

Expediente N° 2021-50-1-0264

Montevideo, 23 de febrero de 2021.

Señora Ministra de Economía y Finanzas  
Economista Azucena Arbeleche  
Presente

De nuestra consideración:

Tenemos el agrado de dirigirnos a usted con relación a lo dispuesto en el artículo 48 de la Carta Orgánica del Banco Central del Uruguay (Ley N° 16.696 de 30 de marzo de 1995 en la redacción dada por el artículo 4 de la Ley N° 18.401 de 24 de octubre de 2008), por el que se debe presentar al Poder Legislativo, el 1 de marzo de cada año, un informe escrito de las actividades realizadas por la Institución en el ejercicio anterior, una evaluación de los resultados obtenidos en relación con las finalidades perseguidas y los planes para el año en curso.

Al respecto y de acuerdo con dicha disposición, se hace llegar a ese Ministerio, copia del referido informe de actuación, la citada evaluación así como los planes para el año en curso de la Institución, a efectos de que ese Ministerio se sirva presentarlo a la Asamblea General.

Sin otro particular, saludamos a usted atentamente,

Diego Labat  
Presidente

Jorge Christy  
Secretario General

*Adjuntos 28 fojas*  
*Ds*



**BCU**

**Informe al Poder  
Legislativo  
Año 2020**

**Febrero 2021**

**BANCO CENTRAL DEL URUGUAY**



## Contenido

Contenido.....	2
I. Resumen de objetivos y actividades desarrolladas en 2020.....	3
I.1. Desarrollo Institucional.....	3
I.2. Metas alcanzadas.....	3
I.2.1. Política Económica y Mercados.....	3
I.2.2. Asesoría Económica.....	4
I.2.3. Estabilidad, regulación y supervisión del sistema financiero.....	4
II. La Superintendencia de Servicios Financieros.....	5
II.1. Cumplimiento de los compromisos asumidos para 2020.....	5
II.2. La situación del sistema financiero uruguayo.....	6
III. Gestión de la calidad y desarrollos tecnológicos.....	6
IV. Programa de Educación Económica y Financiera.....	6
V. Objetivos Estratégicos - Plan 2021.....	7
V.1. Superintendencia de Servicios Financieros – Plan de acción 2020 – 2028 y plan de actividades 2021.....	7
VI. Perspectivas del entorno económico para 2021.....	8
ANEXO.....	10
I. El contexto macroeconómico de la política monetaria.....	10
I.1. La situación internacional y regional.....	10
Actividad global.....	10
Mercados financieros.....	10
I.2. La economía uruguaya.....	13
I.2.1. Nivel de actividad y mercado de trabajo.....	13
Nivel de actividad.....	13
Empleo e ingresos.....	14
I.2.2. Sector externo.....	15
Precios relativos.....	15
I.2.3. Finanzas Públicas.....	16
El resultado del sector público global.....	16
Financiamiento y deuda pública.....	19
Conciliación de <i>Stocks</i> y Flujos.....	20

<b>El tope de endeudamiento.....</b>	<b>21</b>
II. La política monetaria.....	21
II.1. Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés.....	21
II.2. Crédito y principales agregados monetarios.....	24
II.3. El balance monetario del BCU.....	26
III. Evolución de los precios.....	26
III.1. Análisis de inflación.....	26
III.2. Expectativas de mercado.....	28



## I. Resumen de objetivos y actividades desarrolladas en 2020

### I.1. Desarrollo Institucional

Durante el año 2020 se llevaron adelante diferentes iniciativas para el fortalecimiento de los procesos de gestión del Banco Central del Uruguay (BCU).

### I.2 Metas alcanzadas

En 2020 se dio cumplimiento al Plan Integral, lográndose un cumplimiento promedio de un 95% de las metas correspondientes al Sistema de Cumplimiento de Metas (SRCM) establecido en el artículo 26 del Decreto N° 354/020 de 22 de diciembre de 2020 (Presupuesto de Recursos, Operativo, de Operaciones Financieras y de Inversiones del BCU) y un 91% de las iniciativas estratégicas propuestas para el año 2020.

A continuación se detalla el grado de cumplimiento de las principales metas en 2020.

#### I.2.1. Política Económica y Mercados

Al cierre de 2020 la inflación interanual se ubicó en 9.41%, por encima del actual rango fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) (3%-7%) y superior al 8.79% de 2019. Por otra parte, la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, se desaceleró en la segunda mitad del año hasta ubicarse en 8.41% interanual a diciembre 2020, estos es dos puntos porcentuales por debajo del cierre de 2019.

Las expectativas de inflación a 24 meses, actual horizonte de la política monetaria, se ubicaron a fines de 2020 en 7.2% (mediana de la encuesta a analistas del BCU), descendiendo desde el 7.7% de fines de 2019 y terminando muy cerca del techo del rango meta.

Durante 2020 la política monetaria continuó bajo el esquema de metas de inflación y, en este contexto, desde setiembre pasó a instrumentarse mediante el manejo de la tasa de interés del mercado de dinero, sustituyendo a la referencia indicativa de crecimiento de los medios de pago vigente hasta entonces. La desafiante coyuntura global y regional motivó una combinación de la gestión monetaria y cambiaria con la de activos y pasivos, observándose en marzo-abril episodios de alta volatilidad en el mercado de cambios con fuertes presiones compradoras de divisas, al

influjo de la incertidumbre provocada por la pandemia, ante lo cual el BCU intervino a efectos de evitar volatilidades excesivas.

Asimismo, en el marco de la emergencia sanitaria en 2020 el BCU llevó adelante una política monetaria expansiva, poniendo el foco en abastecer la liquidez necesaria de manera consistente con las medidas financieras y fiscales adoptadas, en un contexto en el cual las expectativas de inflación ajustaron a la baja. Así, la de política monetaria (TPM) se mantuvo en 4.5% a partir de setiembre, mientras que las tasas de interés de las LRM presentaron un importante ajuste a la baja, reduciéndose 350 puntos básicos (Pbs.) respecto del cierre de 2019 y 480 Pbs. respecto al pico registrado en abril 2020.

Más allá de las intervenciones en el mercado spot, el sector público intervino en estos mercados a través de otros instrumentos. Así, durante el año se ejecutaron contratos de cobertura cambiaria entre el BCU y las Empresas Públicas con la finalidad de reducir el descalce de monedas a nivel del sector público y reducir el costo de mantenimiento de los activos de reserva. Los vencimientos de estos contratos totalizaron 810 millones de dólares en el año. En el mismo sentido, el Gobierno Central realizó ventas a Empresas Públicas por 142,5 millones de dólares. Adicionalmente, en enero se llevó a cabo una operación que implicó canje y recompra de títulos en moneda nacional del BCU y del Gobierno; como resultado, el BCU amortizó, en dólares, instrumentos emitidos, incluyendo LRM e instrumentos en UI, por unos 665 millones de dólares en total.

En relación con el funcionamiento del sistema de pagos minoristas, en el año 2020 se otorgó una nueva autorización para la figura de institución emisora de dinero electrónico, se registró una nueva entidad como proveedora de servicios de pago y cobranza y se incorporó una empresa al registro de administradores de red de terminales de procesamiento electrónico de pagos (P.O.S.) y proveedores de servicios de conmutación de transacciones "Switch". Al cierre del período, las instituciones autorizadas son: 13 emisoras de dinero electrónico, 1 procesador y adquirente de medios de pagos y 2 cámaras de compensación automatizada, mientras que las entidades registradas son: 11 proveedores de servicios de pagos y cobranza y 10 administradores P.O.S. y proveedores de "Switch".



### 1.2.2. Asesoría Económica

En materia de estadísticas económicas, en 2020 el Banco Central del Uruguay puso a disposición de autoridades, analistas económicos y público en general, los resultados del Plan de adecuación a estándares internacionales (PLAE) llevado adelante por el Área de Estadísticas Económicas. En tal sentido, se difundió la estimación de las Cuentas Nacionales para el año de referencia 2012, y los datos preliminares para el nuevo año base 2016. Asimismo, se presentaron los datos armonizados de la Balanza de Pagos con las Cuentas Nacionales. La Asesoría también ha representado al Banco en grupos regionales de estadísticas económicas tales como Reunión de Especialista en Estadísticas del Mercosur (REES), Mercado Común del Sur (Mercosur) y Conferencia Estadística de las Américas (CEA).

En materia de investigación económica, se continuó profundizando en las líneas relacionadas a los mercados y la estabilidad financiera, la inflación y la formación de expectativas, el desarrollo de modelos macroeconómicos y el impacto de nuevas tecnologías en los sistemas de pagos y financieros. El análisis de la situación generada por la pandemia del COVID-19 ocupó una parte importante de los recursos en esta coyuntura. Se continuó profundizando el trabajo transversal al interior del Banco en varios temas. En particular, temas relacionados a la innovación financiera continuarán teniendo un enfoque transversal, apoyado por la creación de un Observatorio de Innovación liderado por la Asesoría.

Se llevaron adelante, en formato virtual, las XXXV Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay, el *XXV Meeting of the Central Bank Researchers Network*, co-organizado con el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano y la participación en el *2020 RIDGE Virtual Forum* con los talleres de Estabilidad Financiera y Macroeconomía Internacional, co-organizados junto con fundación *Research Institute for Development, Growth and Economics* (Ridge) y el Banco Interamericano de Desarrollo. También se participó en redes de investigación internacionales, se llevó adelante una intensa agenda de seminarios de investigación, se ofrecieron cursos internos en tópicos económicos y herramientas de análisis y se puso en producción el Portal de Estudios Económicos, una herramienta de difusión de los resultados de investigación orientada al público general.

Por su parte, la Asesoría Económica ha representado al BCU en diversas instancias internacionales. Entre ellas se destacan las negociaciones de tratados de comercio, tales como las de MERCOSUR con Canadá, Corea y Singapur.

### 1.2.3. Estabilidad, regulación y supervisión del sistema financiero

En materia de supervisión y regulación, en el año 2020 lo primero a referir es que en respuesta a la emergencia sanitaria declarada por las autoridades nacionales por el coronavirus COVID-19, la Superintendencia de Servicios Financieros adoptó un conjunto de medidas y exhortaciones para garantizar el funcionamiento del sistema financiero; entre otras, flexibilizaciones a normativas puntuales, resguardando al mismo tiempo la salud de los usuarios y el personal relacionado. Estas medidas fueron complementarias a las adoptadas por el Directorio del Banco Central del Uruguay, en el mismo sentido, en particular la liberación de encajes en moneda nacional con el objetivo de estimular el crédito al sector no financiero.

En 2020 se dio cumplimiento al plan de supervisión previsto, sin perjuicio que debido a las medidas requeridas por la declaración de emergencia sanitaria, se debieron reprogramar las actuaciones in situ y se retomaron coordinando protocolos con las instituciones supervisadas y minimizando la presencia física en la institución a través de reuniones virtuales, el acceso remoto a los sistemas de información, y la digitalización de documentos.

En materia de regulación, se reglamentó la actividad de las empresas administradoras de plataformas de financiamiento colectivo, así como también el procedimiento a seguir por los emisores de valores que realizarán sus emisiones a través de dichas plataformas.

Se continuó el objetivo de acercar la supervisión y regulación a estándares internacionales, tales como Basilea III y Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). En tal sentido se establecieron los requisitos de colchón de capital contracíclico para las empresas de intermediación financiera, incluyendo la emisión de la Nota Metodológica para sustentar la decisión del nivel del capital que se exigirá a las instituciones y las divulgaciones a realizar en lo que refiere a las revelaciones sobre el requerimiento de capital por riesgo operacional (Pilar III – Disciplina de mercado).



Asimismo, se emitió la normativa con la nueva segmentación de las empresas administradoras de crédito y se emitieron las regulaciones referidas a la protección de los clientes con discapacidad que alcanzan a todas las instituciones supervisadas, en lo que refiere a las instituciones de intermediación financiera, exigen que dispongan de cajeros automáticos, buzonerías y otros dispositivos automáticos afines que cuenten con tecnología que facilite el acceso a los clientes con dificultades visuales.

En lo que refiere al mercado de valores, se emitió normativa relativa al registro de operaciones extrabursátiles y para el sector asegurador se emitió normativa relativa al régimen de reservas técnicas y ramas.

En materia de prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (LAFT), se mantuvo una estrecha coordinación con las nuevas autoridades de la Secretaría Nacional contra el Lavado de Activos y el Financiamiento del Terrorismo para la realización de actividades conjuntas, y se desarrolló un proyecto para la recepción del Reporte de Operaciones Sospechosas en línea. También se trabajó en la consolidación interna de los procesos y se dio inicio a un proyecto de desarrollo y actualización de las herramientas tecnológicas que soportan dichos procesos (investigación financiera, cooperación, análisis estratégico).

## II. La Superintendencia de Servicios Financieros<sup>1</sup>

### II.1. Cumplimiento de los compromisos asumidos para 2020

<sup>1</sup> La Ley N° 18.401 de 24 de octubre de 2008 creó la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) y le asignó el mandato de realizar las actividades de supervisión y regulación del sistema financiero con una visión integral, para lo cual se busca identificar sinergias en sus funciones y establecer estrategias de actuación que permitan un cabal cumplimiento con los objetivos institucionales que se definan.

Tal como lo promueve el BCU, la SSF tiene cultura de transparencia y rendición de cuentas en la información de gestión, lo cual se ve reflejado en la publicación anual de su Memoria y Plan de Actividades. Al ser un mandato legal, se encuentra disponible en la página web institucional, la Memoria 2020 y el Plan de Actividades 2021.

Durante 2020 se llevaron a cabo las actividades sustantivas de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) en sus distintas funciones: supervisión, regulación, autorizaciones, estudios e investigación, divulgación de información, prevención del LAFT, atención y educación al usuario, recepción y procesamiento de información, sanciones y relacionamiento internacional. Un detalle del cumplimiento de las mismas se encuentra en la Memoria y Plan Anual de Actividades de la SSF.

En materia de iniciativas estratégicas, se llevaron a cabo las cinco iniciativas comprometidas, las que fueron cumplidas prácticamente en su totalidad.

Se elaboró una propuesta de cambio de modelo de atención al Usuario y el 11 de diciembre de 2020, se suscribió un “Convenio de Cooperación Interinstitucional para la atención de usuarios del sistema financiero” con el Área de Defensa del Consumidor (ADC) de la Dirección General de Comercio del Ministerio de Economía y Finanzas. La suscripción de este convenio interinstitucional, al tiempo que reafirma las relaciones de cooperación existentes, contribuye a desarrollar un modelo ágil y eficiente de atención al consumidor, cuya implementación se hará en 2021.

Se culminó satisfactoriamente la Implementación del requerimiento del Colchón de Capital Contracíclico para los bancos y se emitió la Regulación de Plataformas de Financiamiento Colectivo.

Con respecto a la aplicación de nuevas tecnologías, la SSF culminó satisfactoriamente el liderazgo de la iniciativa transversal a toda el Banco que permitió elaborar y priorizar líneas de acción a incluir en el Plan Estratégico BCU 2021 - 2025 con origen en la aplicación de tecnologías emergentes a líneas de negocio del Banco.

Por último, se continuó con el proyecto de actualización de los sistemas de información, principalmente con el objetivo de actualizar aplicaciones obsoletas, mediante su rediseño e implementación. También incluyó el desarrollo de nuevos productos de información para el soporte de las actividades de supervisión y se avanzó en el desarrollo de la Central de Riesgos en formato Normas Internacionales de Información Financiera, aunque esta actividad fue afectada por las restricciones impuestas por el trabajo a distancia y su puesta en funcionamiento fue postergada para el mes de abril de 2021.



## II.2. La situación del sistema financiero uruguayo

En el año 2020 la SSF continuó la publicación de un informe que compendia el sistema financiero en su conjunto, referido al año 2019 (Reporte del Sistema Financiero - Año 2019<sup>2</sup>). Además se realizaron actualizaciones trimestrales<sup>3</sup>, con la evolución de las principales variables del sistema financiero. Se prevé publicar en marzo de 2021 el informe referido al año 2020. Sin perjuicio de ello a continuación se hace referencia a las últimas cifras disponibles.

La solvencia de los bancos uruguayos, medida por el ratio de capital según riesgos es holgada (en promedio 2,04 veces el mínimo regulatorio que incluye requisitos por riesgo de crédito, de mercado, operacional y sistémico). Los stress test elaborados por la SSF dan cuenta de que el sistema bancario soportaría en promedio un escenario de crisis severa manteniendo un nivel patrimonial razonablemente adecuado.

La rentabilidad de las instituciones al 30 de noviembre de 2020 se situó en 2,3% medida sobre activos y 20,5% sobre patrimonio, al tiempo que los ratios de liquidez consolidados a 30 y 90 días se sitúan en 64% y 65% respectivamente dando cuenta de un nivel de liquidez holgado.

El sector de las empresas aseguradoras presentó un aumento del valor de las pólizas emitidas de 3,3% en términos reales respecto al año anterior. Dicho porcentaje se compuso de un aumento real de 13,1% en las primas de seguro de vida previsional (31% del total de primas emitidas) y una caída en términos reales de 1,1% de las primas emitidas en el resto de las ramas de seguros.

La suma de las inversiones disponibles en los fondos de ahorro previsional, de acumulación y retiro sumados, que administran las AFAP tuvieron un incremento nominal del 20,5% en 2020, explicado casi en su totalidad por la rentabilidad de los mismos. Se sigue destacando la elevada participación de títulos públicos en la cartera.

El mercado de valores mostró en el año una importante desaceleración de emisiones respecto

a los años anteriores, proveyendo financiamiento de largo plazo por el equivalente a \$ 15.800 millones. De esas emisiones \$ 11.800 millones correspondieron a emprendimientos privados, sumando \$ 1.800 millones las emisiones de 2020 y el resto integraciones diferidas de fideicomisos financieros emitidos en años anteriores.

## III. Gestión de la calidad y desarrollos tecnológicos

Con el fin de generar valor efectivo para la ciudadanía y como muestra del compromiso con la mejora permanente de sus procesos, el BCU obtuvo en noviembre de 2018 la certificación de calidad del sistema de gestión institucional, de acuerdo a los requisitos previstos en la norma UNIT-ISO 9001:2015, constituyéndose en el primer organismo público con certificación de todos sus procesos dentro de un mismo sistema de gestión.

En octubre del 2020, se llevaron a cabo satisfactoriamente, por parte del Latu Sistemas Quality Austria (LSQA), las auditorías de seguimiento que permitieron mantener esta certificación.

El enfoque adoptado se basa en identificar y gestionar los diferentes procesos del BCU, su transversalidad y su vínculo con los objetivos de la perspectiva de procesos de los mapas estratégicos sectoriales.

Este abordaje permite articular la medición de objetivos institucionales con los procesos, lo que genera sinergias que aportan valor e identifican con facilidad las necesidades de mejora.

## IV. Programa de Educación Económica y Financiera

Desde el año 2012, el Programa de Educación Económica y Financiera "BCUEduca" realizó 42 ediciones de Ferias Interactivas de Economía y Finanzas (FIEF) donde participaron más de 75.000 estudiantes y sus docentes. Asimismo, en el marco del Programa de Capacitación Docente se expidieron aproximadamente 1000 certificaciones a docentes provenientes de Primaria, Secundaria y UTU. Desde el mes de marzo de 2020, con el advenimiento del Covid-19 y el distanciamiento social que eso supuso, no se desarrollaron FIEF ni cursos a docentes por lo que se diseñó un plan de

<sup>2</sup> [https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Reportes%20del%20Sistema%20Financiero/RSF\\_IV\\_19.pdf](https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Reportes%20del%20Sistema%20Financiero/RSF_IV_19.pdf)

<sup>3</sup> <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Reporte-Estabilidad-Financiera.aspx>



acción para mantener el vínculo con el público objetivo.

En este sentido, dio inicio a una serie de actividades con diversos contenidos pedagógicos, se brindó apoyo a las iniciativas nacionales de bioseguridad siguiendo las directrices del Ministerio de Salud Pública y se diseñaron publicaciones en redes sociales enfocadas a cuidados psicológicos.

Los canales utilizados para estas acciones fueron el Sitio Web del BCUEduca y sus redes sociales como Facebook e Instagram totalizando 1.170.000 personas alcanzadas, la mayoría vinculadas al sector educativo.

Por otra parte, se dio inicio a la producción de cursos e-learning para la capacitación docente. Dicho curso estará activo en el primer semestre de 2021. Complementariamente, se trabajó en la planificación de actividades orientadas a nuevos públicos, tanto en modalidad virtual como presencial.

## V. Objetivos Estratégicos - Plan 2021

Durante los meses de abril a diciembre de 2020 se llevaron adelante actividades en el marco del proceso de reflexión estratégica para la elaboración del Plan Estratégico quinquenal 2021-2025 y del Plan Anual 2021.

En este marco, se aprobaron también las definiciones estratégicas de Misión, Visión y Valores Institucionales, un nuevo Mapa Estratégico Institucional, la Matriz de Partes Interesadas Institucional, la política de calidad, la nueva matriz de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA) y el Mapa de Riesgos del BCU.

En cuanto al Plan Estratégico 2021-2025, el mismo fue estructurado en tres focos estratégicos: Política Monetaria, Sistema Financiero y Gestión.

Para cada foco se establecieron mesas de trabajo en las cuales se definió el alcance, los beneficios asociados y se definieron 15 iniciativas estratégicas quinquenales para el período 2021 – 2025 (2 alineadas al foco Política Monetaria, 8 al foco Sistema Financiero y 5 al foco Gestión).

Como parte del proceso de implementación del nuevo plan quinquenal, se desprende el Plan 2021 el cual contribuye a profundizar los siguiente temas:

1) Política Monetaria – Se va a comenzar a establecer una agenda de desdolarización y a continuar en la actualización y mejora del herramental macroeconómico en función del nuevo instrumento de política monetaria. Se continuará también con el proceso de adecuación de las estadísticas fiscales y se va estar trabajando en mejorar la comunicación y la transparencia de la política monetaria.

2) Sistema Financiero – Se va a avanzar en la Hoja de Ruta del Sistema de Pagos, particularmente en la disponibilidad de acceso 24/7 y la digitalización de cheques. Se va a impulsar la Comisión de Promoción del Mercado de Valores en conjunto con el Ministerio de Economía y Finanzas, así como también se llevarán adelante modificaciones normativas que se estimen necesarias para adecuar el marco de defensa y promoción de la competencia en el sistema financiero y el sistema de pagos. A partir de la creación a finales del 2020 del Nodo de Innovación, se van a estar definiendo sus prioridades y principales proyectos para el 2021.

3) Gestión - Durante el 2021 se procederá a la revisión y mejora de procesos para lograr la recertificación de calidad.

Se van a realizar acciones dirigidas a fortalecer el relacionamiento con la sociedad y la adecuación a estándares internacionales.

Por último, se van a efectuar acciones que apuntan a mejorar el desarrollo de las capacidades internas vinculadas con el diseño e implementación de la primera fase de un plan de entrenamiento en habilidades digitales, el fortalecimiento de los controles de seguridad de la información en la plataforma tecnológica del banco y proyectos de investigación vinculados a nuevas tecnologías, en particular la tercera fase de un prototipo con tecnología Blockchain y la definición de una política de gobierno de datos.

### V.1. Superintendencia de Servicios Financieros – Plan de acción 2020 – 2028 y plan de actividades 2021.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 36 de la Ley de Carta Orgánica del Banco, el Directorio por decisión unánime designó nuevamente como Superintendente a Juan Pedro Cantera por un período de ocho años, de acuerdo con la normativa vigente. A dichos efectos y en forma previa y condicionante, solicitó a la Superintendencia de Servicios Financieros un





plan de acción para el período 2020 – 2028<sup>4</sup>. Dicho plan representa el compromiso que asume la Superintendencia para contar con un sistema financiero sólido, moderno, eficiente y accesible para los usuarios, que aporte servicios de calidad para la estabilidad económica mediante el cumplimiento del mandato legal sobre la regulación y supervisión del sistema financiero asignado a la Superintendencia y los lineamientos del Presidente del Banco en el Comité de Dirección Estratégica para promover acciones para el desarrollo del sistema financiero.

Para la elaboración del plan 2021 de la SSF, se consideraron las metas comprometidas a corto plazo en su plan 2020-2028 así como las iniciativas que surgieron del proceso de Reflexión Estratégica del Banco Central del Uruguay.

El plan de actividades 2021 de la SSF consiste por tanto en 5 iniciativas estratégicas, 12 iniciativas operativas y el cumplimiento del plan de regulación. A continuación, se mencionan sucintamente las iniciativas estratégicas del 2021, las que junto a las demás actividades se presentan en la Memoria y Plan de actividades de la SSF recientemente publicada.

Se desarrollarán acciones a nivel institucional, bajo el liderazgo de la SSF, para el diagnóstico, regulación y coordinación interinstitucional para el **desarrollo sostenible del Mercado de Valores**. Esta iniciativa tendrá entre sus cometidos dar apoyo al Ministerio de Economía y Finanzas para impulsar la Comisión de promoción del Mercado de valores y la presentación a la Comisión de la propuesta del BCU para la confección de la Hoja de Ruta Mercado de Valores con el objetivo de desarrollar mejores productos de inversión y mayor acceso a los mismos.

Por otra parte, se plantea seguir consolidando el **cambio del modelo de atención al usuario**, mediante el desarrollo de un modelo eficiente, proactivo y ágil de atención al consumidor tanto en el ámbito de su propia gestión como de las entidades supervisadas. Ello implicará la implementación del Convenio de Cooperación Interinstitucional recientemente firmado con el Área de Defensa al Consumidor (ADC) Está prevista también la implantación de un chatbot en el Portal del Usuario Financiero, la elaboración de una guía de mejores prácticas en Conducta de

<sup>4</sup>[https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Memoria\\_PlanDeActividades\\_SSF.aspx](https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Memoria_PlanDeActividades_SSF.aspx)

Mercado y una hoja de ruta para el cambio de diseño y de la presentación de la información del Portal del Usuario Financiero.

Con respecto a prevención de LAFT, se diseñará una **hoja de ruta que permita levantar las observaciones del informe de evaluación GAFILAT 2019**. También está previsto acompañar el proceso de Evaluación Nacional de Riesgos que coordina la SENACLAFT y realizar el relevamiento y análisis de la normativa sobre activos virtuales en funcionamiento. Además, se realizará un análisis de viabilidad jurídica y tecnológica del acceso al Registro de Beneficiarios Finales por parte de las instituciones financieras presentando un anteproyecto de ley y se acompañará el proyecto del sistema bancario en relación al acceso a fuentes de datos del Estado.

Con respecto al mercado asegurador, se iniciarán acciones tendientes a **mejorar la eficiencia y competencia del mercado de seguros particularmente de la rama previsional** y se realizará un diagnóstico para la definición de políticas públicas para la promoción del seguro, se promoverá la facilitación para la fiscalización del Seguro Obligatorio Automotor (SOA), se determinarán, en acuerdo con Instituto Nacional de Estadísticas, las tablas de mortalidad para adquirentes de rentas previsionales y se trabajará conjuntamente con el sector asegurador y el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca para generar información estadística para sectores agropecuarios. Se definirá cual será el nuevo sistema de información que se utilizará para el sector de seguros y se elaborará la hoja de ruta para su implementación.

Finalmente, en la relación a la **regulación y supervisión alineada a Estándares internacionales**, se diseñará una hoja de ruta para la alineación a estándares internacionales buscando que las instituciones estén gestionadas con altos estándares de calidad e indicadores comparables con los de sistemas financieros maduros y evaluaciones externas positivas.

## VI. Perspectivas del entorno económico para 2021

A nivel global se espera que la recuperación de la actividad tome impulso en el segundo semestre, cuando haya avanzado el proceso de vacunación masiva y se mantengan los cuantiosos estímulos fiscales y monetarios. Asimismo, se espera una menor conflictividad entre China y EE.UU. bajo la administración Biden. Así, más allá de que los conflictos comerciales y tecnológicos persistan, la



forma de abordarlos a través de canales más diplomáticos podría generar menos perjuicios que los observados durante la gestión anterior.

A nivel de la región se estima que persistirá la incertidumbre ante las posibles dificultades que enfrentará para encauzar los desequilibrios macroeconómicos en un contexto de recuperación de la actividad económica.

Los términos de intercambio exhibieron una mejora en 2020 respecto a lo observado en 2019; se prevén mejoras adicionales moderadas para 2021 y 2022.

En el plano financiero, tanto la Federal Reserve como los principales bancos centrales mantendrán el sesgo muy expansivo de su política monetaria para apoyar la recuperación de la actividad, lo que redundará en condiciones financieras favorables para las economías emergentes.

Finalmente, se destacan algunos riesgos en la economía global y regional. El principal riesgo es la materialización de efectos más persistentes o profundos de la pandemia y dificultades logísticas para vacunar de modo masivo a la población, tanto a nivel doméstico como internacional, lo que provocaría una economía menos dinámica que la prevista. Estos efectos serían amplificados por la región, cuya situación sanitaria continúa siendo atendible, además de presentar desequilibrios macroeconómicos<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Mayor información en el ANEXO.



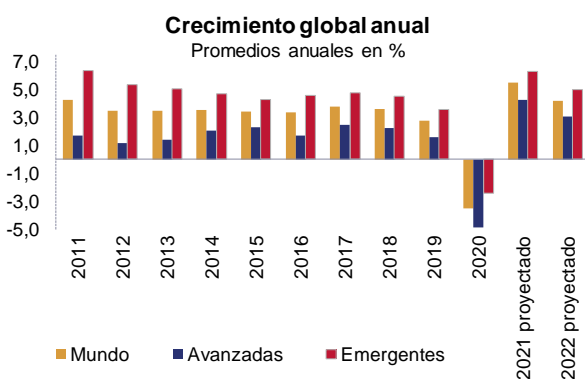
## ANEXO

### I. El contexto macroeconómico de la política monetaria

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

##### Actividad global

La economía mundial se vio impactada en 2020 por la irrupción del COVID-19; en efecto, la caída del nivel de actividad global en 2020 habría sido 3.5% según el Fondo Monetario Interamericano (FMI)<sup>6</sup>. Este registro representa la primera contracción de la economía mundial desde 2009, año del impacto de la crisis financiera internacional, siendo que esta caída sería la mayor desde que se llevan registros (1960). El FMI proyecta una reactivación para 2021 de 5.5% y de 4.2% para 2022.



Fuente: FMI.

La caída del nivel de actividad fue más pronunciada en las economías avanzadas (-4.9%) que en las emergentes (-2.4%).

Esta contracción económica global obedece a la crisis sanitaria y a las medidas que implementaron los gobiernos para contener los contagios y evitar un colapso en los sistemas de salud. El transporte, el comercio y los servicios en general fueron los sectores más afectados por las restricciones a la movilidad y el distanciamiento personal. Para

<sup>6</sup> World Economic Outlook update, enero 2021.

mitigar estos efectos los gobiernos llevaron adelante políticas fiscales y monetarias muy expansivas, mucho más grandes que los implementados durante la crisis *subprime*.

Entre las economías avanzadas, la caída más profunda se observó en la Zona Euro y Reino Unido (-7.2% y -10%, respectivamente), mientras que Estados Unidos (EE.UU.) y Japón mostraron descensos más moderados (-3.4% y -5.1%, respectivamente). Entre las economías emergentes se destaca la rápida recuperación de China, que mostrará una expansión en el año (+2.3%). Por su parte, India, Sudáfrica y América Latina sufrieron contracciones de entre 7% y 8%, esta última muy influenciada por las caídas de México (-8.5%) y Argentina (-10%), al tiempo que la recesión en Brasil fue algo más moderada (-4.5%).

En EE.UU. la contracción económica fue la más profunda desde la Segunda Guerra Mundial y duplicó a la registrada en 2009. La economía mostró recuperación en el segundo semestre, con la flexibilización de las restricciones a la movilidad y los paquetes de ayuda, lo que evitaron una caída aún mayor.

En ese contexto, la tasa de desempleo terminó el año en 6.7%, luego de alcanzar 14.8% en abril, máximo guarismo desde que se inicia el registro en 1948, mientras que en 2019 había cerrado en 3.6%. Al mismo tiempo, la tasa de empleo cayó 10 puntos porcentuales entre febrero y abril, mostrando algo de recuperación en los meses siguientes. En el año se destruyeron más de 4 millones de puestos de trabajo.

En la Zona Euro, el mercado laboral sufrió un deterioro menor que el observado en EEUU, con un aumento de la tasa de desempleo de menos de un punto porcentual.

En China, el crecimiento de la actividad se basó en medidas de contención que resultaron efectivas y cuantiosos paquetes de inversión pública, lo que permitieron recuperar el dinamismo a partir del segundo trimestre.

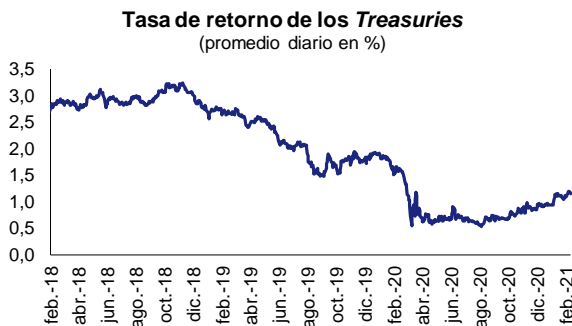
#### Mercados financieros

Los precios de las acciones de los principales mercados bursátiles del mundo presentaron unos niveles de volatilidad que no se observaban desde la crisis financiera internacional de 2008-2009. El inicio de la pandemia provocó importantes pérdidas en marzo y abril; posteriormente, luego de la implementación de cuantiosos paquetes de estímulo fiscal y monetario, junto con la relajación de las restricciones más duras a la movilidad, los



activos se recuperaron y terminaron el año con ganancias. Estos paquetes tienen su correlato en un aumento del endeudamiento público y privado y de acumulación de riesgos por la excesiva liquidez.

Sin perjuicio de ello, en el corto plazo las condiciones financieras se mantendrán laxas, con tasas libres de riesgo en niveles históricamente bajos e inversores procurando aumentar la rentabilidad de sus carteras. Esto seguirá siendo beneficioso para las economías emergentes, en la medida en que les permitirá continuar accediendo al financiamiento a bajo costo.



Fuente: Fed.

Hacia fin de 2020 se verificó un repunte en las tasas libres de riesgo, como consecuencia de la expectativa de recuperación económica en los próximos meses, impulsada por las autorizaciones para las diferentes vacunas contra el COVID-19, por la esperada renovación de los planes de estímulo fiscal y por el mantenimiento de una política monetaria muy expansiva, especialmente por parte de la Reserva Federal (Fed). Esto último tiene impacto directo en la depreciación del dólar a nivel global que se viene observando desde el pico alcanzado a fines de marzo.

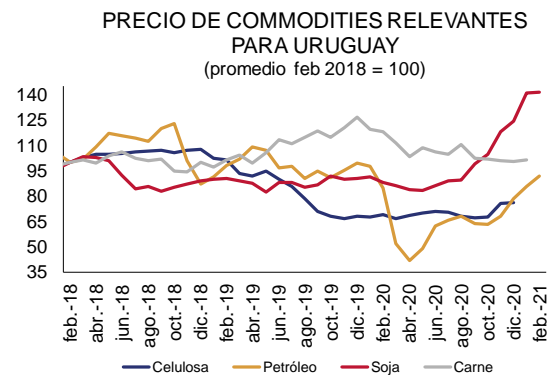


Fuente: Fed.

### Commodities

Los precios de los *commodities* mostraron un desempeño heterogéneo a lo largo del año, terminando con un sesgo al alza, al influjo de las mencionadas mejoras en las expectativas y debilidad del dólar. Asimismo, los distintos precios están influenciados por factores de oferta y demanda específicos. En términos generales, los agropecuarios sufrieron menor volatilidad que los energéticos. Estos últimos y en particular el petróleo, se vieron severamente afectados por la menor movilidad de personas y mercancías, al tiempo que se recuperaron fuertemente en los últimos meses, ante la expectativa de que la vacunación masiva permita recuperar la movilidad.

Respecto a los bienes que Uruguay exporta, la carne permaneció relativamente estable, mientras la celulosa frenó el descenso de los años anteriores y mostró un ligero repunte en el margen, al tiempo que la soja se apreció sensiblemente desde mediados de año, como consecuencia de factores climáticos que restringieron la oferta global.



Fuente: Bloomberg e INAC.

### La región

Las economías de la región se vieron severamente afectadas por la crisis sanitaria global y por sus desequilibrios macroeconómicos existentes, que se acentuaron como consecuencia de la pandemia.

En Brasil, la cantidad de contagios fue la segunda a nivel mundial detrás de EEUU. Los planes de apoyo a la emergencia sanitaria pusieron piso a la caída de la actividad, pero generaron dudas respecto a la sostenibilidad de las cuentas públicas. Argentina también se vio muy afectado por la pandemia, tanto en lo sanitario como en lo económico. Si bien el país logró acordar un reperfilamiento de sus pasivos externos con el sector privado, no logró recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones normales. Asimismo, este acuerdo tampoco evitó las turbulencias en el mercado

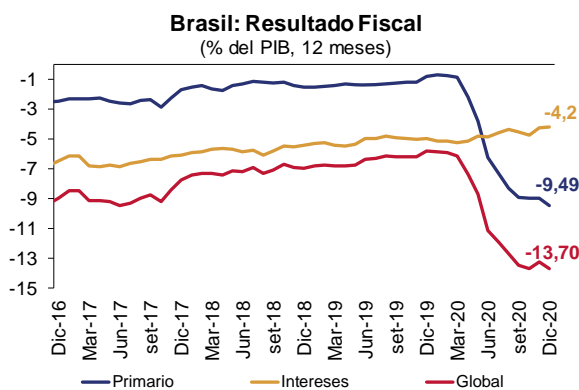


financiero local, que se manifestó en una importante suba de la brecha entre el tipo de cambio oficial y las cotizaciones paralelas.

En Brasil el PIB cayó en el entorno de 4.5%, mostrando un mayor dinamismo hacia finales del año, de acuerdo con los datos de alta frecuencia (indicador mensual de actividad del BCB). De no registrarse un deterioro sanitario adicional y si se logra recomponer la credibilidad en materia de sostenibilidad fiscal, se espera que Brasil crezca en torno a 3.5% en 2021.

La inflación se aceleró hacia fines de 2020 y se ubicó en 4.5% en diciembre, algo por encima del centro del rango meta de 4.0%. Las expectativas de inflación se mantienen ancladas, aunque con un sesgo al alza en los últimos meses. Es probable que ambos factores determinen un aumento de la tasa *Selic* por parte del BCN desde su actual mínimo histórico de 2%, que podría implicar un freno en el ritmo de recuperación de la actividad, al tiempo que encarecerá el servicio de la deuda, que se redujo a lo largo del año entre otros motivos, por los recortes de tasas.

En el plano fiscal, la contracción económica tuvo un fuerte impacto a la baja en la recaudación, al tiempo que la implementación de programas de apoyo para mitigar las consecuencias de la pandemia, especialmente en el sector informal, condujeron a un sensible aumento del gasto. Así, el déficit global del Sector Público se ubicó en un máximo histórico de 13.7% del PIB, llevando al ratio deuda-PIB a un pico de 89%.



Fuente: BCB.

La economía argentina se vio muy impactada por la crisis sanitaria, ante la imposición de restricciones a la movilidad de las más prolongadas del mundo. Asimismo, el país ingresó en esta situación con importantes desequilibrios macroeconómicos y sin acceso al financiamiento externo. En ese contexto, la actividad habría caído en el entorno de 10% en el año, con lo que

acumula una caída del nivel de actividad de 14% en los últimos tres años.

El gobierno intentó mitigar los efectos de las restricciones mediante medidas fiscales, incrementando el déficit. Al no contar con acceso al financiamiento externo, la caída de la recaudación y el aumento del gasto se financiaron con un importante incremento de la emisión monetaria. Estos factores determinaron una mayor incertidumbre cambiaria, lo que a su vez llevó a una sensible reducción de las reservas del Banco Central. El acuerdo con los acreedores externos no consiguió frenar la inestabilidad, aunque logró despejar el calendario de vencimientos de los próximos tres años.

Ante esta situación el gobierno profundizó las restricciones cambiarias, que aumentaron la incertidumbre y las cotizaciones paralelas del dólar. Asimismo, el Banco Central y otras entidades del gobierno realizaron operaciones en los mercados paralelos que, si bien resultaron costosas, lograron reducir al menos de forma transitoria la brecha cambiaria. En este marco, queda por resolver la negociación con el FMI y las características de un nuevo acuerdo, en especial en lo que se refiere a la condicionalidad que impondrá el organismo.

La inflación continuó en niveles elevados, aunque se desaceleró durante el año, al influjo del congelamiento de tarifas, el retraso en las negociaciones salariales producto de la pandemia, las restricciones en el mercado de cambios oficial y la brecha de producto negativa. En este marco, los precios se aceleraron hacia fines y se espera que continúen haciéndolo, pues la mayoría de los factores que contuvieron la inflación fueron transitorios.

### Perspectivas para 2021

A nivel global se espera que la recuperación de la actividad tome impulso en el segundo semestre, cuando haya avanzado el proceso de vacunación masiva y se mantengan los cuantiosos estímulos fiscales y monetarios. A nivel de zonas se mantendrían las características actuales, donde EE.UU. se recuperaría más rápidamente que la Zona Euro, afectada por las negociaciones por la salida del Reino Unido de la Unión Europea y las actuales dificultades para iniciar el proceso de vacunación masiva.

Asimismo, se espera una menor conflictividad entre China y EE.UU. bajo la administración Biden. Así, más allá de que los conflictos comerciales y tecnológicos persistan, la forma de abordarlos a través de canales más diplomáticos



podría generar menos perjuicios que los observados durante la gestión anterior.

El FMI proyecta una tasa de crecimiento para EE.UU. en 2021 y 2022 de 5.5% y 4.2%, respectivamente; de este modo recuperaría el nivel de actividad previo a la pandemia a mediados de 2021. En tanto, para la Zona Euro el FMI proyecta un crecimiento de 4.2% en 2021 y 3.6% en 2022, siendo que el nivel de actividad se mantendría por debajo del anterior a la pandemia hasta fines de 2022. Asimismo, según el FMI, la economía china crecerá 8.3% en 2021 y 5.9% en 2022.

A nivel de la región se estima que persistirá la incertidumbre ante las posibles dificultades que enfrentará para encauzar los desequilibrios macroeconómicos en un contexto de recuperación de la actividad económica.

Los términos de intercambio exhibieron una mejora en 2020 respecto a lo observado en 2019; se prevén mejoras adicionales moderadas para 2021 y 2022.

En el plano financiero, tanto la Fed como los principales bancos centrales mantendrán el sesgo muy expansivo de su política monetaria para apoyar la recuperación de la actividad, lo que redundará en condiciones financieras favorables para las economías emergentes.

Finalmente, se destacan algunos riesgos en la economía global y regional. El principal riesgo es la materialización de efectos más persistentes o profundos de la pandemia y dificultades logísticas para vacunar de modo masivo a la población, tanto a nivel doméstico como internacional, lo que provocaría una economía menos dinámica que la prevista. Estos efectos serían amplificados por la región, cuya situación sanitaria continúa siendo atendible, además de presentar desequilibrios macroeconómicos.

## I.2. La economía uruguaya

### I.2.1 Nivel de actividad y mercado de trabajo

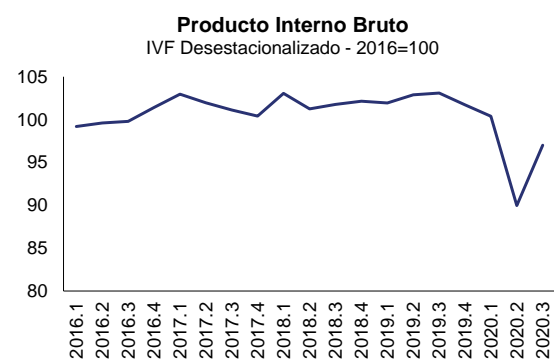
#### Nivel de actividad

En diciembre fueron publicadas las nuevas series de Cuentas Nacionales con base 2016 en el marco del Plan de Adecuación a Estándares

Internacionales (PLAE) que lleva adelante el Área de Estadísticas Económicas del BCU.

De acuerdo a la nueva base, el PIB en pesos corrientes entre 2016 y 2019 es entre 8% y 10% superior al de la base 2005. Asimismo, la nueva base modifica los ponderadores por sectores actividad y por componentes del gasto.

En el tercer trimestre la actividad se expandió 7.8% frente al trimestre anterior (en términos desestacionalizados), cuando había registrado un muy fuerte descenso como consecuencia de la emergencia sanitaria asociada al COVID-19 y las medidas adoptadas para contenerlo. Pese a esta expansión en el margen, la economía continuó ubicándose por debajo del nivel previo a la pandemia, mientras que en la comparación interanual el PIB se contrajo 5.9%.

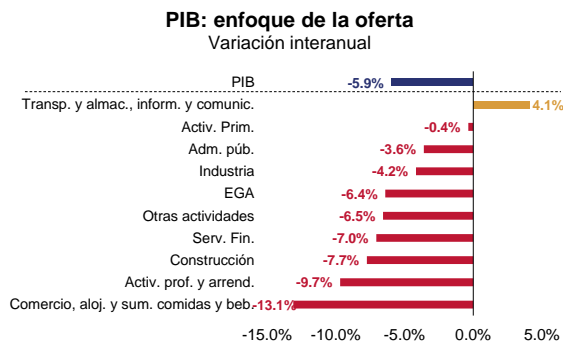


A nivel de sectores, el descenso fue generalizado en la comparación interanual (aunque menor al del segundo trimestre), con la excepción de *Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones*, que se expandió al impulso de la mayor producción de servicios de datos debido al incremento de su demanda durante la emergencia sanitaria y al aumento de las exportaciones de servicios de tecnologías de información. En tanto, la actividad de transporte se vio afectada por las restricciones a la movilidad de las personas y el fuerte impacto negativo sobre las agencias de viaje.

En el otro extremo, los sectores *Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas y Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios* fueron los rubros que presentaron una mayor incidencia negativa, al ser los más afectados por la emergencia sanitaria y el cierre de fronteras. El sector *Construcción* exhibió un descenso pese al impacto positivo de la construcción de la planta de celulosa y del Ferrocarril Central. Finalmente, pese a la mejora frente al trimestre anterior, la *Industria Manufacturera* cayó en su comparación



interanual, guiada por el desempeño de los frigoríficos, la refinera, la fabricación de productos derivados de la madera y de las industrias textiles.



Desde la perspectiva del gasto, en el tercer trimestre se registró una caída interanual tanto de la demanda interna como de las exportaciones netas, aunque a menor ritmo que en el trimestre anterior.

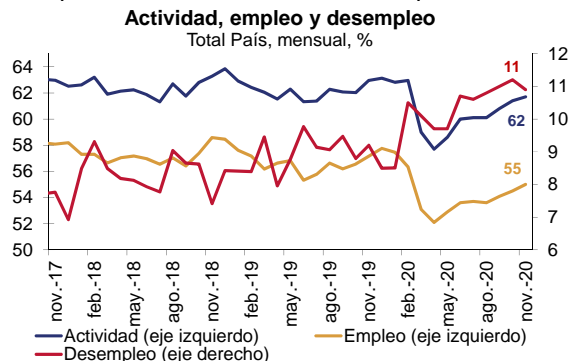
La demanda interna exhibió un descenso de 4% interanual explicado por la retracción del consumo (-6.6%), tanto de los hogares como del gobierno, que fue parcialmente compensada por el aumento en la inversión (+13.3%).

Por último, las exportaciones netas también se redujeron, dada la mayor caída de las exportaciones respecto a las importaciones (-19% vs. -14%). En el caso de las exportaciones el retroceso se debió a menores ventas de soja, productos de madera, textiles y una caída del turismo receptivo como consecuencia del cierre de fronteras. Por su parte, la contracción de las importaciones se debió a menores adquisiciones de insumos intermedios y bienes de consumo, la caída del gasto de uruguayos en el exterior y los menores servicios de transporte.

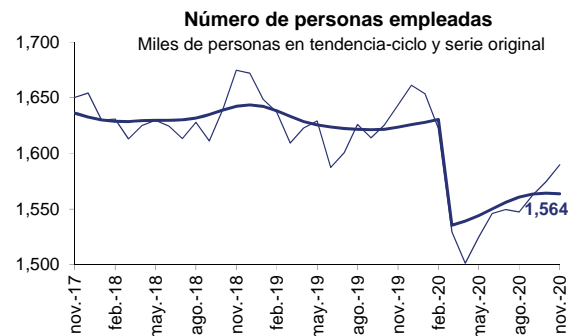
**Empleo e ingresos**

Con datos a noviembre, durante 2020 la tasa promedio de desempleo para el total del país se ubicó en 10.3%, un punto y medio por encima de la observada en el mismo período de 2019, ante una caída de la tasa de empleo que no pudo ser compensada por la menor retracción de la oferta de trabajo. En efecto, la tasa de empleo se redujo 2,3% en la misma comparación y se ubicó en 54.2%, mientras que la tasa de actividad se redujo 1.6%, situándose en 60.5%. Luego del importante deterioro en el segundo trimestre, los indicadores del mercado laboral iniciaron una recuperación paulatina, más lenta que la mostrada por los indicadores de actividad, por lo que no han

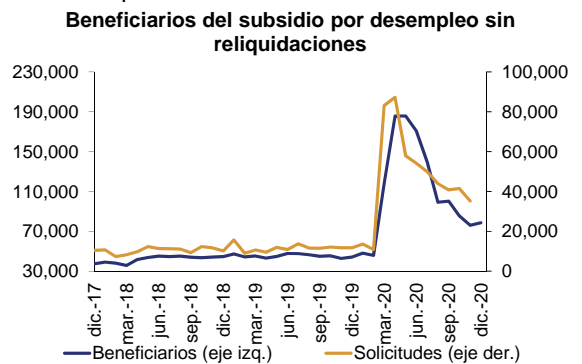
recuperado aún los niveles pre-COVID-19.



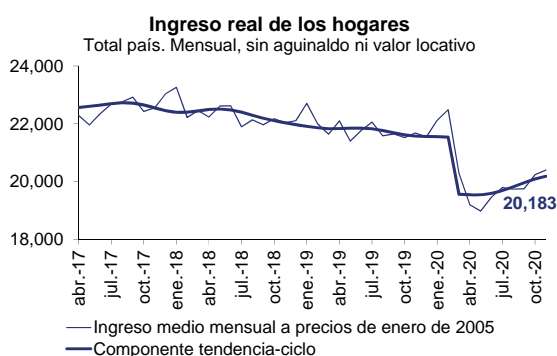
En el mismo sentido, la cantidad de personas ocupadas presentó una fuerte caída al inicio de la pandemia, seguida de una lenta recuperación que aún no alcanza los niveles de un año atrás.



Los beneficiarios del seguro de desempleo mostraron una evolución similar a los indicadores anteriores, con un incremento muy fuerte entre febrero y mayo, para luego descender lentamente, aunque permaneciendo aún en niveles muy altos en comparación con la serie histórica.



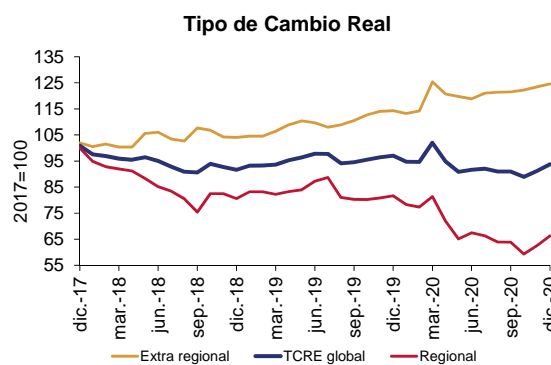
Finalmente, el poder adquisitivo de los hogares para el total del país cayó 5.3% en la comparación interanual (datos a noviembre).



## I.2.2. Sector externo

### Precios relativos

El tipo de cambio real efectivo (TCRE) se apreció 3.4% en 2020, al influjo del encarecimiento relativo respecto a los socios comerciales de la región (-18.9%) que fue parcialmente compensado por el abaratamiento relativo frente a los socios comerciales de fuera de la región (+9.0%).



Esta apreciación con la región obedeció tanto al encarecimiento observado frente a Argentina (25.2%), como frente a Brasil (13.9%).

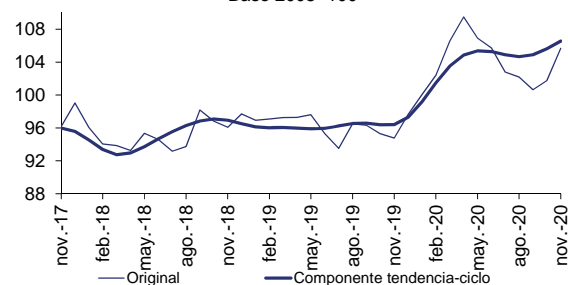
Asimismo, el indicador de TCR de fundamentos mostró una depreciación de 2.2% en el promedio del año y con mayor fuerza en el último trimestre (3.5% respecto a 2018Q4), en términos desestacionalizados. Esta evolución se dio como resultado del deterioro de los términos de intercambio y en menor medida del descenso de la relación gasto privado/PIB, compensado en parte por la productividad relativa y el aumento del gasto público/PIB.

Asimismo, el indicador de TCR de fundamentos se mantuvo relativamente estable en el promedio del año, mostrando una leve apreciación de 0.8%. Esta

evolución se dio como resultado de un mayor gasto público respecto al PIB, impulsado por la construcción del ferrocarril central y las transferencias al sector privado como respuesta al COVID-19, así como por una mejora de los términos de intercambio. Estos efectos fueron compensados parcialmente por el comportamiento de la productividad relativa respecto a los principales socios comerciales.

Por su parte, el Indicador de *Excedente Bruto de Explotación Unitario de la Industria Exportadora* (IEBU), que mide la relación entre el índice agregado de precios de exportación y el índice agregado de costos unitarios de todas las ramas industriales, presentó un aumento de 11.2% en la comparación interanual a noviembre, ante una caída de los costos unitarios superior a la caída de los precios de exportación, ambos medidos en dólares<sup>7</sup>.

**Indicador de excedente bruto unitario de la industria exportadora**  
Base 2005=100



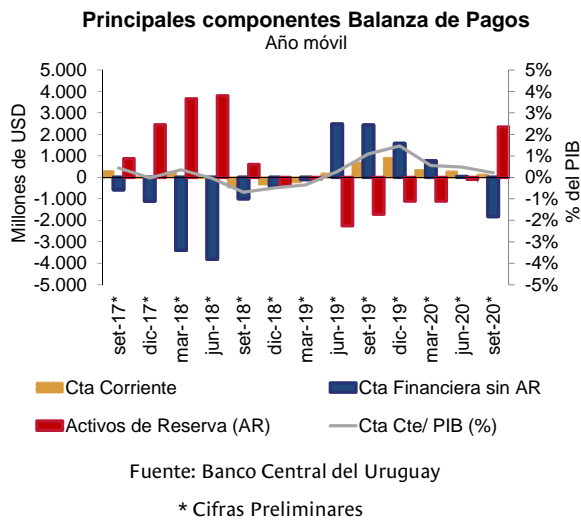
### Balanza de pagos

En el año móvil a setiembre de 2020, de acuerdo a estimaciones preliminares, el saldo de las transacciones corrientes y de capital de la economía uruguaya con el resto del mundo, resultó deficitario en 283 millones de dólares (0,5% del PIB), a diferencia de lo sucedido un año atrás en el cual había registrado un superávit (1,2% del PIB). Esta evolución se descompone en una reducción del superávit de la Cuenta Corriente (pasó de 1,1% del PIB a 0,2% del PIB) y de una reversión del saldo de la Cuenta Capital (pasó de 0,1% del PIB a -0,7% del PIB).<sup>8</sup>

<sup>7</sup> La metodología puede consultarse en [http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios\\_Relativos/metodologia.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Precios_Relativos/metodologia.pdf)

<sup>8</sup>A partir de la publicación de los datos del tercer trimestre de 2020 y en el marco de la culminación del Plan de Adecuación a los Estándares Internacionales (PLAE) llevado a cabo por el Área de Estadísticas del BCU, que implica la adopción de las





La evolución del saldo en Cuenta Corriente respecto a un año atrás reflejó los efectos de la crisis desatada por la pandemia del COVID-19, la que se reflejó por en la disminución del superávit de la balanza de Bienes y Servicios, donde se vieron más afectadas las exportaciones de bienes y servicios (se redujeron 16,8%) que las importaciones (disminuyeron 11,6%).

Analizando el comportamiento por sector institucional, se destaca que la reducción del saldo en Cuenta Corriente (0,9% del PIB) reflejó el aumento del desequilibrio del Sector Público<sup>9</sup> en relación a un año atrás (2,2% del PIB). Por el contrario, el Sector Privado aumentó el excedente del ingreso disponible respecto al nivel de gasto en bienes de consumo e inversión (1,3 % del PIB).

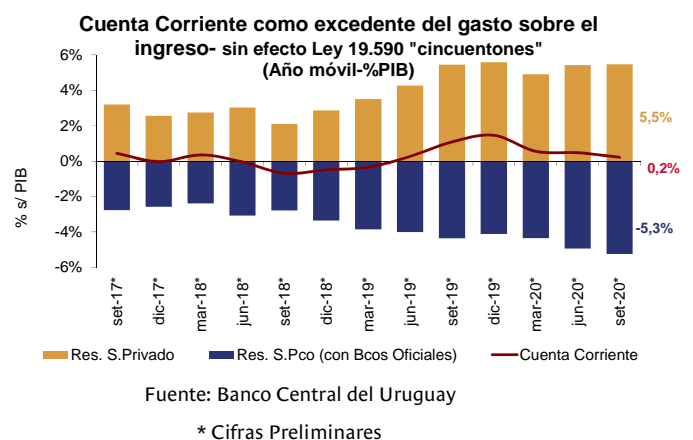
Sin embargo, si no se considera el ingreso extraordinario del Fideicomiso de la Seguridad Social<sup>10</sup> dentro de los ingresos del Sector Público, el desequilibrio de las cuentas públicas ascendería

mejores prácticas internacionales y la armonización de los datos de Balanza de Pagos (BP) y Posición de Inversión Internacional (PII) con las Cuentas Nacionales (CCNN), se reestimaron las series de BP y PII del Uruguay desde marzo 2012.

<sup>9</sup>Para este análisis se considera el Sector Público más Bancos Oficiales.

<sup>10</sup>El déficit observado del Sector Público (4,4% del PIB en el año cerrado a setiembre de 2020), incluye ingresos extraordinarios, originados por la contabilización a partir de octubre de 2018 de los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social, creado por la Ley 19.590 (que establece condiciones de desafiliación del régimen de ahorro individual obligatorio para los denominados "cincuentones"). Dicho ingreso se registró dentro de las cuentas del Banco de Previsión Social (BPS) y tuvo un efecto neto de 0,9% del PIB durante el año móvil a setiembre de 2020.

a 5,3% del PIB (en lugar de 4,4%). De esta forma, sin considerar el "efecto cincuentones", no se observaría un ajuste del Sector Privado con respecto a un año atrás, sino que la reducción del resultado en Cuenta Corriente sería explicada en su totalidad por el mayor déficit del Sector Público.



La Cuenta Financiera, registró un Préstamo Neto al resto del mundo (532 millones de dólares), tanto por parte del Sector Privado como del Sector Público.

En tanto, el saldo de los movimientos no registrados, que se recogen en el rubro Errores y Omisiones, fue positivo y alcanzó a 800 millones de dólares en el año móvil a setiembre de 2020.<sup>11</sup>

La economía uruguaya a setiembre de 2020 continuó mostrando una posición neta deudora con el resto del mundo de 16.061 millones de dólares, equivalentes a 29,4% del PIB; resultado de una mayor posición deudora neta del Sector Público, compensado en parte por un menor saldo deudor del Sector Privado.

### 1.2.3. Finanzas Públicas

#### El resultado del sector público global

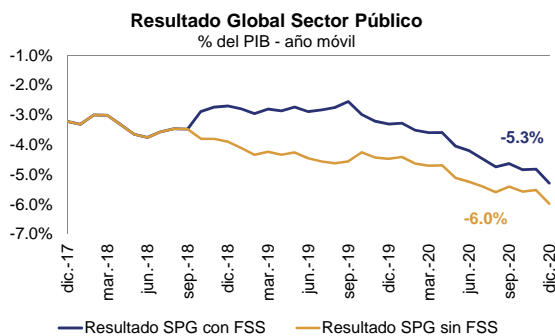
El déficit del sector público global<sup>12</sup> (SPG) se ubicó en 5.3% del PIB en 2020, nivel 2 puntos

<sup>11</sup>Los movimientos no registrados pueden corresponder a movimientos financieros o transacciones corrientes y de capital no captadas.

<sup>12</sup> El sector público global incluye: Gobierno Central (GC), Banco de Previsión Social (BPS), Empresas Públicas (EPP),



superior al de un año atrás. Sin tener en cuenta la transferencia al FSS de los fondos acumulados por los llamados “cincuentones” que optaron por desafiliarse de las AFAP, este déficit se ubicó en 6.0 del PIB<sup>13</sup>.



A nivel institucional, la evolución del resultado del SPG refleja básicamente la del déficit primario de Gobierno Central – Banco de Previsión Social (GC-BPS).

El compromiso fiscal de la actual Administración se expresa en términos del resultado estructural de GC-BPS, esto es el resultado efectivo corregido por efectos irregulares y el ciclo económico. En ese sentido, se estimó que el resultado estructural de GC-BPS de 2020 fue deficitario en 4.1% del PIB, similar al de 2019 y algo por debajo de la proyección presentada en el mensaje y exposición de motivos de la Ley de Presupuesto.<sup>14</sup>

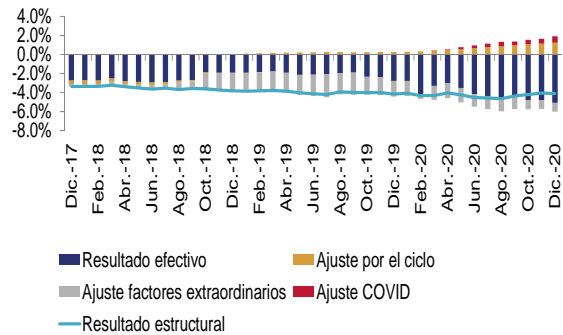
	Resultado GC BPS - en % del PIB		
	2019	2020	Variación
<b>Divulgado</b>			
Primario	-0.4%	-2.4%	-2.0%
Intereses	2.4%	2.7%	0.3%
<b>Total</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-2.3%</b>
<b>En términos estructurales</b>			
Primario	-1.4%	-1.2%	0.2%
Intereses	2.8%	2.9%	0.1%
<b>Total</b>	<b>-4.1%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>0.0%</b>

Banco Central del Uruguay (BCU), Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado (BSE).

<sup>13</sup> Por más información consultar notas de publicación de Deuda Pública y Financiamiento del SPG (<https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Default.aspx>) y comunicado conjunto BCU y MEF (<https://www.mef.gub.uy/innovaportal/file/25887/1/comunicado-registro-del-fss-mefybcu-version-final.pdf>)

<sup>14</sup> En ese marco se computó un déficit estructural de GC-BPS de 4.6% del PIB en 2019 y se esperaba un guarismo de 4.4% del PIB para 2020.

Resultado estructural GC-BPS años móviles - % del PIB



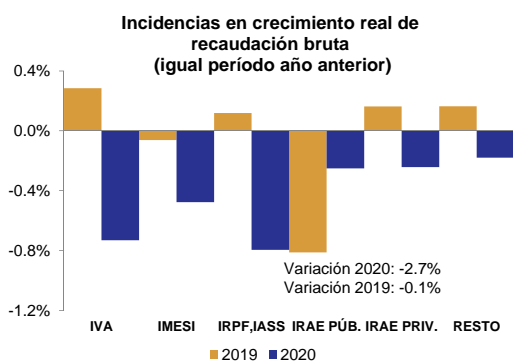
Resultado primario GC-BPS % del PIB		
	2019	2020
<b>Resultado primario GC - BPS publicado</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-2.4%</b>
<b>A. Ingresos divulgados</b>	<b>27.3%</b>	<b>27.2%</b>
B. Irregulares en ingresos	1.3%	0.7%
FSS (1)	1.1%	0.6%
Transferencias extraordinarias UTE	0.2%	0.1%
Resto	0.0%	0.0%
C. Transferencias y donaciones - FONDO COVID		0.2%
D. Componente cíclico en ingresos	-0.1%	-1.3%
<b>E. Ingresos ajustados (A - B - C - D)</b>	<b>26.1%</b>	<b>27.5%</b>
<b>F. Egresos</b>	<b>27.7%</b>	<b>29.6%</b>
G. Irregulares en egresos (2)	0.0%	0.0%
H. Gastos y transferencias financiados por FONDO COVID		0.9%
I. Componente cíclico en egresos	0.2%	0.0%
<b>J. Egresos ajustados (F - G - H - I)</b>	<b>27.5%</b>	<b>28.7%</b>
<b>K. Resultado primario GC - BPS ajustado (E - J)</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-1.2%</b>
(1) Fideicomiso Seguridad Social		
(2) Elecciones		

El ciclo afectó con fuerza a las finanzas públicas, impactando el nivel de actividad del salario real y el empleo. Por otra parte, los efectos “irregulares” se redujeron en 2020, en especial los aportes a los fondos del Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS). Asimismo, el fondo COVID recibió donaciones del sector público y del privado y transferencias de Instituto Nacional de Empleo y Formación Profesional, Corporación Nacional para el Desarrollo y Banco de la República Oriental del Uruguay. En este marco, se observó un crecimiento tendencial de los ingresos de GC-BPS (punto E del cuadro) y una caída de 6.4% de los ingresos efectivos.



Ingresos GC-BPS en 2020		
	Variación	Incidencia
DGI	-2.7%	-1.6%
BPS sin FSS	-9.6%	-2.5%
DGI MÁS BPS sin FSS	-4.8%	-4.1%
RESTO CON FSS	-15.1%	-2.3%
FSS	-48.4%	-1.9%
TOTAL INGRESOS	-6.4%	
A partir de cifras deflactadas por IPC		

Se destaca la caída de la recaudación del BPS debido al impacto de la pandemia en el mercado de trabajo junto a las menores transferencias que llegan al FSS. El descenso en la recaudación de la DGI ha sido generalizado, destacándose la incidencia de los impuestos más vinculado a la evolución del consumo (IVA e IMESI) así como el efecto de la pandemia en las rentas de las personas físicas (IRPF).



Los egresos de GC-BPS presentaron un leve crecimiento promedio anual real de 0.4%, por debajo del tope establecido en la exposición de motivos de la Ley de Presupuesto (2.3%). Como factores expansivos destacan los gastos no personales y las transferencias, donde incidieron los recursos destinados a enfrentar el impacto de la pandemia, compensados en parte por el ajuste de las remuneraciones y las inversiones. En particular, los egresos que pueden ser imputables al COVID fue de 0.9% del PIB, siendo que los pagos por seguro de desempleo representaron casi la mitad de estas erogaciones.

Egresos GC-BPS en 2020		
	Variación	Incidencia
Remuneraciones	-1.8%	-0.3%
Gastos no personales	3.5%	0.4%
Pasividades	0.5%	0.2%
Transferencias	2.7%	0.8%
Inversiones	-13.2%	-0.6%
Total	0.4%	
A partir de cifras deflactadas por IPC		

Por otra parte, los egresos estructurales (es decir, sin irregulares, COVID ni ciclo) presentaron una caída real de 2.1%, donde se destaca el crecimiento de las pasividades y la reducción en el resto de los rubros.

Egresos sin irregulares, COVID ni ciclo			
	En % del PIB		Variación real
	2019	2020	
Remuneraciones	5.1%	5.3%	-1.8%
Gastos no personales	3.6%	3.6%	-5.1%
Pasividades	9.3%	10.1%	1.7%
Transferencias	8.3%	8.5%	-3.5%
Inversiones	1.3%	1.2%	-13.2%
Total	27.5%	28.7%	-2.1%

La cuenta de intereses de GC-BPS representó 2.1% del PIB en 2020, cifra algo mayor que un año atrás. Se hacen notar las ganancias financieras por 0.4% del PIB derivadas de reaperturas de series de bonos con cotización sobre la par<sup>15</sup> mientras que las menores transferencias del FSS significaron menores pagos de intereses.

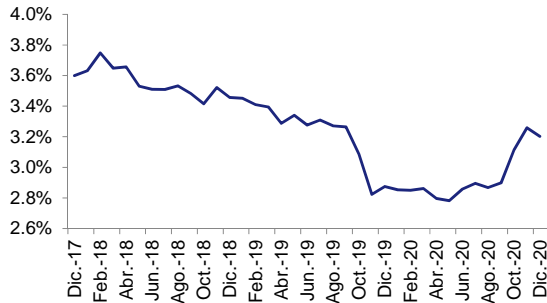
Por otra parte, la contribución de las las Empresas Públicas (EPP) al resultado del SPG<sup>16</sup> neta de efectos irregulares aumentó 0.3% del PIB en 2020, en un escenario de caída simultánea de ventas de bienes y servicios y gastos (corrientes e inversiones).

<sup>15</sup> Sumando el efecto de los intereses corridos, esto implicó una ganancia de 168 millones de dólares en octubre 2019 y de 65 millones de dólares en julio 2020. Por una explicación más detallada consultar [https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/2019-12/Comunicado%20BCU%20MEF%20registro%20estad%C3%ADsticas%20fiscales%202019\\_1.pdf](https://www.gub.uy/ministerio-economia-finanzas/sites/ministerio-economia-finanzas/files/2019-12/Comunicado%20BCU%20MEF%20registro%20estad%C3%ADsticas%20fiscales%202019_1.pdf)

<sup>16</sup> Se trata del superávit de las transacciones reales de las EPP con el sector privado residente y el resto del mundo. Alternativamente, se puede medir como la suma de resultado, impuestos a pagar a DGI, aportes a BPS y transferencias netas a GC, corregida por subcosto/sobrecosto energético, variación de existencias de ANCAP y ganancias financieras extraordinarias.



**Contribución EEPP al resultado SPG**  
año móvil - % del PIB

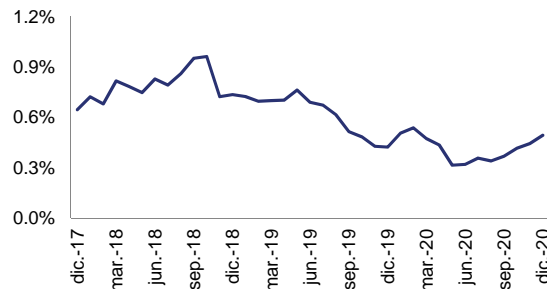


Resultado primario de EEPP % del PIB			
	2019	2020	Variación resultado
<b>Resultado primario corriente divulgado</b>			
(a) ((b)-(c)-(e))	0.8%	1.0%	0.2%
(b) Ingresos sin corregir	10.0%	10.0%	0.0%
(c) Egresos primarios corrientes sin corregir	8.8%	8.5%	0.2%
A destacar: compra bienes y servicios			
(d) A destacar: impuestos DGI, aportes BPS	4.9%	4.8%	0.1%
(e) Transferencias netas a GC	3.0%	2.9%	0.1%
(f) Irregulares en resultado primario corriente divulgado			
(f) ((g)-(h))	0.0%	-0.1%	0.0%
(g) Subcosto (+) sobrecosto(-) al abastecer demanda energía	0.1%	0.1%	-0.1%
FEE (1)			
(h) Transferencia extraordinaria UTE a GC	0.2%	0.1%	0.0%
<b>Resultado primario corriente corregido por irregulares</b>			
(i) ((a)-(f))	0.8%	1.1%	0.3%
<b>Gastos no corrientes</b>			
(j) ((k)+(l)+(o))	1.0%	0.9%	0.1%
(k) Variación stocks de ANCAP (2)	0.0%	0.0%	0.0%
(l) Otras inversiones	1.0%	0.9%	0.1%
(m) Irregular: variación de stocks			
	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Inversión ajustada</b>			
(n) Total (l)	1.0%	0.9%	0.1%
(o) Irregular: Transferencias de capital	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Resultado primario</b>			
(p) Divulgado ((a)-(i))	-0.2%	0.1%	0.4%
(q) Con corrección de irregulares ((i)-(n))	-0.2%	0.2%	0.4%
(r) Intereses	0.2%	0.2%	0.0%
<b>Resultado</b>			
Divulgado ((p)-(r))	-0.4%	0.0%	0.4%
Con corrección de irregulares ((q)-(r))	-0.3%	0.0%	0.4%
<b>Contribución al resultado del SPG</b>			
((b)-(c)-(d)-(g)-(l)-(r))	2.9%	3.2%	0.3%
(1) Incluye sobrecosto/subcosto energético y transferencias al Fondo de Estabilización Energética. Si hay subcosto energético, aumenta el resultado. Si hay transferencias al FEE cae el resultado.			
(2) Una disminución del stock de crudo de ANCAP es una reducción de gastos de inversión.			

Finalmente, el déficit del BCU fue 0.5% del PIB en 2020, levemente superior al de 2019. El déficit en moneda nacional se ha estabilizado en torno a 1 punto del PIB, en un escenario en el que las compras de divisas vía integración de Letras de Regulación Monetaria (LRM) de los últimos meses estarían contrarrestando los efectos resultantes de las ventas de divisas de inicios de año, la reducción del stock de LRM en la operación conjunta con el MEF de mayo 2019 y la reducción

de las tasas de interés de la curva de rendimientos observada en la actual fase expansiva de la política monetaria.

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

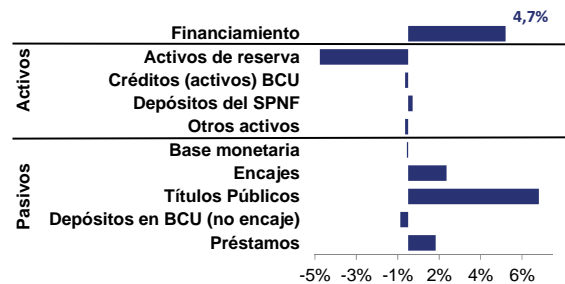


**Financiamiento y deuda pública**

El déficit del sector público global (SPG) medido por fuentes de financiamiento que se dispone con más rezago, fue de 4.7% del PIB a setiembre 2020.

La principal fuente de financiamiento fueron los títulos públicos, debido a la emisión internacional del GC de julio 2020<sup>17</sup> y a la emisión de LRM del BCU en los últimos dos trimestres. Por su parte, los Activos de Reserva constituyeron un uso de fondos, dadas las compras de divisas del BCU y la emisión internacional del GC.

**Financiamiento SPG**  
12MM %PIB a Setiembre 2020 (+) Fuente (-) Uso

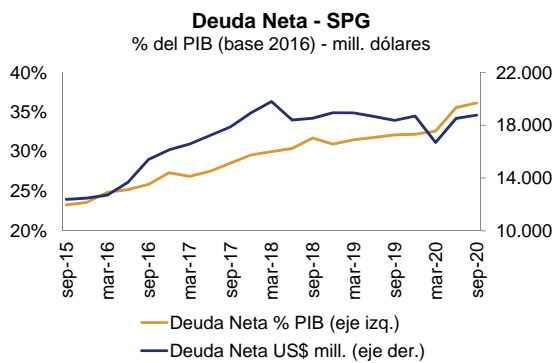


La deuda bruta del SPG a setiembre 2020 alcanzó 39.622 millones de dólares (76,3% del PIB), mientras que los activos se ubicaron en 20.842 millones de dólares (40,1% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 18.779 millones de dólares (36,2% del PIB), aumentando 4 puntos

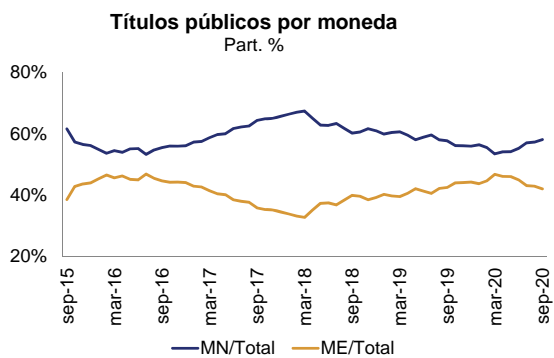
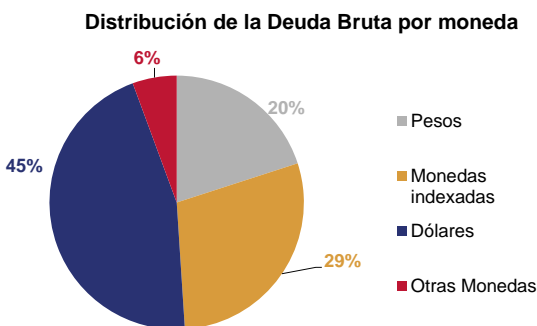
<sup>17</sup> La emisión fue por USD 2.000 millones (USD 400 millones del bono 2031 en dólares y USD 1.600 millones del Bono 2040 en UI), aproximadamente un cuarto fue integrado con títulos en circulación (bonos UI 2027 y 2028) y el resto implicó ingreso de caja para el GC.



respecto a setiembre 2019, al influjo del financiamiento del déficit y el incremento del tipo de cambio (que aumenta los pasivos netos denominados en dólares), contrarrestado parcialmente por el crecimiento del PIB nominal.

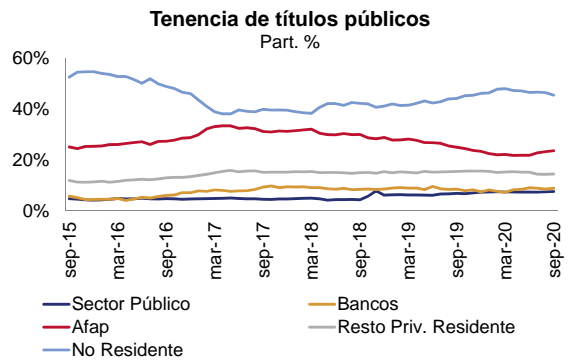


Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda se continúa observando una importante participación de la moneda nacional (nominal e indexada), que se ubica en torno al 50% del total.



A nivel de tenedores, se observó un aumento de la participación de no residentes, alcanzando el 46% del total, guiada por una mayor tenencia de títulos en moneda nacional en el último trimestre. Mientras tanto, dentro de los tenedores residentes

se destacan las AFAP, con una participación de 24% a setiembre 2020.



En materia de liquidez, el nivel de Activos de Reserva (neto de los que tienen contrapartida en los depósitos en dólares del sector bancario en el BCU) a setiembre 2020 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta agosto 2021. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 1.806 millones de dólares (3,4% del PIB)<sup>18</sup>. 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 2026.

Asimismo, cabe destacar que durante 2020 las calificaciones de la deuda uruguaya se han mantenido incambiables, con lo que se ha mantenido el grado inversor de la deuda soberana en un contexto adverso.

Agencia	Moneda extranjera	Moneda Local	Perspectiva	Última Actualización
<b>DBRS</b>	BBB (low)	BBB (low)	Estable	ene-21
<b>Fitch Ratings</b>	BBB-	BBB-	Negativa	oct-20
<b>S&amp;P</b>	BBB	A-2	Estable	abr-20
<b>R&amp;I</b>	BBB	-	Positiva	feb-20
<b>Moody's</b>	Baa2	Baa2	Estable	ago-19

Fuente: Unidad de Gestión de Deuda - MEF.

La variación de los stocks puede atribuirse a los flujos de financiamiento y a los llamados "Otros Flujos Económicos" (OFE). Estos últimos implican variaciones de precio y/o volumen de los saldos de activos y pasivos que impactan sobre el patrimonio financiero pero no constituyen financiamiento en sentido estadístico.

<sup>18</sup> Durante 2020 se desembolsaron 800 millones de dólares de préstamos de líneas contingentes con el BID.



Adicionalmente, no todos los instrumentos que otorgan financiamiento constituyen instrumentos de Deuda<sup>19</sup>.

Los datos a setiembre 2020 marcan que el déficit fiscal asciende a 4,7% del PIB (transacciones) mientras que la Deuda Pública Neta se incrementa en 3% del PIB; el 1,7% restante corresponde a financiamiento a través de instrumentos excluidos de la deuda. A su vez, los OFE incrementan la Deuda Pública Neta en 2,5% del PIB, aunque no se vean reflejados en el déficit fiscal.

Millones de pesos (+) pasivos, (-) activos	Stock sep-19	Transacción	Otros Flujos Económicos	Efecto PIB	Stock sep-20
<b>1. Pasivos Financieros Netos (1.1+1.2)</b>	<b>44.5%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.9%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>51.1%</b>
<b>1.1. Pasivos</b>	<b>78.4%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>93.1%</b>
1.1.1. Base monetaria	4.6%	-0.1%	0.0%	-0.2%	4.3%
1.1.2. Encajes	9.6%	1.9%	1.4%	-0.4%	12.5%
1.1.3. Títulos Públicos	53.5%	6.3%	5.4%	-2.4%	62.8%
1.1.4. Créditos pasivos del SPG	9.0%	1.3%	1.6%	-0.4%	11.5%
1.1.5. Otros pasivos 1/	1.7%	-0.4%	0.7%	-0.1%	2.0%
<b>1.2. Activos</b>	<b>-34.0%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-42.0%</b>
1.2.1. Depósitos del SPNM	-2.0%	0.2%	-0.4%	0.1%	-2.1%
1.2.2. Activos de reserva	-25.0%	-4.3%	-4.0%	1.1%	-32.2%
1.2.3. Otros activos 2/	-7.0%	-0.3%	-0.8%	0.3%	-7.7%
<b>2. Excluidos de Deuda Pública 3/</b>	<b>12.4%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>15.0%</b>
<b>3. Deuda Pública Neta (1-2)</b>	<b>32.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>36.2%</b>
Tipo de cambio fin de mes.	36.94				42.58

1/ Principalmente depósitos en BCU (que no son encajes).  
2/ Incluye activos externos del BCU (que no son activos de reserva), créditos activos del BCU, acciones y activos del GC frente al BHL.  
3/ Se excluye de la Estadística de Deuda Neta: los depósitos de encajes en moneda extranjera, los pasivos monetarios y las acciones en empresas.

## El tope de endeudamiento

La Ley N° 19.924 de 18 de diciembre 2020 modificó la forma de cálculo del endeudamiento para el control del tope de endeudamiento, al tiempo que encomendó al MEF el reporte de este indicador que hasta el momento compilaba el BCU. El artículo 696<sup>20</sup> de la referida ley establece que el máximo endeudamiento neto que podrá

<sup>19</sup> Los llamados instrumentos "excluidos de Deuda Pública" son los pasivos monetarios, los depósitos de encaje, los derivados financieros y las participaciones de capital. Por más información ver Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas FMI 2014 y metodología de endeudamiento del BCU 2001: <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Documents/Finanzas-Publicas/pmaf04m.pdf>

<sup>20</sup> Según dicho artículo, el Endeudamiento Neto se define como el total de la suma de emisiones de títulos de deuda pública de mercado y desembolsos de préstamos de instituciones financieras y organismos multilaterales de crédito, deducidas las amortizaciones y cancelaciones contractuales o anticipadas de dichos instrumentos financieros, así como la variación de activos financieros del Gobierno Central (disponibilidades líquidas y otros activos financieros) durante el ejercicio.

contraer el Gobierno Central durante los ejercicios 2020 y 2021 será de 3.500 y 2.300 millones de dólares respectivamente.

Según el dato publicado por el MEF, el endeudamiento del Gobierno Central en 2020 fue USD 3.120 millones, por debajo del tope establecido para ese año.

### Endeudamiento Neto del Gobierno Central durante 2020

en millones de dólares

	Total
<b>(1) Endeudamiento Bruto</b>	<b>5.887</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Instit. Financieras	1.280
Emisión Total de Títulos de Mercado	4.607
Emisiones Domésticas	2.607
Emisiones Internacionales	2.000
<b>(2) Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos</b>	<b>2.194</b>
Títulos de Mercado	2.113
Amortizaciones Contractuales de 2020	1.414
Amortizaciones Anticipadas	699
Préstamos	81
<b>(3) Variación de Activos Financieros</b>	<b>573</b>
Liquidez de Tesorería	369
Otros Activos Financieros	204
<b>Endeudamiento Neto = (1) - (2) - (3)</b>	<b>3.120</b>

## II. La política monetaria

### II.1. Gestión de la liquidez, mercado de dinero y tasas de interés

El año 2020 estuvo signado por los efectos de la pandemia del COVID-19, la cual en términos monetarios se tradujo en un aumento de la preferencia por la liquidez de los agentes y en medidas de política diseñadas para coadyuvar a sostener la actividad económica. A su vez, se procesó un cambio de portafolio hacia la moneda nacional (MN), liderada por los bancos y las AFAP, en un contexto en el cual el dólar global se mostró débil, incidiendo al alza sobre los agregados en MN, en particular en el circulante de LRM.

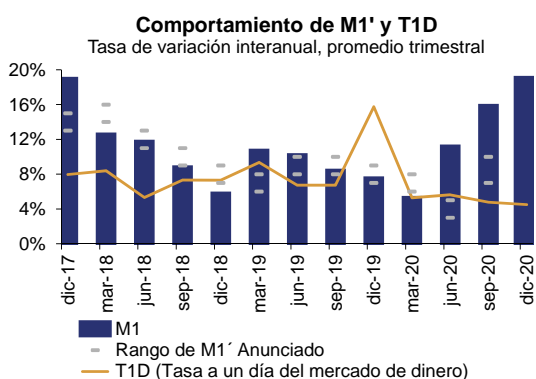
Por otro lado, durante el año tuvo lugar el pasaje de un esquema de política monetaria basado en el anuncio del crecimiento del agregado monetario M1 ampliado (M1') a uno basado en el manejo de tasas de interés, con el que se buscó fortalecer la transparencia y la fortaleza de la señal brindada por el instrumento manejado por el Banco Central, favoreciendo la transmisión de la política monetaria para lograr el objetivo inflacionario establecido por el CCM.

Independientemente del esquema utilizado, en 2020 el BCU llevó adelante una política monetaria expansiva, poniendo el foco en abastecer la liquidez necesaria de manera consistente con las medidas financieras y fiscales adoptadas a partir de la declaración de emergencia sanitaria en



marzo, en un contexto en el cual las expectativas de inflación ajustaron a la baja.

Esta estrategia quedó evidenciada en el dinamismo mostrado por el M1' y en el nivel reducido de la tasa de política monetaria (TPM) que fuera establecida a partir de setiembre en 4.5%, la cual tuvo su correlato en el comportamiento de la tasa a un día del mercado de dinero (T1D).

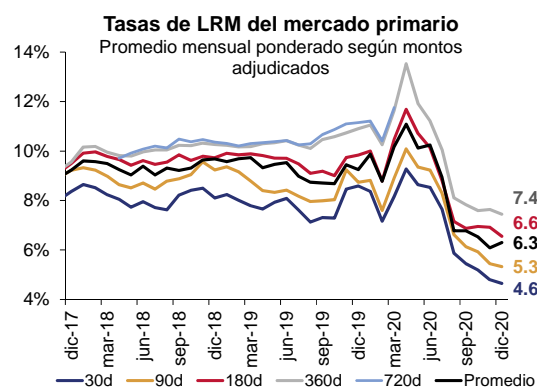


Mientras estuvo vigente el anuncio de agregados, la política monetaria fue implementada a partir de la gestión de una base monetaria consistente con la variación de M1' anunciada, la cual fue flexibilizada en consideración del aumento de la preferencia por la liquidez derivada de la pandemia y regulada mediante colocaciones de LRM. A partir del cambio de instrumento, el BCU complementó las emisiones de LRM con instrumentos de sintonía fina (ISF) establecidos a plazos más cortos e intervenciones en el mercado de dinero, de manera que la T1D promedió 4.5% en todos los meses a partir del cambio de instrumento, en línea con la TPM anunciada.



En este contexto las tasas de interés de las LRM presentaron un importante ajuste a la baja, alcanzando un promedio de 6.3% en diciembre de 2020, lo cual implicó una reducción de 350Pbs. en el promedio de los plazos licitados respecto del

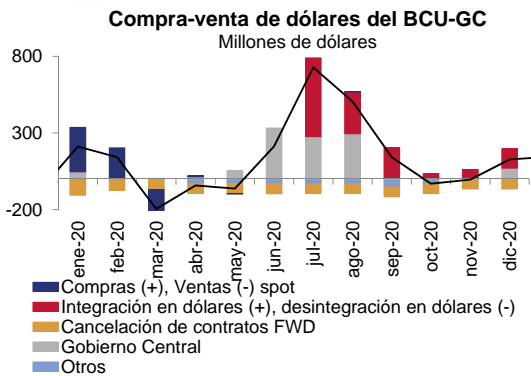
cierre de 2019.<sup>21</sup> Esta reducción no fue lineal, sino que se constató a partir del incremento registrado hasta abril, mes en el cual la curva de rendimientos (CR) promedió 11.1%.



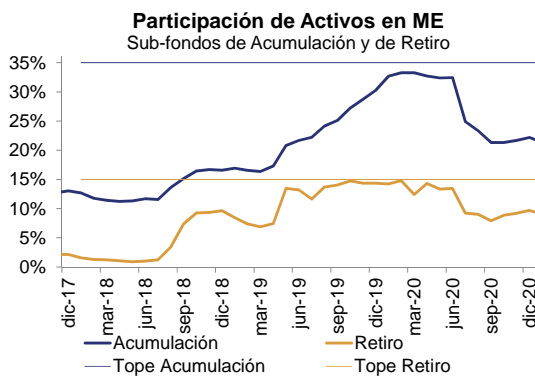
Tal como se explicó en apartados anteriores, el contexto macro-financiero cambió durante el año en múltiples aspectos, entre los cuales se procesó una reversión del proceso de cambio de portafolio hacia la moneda extranjera (ME) que estuvo vigente hasta el primer trimestre del año. En este sentido el aumento de la CR registrado en marzo respondió a la señal de política monetaria que se decidió brindar ante el aumento de la demanda de dólares y, a partir de entonces, a la importante incertidumbre que caracterizó a la fase inicial de la emergencia sanitaria en Uruguay, la cual se fue reduciendo en la medida que la situación sanitaria se mantuvo controlada, se ganaba conocimiento sobre el manejo de la pandemia y aumentaba la demanda por estos instrumentos.

En este marco el BCU compró en el año USD 1.738 millones, de los cuales USD 1.194 millones correspondieron a integraciones en dólares de LRM, las cuales quedaron habilitadas desde julio. A su vez, el BCU compró USD 1.119 millones al Gobierno Central y realizó compras netas al mercado por USD 347 millones, concentradas en el primer trimestre, periodo en el cual se constaron entradas de capitales de no residentes.

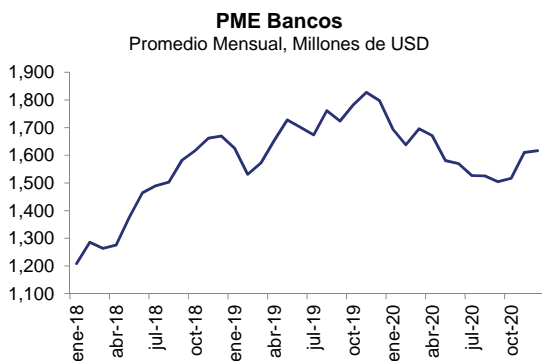
<sup>21</sup> Promedio ponderado según los montos adjudicados en las licitaciones correspondientes a cada plazo. A partir de abril 2020 se dejó de licitar a dos años.



La participación de activos en moneda extranjera del fondo de ahorro previsional (FAP) alcanzó niveles cercanos los topes establecidos para cada sub-fondo por la normativa hasta junio y a partir de entonces comenzó a ganar una importante holgura, reflejando el aumento de la preferencia por la MN de las AFAP.



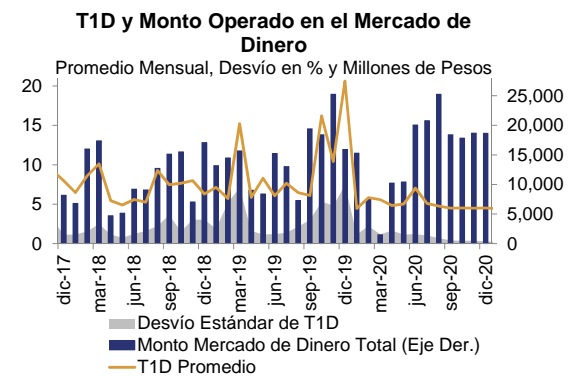
A su vez, la posición en moneda extranjera de los bancos mostró una tendencia decreciente durante el año, tras los valores máximos observados en diciembre 2019, recuperándose hacia el cuarto trimestre.



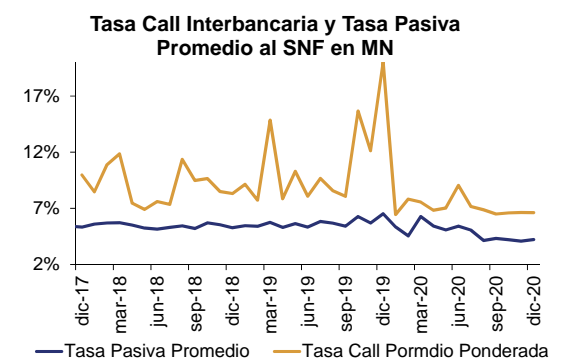
En términos generales el cambio de portafolio hacia la MN de los bancos y las AFAP se registró en los trimestres centrales del año y se habría suavizado hacia finales de 2020. En este contexto

la posibilidad de integrar LRM en dólares habría mitigado los efectos del cambio de portafolio en el mercado de cambios.

La tasa media del mercado de dinero (T1D) presentó un promedio anual de 5.1%, valor sensiblemente inferior al registrado en el promedio de 2019 (9.6%), al tiempo que el pasaje a tasas de interés redujo la volatilidad de la variable, de manera que la T1D se mantuvo en torno a 4.5% a partir de setiembre.



La tasa bancaria pasiva en MN promedió 4.8% en 2020, ajustando a la baja respecto de 2019, cuando la misma se ubicó en 5.7%. Su desempeño fue consistente con el comportamiento de la tasa call interbancaria y la T1D, mostrando una tendencia decreciente y una menor volatilidad a partir del cambio de instrumento, cerrando el año en 4.2%.

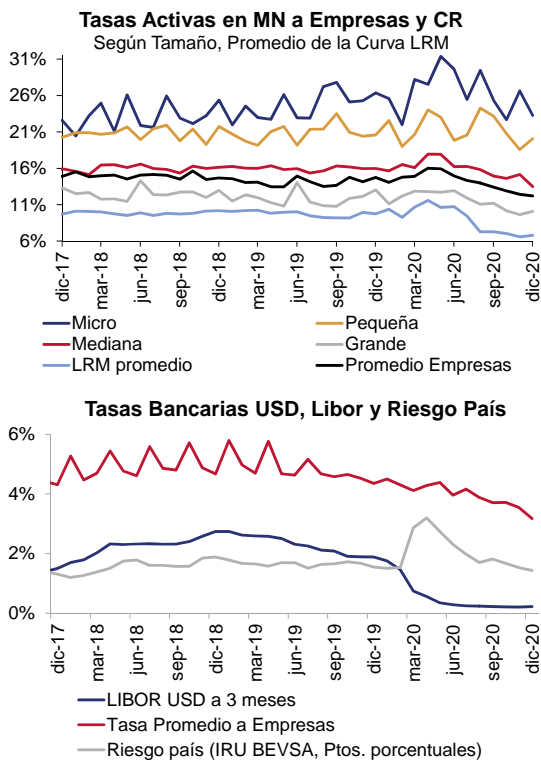


Las tasas activas a empresas también se redujeron en la medición punta del año, tras revertir el incremento registrado al inicio de la emergencia sanitaria. En diciembre esta tasa promedio se ubicó en 11.7%, registro mínimo desde diciembre de 2011. A su vez las tasas activas a empresas en ME también presentaron un ajuste a la baja, alcanzando 3.2% en el promedio de diciembre, valor mínimo histórico (desde enero 1998), en un contexto de reducción tanto de tasas internacionales de referencia como del riesgo

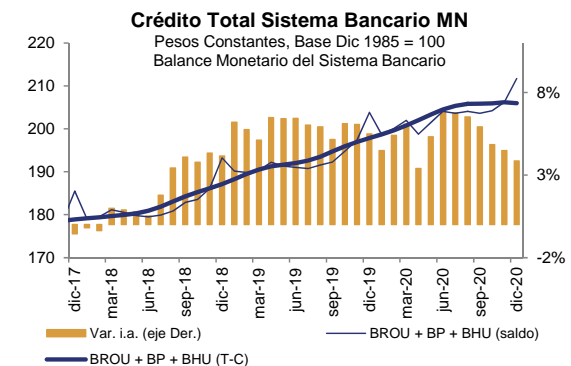




soberano, luego de transcurridos los meses de mayor incertidumbre.



Adicionalmente, en el segmento de MN su crecimiento estuvo incidido por la reducción de encajes condicionada al otorgamiento de crédito que estuvo operativa hasta junio y dio lugar a una reducción permanente del requerimiento de encaje equivalente a dos puntos porcentuales del encaje medio, que pasó de 16% a 14%.

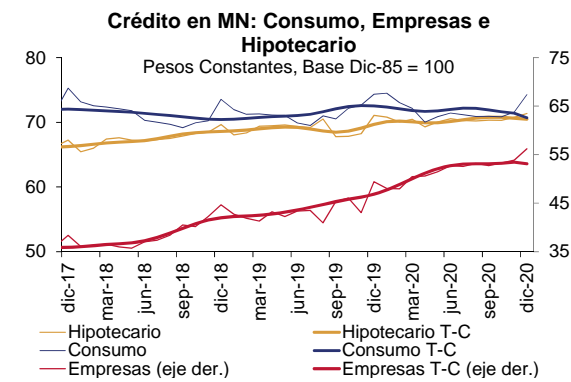
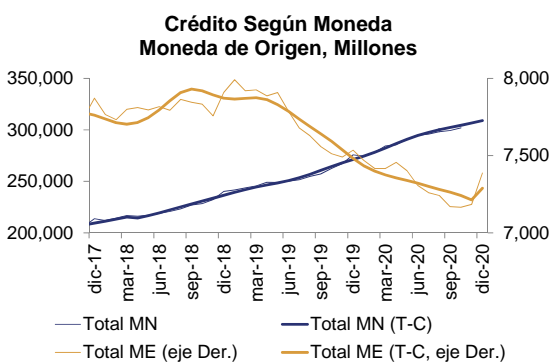


El crédito en MN mostro una tasa de crecimiento real de 3.8% interanual a diciembre 2020, mostrando un mayor dinamismo la banca privada, que presentó un incremento real de 6.6% en el mismo periodo.

A nivel sectorial el destino más dinámico fue el crédito concedido a empresas, que mostró un crecimiento real de 13.7% durante el año, mientras que el crédito hipotecario y el crédito al consumo se mantuvieron relativamente estables en términos reales.

**II.2. Crédito y principales agregados monetarios**

Durante 2020 el crédito concedido por el sistema financiero en MN continuó mostrando una trayectoria creciente, mientras que el otorgado en ME creció a partir de noviembre, interrumpiendo la caída observada desde mediados de 2019. En ambos segmentos operó el sistema de garantías SIGA, el cual facilitó el acceso al crédito empresarial a pesar de los efectos de la pandemia.

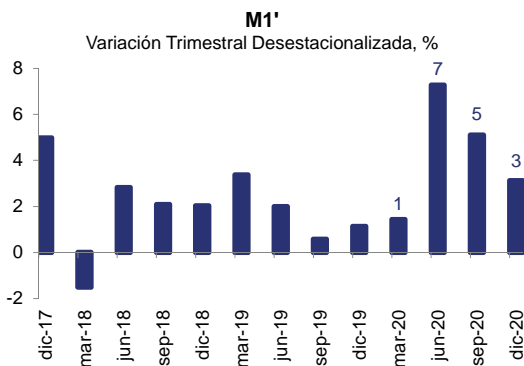


La política monetaria actuó de manera de convalidar la liberación de encajes, siendo consistente con su foco en proveer la liquidez necesaria acorde a las medidas tomadas por el BCU y el Gobierno Central y al aumento de la preferencia por liquidez mostrada por los agentes en el contexto de mayor incertidumbre al inicio de la pandemia.

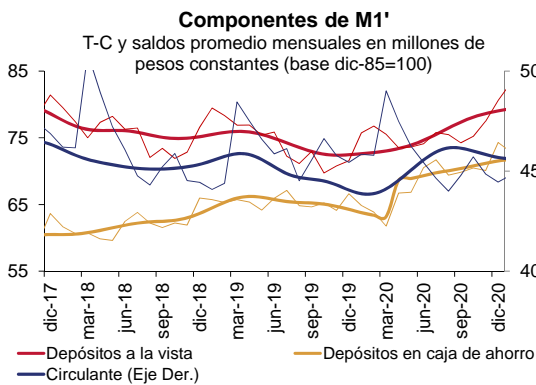
En esta marco el agregado M1' creció 20.2% en 2020 (variación interanual de diciembre),



mostrando una importante aceleración a partir de abril, la cual se reflejó en un mayor crecimiento desestacionalizado durante el segundo trimestre, el cual se fue reduciendo en el transcurso del año.

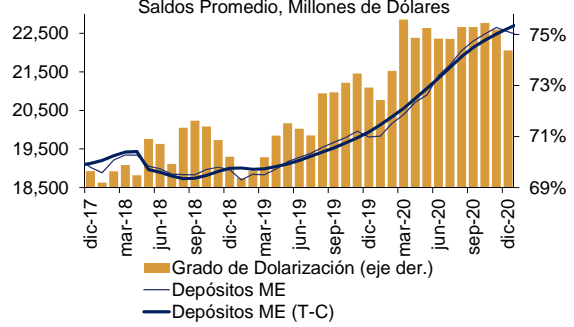


A nivel de componentes, el circulante y las cajas de ahorro fueron los primeros en reaccionar ante la emergencia sanitaria. La menor oferta de bienes y servicios registrada en la etapa inicial de la pandemia habría dado lugar a un ahorro forzoso que se mantuvo en medios de pago ante la incertidumbre que caracterizó al periodo. La prórroga del pago de obligaciones con el Estado y con el sector financiero así como los planes de ayuda a los sectores más vulnerables también incidieron al alza sobre el agregado. Asimismo, hacia el cuarto trimestre se observó un mayor dinamismo de los depósitos vista en un marco de apertura gradual de las actividades y mejora paulatina de la actividad económica.



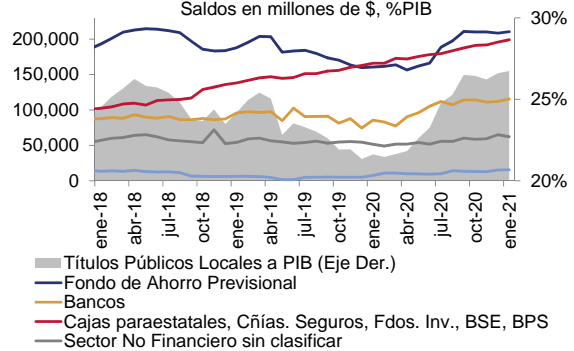
Por su parte, los depósitos en ME continuaron presentaron una tendencia creciente, con una variación interanual de 13.8% en diciembre. El grado de dolarización cerró el año en 74.4%, algo por encima de 2019 (72.9%), en un marco de depreciación del peso de 13.5% en el año.

**Depósitos en Moneda Extranjera de Residentes y Grado de Dolarización**



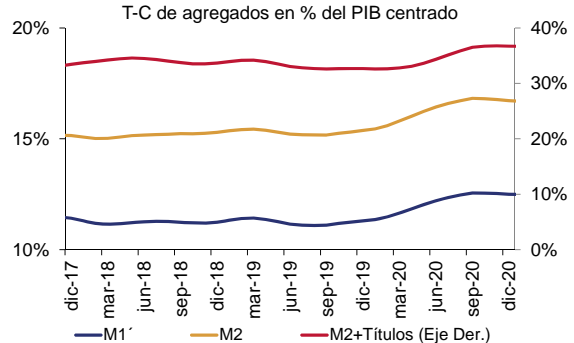
La tenencia de títulos públicos emitidos localmente aumentó en 5.3 puntos del PIB durante el año, representando a fin de 2020 un 26.6% del mismo, con un aumento notorio de la tenencia de bancos y del FAP hasta el tercer trimestre.

**Tenencia de títulos públicos locales en MN**



Los fenómenos mencionados anteriormente trajeron aparejados un mayor grado de monetización de la economía, tanto en los indicadores más estrechos (ratios de M1' y M2 a PIB) como en los más amplios (M2 y títulos locales en cartera de residentes respecto al PIB).

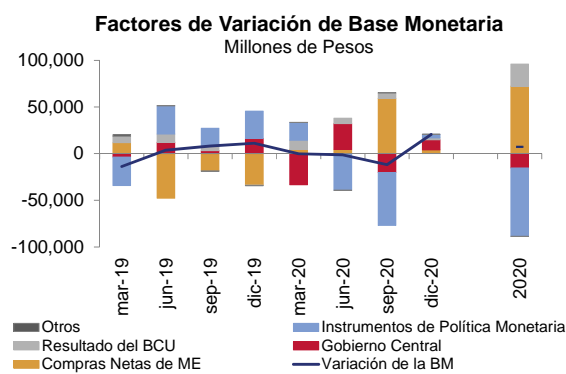
**Grado de Monetización**



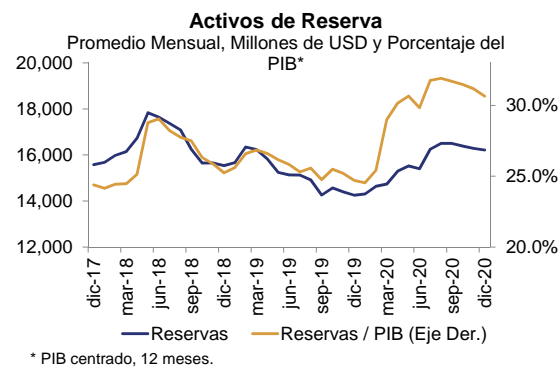


### II.3. El balance monetario del BCU

En 2020 la base monetaria aumentó 5.8% en la medición punta. Las compras netas de divisas representaron su principal factor expansivo, mientras que el principal factor contractivo correspondió a las colocaciones de LRM.



Los Activos de Reserva experimentaron un incremento de 11.8% en 2020, promediando USD 16.211 millones en diciembre, ubicándose en torno al 31% del PIB, al impulso de la compra de moneda extranjera a través de integraciones en dólares de LRM y compras netas al Gobierno Central.

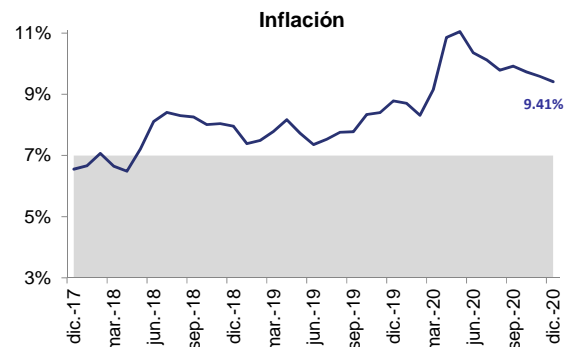


Finalmente, los Activos de Reserva del BCU sin contrapartidas de los sectores público y financiero (es decir, los activos propios) promediaron USD 7.234 millones de dólares a diciembre 2020, un 51% por encima de lo que promediaban un año atrás.

### III. Evolución de los precios

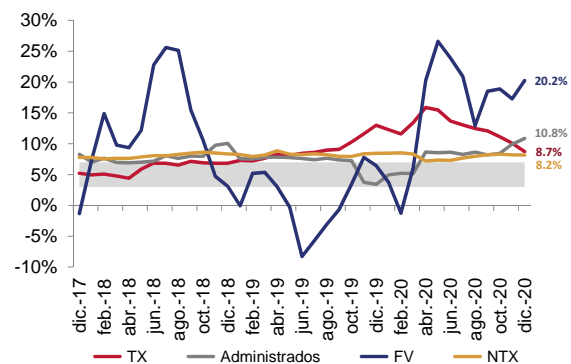
#### III.1. Análisis de inflación

En diciembre de 2020 la tasa de inflación anual se ubicó en 9.41%, por encima del actual rango fijado por el CCM (3%-7%) y superior al 8.79% de 2019.



Por otra parte, la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, se desaceleró en la segunda mitad del año hasta ubicarse en 8.41% interanual a diciembre 2020, estos es dos puntos porcentuales por debajo del cierre de 2019.

La mayor inflación observada en 2020 se explica por la evolución de los bienes y servicios transables, al influjo del shock del tipo de cambio de marzo-abril y el shock específico sobre el precio internacional de la carne en marzo, que comenzaron a revirtirse a partir del segundo trimestre.

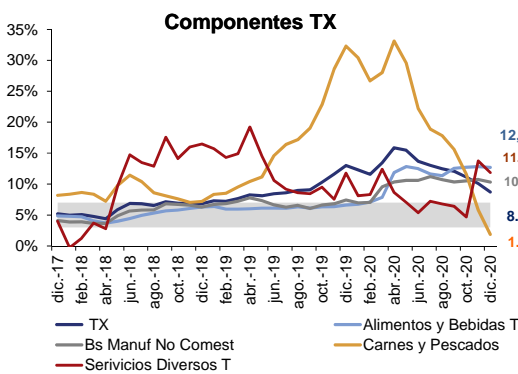
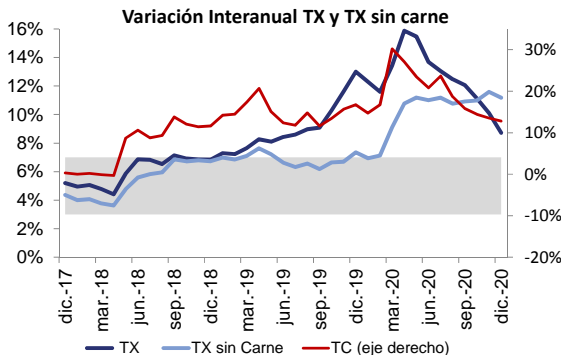


En particular, esta mayor incidencia de los transables de exclusión (TX) ocurrió en un contexto mundial incierto a la luz de la situación inédita que trajo aparejada la pandemia, que se trasladó al mercado de cambios doméstico en marzo. Por otra parte, los precios de los bienes no transables de mercado (NTX)<sup>22</sup> tuvieron un descenso luego del cierre de instituciones

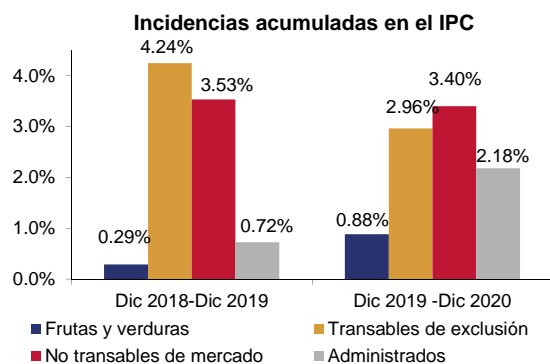
<sup>22</sup> El agrupamiento de NTX corresponde al IPC de Bienes No Transables sin Administrados, mientras que el de TX corresponde al IPC de Bienes Transables sin Frutas, verduras ni cigarrillos.



educativas y de esparcimiento como consecuencia de las medidas de confinamiento y distanciamiento social.

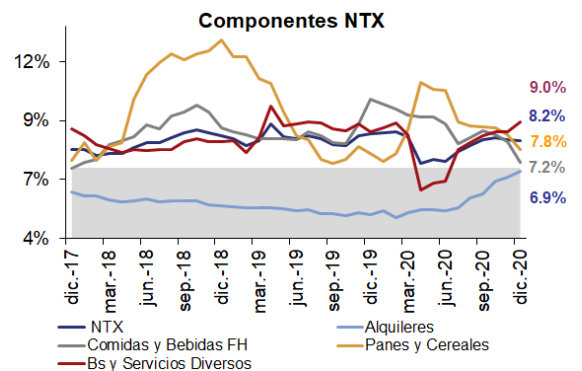


Los precios Administrados aumentaron su incidencia al influjo de la evolución de las Tarifas, luego de la decisión de no reiterar el Plan UTE Primavera de 2019, mientras que los precios de las frutas y verduras se aceleraron durante el año.

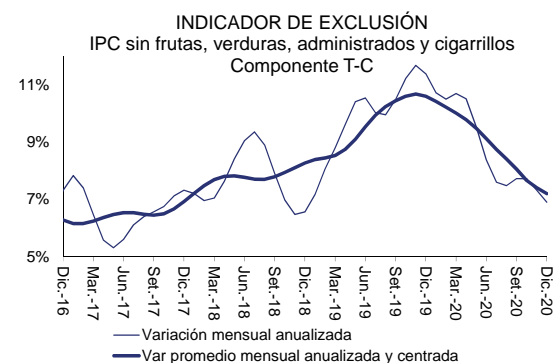


Por otra parte, dentro de los NTX se observó una evolución moderada bastante generalizada. En este marco se destaca el comportamiento de los Bienes y Servicios Diversos No Transables, donde se encuentran los rubros de Enseñanza y Actividades recreativas que debieron cerrar sus instituciones por las medidas de confinamiento, otorgando

descuentos en las cuotas que pagaban sus socios. En la medida que estas restricciones se fueron levantando, estos precios fueron retomando sus niveles anteriores. Comidas y Bebidas Preparadas fuera del Hogar también se desaceleró debido a un fuerte descenso en la demanda a la luz de las medidas de distanciamiento social. Esto fue parcialmente compensado por un aumento en Alquileres, similar a la evolución de la Unidad Reajutable de Alquileres que determina el ajuste de contratos ya pactados.



Al analizar indicadores de inflación subyacente se observa una tendencia decreciente a partir de la segunda mitad del año. Aquí se presenta un indicador de exclusión (IPCX), que excluye los precios más volátiles (frutas y verduras) y los precios administrados. Analizando la variación promedio mensual anualizada y centrada del componente tendencia-ciclo del IPCX se observa un descenso persistente desde el segundo trimestre. Si se analiza la variación mensual anualizada se observa un comportamiento similar.



La evolución de IPCX al interior del año ha estado determinada por el comportamiento más volátil de TX, mientras que los NTX se mantuvieron en valores centrados en 8%.

**Tema:** Nota NE/7/2021/25 - Informe al Poder Legislativo  
**Creado por:** sgeneral@bcu.gub.uy  
**Fecha programada:**  
**Fecha de creación:** 24/02/2021 09:38  
**De:** Secretaria General

---

<b>Destinatario</b>	<b>Acción</b>	<b>Fecha y hora</b>	<b>Comentario</b>
A: secretaria.direccion@mef.gub.uy (secretaria.direccion@mef.gub.uy)	Transferido	24/02/2021 09:38	2.0.0 message relayed