among firms". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 013-2017.

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/13.2017.pdf>

Licandro Gerardo y Miguel Mello, (2014). "Firm Inflation Expectations and Monetary Policy in Uruguay". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 006-2014.

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/6.2014.pdf>

Marrero, Rodrigo y Miguel Mello, (2023). "Análisis descriptivo de la Encuesta de Expectativas de Inflación de las Firms". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 002-2023.

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/2.2023.pdf>

Medina Juan Pablo, Miguel Mello, Jorge Ponce, (2023) "The term structure of firms' inflation expectations". Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay 004-2023

<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documentos%20de%20Trabajo/4.2023.pdf>

Reis, Ricardo (2021) "Losing the inflation anchor." *Brookings papers on Economic Activity*.

https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/09/Losing-the-Inflation-Anchor_Conf-Draft.pdf

Weber, Michael and Candia, Bernardo and Ropele, Tiziano and Lluberás, Rodrigo and Frache, Seraffín and Meyer, Brent H and Kumar, Saten and Gorodnichenko, Yuriy and Georgarakos, Dimitris and Coibion, Olivier and Kenny, Geoff and Ponce, Jorge, (2023). "Tell me something I don't already know: learning in low and high inflation settings". *NBER Working Papers Series*, WP 31485.

<http://www.nber.org/papers/w31485>