



**BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY**

Informe sobre el Colchón de Capital Contracíclico en Uruguay

**Análisis para la evaluación del nivel de capital contracíclico
requerido**

Elaborado con base en la Nota Metodológica para la implementación del CCC en
Uruguay

<https://www.bcu.gub.uy/Comunicados/seggco20266.pdf>

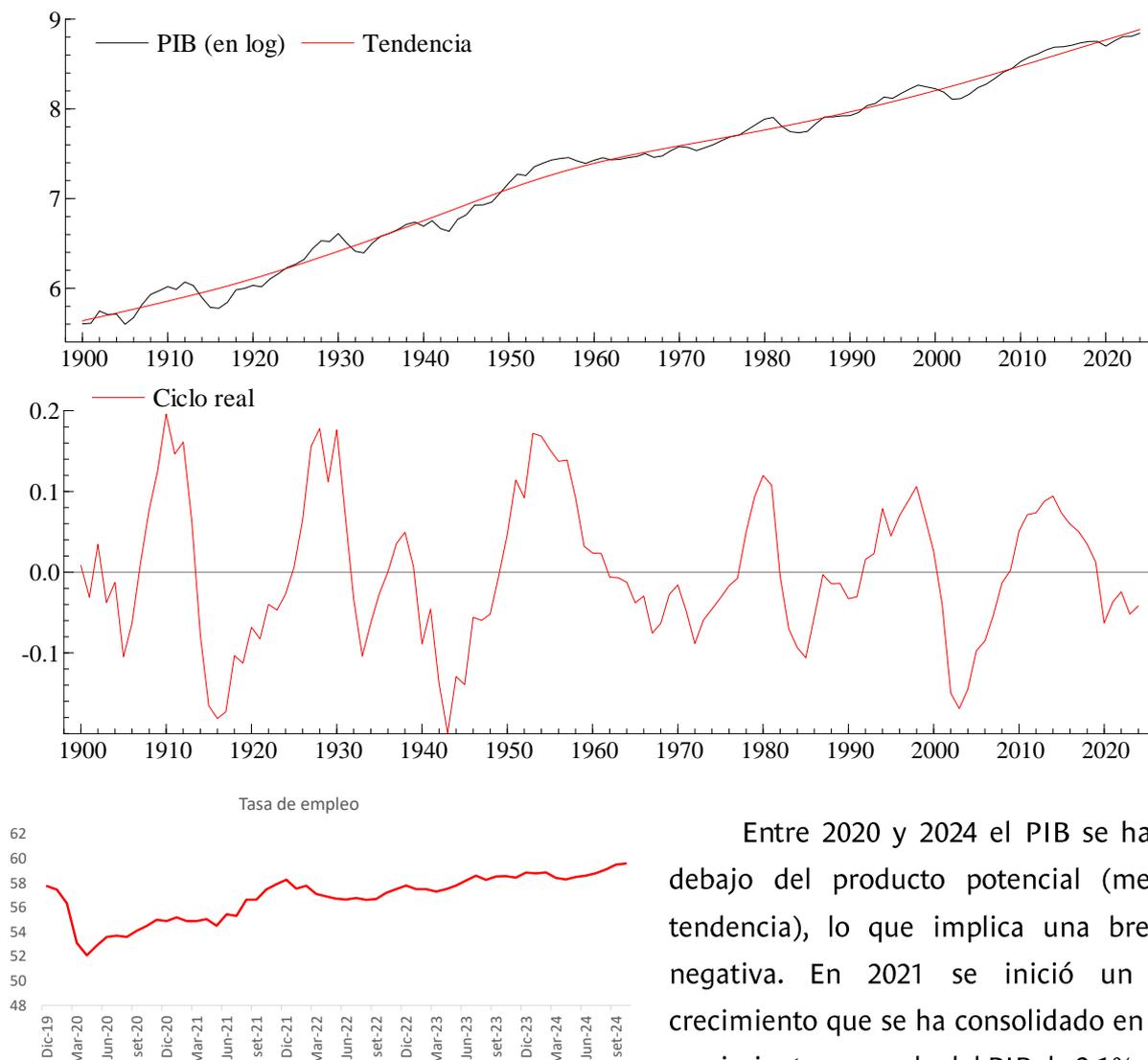
Diciembre 2024

Gerencia de Estudios y Análisis Financiero
Superintendencia de Servicios Financieros



1. El componente guía: el ciclo real de negocios

1.1. El ciclo real de negocios

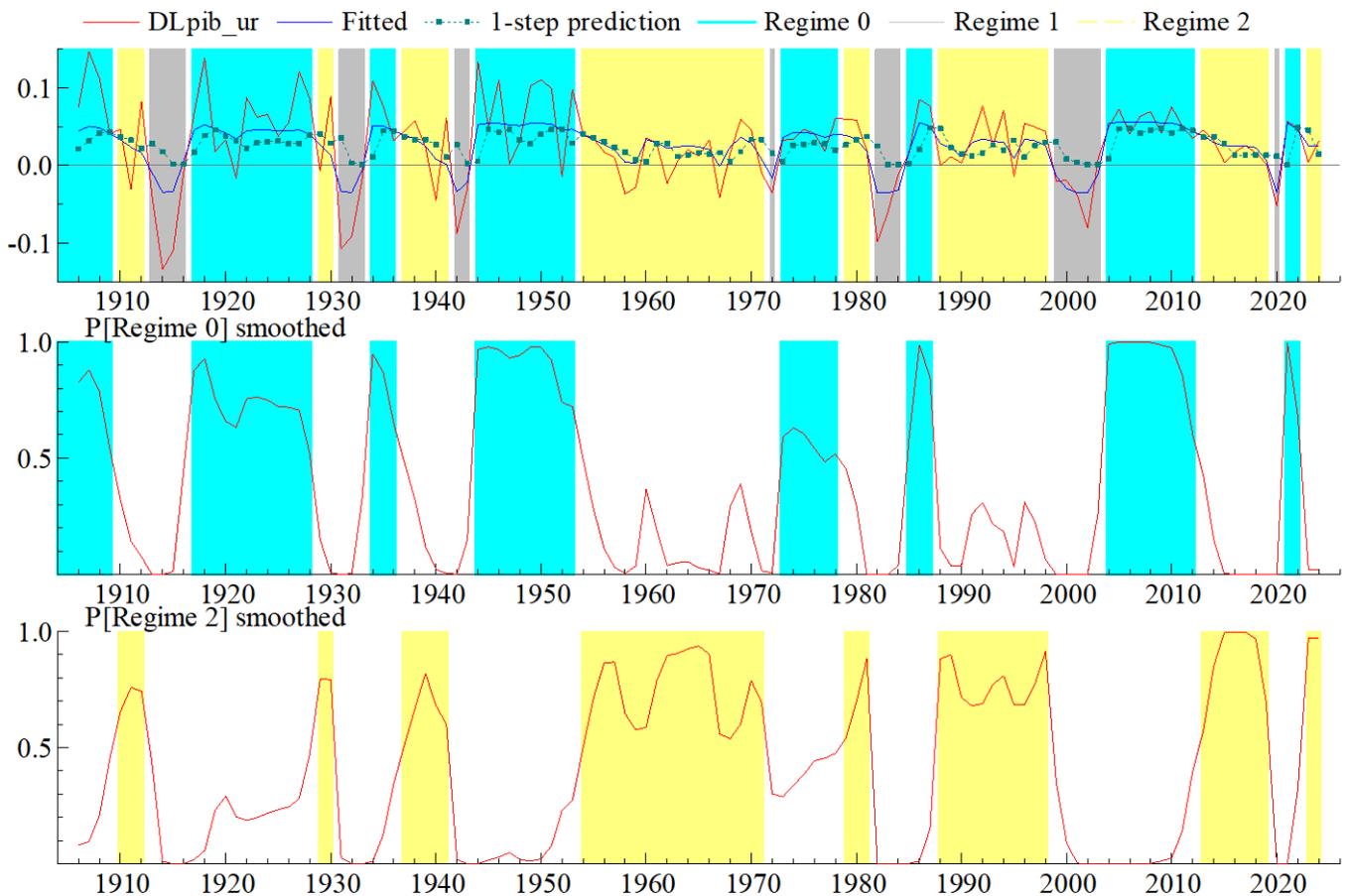


Entre 2020 y 2024 el PIB se ha situado por debajo del producto potencial (medido por la tendencia), lo que implica una brecha del PIB negativa. En 2021 se inició un proceso de crecimiento que se ha consolidado en 2024, con un crecimiento esperado del PIB de 3,1% para este año. En 2024 el PIB está por debajo de su potencial, es decir que la brecha es negativa, pero este crecimiento esperado del PIB acercó la brecha del PIB a cero, con un PIB más cerca de la tendencia.

Entre 2021 y 2024 se observa una reversión del ciclo, pero el leve crecimiento de 2023 por los shocks recibidos: sequía, desalineamiento cambiario con Argentina y caída en el precio de algunos de los commodities que Uruguay exporta, provocó que este proceso de reversión no haya sido lineal. En el segundo semestre de 2023 y durante 2024 la economía absorbió los shocks y retomó el crecimiento.

La reversión del ciclo fue acompañada por cambios positivos en el mercado de trabajo. La tasa de empleo ha alcanzado el 59,6% en octubre de 2024, y era 57,5% en el mismo mes de 2021; la tasa de desempleo fue 7,3% en octubre de 2024, por debajo del 8,0% de octubre de 2021; y la tasa de actividad alcanzó el 64,3% en octubre de 2024, nivel superior al 61,8% de octubre de 2021. En suma, los indicadores del mercado de trabajo señalan en tendencia una mejora entre 2021 y 2024.

1.2. Modelo Garch de cambio de régimen de Markov



Se ha estimado el modelo Garch de Cambio de Régimen de Markov, con datos anuales del PIB (primera diferencia del logaritmo del PIB) para el período 1906-2024 (119 observaciones), en esta estimación se han utilizado los datos de Cuentas Nacionales que publica el BCU. Para el año 2024 se utilizó la estimación de crecimiento del PIB considerando la información disponible.

De acuerdo al modelo estimado la economía uruguaya presenta 3 regímenes de crecimiento, uno régimen de crecimiento fuerte del PIB (en celeste), uno de crecimiento débil (en amarillo) y uno de caída del PIB (en gris).

La última estimación del modelo determina que el *régimen de crecimiento fuerte* del PIB tiene un crecimiento promedio de 5,5% anual y una duración promedio de 6,5 años. El *régimen de crecimiento débil* del PIB tiene un crecimiento promedio de 2,4% anual y una duración promedio de 6,5 años. El *régimen de caída* del PIB tiene una caída promedio de 3,5% anual y una duración promedio de 2,7 años.

Hubo un *régimen de crecimiento fuerte* que se inició en 2004 y llegó hasta 2012, y con una duración de 9 años está por encima del promedio para este tipo de régimen. El *régimen de crecimiento débil* se inició en 2013 y duró hasta 2019, y con una duración de 7 años estuvo en el promedio de duración para este régimen.

Matriz de probabilidades de transición			
Probabilidad de transición $p_{i/j} = P(\text{Régimen } i \text{ en } t+1 / \text{Régimen } j \text{ en } t)$			
	Régimen 0,t	Régimen 1,t	Régimen 2,t
Régimen 0,t+1	0.79802	0.40132	0.00000
Régimen 1,t+1	0.00000	0.59868	0.18773
Régimen 2,t+1	0.20198	0.00000	0.81227

En 2020 se inicia un *régimen de caída* que duró solo ese año, la duración de este último *régimen de caída* está por debajo del promedio para este régimen.

El último *régimen de crecimiento fuerte* fue en 2021 y 2022, con tasas anuales de crecimiento del PIB de 6,0% y 4,7%. En 2023 hubo un cambio a un nuevo *régimen de crecimiento débil*, lo que era esperable considerando los shocks reales que recibió la economía uruguaya a fines de 2022 y en 2023. Este *régimen de crecimiento débil* se mantiene en 2024 dado el crecimiento esperado del PIB.

La probabilidad de mantenerse en el régimen 0 (*régimen de crecimiento fuerte*, cuyo promedio de crecimiento es 5,5% anual) es de 79,80%, y la probabilidad de pasar al régimen 2 (*régimen de crecimiento débil*) es de 20,20%. La probabilidad de mantenerse en el régimen 1 (*régimen de caída*) es 59,87% y la probabilidad de pasar al régimen 0 (*régimen de crecimiento fuerte*) es 40,13%.

La matriz de transición indica que la probabilidad de mantenerse en el régimen 2 (*régimen de crecimiento débil*, cuyo promedio de crecimiento promedio es 2,5%) es 81,23% y la de pasar al régimen 1 (*régimen de caída*) es 18,77%.

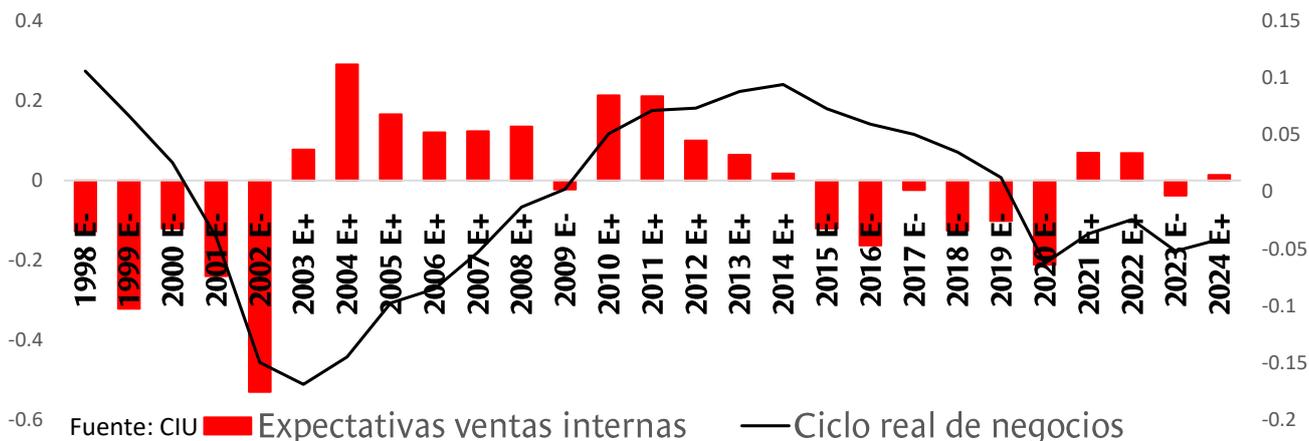
La matriz de transición indica que es cuatro veces más probable que en 2025 la economía se mantenga en el *régimen de crecimiento débil* a que pase a un *régimen de caída*. Considerando las expectativas de crecimiento del PIB para el próximo año, que se ubican alrededor de 2,6% anual¹, e incorporando dicha información entonces las probabilidades a posteriori serían aún mayores.

Los sectores como el agro, las agroindustrias, el agua y la generación de energía hidráulica, el turismo, el comercio y los servicios que sufrieron los shocks en 2022 y 2023, han impulsado el moderado crecimiento, y han sido el soporte para mantener la mejora en tendencia en el empleo.

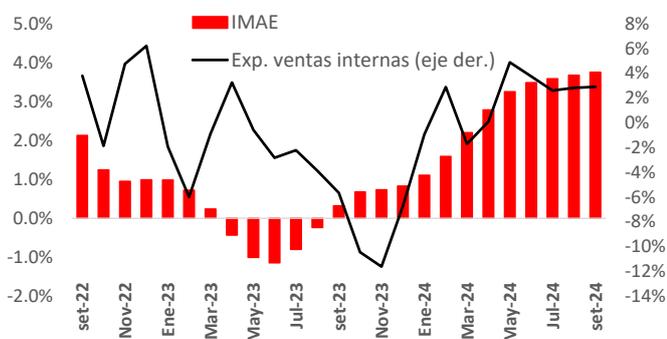
¹ <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Encuesta%20de%20Expectativas%20Economicas/iees06i1124.pdf>

1.3. Expectativas de ventas internas

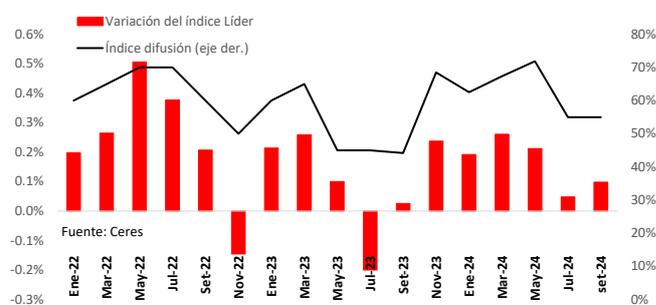
Expectativas de ventas internas y ciclo real



Estimador mensual de actividad IMAE (variación últimos 12m T-C)



Índice Líder Ceres e índice de difusión - promedio bimensual



Las expectativas de ventas internas² en los próximos 6 meses de los empresarios (el neto de mejor menos peor) correlacionan y anticipan la variación del ciclo económico y del nivel de actividad. Si bien el año 2022 terminó con expectativas de ventas internas positivas (E+), las mismas se debilitaron durante 2023, y hubo varios meses que fueron negativas (E-). En 2024 estas expectativas volvieron a ser positivas, y en el promedio del año han sido positivas (E+).

Las expectativas de ventas correlacionan con las variaciones 12m del Indicador Mensual de Actividad (IMAE), y con el índice Líder de actividad de Ceres³. La tasa de crecimiento de los últimos 12 meses del IMAE señala que la actividad de la economía recibió shocks negativos a fines de 2022 y principios de 2023, y se recupera en el último año cerrado a setiembre de 2024.

En suma, los indicadores relevados muestran el impacto de los shocks negativos recibidos, con el efecto de una variación del PIB más débil en los últimos meses de 2022 y negativo entre marzo y agosto de 2023, con una recuperación que se inicia en setiembre de 2023 y se extiende durante 2024.

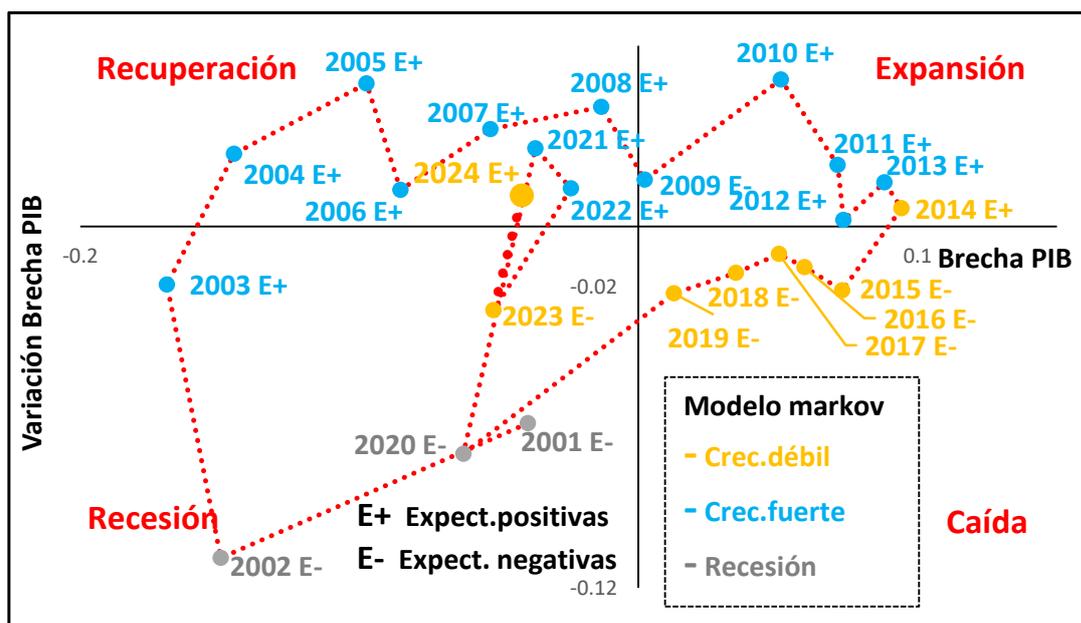
² Encuesta de la Cámara de Industrias del Uruguay, con datos hasta setiembre de 2024.

<https://www.ciu.com.uy/monitoreo-industrial/expectativas-empresariales-industriales/>

³ Índice líder de Ceres. <https://ceres.uy/index.php/contenidos/show/18>



1.4. El reloj del ciclo real de negocios



Los resultados anteriores se sintetizan en el reloj del ciclo en su versión aumentada con expectativas y el cambio de régimen⁴. En el eje de abscisas se representa la brecha del PIB y en el eje de ordenadas la variación de la brecha. Los colores de los años representan el régimen de crecimiento del PIB según el Modelo de Cambio de Régimen de Markov, en celeste el *crecimiento fuerte*, en amarillo el *crecimiento débil* y en gris la *caída* del PIB. Las expectativas de los empresarios sobre las ventas internas en los próximos 6 meses se representan con una E (+ representa expectativas positivas netas y – expectativas negativas netas, 0 expectativas netas nulas o casi nulas)⁵.

En 2020 la *brecha del PIB* tuvo una *variación negativa*, por lo que el ciclo continuó a la baja, pero con la propia brecha en terreno negativo. Esto llevó al reloj del ciclo a la *zona de recesión* en el cuadrante inferior izquierdo. Entre 2020 y 2024 la *brecha del PIB* ha sido negativa, y en 2021, 2022 y 2024 la *variación de la brecha del PIB* fue positiva, acercando la economía a la *zona de recuperación* en el cuadrante superior izquierdo. La recuperación no fue lineal, y en 2023 la *variación de la brecha del PIB* fue negativa.

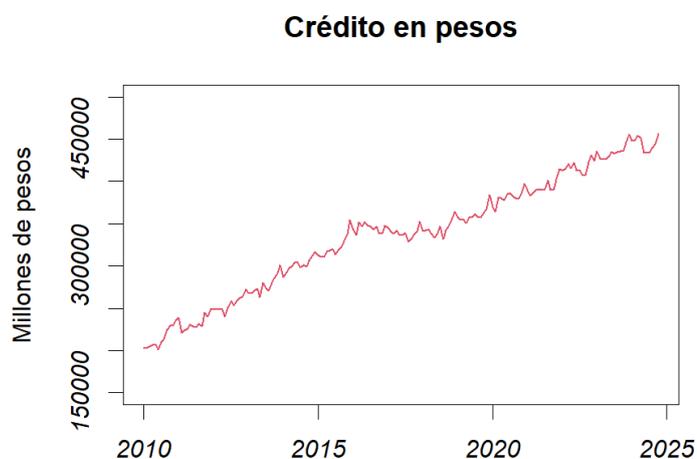
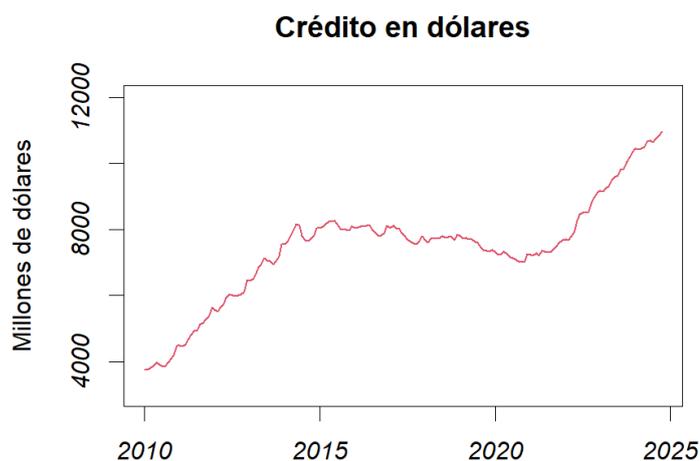
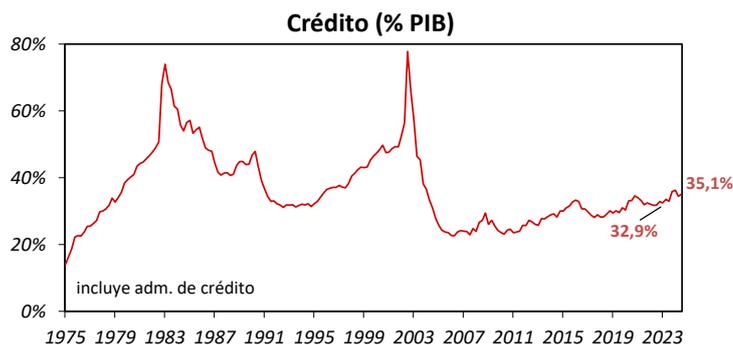
Los fuertes crecimientos del PIB en 2021 y 2022 llevaron a que la economía se ubicara en la *fase de recuperación* en el cuadrante superior izquierdo del reloj del ciclo. En 2023 dado el leve crecimiento de 0,4% del PIB, la economía vuelve al *cuadrante de recesión*, con una *brecha del PIB* y una *variación de la brecha* negativa para este año y en un *régimen de crecimiento débil*. En 2024 se mantiene el *régimen de crecimiento débil*, pero en la *zona de recuperación*. El crecimiento en *régimen de crecimiento débil* es una señal de que a la economía puede crecer de modo sostenido moderadamente, pero que le está costando tener crecimientos mayores a 3,5% durante varios años consecutivos.

⁴ Ver la “Nota Metodológica para la Implementación del Colchón de Capital Contracíclico en Uruguay” publicada por el BCU. <https://www.bcu.gub.uy/Comunicados/seggco20266.pdf>

⁵ Encuesta de la Cámara de Industrias del Uruguay, con datos hasta febrero 2023. <https://www.ciu.com.uy/monitoreo-industrial/expectativas-empresariales-industriales/>



2. El crédito



El crédito bancario y de administradoras de crédito alcanzó en setiembre de 2024 el 35,1% del PIB, y un año atrás era de 32,9%. Este cociente tuvo una leve caída respecto al valor de marzo cuando se ubicó en 36,3%.

El crédito como porcentaje del PIB aumentó en el último año, y dado el aumento del PIB en este período, aquel se explica por un aumento porcentual del crédito por encima del PIB.

En octubre de 2024 el crédito bancario en dólares a residentes alcanzó los 10951 millones de dólares, un valor 8,9% mayor al de un año atrás que era de 10055 millones de dólares.

En octubre de 2024 el crédito bancario en pesos alcanzó los 456536 millones de pesos⁶, un valor 4,6% superior al de un año atrás que era de 436481 millones de pesos.

El crédito en pesos tiene como destino principal el crédito para financiar el consumo de los hogares (incluyendo vivienda), y mantiene una tendencia creciente desde mediados de 2017.

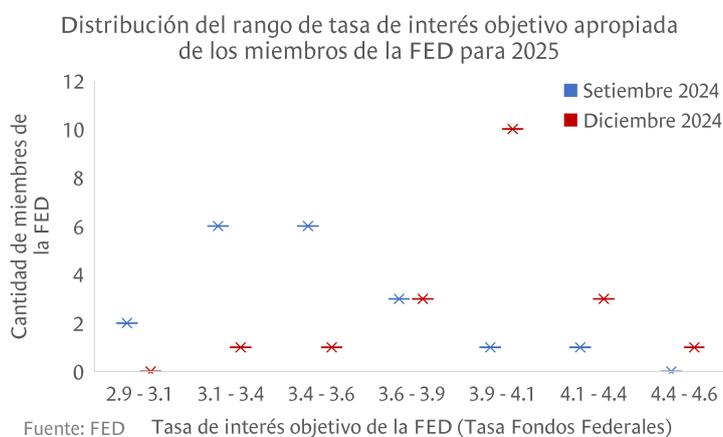
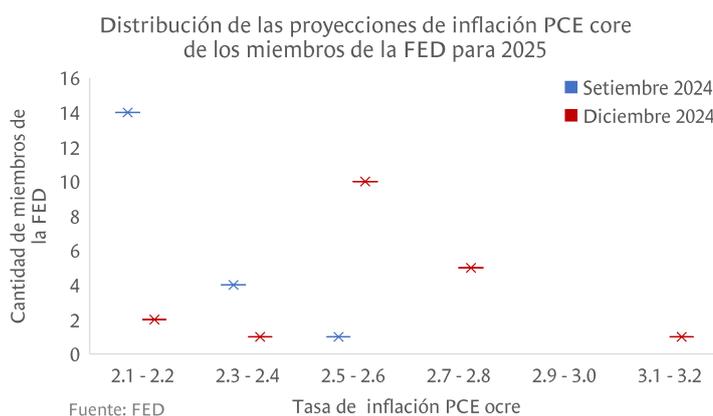
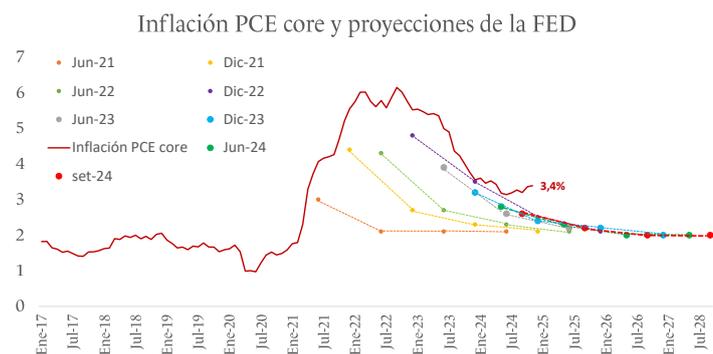
En octubre de 2024 el crédito en pesos equivale a 10997 millones de dólares, por lo que

el crédito en moneda nacional es casi igual al crédito en dólares.

En suma, durante 2023 y 2024 el crédito bancario se expandió tanto en dólares como en pesos. A octubre de 2024 el crédito total de bancos y administradoras de crédito en relación al PIB alcanzó el 35,1%, uno de los mayores valores desde principios de los 2000, y ha aumentado respecto a un año atrás.

⁶ En el informe los valores en pesos se expresan en términos reales a precios de setiembre 2024. Los valores expresados en dólares están en términos corrientes.

3. Riesgos de mercado



La persistencia de la inflación ha determinado que los miembros de la FED esperen que haya menos reducciones de la tasa de Fondos Federales en 2025. En setiembre de 2024, 6 miembros del comité esperaban una tasa de política monetaria para 2025 en un rango de 3,1% - 3,4% y 6 miembros la esperaban en el rango 3,4% - 3,6%. En diciembre 10 miembros del comité esperan que la tasa de interés de la FED para 2025 se ubique en el rango 3,9% - 4,1%.

La incertidumbre de este escenario y la complejidad geopolítica, implican un aumento de los riesgos de mercado y de crédito en países desarrollados y emergentes, con impacto en el ciclo económico y financiero.

Este contexto externo implica un aumento de los riesgos para el sistema financiero local, en especial por sus efectos sobre las tasas de interés y el tipo de cambio en un sistema financiero dolarizado, y este es un factor a considerar a los efectos del determinar el Colchón de Capital Contracíclico (CCC).

La inflación *PCE* (*Personal Consumption Expenditures*) core en Estados Unidos ha disminuido desde 2022 hasta junio de 2024, en que alcanzó un mínimo relativo de 3,1%, no obstante, desde junio la misma se ha mantenido por encima de ese nivel.

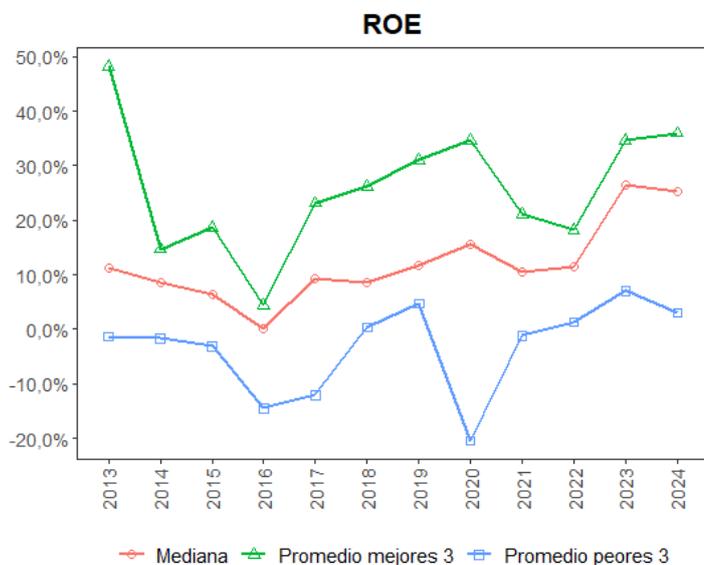
Las proyecciones de la *inflación PCE core* en Estados Unidos de la FED han estado por debajo de la inflación PCE core efectiva, y esta sigue mostrando persistencia. En octubre y noviembre de 2024 ha aumentado hasta 3,4%, un signo de esa persistencia.

Las expectativas de *inflación PCE core* para 2025 de los miembros del comité de la FED han aumentado entre setiembre y diciembre de 2024. En setiembre de 2024, 14 miembros del comité esperaban una inflación entre 2,1% - 2,2%, pero en diciembre solo 2 miembros esperan ese nivel de inflación. A la vez en setiembre de 2024 solo 1 miembro del comité esperaba una inflación entre 2,5% - 2,6% y en diciembre son 10 miembros del comité los que esperan la inflación en este rango.

En diciembre de 2024 la FED ha recortado 0,25% la tasa de política monetaria, la que quedó en el rango de 4,25% a 4,50%.



4. La rentabilidad de los bancos



Se calcula la *rentabilidad bancaria* (datos a noviembre de 2024, anualizados) medida por la *rentabilidad sobre patrimonio (ROE)* y por la *rentabilidad sobre activos (ROA)* para los tres mejores y peores bancos y para el percentil 50 (mediana).

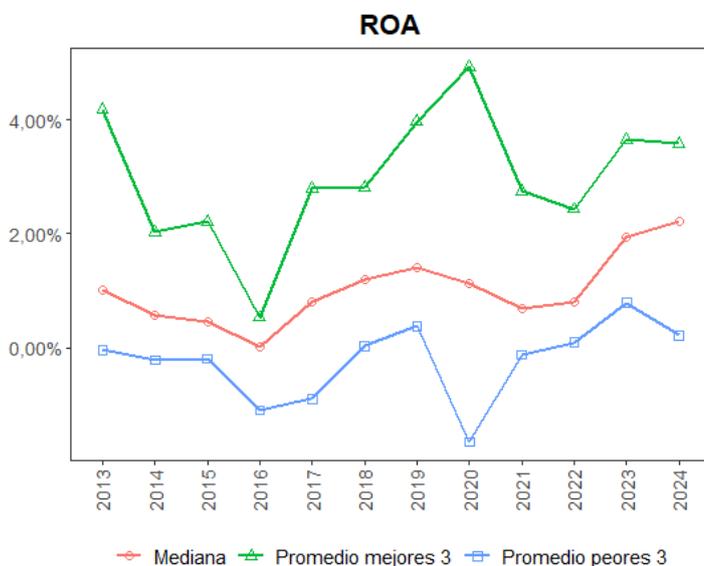
En 2024 la mediana del ROE (El ROE de la mitad de los bancos con menor ROE) es 25,1%, y el ROA es 2,2%, de los valores más altos de la serie de medianas en el período 2013-2024.

En 2024 el ROE para los tres bancos con mejores resultados es 37,0% y el ROA es 3,9%. En el caso de los tres bancos con peor desempeño, el ROE es 2,9% y el ROA es 0,2%.

La rentabilidad bancaria en 2024 tuvo una mejora significativa si se compara la evolución de la rentabilidad de los últimos 12 años, y es similar a la rentabilidad de 2023.

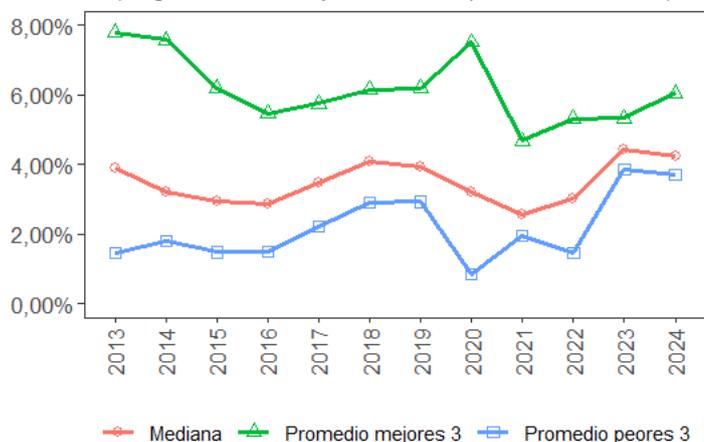
El ROE con respecto a 2023 tuvo una mejora en los tres mejores bancos, y una leve desmejora para la mediana y para los tres bancos con peor resultado. Estos últimos, no obstante, han tenido una rentabilidad positiva.

En 2024 el *margen financiero* con respecto a los activos para los tres mejores bancos es 6,1%, para los tres peores bancos es 3,7% y para la mediana de los bancos 4,2%. Los valores de 2023 y 2024 están entre los más altos de la serie en estos 12 años.



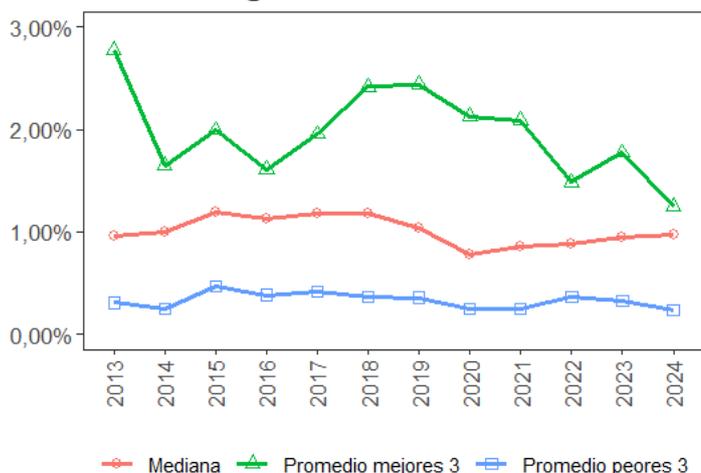
Margen Financiero / Activo

(Margen financiero incluye resultado de operaciones financieras)





Margen Servicios / Activo



El *margen por servicios* respecto al activo en 2024 fue 1,0% para la mediana de los bancos, 0,23% para los tres peores bancos y 1,25% para los tres mejores bancos.

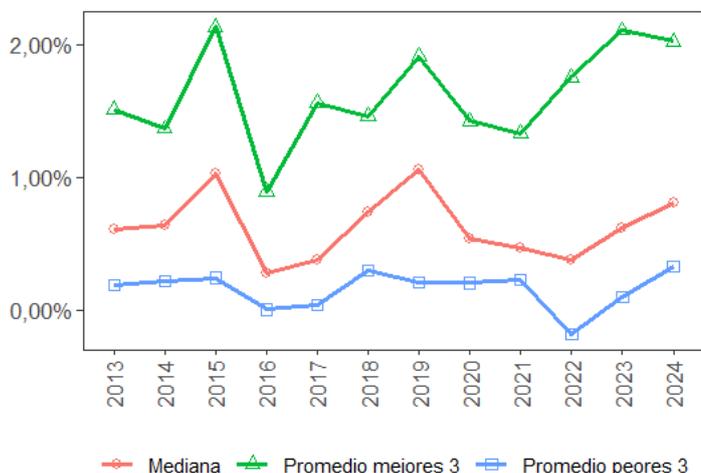
Este *margen por servicios* ha permanecido relativamente estable para la mediana de los bancos y para los tres peores bancos, en el entorno de 1,0% y de 0,3% respectivamente.

La *diferencia de cambio* tiene también un impacto significativo sobre la rentabilidad bancaria.

En 2024 el cociente entre la *diferencia de cambio respecto al activo* para los tres mejores bancos es 2,0%, para la mediana de los bancos es 0,8% y para los tres peores bancos es 0,3%.

La *diferencia de cambio* como componente de la rentabilidad bancaria tiene una mayor variabilidad en relación a otros componentes de la rentabilidad, como por ejemplo respecto al *margen por servicios*, y en especial para alguno de los grupos de bancos.

Diferencia de cambio / Activo



El *gasto en personal y los gastos generales respecto al activo* presenta un comportamiento diferente en los tres grupos de bancos.

En 2024 el *gasto personal y generales sobre el activo* en los 3 mejores bancos es 2,6%, en los tres peores bancos es 7,4% y para la mediana de los bancos es 3,5%.

En resumen, si bien hay diferencias significativas entre los tres grupos de bancos analizados, en 2023 y 2024 la *rentabilidad bancaria* es positiva, aún en los tres bancos con

menor rentabilidad. La rentabilidad, medida por el ROE, en los tres mejores bancos se acerca al 40,0%, y en la mediana de los bancos es 25,0%, niveles superiores a la rentabilidad bancaria promedio observada en economías desarrolladas.

5. Conclusión

El reloj aumentado del ciclo indica que en 2024 la economía volvió a situarse en el cuadrante de recuperación, en un contexto de crecimiento esperado del PIB para 2024 de 3,1% anual. En este año la economía se ha recuperado de los shocks sufridos el último trimestre de 2022 y en 2023, y ha habido un crecimiento del PIB en los primeros tres trimestres del año.

En Estados Unidos la inflación ha disminuido significativamente, no obstante, hay una inflación núcleo persistente determinada por una demanda robusta. Las expectativas de los miembros del comité de la FED sobre la inflación núcleo para 2025 revelan que la mayoría espera que dicha inflación se ubique entre 2,5% - 3,2%. En diciembre de 2024 la FED recortó 0,25% la tasa de política monetaria, pero hay señales que se ha alargado el período de tasas de interés elevadas más de lo esperado previamente.

Esto implica mayores riesgos de mercado y de crédito en los mercados financieros de los países desarrollados y emergentes en el mediano plazo. El aumento de dichos riesgos se ve amplificado en una economía con un mercado de crédito parcialmente dolarizado.

Por otro lado, el aumento del crédito ha acompañado la recuperación de la economía, y a un ritmo acompasado a la evolución del PIB, con un leve aumento de la relación crédito/PIB. Asimismo, dicho aumento del crédito alcanza los segmentos de crédito a empresas y familias (consumo y vivienda)⁷.

El dinamismo del mercado de crédito implica que no hay restricciones de fondeo para los bancos y el riesgo de crédito ha aumentado, si bien se mantiene dentro de niveles aceptables dados los niveles de capital y provisiones, en un contexto de rentabilidad bancaria de las más altas en los últimos doce años.

De acuerdo con la metodología definida y publicada por el BCU, la que incluye el componente guía: el reloj aumentado del ciclo; y el componente discrecional: que resulta del análisis del mercado de crédito y sus riesgos, la rentabilidad de los bancos y los indicadores complementarios (ver anexo); el conjunto de los mismos sugiere que se retomen los aumentos de fondos por el CCC, elevando dicho requerimiento en 0,25%, por lo que se fija λ en 1,00%.

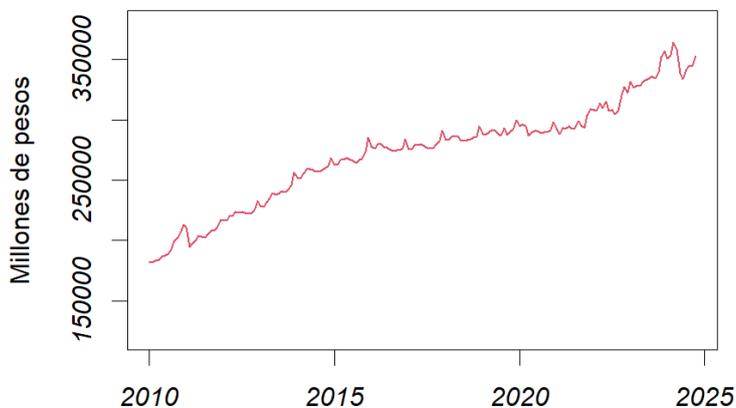
La confirmación del crecimiento esperado del PIB en 2025, que supone mantenimiento de un crecimiento moderado del nivel de actividad, el comportamiento del crédito y la evolución de sus riesgos, el contexto financiero internacional y regional, y los riesgos asociados a los mismos, serán factores relevantes a considerar para determinar si se vuelve a realizar una solicitud de aumento del requerimiento del CCC en los próximos períodos.

⁷ Ver el anexo de este informe en las páginas siguientes.

Anexo: Indicadores complementarios para la evaluación del CCC

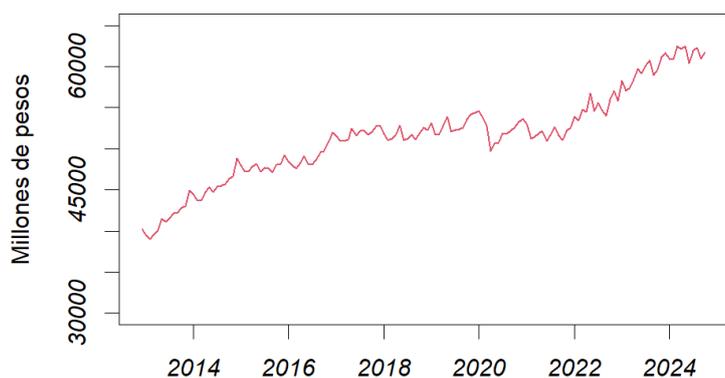
1. El crédito

Crédito a familias - Bancos



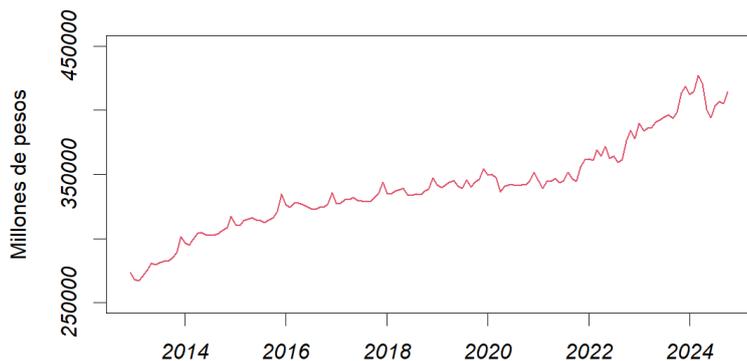
A octubre de 2024 el crédito a las familias (consumo y vivienda) de los bancos alcanzó los 352956 millones de pesos¹. Esto representa un aumento de 4,1% respecto a un año atrás, en que ese crédito era de 339199 millones de pesos.

Crédito a familias - Administradoras de crédito



Desde 2021 el crédito de las administradoras de crédito a las familias crece. A marzo 2024 estas entidades otorgaron créditos por 61709 millones de pesos, lo que representa un aumento de 3,5% respecto a un año atrás que fue de 59608 millones de pesos.

Crédito a familias - Bancos y Administradoras de crédito



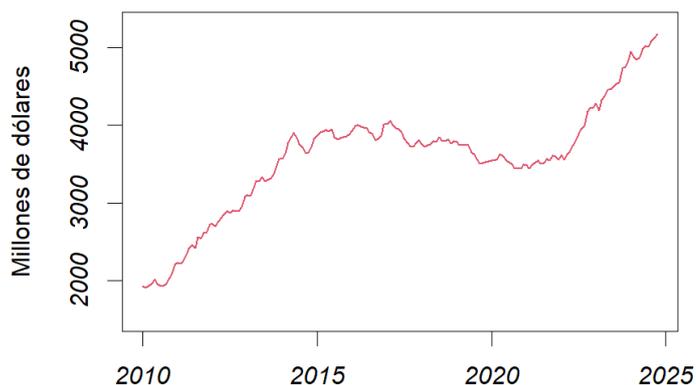
En octubre de 2024 los créditos de los bancos y de las administradoras de crédito a familias era de 414665 millones de pesos, mientras que un año atrás era de 398807 millones de pesos, lo que representa un aumento de 4,0%. Entre marzo y junio de 2024 hay una baja en escalón, pero a partir de ese último mes se retoma la tendencia creciente del crédito a familias de bancos y administradoras de crédito.

En suma, luego de una pequeña baja a principios de 2020, el crédito de bancos y administradoras a las familias ha aumentado desde 2021 hasta 2024, con tasas trimestrales de crecimiento que aumentaron sobre fines de 2022 y en 2023.

¹ En el informe los valores en pesos se expresan en términos reales a precios de setiembre 2024. Los valores expresados en dólares están en términos corrientes.



Crédito al sector transable



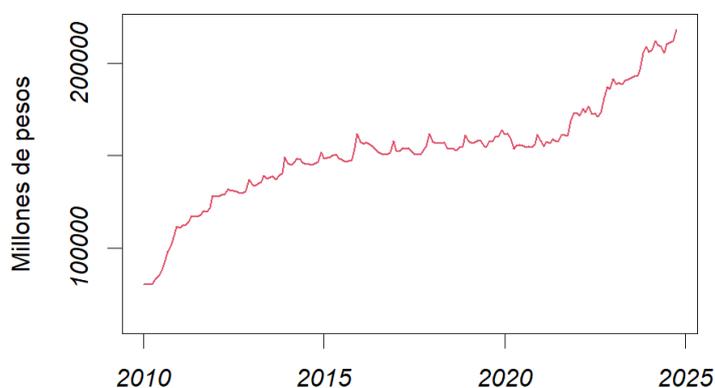
En octubre de 2024 el crédito al sector transable alcanzó los 5173 millones de dólares, lo que representa un aumento de 9,1% respecto a un año atrás, cuando dicho stock de crédito era de 4740 millones de dólares. En 2023 y 2024 se mantiene la tendencia creciente del crédito al sector transable que se inició en 2020.

Crédito al sector no transable



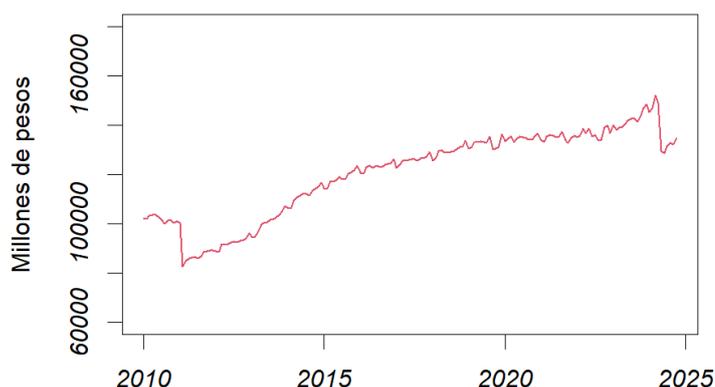
El crédito al sector no transable ha mantenido una tendencia creciente, y en octubre de 2024 alcanzó los 690109 millones de pesos, un 6,1% mayor a un año atrás que era de 650415 millones de pesos.

Crédito al consumo - Bancos



En suma, en 2024 el crédito al sector transable expresado en dólares y el crédito al sector no transable expresado en pesos mantienen una tendencia creciente, ambos con un ritmo mayor al aumento del PIB en igual período

Crédito para vivienda - Bancos

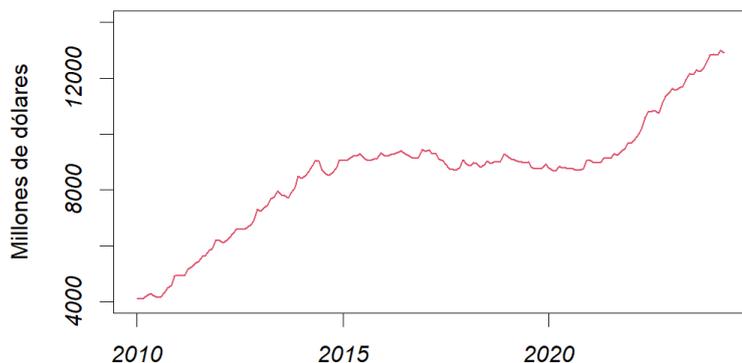


En octubre de 2024 el crédito al consumo de los bancos era de 218203 millones de pesos, cuando un año atrás era de 196103 millones de pesos, lo que significa un aumento de 11,3%. El crédito al consumo de los bancos mantiene un crecimiento sostenido desde 2021.

En octubre de 2024 el crédito para vivienda era de 134753 millones de pesos y un año atrás era de 143086 millones de pesos, lo que significa una caída de 5,8%. Esta caída en escalón se explica por la cancelación de deudas en el Banco Hipotecario en mayo de 2024 por 501 millones de dólares por decisión de los poderes ejecutivo y legislativo

En 2023 el crédito para vivienda había retomado el crecimiento luego de un período de relativa estabilidad, la que se mantiene en 2024 si se abstrae la baja en escalón antes referida.

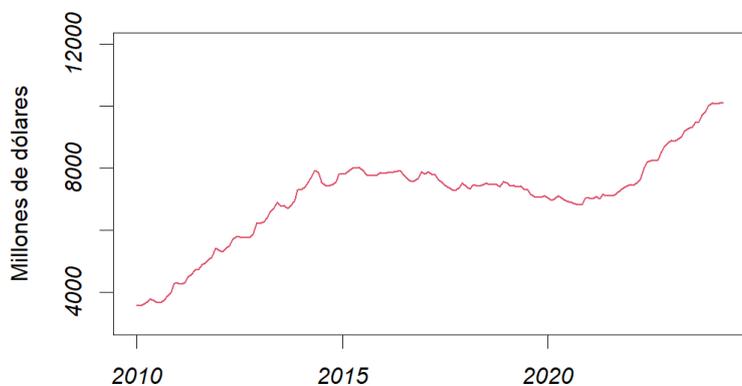
Crédito a empresas - Bancos



En octubre de 2024 el crédito a las empresas alcanzó los 13424 millones de dólares, y un año atrás dicho monto era de 12334 millones de dólares, lo que significa un aumento de 8,8%.

Desde 2021 hasta el presente el crédito de los bancos a las empresas crece, en especial el crédito en dólares orientado al sector transable.

Crédito en dólares a empresas - Bancos



En octubre de 2024 el crédito en dólares a empresas fue de 10123 millones de dólares, lo que significa un aumento de 12,3% respecto a un año atrás, cuando dicho saldo era de 9005 millones de dólares. En este segmento a empresas, se mantiene la tendencia creciente del crédito en dólares.

Crédito en pesos a empresas - Bancos

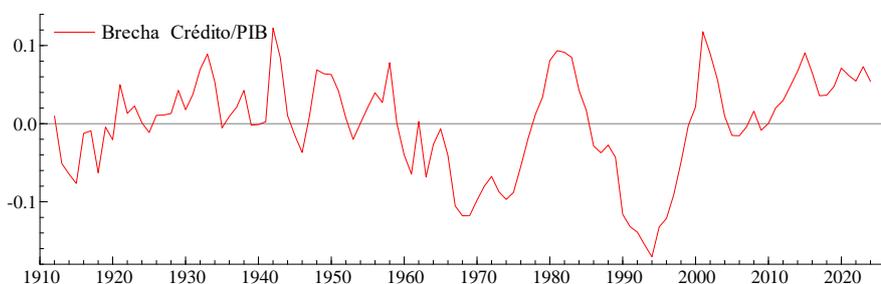
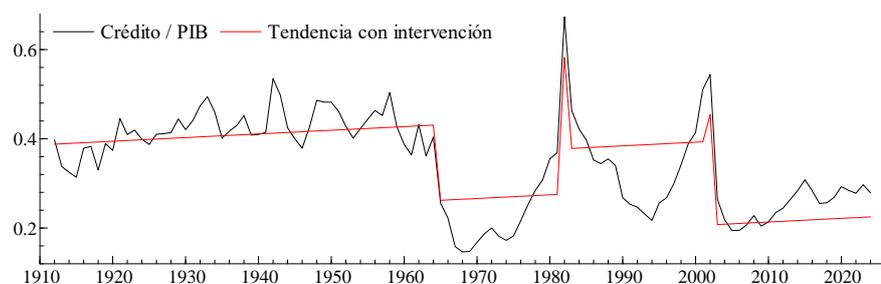
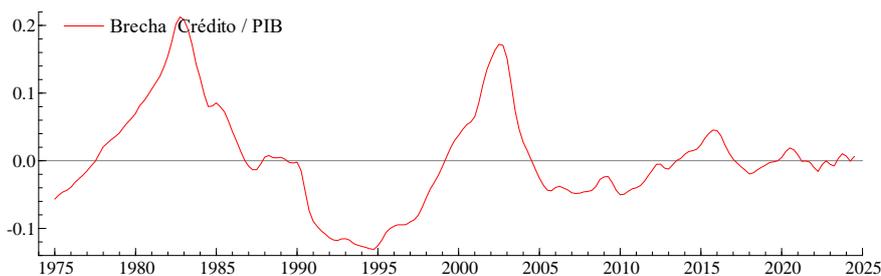
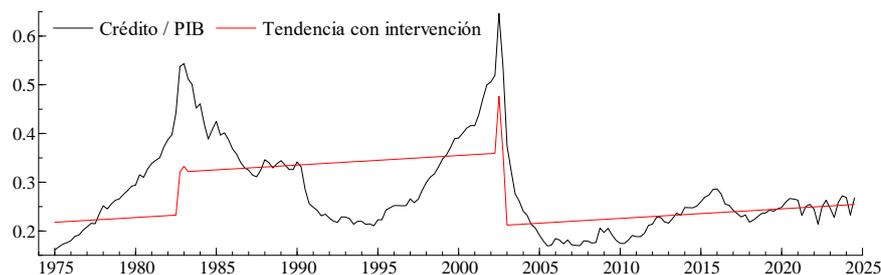


En marzo de 2024 el crédito en pesos a empresas alcanzó los 103675 millones de pesos, mientras que un año atrás era de 104882 millones de pesos, lo que representa una caída de 1,1% en ese período.

El crédito en este segmento se estabilizó en un nivel algo mayor a los 100000 millones de pesos desde fines de 2021 y eso se mantiene hasta el presente, con una tendencia levemente decreciente.

En suma, el crecimiento en el crédito a empresas está en el crédito en dólares y se concentra en el sector transable.

2. La brecha crédito/PIB



En la estimación de la brecha crédito/PIB con datos trimestrales desde 1975 hasta el tercer trimestre de 2024 la brecha crédito/PIB se mantiene levemente positiva entre 2018 y 2021.

La misma aumentó en los tres últimos trimestres de 2020 debido a la recesión que afectó a la economía, pero con la recuperación del PIB y el crecimiento del crédito, entre 2021 y 2024 la brecha crédito/PIB ha tenido oscilaciones en torno a cero.

En 2021 y la primera parte de 2022 esta brecha crédito/PIB se mantiene en el entorno de cero y en los últimos trimestres de 2022 y en 2023 y 2024 es levemente positiva.

De acuerdo a este indicador la economía no tiene un crecimiento ni una caída excesiva del crédito en los últimos años.

En la gráfica siguiente se estimó la brecha crédito/PIB con datos anuales para el período 1912-2024.

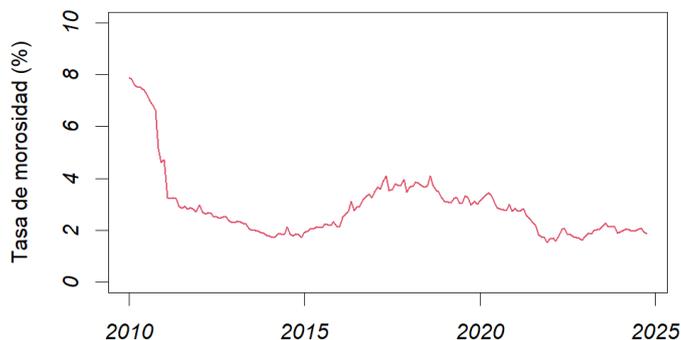
Para estos últimos años se observa una evolución estable similar a la que muestran los datos trimestrales de arriba, pero en este caso con una brecha que es positiva. Esto último es determinado por la variable de intervención en la estimación de la brecha crédito/PIB luego de la crisis de 2002.

Ninguna de las dos mediciones de brecha crédito/PIB indica en una evolución del crédito explosiva en el último período luego de la crisis de 2002, sino que revelan estabilidad en la misma, aunque en diferentes niveles. En el caso de la estimación en el período 1975-2024 con datos trimestrales la brecha crédito/PIB en los últimos años se sitúa en torno a cero, en el caso de la estimación en el período 1912-2024 con datos anuales la brecha crédito/PIB en los últimos años se sitúa en valores positivos y estables.

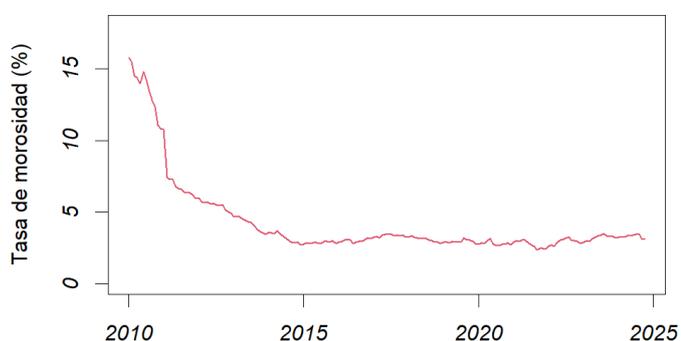


3. Riesgo de crédito

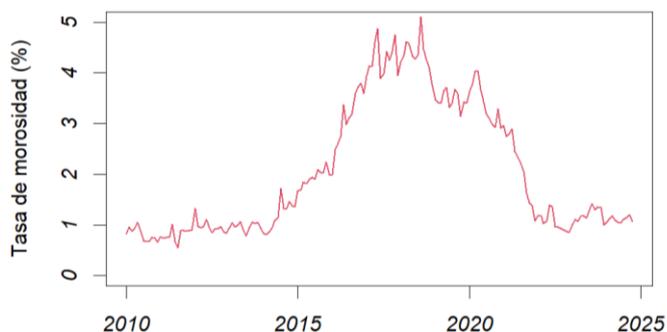
Tasa de morosidad global - Bancos



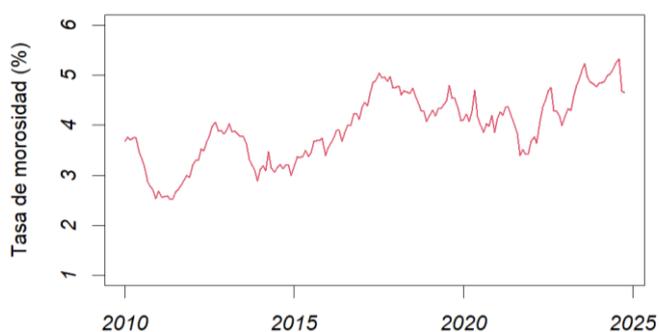
Tasa de morosidad de familias - Bancos



Tasa de morosidad de empresas - Bancos



Tasa de morosidad - crédito al consumo - Bancos



Desde 2020 la tasa global de morosidad comenzó a disminuir y dicha tasa se estabiliza en el entorno del 2% desde 2022 hasta 2024.

Esto se explica por dos factores:

El primero es por los cambios regulatorios para amortiguar el shock del Covid-19 que facilitaron la refinanciación y reestructuración de los créditos a familias y empresas.

El segundo factor es la recuperación económica luego del shock, la que generó un régimen de crecimiento fuerte, ayudada por inversiones de magnitud, el aumento transitorio en el precio de los commodities en 2022 que dinamizaron las exportaciones y el crecimiento de la demanda interna por la recuperación de los ingresos.

Los factores mencionados explican que la tasa morosidad global de los bancos ha tenido una tendencia descendente, la que alcanzó un mínimo de 1,62% en diciembre de 2022 y en octubre de 2024 se ubica en 1,85%.

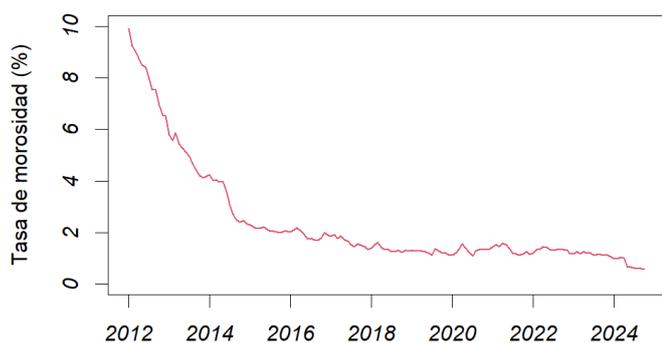
En octubre de 2024 la tasa de morosidad de los créditos de familias fue 3,09%, y un año atrás era 3,28%. Esta tasa de morosidad se mantiene en el nivel de 3% desde 2015.

En octubre de 2024 la tasa de morosidad de empresas fue 1,07% y en octubre de 2023 era 1,36%. Estos valores de la morosidad de las empresas están entre los más bajos de la serie.

La tasa de morosidad del crédito para consumo tuvo un repunte desde niveles cercanos a 3,50% en 2021 a 4,87% en octubre de 2023 y 4,64% en octubre de 2024. El segmento del crédito al consumo se mantiene como el segmento con mayor riesgo de crédito en comparación con el crédito a empresas y a vivienda.

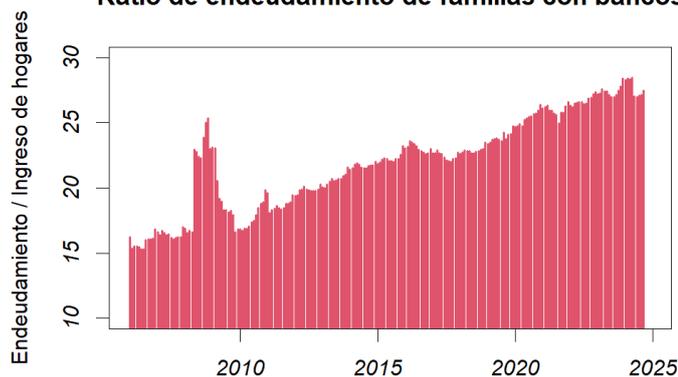


Tasa de morosidad - crédito para vivienda - Bancos



La morosidad del crédito a las familias para vivienda tuvo un descenso sostenido, y desde 2018 se estabilizó en niveles entre 1,0% y 1,5%. En mayo de 2024 tuvo una baja en escalón de 1,02% en abril a 0,66% en mayo de 2024 por la cancelación de deudas en el Banco Hipotecario. En octubre de este año esta tasa fue de 0,57%.

Ratio de endeudamiento de familias con bancos



La morosidad se mantiene baja en los diferentes segmentos de crédito y la tendencia muestra estabilidad. Sin embargo, este indicador es limitado para evaluar el riesgo de crédito en contextos en que existen reestructuraciones en la cartera de créditos y extensiones en los plazos.

Ratio de endeudamiento de familias con bancos y EACs



En setiembre de 2024 el cociente de endeudamiento sobre los ingresos de las familias por créditos para consumo y vivienda con bancos es 27,5% y con bancos y administradoras de crédito es 32,3%, un año atrás los mismos valores eran 27,2% y 32,0% respectivamente.

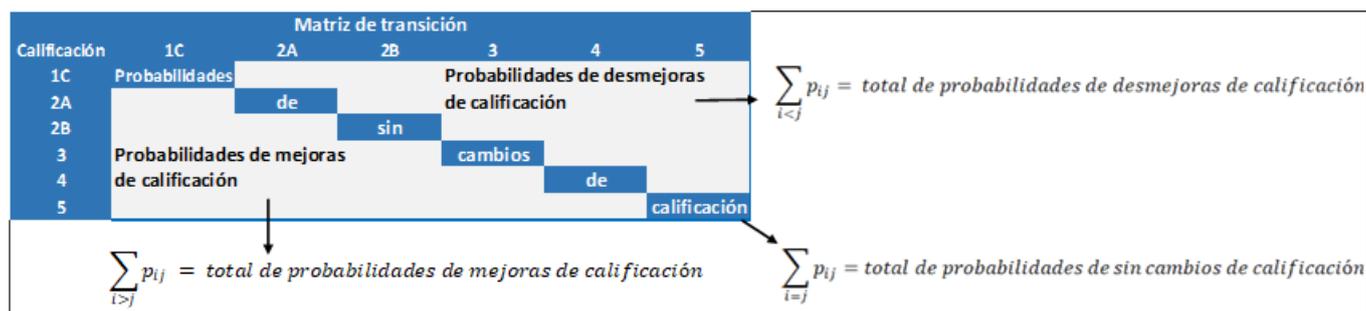
En mayo de 2024 hubo una caída en escalón del cociente entre deuda de las familias con los bancos por la cancelación de deudas con el Banco Hipotecario. En abril dicho cociente era de 28,5% y cayó a 27,1% en mayo; si se toma el cociente incluyendo las administradoras de crédito este cayó de 33,4% a 32,0% entre los

mismos meses de 2024.

Dejando de lado este efecto transitorio, ambos cocientes han mantenido una tendencia creciente sostenida, en concordancia con el aumento en el crédito a las familias para consumo y vivienda. El crecimiento sostenido del crédito a las familias por un lado dinamiza la demanda interna y el crecimiento, no obstante genera un incremento del riesgo para el sistema financiero ante shocks que afecten el ingreso de las familias.



4. El ciclo del riesgo de crédito



Se supone que las calificaciones crediticias de los deudores siguen un *proceso estocástico de cadena de Markov*. Los *estados de la naturaleza* son las *calificaciones crediticias* que reciben los deudores en cada institución financiera, y la misma se va modificando en el tiempo.

Esto implica calcular la probabilidad que un deudor pase de una categoría crediticia a otra, es decir de un estado a otro, es lo que se llama *probabilidad de transición o migración* de un estado a otro. Se estiman *matrices de transición* para dichas calificaciones crediticias con las probabilidades de migrar entre las mismas.

Esta metodología supone que los estados asociados a dichas probabilidades de transición siguen un *proceso de cadena de Markov* de algún orden y que esa *serie estocástica de estados* asociados al riesgo de crédito de los deudores cumple algunas *propiedades* que la literatura sobre el tema ha definido.

Para estimar las matrices de transición se trabajó con datos de la *Central del Riesgos (CR)* del BCU en el período que cubre desde 1999 hasta 2024, utilizando datos anuales de los deudores del sistema bancario. El análisis subdivide este período en dos subperíodos: 1999 - 2006 y 2007 – 2024 debido a que las categorías de riesgo crediticias son diferentes en dichos subperíodos. En el período total se trabajó con más de 21 millones de registros.

Se estiman matrices de transición con un horizonte a 12 meses desde 1999 hasta 2024 y se divide la muestra en los dos subperíodos antes definidos, en función de cómo se definieron las categorías de calificación crediticia por la normativa regulatoria.

En una *matriz de transición* de este tipo las *filas* representan la *calificación en t* y las *columnas* la *calificación en t+1*. En la *diagonal* se encuentran las probabilidades de que las calificaciones crediticias se mantenga en la misma entre el *período t* y el *período t+1* siguiente.

Fuera de la diagonal se encuentran las probabilidades de cambio de calificación crediticia, la que puede ser de *mejora en la calificación* o de *desmejora en la calificación* crediticia del deudor.

En el *triángulo superior* a dicha *diagonal* se encuentran las *probabilidades de desmejora* de las calificaciones crediticias de los deudores y en el *triángulo inferior* están las *probabilidades de mejora* en la calificación crediticia.

$$p_k = \sum_{i>j} p_{ij} - \sum_{i<j} p_{ij} = \text{probabilidad total de mejora neta de calificación en } k$$

$$p_k = \sum_{i>j} p_{ij} - \sum_{i<j} p_{ij} > 0 \text{ es una mejora neta de las probabilidades de calificación}$$

$$p_k = \sum_{i>j} p_{ij} - \sum_{i<j} p_{ij} < 0 \text{ es una desmejora neta de las probabilidades de calificación}$$

El *ciclo del riesgo de crédito* se calcula en función de las calificaciones crediticias de los deudores de la cartera bancaria, se define como la diferencia de la sumatoria de las probabilidades de mejora neta de las calificaciones p_k , menos la media de dicha sumatoria $\overline{p_k}$.

Se define el ciclo de riesgo de crédito de la siguiente manera:

$$\text{ciclo de riesgo de crédito}_k = p_k - \overline{p_k}$$

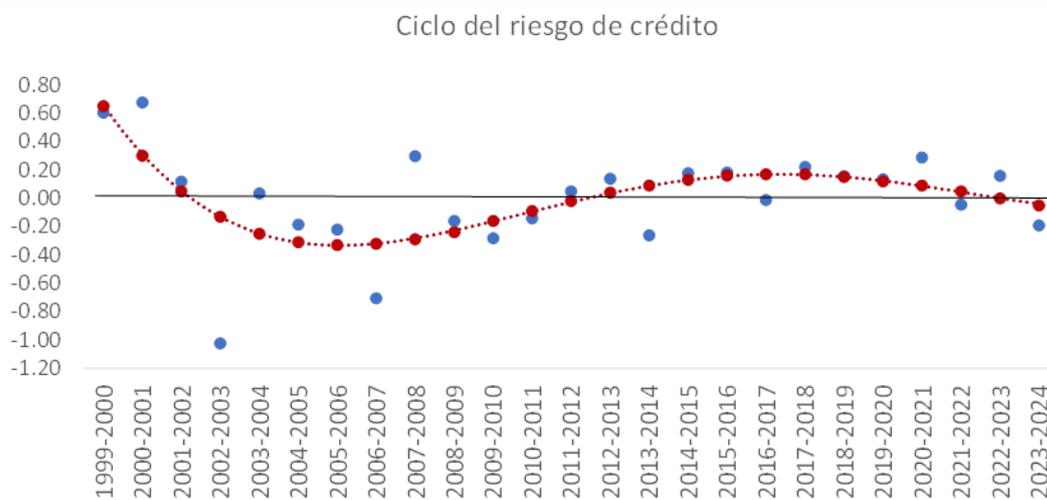
donde $\overline{p_k}$ es la media de la mejora neta de probabilidades de calificación:

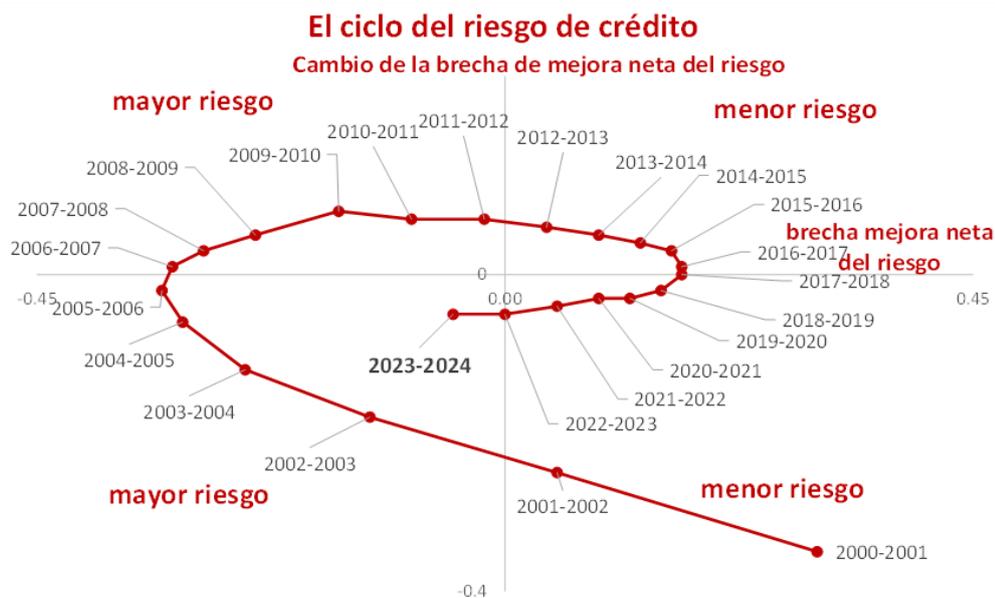
desde $k = 1999 - 2000$ hasta $k = 2023 - 2024$

ciclo de riesgo de crédito $_k > 0$, significa que las probabilidades de mejora neta están por encima de la media. Es una etapa de menor riesgo respecto a la media.

ciclo de riesgo de crédito $_k < 0$, significa que las probabilidades de mejora neta están por debajo de la media. Es una etapa de mayor riesgo respecto a la media.

El *ciclo del riesgo de crédito* se suaviza mediante la estimación de una tendencia no lineal con un polinomio, dado que se supone un comportamiento no lineal de la diferencia de la sumatoria de las probabilidades de mejora neta de cada año con respecto a la media del período de dicha sumatoria de probabilidades.





Desde 2002-2003 hasta 2011-2012 hay un aumento del *riesgo neto* medido por las probabilidades de cambios en la calificación crediticia de los deudores bancarios. En ese período, en *tendencia*, la sumatoria de las probabilidades de mejora de calificación crediticia es menor a las de desmejora p_k con respecto a la media \bar{p}_k del período 1999-2024. En *tendencia*, la *brecha de riesgo de crédito* es negativa.

Luego de la crisis financiera de 2002, entre 2002 y 2007 la cartera bancaria se reduce por la desaparición de varios bancos y por el castigo de la cartera incobrable remanente en bancos que reestructuraron la misma.

Desde 2006-2007 y hasta 2011-2012 las instituciones aplicaron la normativa para el deterioro crediticio y en un escenario de crecimiento del crédito hubo más desmejoras que mejoras en las calificaciones crediticias, lo que resultó que la *tendencia* estimada de la *suma neta de las probabilidades de mejora neta respecto a la media 1999-2024 fuera negativa*, $p_k - \bar{p}_k < 0$.

Este resultado indica en el período 2006-2007 y 2011-2012 hubo una *expansión del crédito* conjuntamente con un *aumento en el riesgo que los bancos percibían* en su cartera de crédito. Hubo un aumento del crédito y del apetito por el riesgo de los bancos dentro de niveles aceptables para el negocio bancario, dado sus niveles de provisiones y de capital para enfrentar potenciales pérdidas futuras.

Desde 2012-2013 en adelante el crédito continuó creciendo, pero en *tendencia* la *suma neta de probabilidades de mejora neta de las calificaciones crediticias respecto a la media fue positiva*, lo que supuso una *disminución del riesgo de crédito* de la cartera crediticia. En *tendencia*, las sumatoria de *probabilidades de mejora neta de las calificaciones crediticias respecto a la media positiva* se mantuvo hasta 2022-2023.

En 2023-2024 el valor negativo de la sumatoria *de las probabilidades de mejora neta de las calificaciones crediticias respecto a la media* en *tendencia* es leve, y se explica por los valores negativos (puntos en azul) que se observan en 2021-2022 y 2023-2024, lo que resultó que el *valor de la tendencia* en 2023-2024 de las probabilidades fuera negativo (punto rojo de la gráfica de la página anterior).



En síntesis, 2023-2024 en *tendencia* la *brecha de riesgo de crédito es negativa* al ser la sumatoria de las *probabilidades de mejora neta de las calificaciones crediticias respecto a la media negativa*, lo que implica un *aumento del riesgo de crédito*.

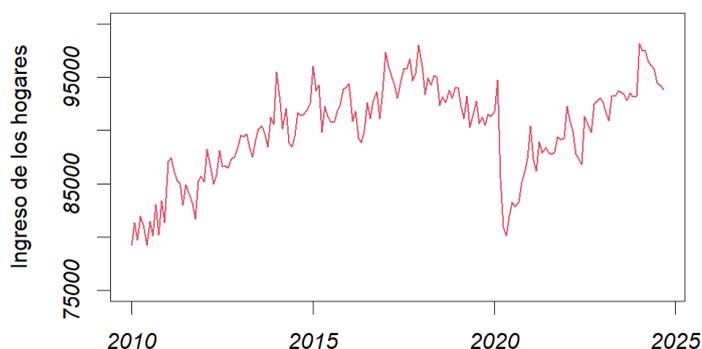
Este resultado que no se observaba desde 2005-2006, con *variación de la brecha de mejora neta del riesgo* también negativa, y desde 2011-2012 con *variación de la brecha de mejora neta del riesgo* positiva.



5. Indicadores adicionales

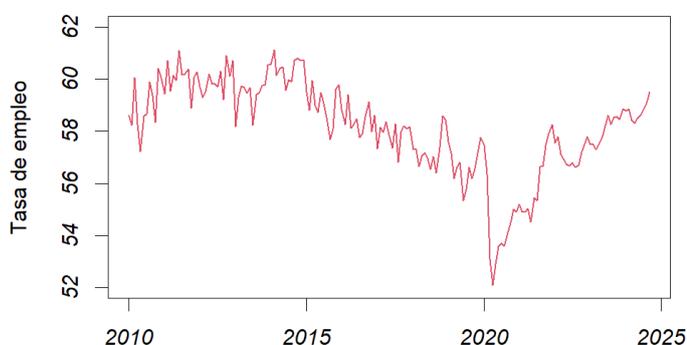
5.1. Hogares

Ingreso promedio de los hogares



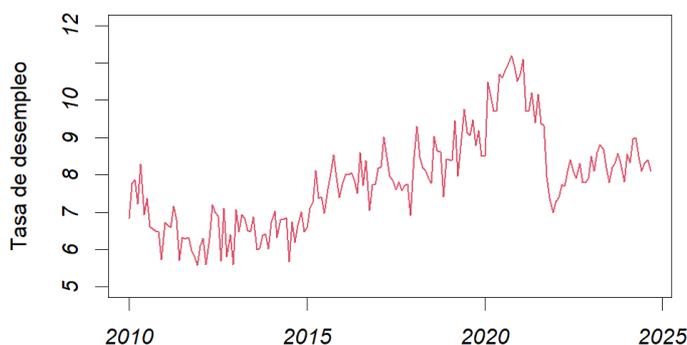
En tendencia hay una recuperación de los ingresos de los hogares desde el segundo trimestre de 2020. En el tercer trimestre de 2024 el ingreso promedio mensual de los hogares es de 93856 pesos, un valor 1,0% superior respecto al mismo trimestre de un año atrás. No obstante, en el tercer trimestre de 2024 el ingreso promedio de los hogares tiene una baja de 3,7% respecto al primer trimestre del año.

Empleo



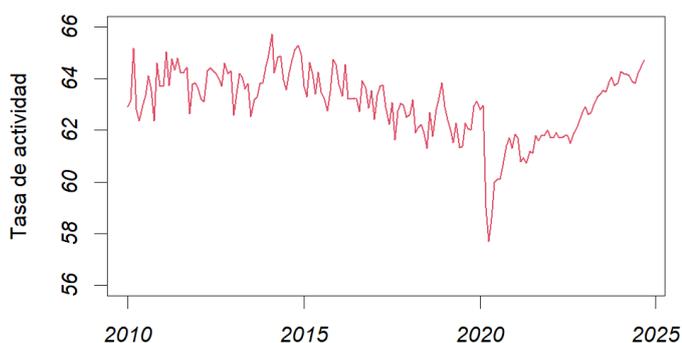
Desde el comienzo del régimen de crecimiento débil en 2014 la tasa de empleo tuvo una tendencia decreciente. Con el shock de la pandemia de Covid-19 llegó a un mínimo de 52,1% en abril de 2020.

Desempleo



Dicha tasa de empleo se ha recuperado desde el segundo trimestre de 2020, desde el mínimo de 52,1% en abril de ese año. En setiembre de 2024 llega a 59,5% y en setiembre de 2023 era 58,5%. Los valores de la tasa de empleo en 2023 y 2024 son superiores a los niveles pre-pandemia.

Tasa de actividad



A pesar de la mejora observada en el empleo, en 2024 la tasa de desempleo ha oscilado entre 8,1% y 9,0%, y en 2023 lo hizo entre 7,8% y 8,8%. En setiembre de 2024 la tasa de desempleo se ubicó en 8,1%.

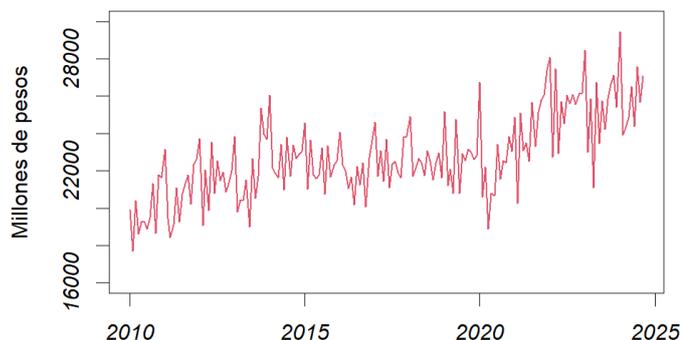
Lo que explica el desempleo se mantenga por encima del 8,0% en 2023 y 2024, a pesar de que el empleo aumenta, es el aumento en la tasa de actividad (oferta de trabajo). Dicha tasa llegó a 64,7% en setiembre de 2024, y era 62,7% en marzo de 2023 y 64,2% en marzo de 2024.

La tasa de actividad ha mantenido una tendencia creciente desde el tercer trimestre de 2022.

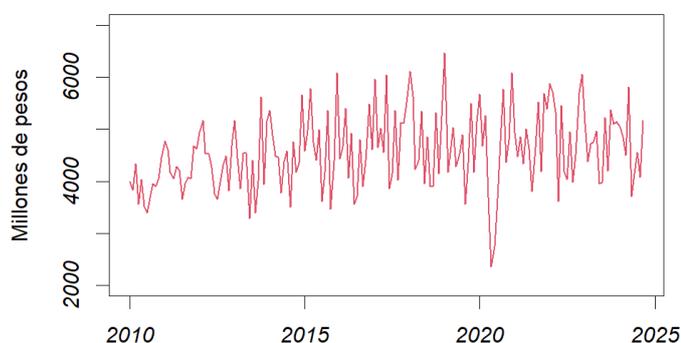


5.2. Empresas

Recaudación del IVA



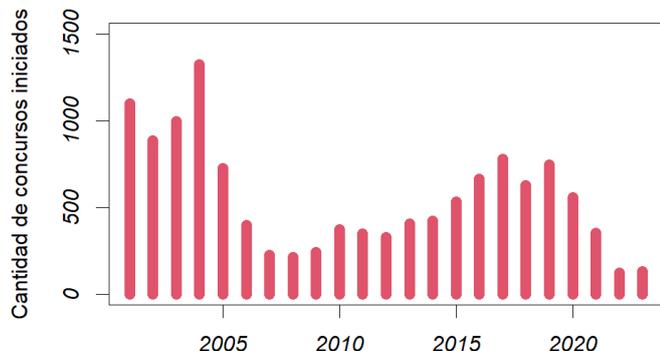
Recaudación de IMESI



Expectativas de ventas internas próximos 6 meses



Concursos iniciados judicialmente



Luego de haber alcanzado un mínimo en 2020, la recaudación del IVA ha tenido una tendencia creciente. En el tercer trimestre de 2024 cerró en 80324 millones de pesos, lo que significa un 5,9% más que en el mismo trimestre del año pasado, en que la recaudación del IVA alcanzó los 75842 millones de pesos y un 3,3% más que en el primer trimestre de 2024 que fue de 77728 millones de pesos.

Estos aumentos en la recaudación del IVA son consistentes con el crecimiento del PIB en 2024, y suponen una elasticidad con respecto al PIB superior a uno. Parece superada la caída en las ventas internas por la diferencia de precios con Argentina, la que afectó la recaudación de este impuesto en 2023.

En el tercer trimestre de 2024 la recaudación del IMESI fue de 13794 millones de pesos, un 2,9% mayor al mismo trimestre de 2023, en que la recaudación fue 13401 millones de pesos; pero al comparar el tercer trimestre de 2024 con el primero, se observa una caída de 4,2%.

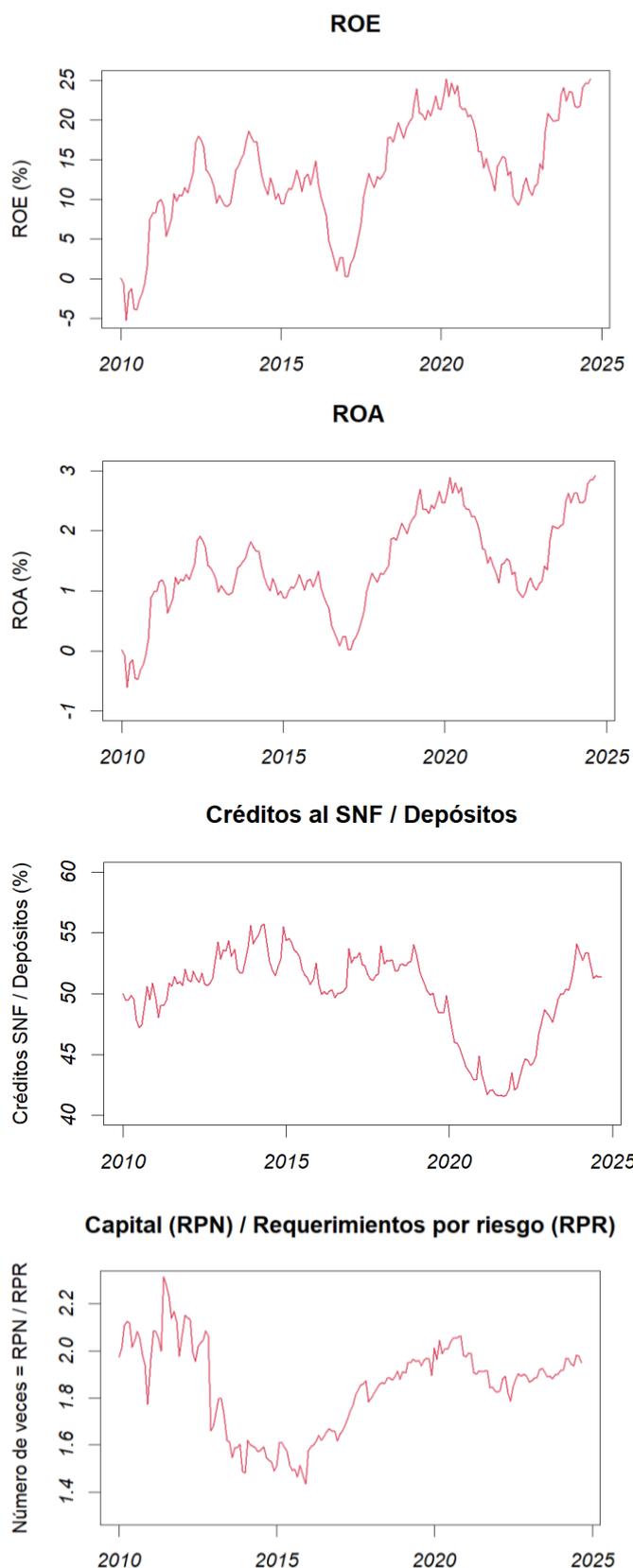
Las expectativas netas de los empresarios sobre ventas internas² en los próximos 6 meses, medidas como expectativas de mejores ventas menos peores ventas, tienen valores positivos todos los meses de 2024 (con los datos a setiembre), excepto en enero y abril. Esto señala un cambio con respecto a 2023, y es una señal positiva sobre la evolución esperada de la demanda interna.

Los concursos iniciados a nivel judicial descienden de 745 en 2019, a 558 en 2020, 353 en 2021, 122 en 2022 y 132 en 2023.

² Cámara de Industrias del Uruguay (CIU). <http://www.ciu.com.uy/innovaportal/v/15128/9/innova.front/expectativas-empresariales-industriales.html>



5.3. Sector bancario



En 2024 el ROE (retorno sobre patrimonio) de los bancos de los últimos 12 meses se situó entre 20% y 25%, valores similares a los alcanzados en 2019 y 2020.

En junio de 2022 tuvo un mínimo relativo de 9,2%, y desde el último trimestre de 2023 hasta el tercer trimestre de 2024 se ubicó en el rango referido.

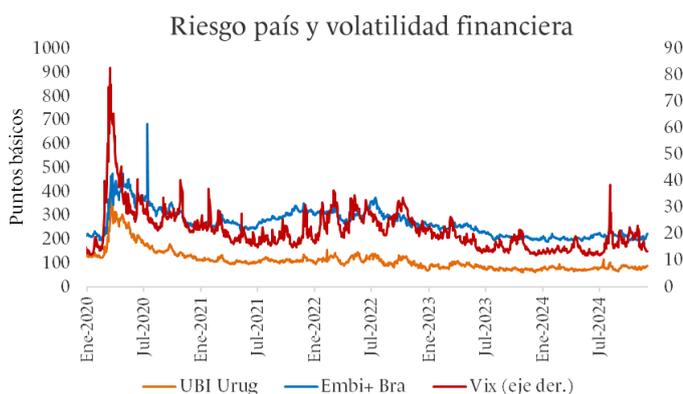
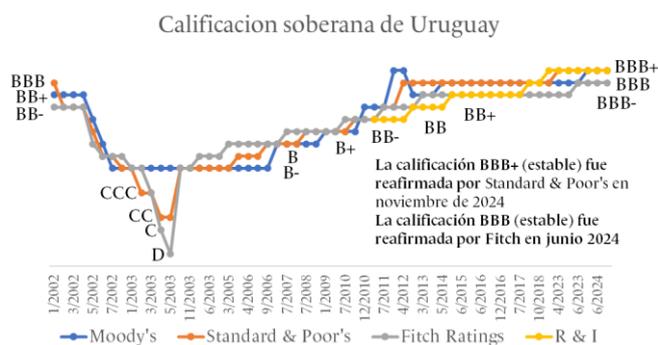
En 2024 el ROA (retorno sobre activos) de los bancos de los últimos 12 meses se situó entre 2% y 3%, rango similar al alcanzado en 2019 y 2020. Desde el mínimo de 0,9% en junio de 2022, el ROA volvió a crecer, y desde el último trimestre de 2023 hasta el tercer trimestre de 2024 volvió a los niveles de 2019 y 2020.

El aumento del crédito desde 2022 implicó que el cociente entre los créditos al sector no financiero y los depósitos aumente, hasta alcanzar un máximo en diciembre de 2023 de 54,1%. Desde esa fecha tuvo una leve caída y en setiembre de 2024 se ubica en 51,4%.

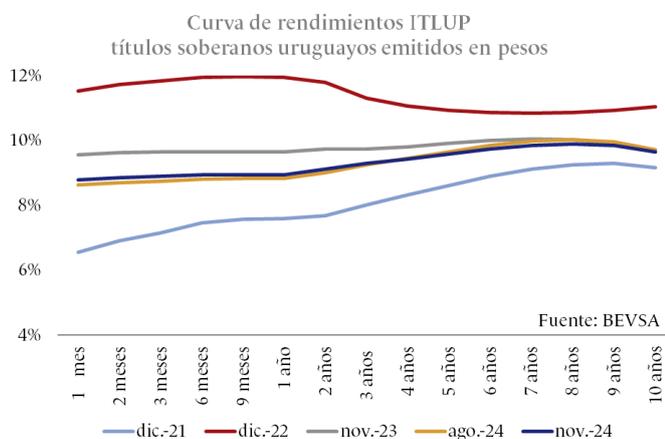
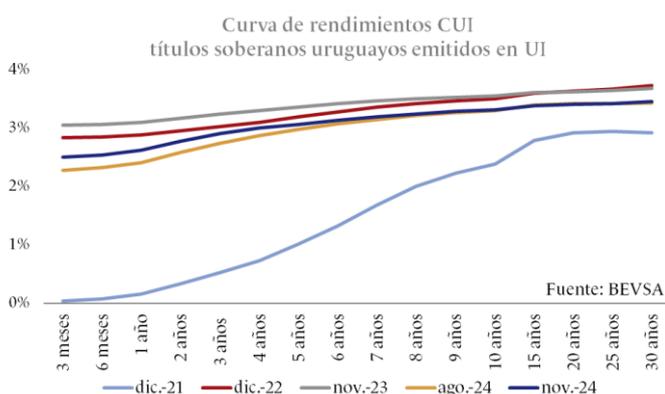
El capital (medido por la Responsabilidad Patrimonial Neta, RPN) respecto a los requerimientos de capital por riesgo (RPR), presenta una tendencia creciente desde mediados de 2022 hasta 2024, con valores que van de 1,8 veces hasta 2 veces a en el tercer trimestre de 2024. En setiembre de 2024 el cociente RPN/RPR es 1,95 veces.

El sistema bancario en su conjunto presenta un elevado nivel de capital respecto a los requerimientos del mismo cuando se consideran los riesgos de crédito, de mercado, operacional y sistémico.

5.4. Riesgos de mercado



Fuente: J P Morgan, CBOE y República Afap



En noviembre de 2024 la calificadora Standard & Poor's reaffirmó la calificación de los bonos soberanos en BBB+ estable. En junio de 2024 la calificadora Fitch Ratings reaffirmó la calificación BBB estable de los bonos soberanos de Uruguay.

En 2024 el riesgo país de Uruguay, medido por el índice UBI³, se ha situado en mínimos históricos, con valores entre 70 y 100 puntos básicos.

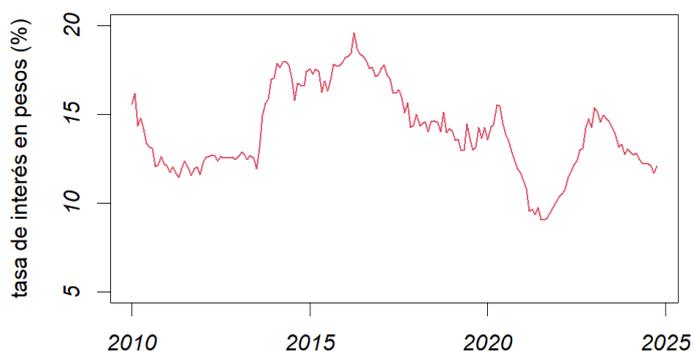
Esto se ha reflejado en la cotización de los títulos soberanos de Uruguay y en las tasas de rendimiento, particularmente en los títulos en UI.

El BCU disminuyó la tasa de referencia de política monetaria, llevando la misma a 8,50%. Esto ha sido acompañado por una disminución en las tasas de rendimiento de los títulos en pesos en el mercado financiero local con respecto a diciembre de 2022 y noviembre de 2023.

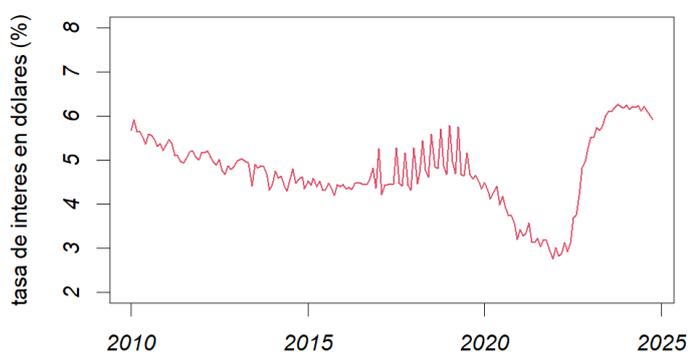
³ UBI (Uruguay Bond Index) elaborado por República Afap. <https://www.rafap.com.uy/mvdcms/Institucional/UBI-uc89>



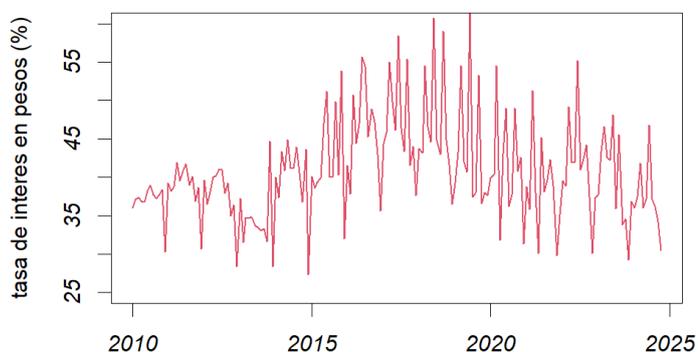
Tasa interés en pesos - empresas



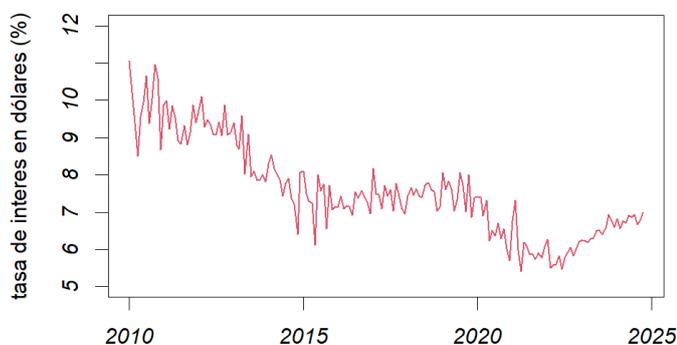
Tasa interés en dólares - empresas



Tasa interés en pesos - familias



Tasa interés en dólares - familias



Las tasas de los bancos en pesos a las empresas han tenido un aumento desde el mínimo en julio de 2021, con tasas de 9,1% hasta alcanzar el 15,4% en enero de 2023⁴. Desde ese momento han iniciado una caída, llegando a 13,1% en setiembre de 2023, y en octubre de 2024 están en 12,1%.

Esta baja en las tasas en pesos a empresas sigue el patrón de la tasa de referencia de política monetaria y de las tasas de las letras de regulación monetaria.

Las tasas de los bancos en dólares a las empresas también han tenido una tendencia ascendente, han aumentado desde 2,8% a principios de 2022 hasta 6,2% en marzo de 2024, acompañando la suba de las tasas de interés de Estados Unidos. En 2024 esta tasa ha permanecido entre 6,0% y 6,3%.

Las tasas bancarias en pesos a las familias muestran una tendencia descendente desde 2018, aunque presentan fuertes oscilaciones estacionales. En 2024 esta tasa se ha situado en un rango entre 30,5% y 46,8%.

En octubre de 2024 las tasas de los bancos en dólares a las familias han alcanzado el 7,0%, desde un mínimo de 5,5% en febrero de 2022.

El aumento de las tasas de los bancos en dólares a las familias es similar a lo observado en las tasas de los bancos a empresas en esa moneda, pero la tasa en dólares en el segmento del crédito bancario a familias ha tenido un aumento más leve que el observado en las tasas de interés en dólares para el segmento del crédito a empresas.

⁴ Las tasas de interés son nominales y están expresadas en términos anuales.