



Política Económica y Mercados



Informe de Política Monetaria

Cuarto trimestre 2024



BANCO CENTRAL
DEL URUGUAY

I. Resumen ejecutivo

I.1 Contexto internacional

Las perspectivas sobre el dinamismo del nivel de actividad global son similares respecto a lo que se preveía en el trimestre anterior, aunque en un contexto de mayores riesgos.

La inflación mundial continuó descendiendo con una contribución a la baja de los precios de los commodities, no obstante, el ritmo de descenso se volvió más lento. Asimismo, las medidas anunciadas por el Gobierno electo de EE.UU. (Estados Unidos) tendrían un impacto al alza sobre la inflación. En ese sentido, se registró un incremento en las expectativas de inflación, lo cual condujo a un enlentecimiento en el ritmo esperado de recortes en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal (FED). Este movimiento impactó al alza en toda la curva de rendimientos, llevando a tasas más elevadas en todos los plazos.

En la región, Argentina ha mostrado una evolución favorable en los últimos meses: el nivel de actividad repuntó luego de tres trimestres consecutivos de caída, la inflación continuó descendiendo y las variables financieras exhibieron estabilidad, en un marco en el que el resultado fiscal continuó operando como ancla. Mientras tanto, la actividad en Brasil mantuvo su dinamismo con una desaceleración menos profunda que lo esperado en el tercer trimestre, lo que llevó a que se corrigieran al alza las expectativas de crecimiento. En ese marco, la brecha de producto es positiva, la tasa de desempleo alcanzó el mínimo de la serie y la masa salarial alcanzó su máximo en términos reales (ambas series iniciadas en 2012). Este desempeño del sector real contribuyó a aumentar las presiones inflacionarias presentes desde hace algunos meses. Por otra parte, la actual trayectoria de las cuentas públicas, ha generado incertidumbre en los agentes y con ello un debilitamiento de la moneda, que impacta en la inflación y en sus expectativas. Ante este panorama, el Banco Central de Brasil (BCB) ha intensificado el sesgo contractivo de su política monetaria en los últimos meses.

I.2 Contexto interno

En el tercer trimestre la actividad económica aumentó 0,6% (variación trimestral desestacionalizada) y se ubicó 4,1% por encima del nivel de un año atrás. Este crecimiento trimestral fue menor al esperado, debido a la revisión al alza del crecimiento del segundo trimestre.

A nivel sectorial, el crecimiento interanual fue impulsado por la industria manufacturera, principalmente por la refinación de petróleo,

acompañado por el comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas, así como por la salud, educación, actividades inmobiliarias y otros servicios. Por el lado del gasto, se registró una contracción de la demanda interna y una expansión de la demanda externa neta, lideradas por la formación bruta de capital y por las exportaciones de bienes, respectivamente.

De acuerdo con indicadores de alta frecuencia y proyecciones de corto plazo de los servicios, se espera que el nivel de actividad se expanda en los próximos dos trimestres en términos desestacionalizados, impulsado por el consumo privado.

Por otra parte, a setiembre el saldo de la Cuenta Corriente y de Capital (CCK) de la Balanza de Pagos (BP) registró un déficit de 1,1% del Producto Bruto Interno (PIB), disminuyendo 2,9 p.p. (puntos porcentuales) respecto a igual periodo del año anterior. A nivel institucional, esta evolución está explicada mayormente por el ahorro neto del sector privado, que pasa de -0,1% a 2,7% en el periodo), mientras que el sector público reduce levemente su déficit (de 4,0% a 3,8%).

Por otra parte, a partir de setiembre se verificaron presiones al alza del dólar en el mercado doméstico, con orígenes a nivel regional, internacional y en la coyuntura local. En este contexto, no se registraron intervenciones por parte del BCU.

Esta depreciación nominal del peso contribuyó al aumento del Tipo de Cambio Real Efectivo (TCRE), el que se depreció 5,7% en el cuarto trimestre (diciembre preliminar) con respecto al inmediato anterior, al impulso de la relación con Argentina y China. Por otra parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores de los productos uruguayos registró una depreciación de 3,1% en la misma comparación.

Mientras tanto, en el cuarto trimestre el Tipo de Cambio Real de Fundamentos (TCRf) estimado por los servicios técnicos (promedio de tres versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente con respecto al trimestre anterior. Por lo tanto, la brecha de TCR se reduciría cerca de 5 p.p. en el trimestre, acumulando a la reducción estimada también en el trimestre previo. A fines de 2024, la brecha de TCR se estima en torno a 8% (promedio de 3 estimaciones) o 4% (promedio de 5 metodologías, incluyendo filtros estadísticos).¹

Por otro lado, el Indicador de Excedente Bruto Unitario (IEBU), que mide la rentabilidad de la industria exportadora y que se dispone con mayor rezago, acumuló un aumento de 4,6% en el

¹ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 19 en la serie de box metodológicos.

promedio del tercer trimestre respecto al trimestre anterior, confirmando la mejora observada en el informe previo.

Finalmente, en el año culminado a noviembre el Sector Público Global (SPG)² tuvo un resultado deficitario de 4,1% del PIB. Entre tanto, en el año a setiembre se observó un leve aumento del endeudamiento neto, el que se ubica en 42,2% del PIB. En términos más generales, se mantienen las fortalezas financieras, como la mayor participación de la moneda nacional en la deuda soberana, un perfil de vencimientos que no muestra presiones puntuales en los próximos años, el acceso a líneas de crédito contingentes con organismos internacionales y el nivel de los activos de reserva. Esta solidez se refleja en la percepción de los mercados: el riesgo soberano se mantiene en niveles inferiores a sus pares de la región y la deuda soberana tiene la calificación más alta de su historia.

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

En el último trimestre del año la inflación interanual se incrementó 17 p.b. (puntos básicos) respecto al trimestre anterior y se ubicó en 5,49%. De esta forma, se completaron 19 meses consecutivos de inflación dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM). Este es el período más largo de permanencia de la inflación dentro del rango desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.

El aumento de la inflación general en el trimestre estuvo guiado por el impacto de la depreciación del peso uruguayo sobre la inflación transable de exclusión (TX), la que a su vez impulsó al alza al núcleo inflacionario (IPCX). Mientras tanto, el componente No Transable de Exclusión (NTX) volvió a mostrar una leve reducción en términos interanuales en el trimestre, lo que constituye un hecho auspicioso en el funcionamiento del esquema de metas de inflación. Por otra parte, el IPC Resto se desaceleró en términos interanuales, impulsado por las frutas y verduras, al tiempo que los administrados se redujeron ligeramente.

En diciembre, los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a 24 meses) mostraron algunos cambios de tendencia. En particular, esto sucedió con la encuesta a analistas y la encuesta a empresarios; En el caso de analistas, este cambio de tendencia interrumpe 7 trimestres de reducciones consecutivas. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas monitoreadas por el

BCU se incrementó 15 p.b. respecto al trimestre anterior y se ubicó en 6,03% en diciembre 2024.

I.4 Escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política

Desde el informe 2024.II, la referencia de proyección es un ejercicio consistente con la convergencia de la inflación al centro del rango meta (4,5%) al final del HPM. El ejercicio contempla la evolución del entorno macrofinanciero doméstico, regional y global, así como de la política monetaria.

En el escenario de referencia, la economía crecería en torno a 3,5% promedio en 2024 y en 2025, y se aproximaría a su crecimiento tendencial de 2,5% en 2026. El principal motor de crecimiento serían las exportaciones netas en 2024 y el gasto privado en el resto del HPM.

La inflación interanual se proyecta dentro del rango meta durante todo el HPM, aunque en un nivel más elevado que el previsto en el informe anterior, en especial en la primera mitad de la proyección, al recoger los efectos del actual shock cambiario. Posteriormente, la inflación llegaría al centro del rango meta (4,5%) hacia mediados de 2026 y permanecería en torno a ese nivel en la última parte del HPM.

Dicha evolución estaría guiada por una política monetaria en fase contractiva-neutral en todo el HPM, la acción de los distintos mecanismos de transmisión y el marco de coordinación de políticas, pautado por la moderación de la dinámica de los salarios nominales y el aumento de precios administrados compatibles con el centro del rango, en un marco de expectativas de inflación que continúan reaccionando favorablemente.

A esta evolución de la inflación también contribuirían otros factores macroeconómicos, como la persistencia de una brecha TCR negativa y una brecha PIB levemente negativa a lo largo de todo el horizonte.

El principal riesgo para el nivel de actividad está relacionado a los desequilibrios macroeconómicos de la región. Por otra parte, el principal riesgo para la inflación está asociado a la no convergencia de las expectativas hacia el centro del rango, lo que determinaría una mayor persistencia inflacionaria a través de los ajustes de precios y de la dinámica salarial. Este riesgo tiene asociado un impacto relativamente alto y una probabilidad medio-baja. Asimismo, se destaca el riesgo derivado del aumento de las tensiones geopolíticas globales, con impacto directo en los precios de los commodities y en los costos de transporte, e indirecto en el aumento de la aversión al riesgo por parte de los

² El Sector Público Global incluye: Gobierno Central, Banco de Previsión Social, Empresas Públicas, Banco Central del

Uruguay, Gobiernos Departamentales y Banco de Seguros del Estado.

inversores, que redundaría en una apreciación del dólar a nivel global y un aumento en las primas de riesgo soberano en países emergentes.

1.5 Decisiones de política monetaria

En la reunión del 23 de diciembre, el COPOM decidió aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) 25 p.b., alcanzando un valor de 8,75%, luego de haberse mantenido en 8,5% desde el COPOM del 10 de abril. Esta decisión se tomó por unanimidad, considerando el escenario global incierto, la persistencia de la incertidumbre en los mercados y su eventual efecto sobre las expectativas, de forma tal de alcanzar el objetivo de que la inflación y sus expectativas converjan al 4,5% hacia el final del HPM.

1.6 Gestión de la política monetaria

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

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

II. El contexto macroeconómico de la política monetaria

II.1. La situación internacional y regional

Las perspectivas para el crecimiento global son similares a las del trimestre anterior para el HPM. En tal sentido, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) mantuvo la estimación de crecimiento mundial para 2024 en 3,2% y elevó marginalmente la proyección para 2025 a 3,3%³ desde 3,2% que estimaba en el reporte de setiembre. Sin perjuicio de lo anterior, las actuales proyecciones están sujetas a mayor incertidumbre.

Por su parte, si bien la inflación a nivel global muestra trayectorias heterogéneas, continuó descendiendo, en buena medida como resultado del descenso en el precio de los commodities. No obstante, en la mayoría de los casos, la inflación persiste por encima de los objetivos de los bancos

centrales y con riesgos de que la persistencia sea mayor a la prevista.

Respecto a EE.UU., la reducción de la inflación se volvió más lenta de lo esperado, al tiempo que muchas de las políticas que anunció el Gobierno entrante, tanto en campaña como en el actual período de transición, tienen un efecto al alza sobre la inflación esperada. De este modo, si bien en la reunión de diciembre, el Comité resolvió recortar la tasa de referencia en 25 p.b. por tercera reunión consecutiva, el “dot plot” del Comité (el gráfico donde los miembros del Comité señalan sus expectativas respecto a la evolución de la tasa en los próximos períodos) muestra que, en mediana, los miembros del Comité esperan que la tasa para final del 2025 se ubique 50 p.b. por encima de lo que esperaban en setiembre. En el mismo sentido, el mercado financiero elevó también su expectativa para la tasa y espera menos recortes respecto a lo que esperaba hace tres meses atrás.

En este marco, la inflación de noviembre se presentó en línea con las expectativas, aunque muestra un segundo mes consecutivo de aceleración.

Mientras tanto, la instancia de política monetaria de otros bancos centrales relevantes es heterogénea. Por un lado, el Banco Central Europeo (BCE) recortó sus tasas por cuarta vez en el año, en un contexto inflacionario más benigno. Por otro lado, el Banco de Japón (BOJ) mantuvo su tasa en las últimas reuniones. Adicionalmente, entre los bancos centrales de economías emergentes también se manifiesta la heterogeneidad: mientras el Banco Popular de China (BPC) enfrenta presiones deflacionarias, el BCB se vuelve crecientemente contractivo ante el continuo desalineamiento de las expectativas de inflación.

El cambio en las expectativas respecto a la evolución de la inflación en EE.UU. y, en consecuencia, el menor número de recortes esperados en las de tasas por parte de FED, condujo a un incremento en el retorno de los bonos de EE.UU. a lo largo de toda la curva de rendimientos y a una sensible apreciación del dólar a nivel global en los últimos meses.

Por otro lado, los activos financieros exhibieron ganancias durante el trimestre, aunque no exenta de volatilidad, especialmente en el margen, tras la reunión del último Comité del año de la FED, donde se señaló un sendero menos expansivo para la política monetaria en los próximos meses.

³ OCDE, World Economic Outlook (Julio 2024).

Asimismo, los precios de los commodities, muestran una tendencia descendente desde mediados de setiembre.

En cuanto a la región, en Argentina se mantiene el contexto monetario-financiero favorable, al tiempo que el nivel de actividad exhibió recuperación en el tercer trimestre de 2024, tras tres trimestres consecutivos de contracción. En ese marco, la brecha cambiaria se redujo a valores mínimos en cinco años, mientras que el riesgo país continuó descendiendo y se ubicó, al momento de redactar este informe, por debajo de los 700 p.b. No obstante, más allá de la recuperación mencionada del nivel de actividad, los datos de alta frecuencia señalizan que dicha recuperación no habría mantenido el dinamismo durante el cuarto trimestre. Por su parte, en Brasil la desaceleración del nivel de actividad fue menor a la esperada en el tercer trimestre de 2024, lo que llevó a una corrección al alza en la proyección de crecimiento para 2024. Sin embargo, el país enfrenta desafíos macroeconómicos en un contexto externo de mayor aversión al riesgo, originados en la situación de las cuentas públicas. La incertidumbre por parte de los inversores derivó en una depreciación del real frente al dólar, lo que conduce a mayores presiones inflacionarias. A esto se suma una brecha de producto positiva que contribuye al desalineamiento de las expectativas de inflación. En este marco, el BCB resolvió intensificar el sesgo contractivo de la política monetaria en su último COPOM.

Actividad global

Los datos de alta frecuencia mantienen cierta robustez a escala global, aunque con diferencias entre los grandes bloques económicos y sectores de actividad. En EE.UU. el crecimiento durante el tercer trimestre fue el mayor guarismo del año y, según los datos de alta frecuencia, el nivel de actividad habría continuado creciendo en el cuarto trimestre, lo cual condujo a un aumento en la expectativa de crecimiento para 2025. Por su parte, en la Zona Euro (ZE) se observó una modesta aceleración en el tercer trimestre, tras el bajo crecimiento observado en el segundo. Mientras tanto, el nivel de actividad en China creció levemente por debajo de las expectativas en el tercer trimestre, impulsado por los estímulos oficiales.

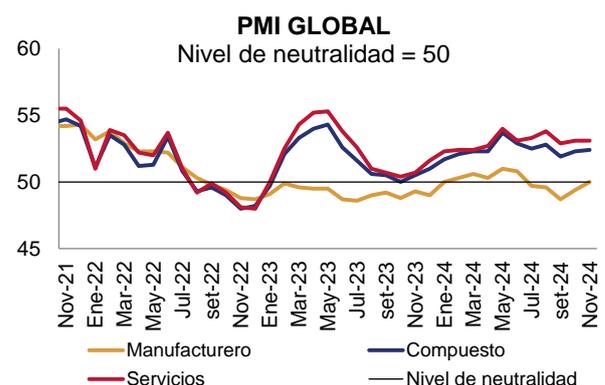
Respecto a EE.UU., el PIB creció 3,1% durante el tercer trimestre en términos desestacionalizados y anualizados, similar al incremento de 3% registrado en el segundo. Asimismo, el mercado laboral mostró recuperación en noviembre, tras el shock climático y las huelgas de octubre. Adicionalmente, los datos de alta frecuencia evidencian dinamismo. En este marco, la OCDE elevó su proyección de crecimiento en EE.UU. para 2024 a 2,8% desde 2,6% que proyectaba en

setiembre y para 2025 a 2,1% desde 1,6% que proyectaba en setiembre.

Por su lado, en la ZE el PIB creció 0,4% durante el tercer trimestre, tras el crecimiento de 0,2% registrado en el segundo, siempre en términos desestacionalizados. La OCDE elevó su previsión de crecimiento para la ZE de 0,7% a 0,8% en 2024, mientras que mantuvo la proyección para 2025 en 1,3%.

Mientras tanto, China se expandió 0,9% en el tercer trimestre respecto al segundo en términos desestacionalizados, tras el crecimiento de 0,7% registrado en dicho trimestre. Más allá de que el crecimiento estuvo levemente por debajo de lo esperado por los agentes del mercado, se registró una moderada aceleración. Dicha aceleración es resultado de los estímulos fiscales, monetarios y crediticios que implementó el Gobierno, con el objetivo de impulsar el consumo privado, reducir los riesgos deflacionarios y mitigar la crisis que atraviesa el sector inmobiliario, la cual desde hace más de tres años constituye el principal obstáculo para lograr un mayor dinamismo. La OCDE mantuvo la proyección de crecimiento para 2024 en 4,9% y elevó la proyección para 2025 a 4,7% desde 4,5% que proyectaba en setiembre.

Entre los datos de alta frecuencia globales, los Purchasing Managers Index (PMI) también exhiben cierta heterogeneidad: por un lado, se recupera el sector manufacturero desde niveles contractivos (por debajo de 50 puntos), mientras que por otro se estabiliza el sector servicios, algo por debajo de los meses previos, pero posicionado por encima del nivel de neutralidad.

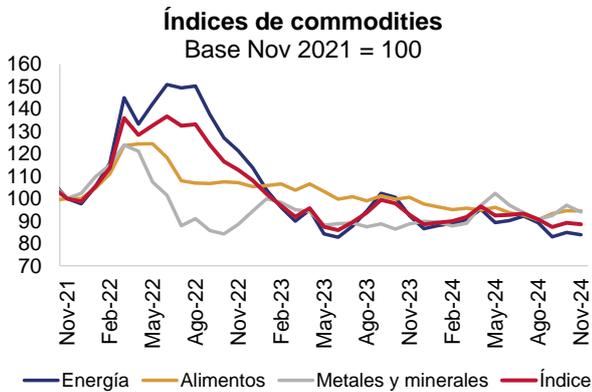


Fuente: Bloomberg.

Commodities

Los precios de las materias primas, en líneas generales, muestran una tendencia declinante durante el cuarto trimestre. De las tres grandes agrupaciones (energéticos, alimentos y metálicos), solo los metálicos exhiben estabilidad, mientras que energéticos y alimentos disminuyen. La normalización en las condiciones de producción de los energéticos y los granos, y el fortalecimiento global del dólar, son las explicaciones de esta

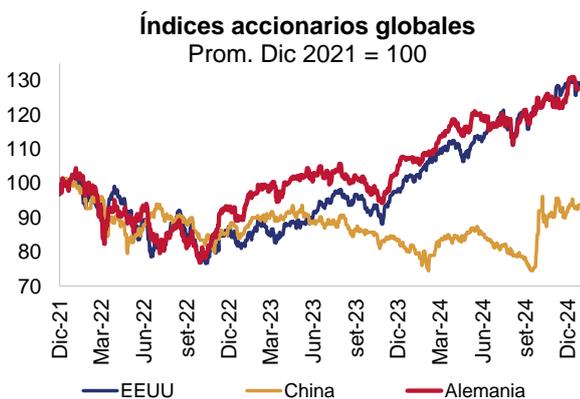
evolución, que se ve parcialmente compensada por las persistentes tensiones en Medio Oriente y el este de Europa. Entre las excepciones a esta tendencia general, se encuentran productos relevantes para Uruguay como los cárnicos y los lácteos.



Fuente: Banco Mundial.

Mercados financieros e inflación

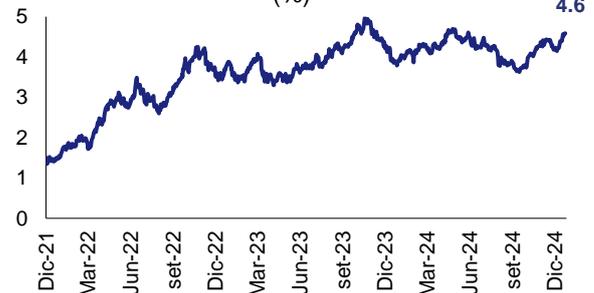
Desde finales del año pasado los mercados de renta variable se vieron impulsados por las expectativas de ganancias de las empresas tecnológicas. Sin embargo, la persistencia de la inflación y el contexto de mayor incertidumbre política luego de las elecciones en EE.UU. imprimieron mayor volatilidad a los mercados. En tal sentido, las medidas anunciadas por el presidente electo conducirían a mayores presiones inflacionarias, al tiempo que la persistencia de la inflación llevó a la FED a anunciar una trayectoria con menos bajas en la tasa de interés de referencia. Tasas más altas esperadas por más tiempo, frenaron las ganancias en los mercados de renta variable en el margen.



Fuente: Bloomberg.

La expectativa de menores de recortes en la tasa por parte de la FED en las próximas reuniones condujo a un aumento en las tasas más largas. En particular, la de los Treasuries a 10 años retornó al entorno de 4,6%, nivel similar al que se ubicaba a principios de mayo, tras la suba de unos 35 p.b. que experimentó en las últimas semanas de diciembre.

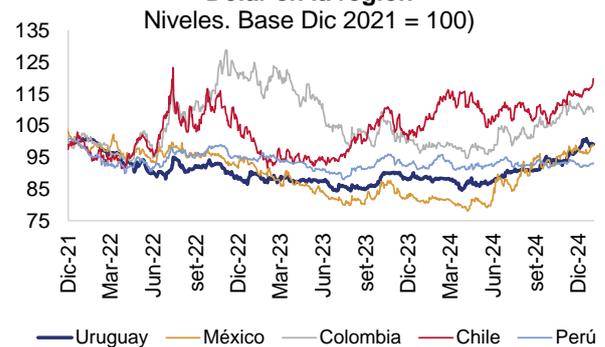
EE.UU.: Tasa de rendimiento a 10 años (%)



Fuente: Fed.

En este marco, el dólar se apreció frente a las monedas de la región en los últimos meses, aunque con algunas excepciones. Tras el último comunicado de la FED, la moneda estadounidense volvió a mostrar presiones alcistas en la región, en concordancia con el aumento de las tasas de interés a lo largo de la curva de rendimientos.

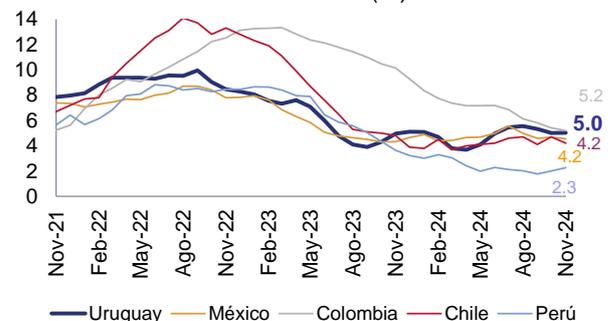
Dólar en la región



Fuente: Bloomberg y BCU.

Pese a la depreciación cambiaria registrada en los últimos meses, en términos generales la inflación en la región continuó su trayectoria de convergencia a los respectivos objetivos de inflación.

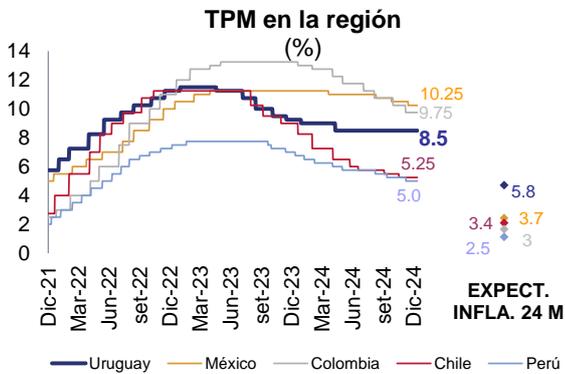
Inflación



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

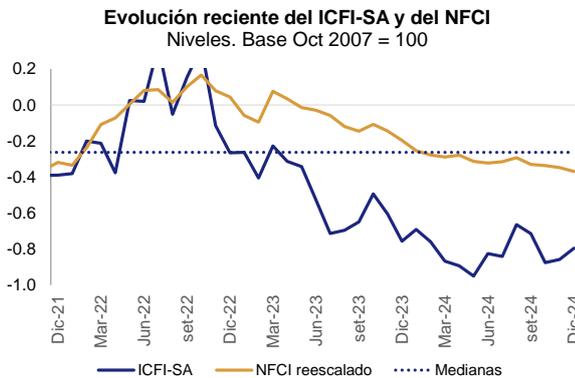
La reducción de la inflación y el anclaje de las expectativas inflacionarias, son los factores que propiciaron que los bancos centrales de la región avancen en su ciclo expansivo de la política

monetaria. El menor ritmo de recortes por parte de la FED y la mencionada depreciación cambiaria, suponen riesgos para la política monetaria de la región en los próximos meses.



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

Las condiciones financieras para la región pueden resumirse en el Indicador de Condiciones Financieras para las Economías Sudamericanas (ICFI-SA) elaborado por el BCU. El mismo es construido para captar los ciclos financieros específicos de la región⁴.



Fuente: BCU. Cuando una serie se ubica por encima (por debajo) de su mediana histórica, el contexto es relativamente desfavorable (favorable). Se entiende como "condición desfavorable" cuando existe un menor acceso al financiamiento externo y/o el financiamiento disponible es más costoso.

En la gráfica se observa que las condiciones financieras regionales muestran un leve deterioro desde octubre como consecuencia, sobre todo, de la apreciación global del dólar.

La región

En Brasil el PIB creció por encima de lo esperado en el tercer trimestre, al tiempo que la inflación se ubica por encima del rango de tolerancia del BCB y se intensifica el desalineamiento de las expectativas por parte de los analistas. Asimismo,

Brasil continúa con dificultades para corregir la trayectoria fiscal.

En Argentina se observa una evolución favorable. Por un lado, se mantiene el ancla fiscal y tanto la brecha cambiaria como el riesgo país alcanzaron niveles mínimos en 5 años. Por otro lado, el PIB repuntó en el tercer trimestre luego de tres trimestres de caída. Los datos de actividad de alta frecuencia correspondientes al cuarto trimestre señalizan que la recuperación no es generalizada y que no se habría mantenido el alto dinamismo que se verificó en el tercer trimestre. Asimismo, no se han eliminado las restricciones cambiarias, lo cual implica mayor incertidumbre para los próximos meses.

Respecto a Brasil, el dato de actividad del tercer trimestre presentó un crecimiento de 0,9% lo cual, si bien constituye una desaceleración respecto a la expansión registrada durante el primer semestre, resultó mayor al esperado por los analistas. Los datos de alta frecuencia muestran sectores que permanecen muy dinámicos, en particular, los más sensibles a la evolución del empleo y del ingreso de los hogares como los servicios. De este modo, la mediana de los analistas encuestados por el BCB corrigió al alza la expectativa de crecimiento a 3,5% para 2024 y a 2% para 2025.



Fuente: BCB.

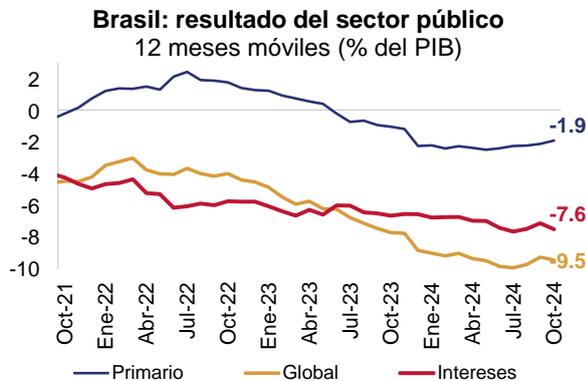
Este dinamismo de la economía junto a la fortaleza del mercado laboral y las políticas de estímulo a la demanda agregada le han puesto una presión adicional a la inflación. En el mismo sentido, las dificultades del Gobierno para implementar medidas de carácter estructural en lo que se refiere a la corrección de la trayectoria de las cuentas públicas, condujo a una sensible depreciación del real que dio un impulso adicional a la inflación.

En este marco, se ha observado un desalineamiento progresivo de las expectativas de inflación: según la última encuesta del BCB, los analistas esperan en mediana que la inflación termine en 4,9% en 2024

⁴ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 17 en la serie de box metodológicos.

y en 5% en 2025, por encima de la meta de 3% en todos los horizontes para los cuales se realiza el relevamiento.

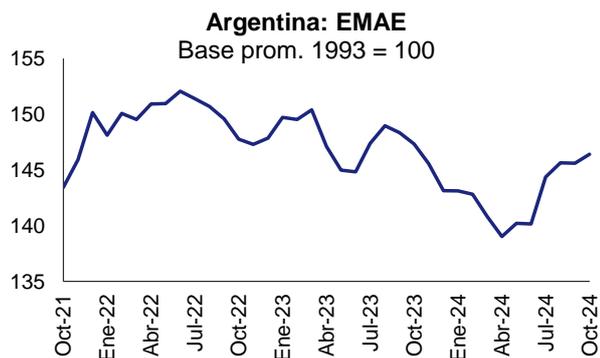
La evolución del resultado fiscal permanece como el aspecto central para que los inversores recuperen la confianza en la economía brasileña. En tal sentido, el Gobierno brindó detalles del “Paquete Fiscal” que eran esperados por el mercado. El mismo supone medidas relevantes, como limitar el ajuste del salario mínimo, alterar las reglas de acceso a algunos beneficios y restringir aumentos de gasto por iniciativa parlamentaria. Sin embargo, si bien se estima que con estas medidas el Gobierno logrará cumplir con la meta fiscal hasta 2026, en términos generales el paquete fue evaluado como insuficiente por parte del mercado.



Fuente: BCB

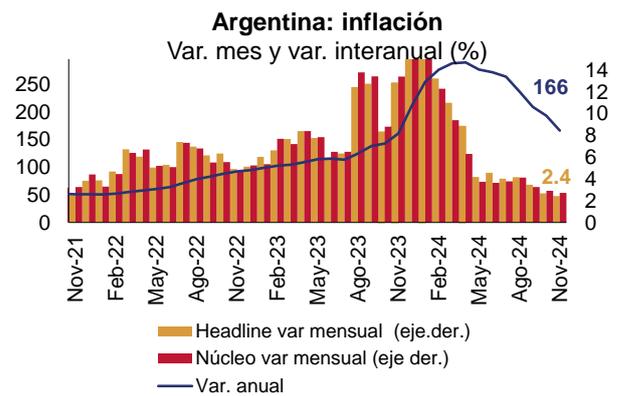
En este contexto, el BCB intensificó el sesgo contractivo de la política monetaria en el último COPOM del año, aumentado 100 p.b. su tasa hasta situarla en 12,25%. Adicionalmente, el COPOM anunció dos subas más de 100 p.b. cada una para las primeras reuniones de 2025.

Mientras tanto, en Argentina el PIB creció 3,9% desestacionalizado en el tercer trimestre, tras una caída acumulada de 5,7% entre el cuarto trimestre de 2023 y el segundo de 2024. Los datos de alta frecuencia muestran que la economía habría continuado creciendo en el cuarto trimestre a un ritmo sensiblemente menor que el observado durante el tercero.



Fuentes: INDEC.

En cuanto a la inflación, en noviembre se ubicó en 2,4% mensual y representó el dato más bajo desde julio de 2020. Asimismo, la inflación núcleo fue 2,7%, lo que implica tres meses consecutivos de desaceleración, tras el máximo local registrado en agosto. De este modo, la inflación interanual continuó desacelerándose y se ubicó en 166%. La reducción de la inflación, que cerraría el año por debajo de 3% mensual, cuando en noviembre de 2023 era 12% mensual, resulta clave para sostener el apoyo popular al Gobierno.



Fuentes: INDEC.

Durante el año, el Gobierno avanzó en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos heredados y, ayudados por el éxito del blanqueo y la victoria de Trump, los resultados fueron mejores a los esperados inicialmente. En particular, las autoridades instauraron con éxito el ancla fiscal (2024 cerraría con superávit fiscal por primera vez desde 2008).

Más allá de los avances mencionados, en las últimas semanas algunos eventos locales y externos tuvieron impacto negativo en el mercado financiero y cambiario. Entre ellos, se verificó el vencimiento del impuesto PAIS, el aumento de la demanda de dólares para el turismo en el exterior, la devaluación del Real y la expectativa de tasas elevadas durante mayor tiempo en EE.UU. De este modo, la brecha cambiaria pasó del 5% al 15%, lo que condujo a la intervención directa en el mercado por parte del Banco Central (BCRA) para frenar su suba. Asimismo, el riesgo país moderó su ritmo de reducción frente a un contexto internacional volátil.

Para 2025 la cuenta de los dólares se vuelve crucial para analizar la sostenibilidad del programa económico actual. En primer lugar, la cuenta corriente se tornaría deficitaria dado que las importaciones aumentarían como consecuencia del crecimiento de la economía, al tiempo que la apreciación cambiaria ampliaría la demanda por turismo emisor. Sumado a ello, el Gobierno no sólo tendría que afrontar pagos netos de deuda por 12.000 millones de dólares aproximadamente, sino que también podría verse obligado a intervenir en el mercado de dólares financieros en caso de que

sea necesario contener la brecha en un año electoral.

En este contexto, las autoridades fueron señalizando las estrategias con las que cuentan para cubrir las necesidades de corto plazo. En particular, el Fondo Monetaria Internacional (FMI) estaría más dispuesto que hace algunos meses a firmar un acuerdo transitorio sin una salida de las restricciones cambiarias (las autoridades argentinas apuntan a cerrarlo durante el primer trimestre). Esto generaría un margen para incrementar la recepción de fondos netos por parte de otros organismos internacionales. Adicionalmente, el Gobierno negocia con bancos privados un repo para cubrir los vencimientos de bonos, al tiempo que no se descarta un canje voluntario de deuda para diferir alguno de los compromisos.

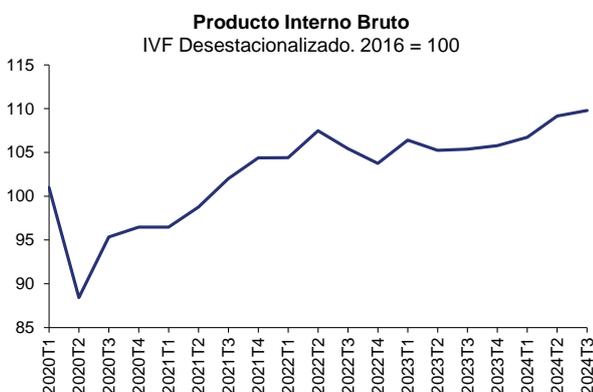
La estrategia delineada no está exenta de riesgos. En tal sentido, atravesar un evento climático o una mayor caída en los precios de los commodities supondría dificultades adicionales para la acumulación de reservas por parte del BCRA. Por otro lado, la persistencia de la volatilidad financiera internacional podría frenar la reducción del Riesgo País o la llegada de inversiones a emergentes. Por último, la incertidumbre política en un año electoral quizás sea el riesgo más determinante. A su vez, un eventual cambio en las expectativas devaluatorias podría adelantar los pagos por importaciones al tiempo que las liquidaciones del agro podrían frenarse.

II.2. La economía uruguaya

II.2.1. Nivel de actividad y empleo

Tercer trimestre de 2024

En el tercer trimestre, la actividad económica exhibió un crecimiento desestacionalizado de 0,6% respecto al segundo trimestre, consistente con un crecimiento interanual de 4,1%.



En la comparación interanual, la expansión fue impulsada principalmente por la industria manufacturera, el comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas, y la salud,

educación, actividades inmobiliarias y otros servicios.

En cuanto a la industria manufacturera y su contribución al crecimiento, se destaca el desempeño de la refinación de petróleo y la producción de madera. En menor medida, también contribuyeron positivamente las actividades de comercio, alojamiento y suministro de comidas y bebidas, principalmente por el crecimiento de las actividades de comercio al por mayor y menor, vinculados a la comercialización de soja, combustibles y bienes importados como textiles, farmacéuticos y vehículos.

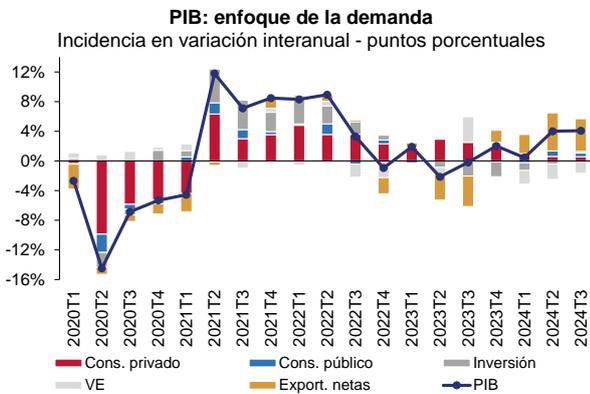
PIB Oferta: tercer trimestre 2024		
	Variación interanual	Incidencia
Agropecuario, Pesca y Minería	2.3%	0.1%
Industria manufacturera	8.2%	0.8%
Energía eléctrica, Gas y Agua	15%	0.4%
Construcción	3.1%	0.1%
Comercio, Alojamiento y Suministro de comidas y bebidas	6.2%	0.8%
Transporte y almacenamiento, Información y Comunicaciones	2.6%	0.3%
Servicios financieros	4.0%	0.2%
Actividades profesionales y Arrendamiento	1.8%	0.1%
Actividades de administración pública	2.8%	0.1%
Salud, Educación, Actividades inmobiliarias y Otros servicios	1.9%	0.5%
VALOR AGREGADO a precios básicos	4.0%	3.5%
Impuestos menos subvenciones a los productos	5%	0.5%
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4.1%	4.1%

Por el lado del gasto, se observó una caída en términos interanuales de la demanda interna y un aumento de la demanda externa neta en términos de volumen físico.

Las exportaciones de bienes y servicios crecieron 11,8% respecto a un año atrás en el tercer trimestre, al impulso de las mayores exportaciones de soja, celulosa, productos farmacéuticos y energía eléctrica. En cuanto a los servicios, se registró un aumento de exportaciones de servicios empresariales y tecnologías de la información, así como los relacionados con agencias de viajes y operadores turísticos. Por su parte, el turismo receptivo también creció en comparación con un año atrás. Entre tanto, las importaciones de bienes y servicios cayeron 3,1%. En cuanto a los bienes de consumo, se registraron aumentos en las importaciones de productos farmacéuticos, vehículos automotores y otros bienes de consumo. Asimismo, se registró un aumento de importaciones para uso intermedio, asociados a mayores compras de petróleo en relación con igual trimestre de 2023. En sentido contrario, las importaciones de maíz para uso intermedio registraron una caída en la comparación interanual. En cuanto a los bienes de capital, las importaciones se mantuvieron estables respecto al

año anterior. En tanto, en los servicios se registraron caídas en las importaciones, así como en el gasto de turismo emisor, asociado a una menor salida de turistas hacia Argentina. De esta forma, las exportaciones netas mostraron una mejora en términos de volumen físico y aportaron una incidencia positiva de 4,4 p.p. al crecimiento.

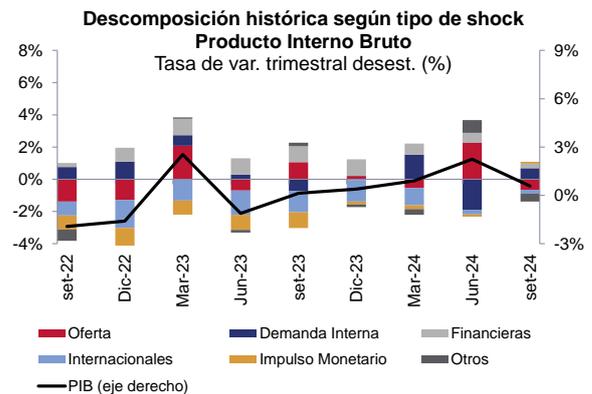
Por su parte, la contracción de la demanda interna se explicó principalmente por la menor formación bruta de capital, ante la desacumulación de existencias asociada a los granos exportados durante el trimestre, provenientes de la zafra de cultivos de verano 2023-2024. Mientras tanto, la inversión en activos fijos registró un aumento de 1,4% respecto al año anterior, por la mayor inversión en edificios, líneas de energía y carreteras, que fue parcialmente contrarrestada por un menor dinamismo de obras ferroviarias debido a la finalización de la obra de Ferrocarril Central. Asimismo, el consumo privado se expandió 0,8% en términos interanuales, principalmente por el mayor gasto en servicios de restaurantes y hoteles, farmacéuticos, vehículos y otros bienes de consumo importados. Además, el consumo del Gobierno aumentó 3% en la misma comparación, vinculado al mayor gasto en servicios de educación. En contraste, se redujo el gasto en turismo en el exterior.



Descomposición histórica del PIB

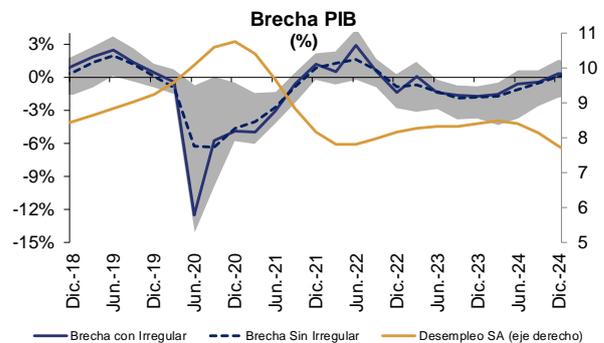
Los principales determinantes que explican la dinámica del PIB pueden analizarse a través de la descomposición histórica que brindan los modelos de Equilibrio General Dinámicos Estocásticos (DSGE)⁵. En este marco, se descompone la incidencia de los shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío de la tasa de crecimiento del PIB respecto de su promedio histórico, que es 0,9% trimestral desestacionalizado, equivalente a 3,5% anualizado en el período 2005T1 – 2024T3 (eje de la derecha).

⁵ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.



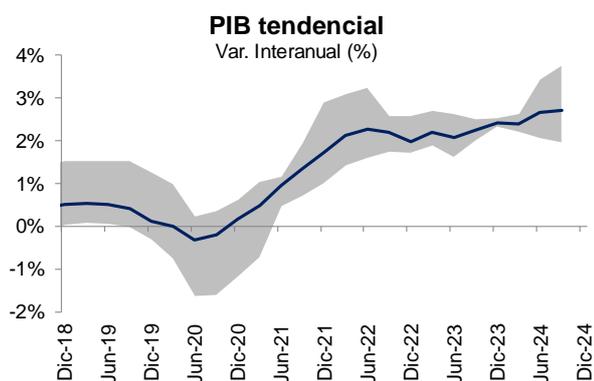
En el tercer trimestre de 2024 la economía creció 0,6% en términos desestacionalizados con respecto al trimestre anterior, por debajo de su promedio histórico. Este menor dinamismo se explica por la reversión del shock positivo de productividad (shock de oferta) que se produjo en el segundo trimestre y que había sido impulsado por factores extraordinarios como la reversión de la sequía, la reapertura de la refinería y el aumento de la producción de energía debido al exceso de lluvias. Por otra parte, los shocks de demanda mostraron una incidencia positiva en el tercer trimestre debido al aumento en la inversión.

Brecha de producto



La brecha de producto según el promedio de los modelos utilizados se habría cerrado ubicándose en 0,1% en el cuarto trimestre de 2024, con un efecto irregular positivo, mientras que el desempleo desestacionalizado continúa descendiendo en el margen. Por su parte, el crecimiento tendencial estimado se ubica ligeramente por debajo de 3% interanual para el mismo período⁶.

⁶ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 12 en la serie de box metodológicos.



Indicadores de actividad del cuarto trimestre de 2024

Según los indicadores de alta frecuencia disponibles y las proyecciones de los modelos de corto plazo, se espera una expansión desestacionalizada del PIB en el cuarto trimestre de 2024 en el entorno de 1,5%.

Los indicadores de consumo muestran dinamismo en el margen. De acuerdo con datos preliminares, las ventas de autos crecieron 8,1% en términos desestacionalizados en el bimestre octubre-noviembre respecto al tercer trimestre del año. Por su parte, el Indicador de Confianza del Consumidor (ICC) aumentó 1,5 p.p. en octubre respecto a agosto y se mantuvo en niveles de moderado optimismo, ante un aumento de los subíndices de la situación personal y de la situación económica del país, y en menor medida por el subíndice de la intención de compra de bienes durables. En contrapartida, el turismo emisorio presentó una caída en el bimestre octubre-noviembre en términos desestacionalizados frente al tercer trimestre del año, al tiempo que las importaciones de bienes de consumo sin automóviles en términos constantes crecerían cerca de 9% en el bimestre octubre-noviembre en relación al tercer trimestre del año.

Entre tanto, los indicadores parciales de inversión registraron señales mixtas. Las ventas de camiones presentaron un aumento en octubre-noviembre en términos desestacionalizados respecto al tercer trimestre, al tiempo que las inversiones del sector público no financiero (sin stock de petróleo) cayeron en noviembre. Por su parte, las importaciones de bienes de capital mostrarían un aumento en octubre-noviembre en términos desestacionalizados frente al tercer trimestre (fuente Aduana, datos preliminares a noviembre).

⁷El núcleo industrial excluye grandes ramas conformadas por pocas empresas (refinería, celulosa y elaboración de determinados alimentos) y representaba el 75% del total en el año base 2018.

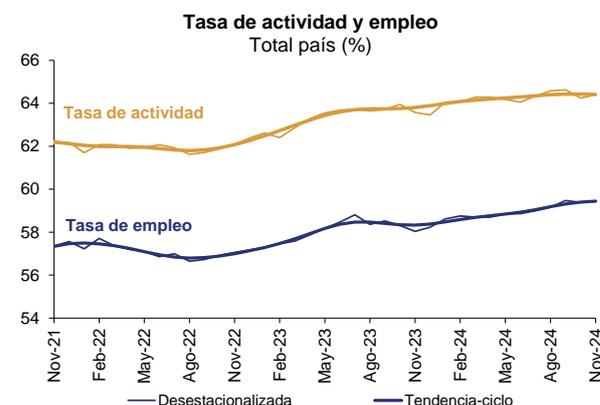
⁸ Entre abril de 2020 y junio de 2021 la Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Estadística (INE) se

Finalmente, las exportaciones de bienes en términos constantes (fuente Aduana, sin ventas desde Zonas Francas) crecieron en el bimestre octubre-noviembre en comparación al tercer trimestre, ante el aumento tanto de las exportaciones de fuente primaria como de las exportaciones sin cultivos. Con datos a noviembre (preliminar), los cultivos presentarían un crecimiento desestacionalizado cercano al 47% en el bimestre octubre-noviembre en comparación al tercer trimestre, mientras que las exportaciones sin cultivos crecerían en el entorno de 11% en la misma comparación.

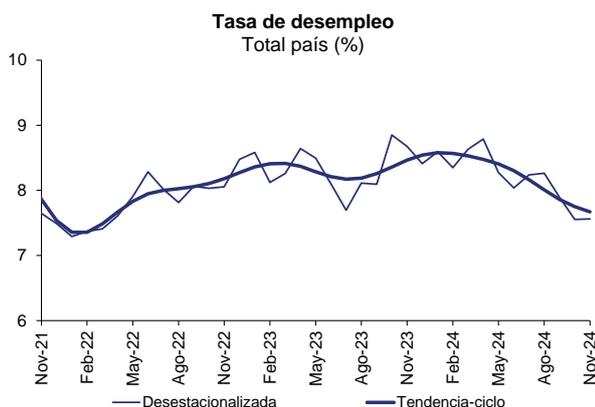
A nivel de la industria manufacturera, tanto el Índice de Volumen Físico (IVF) global como el núcleo industrial⁷ muestran señales de recuperación en octubre respecto al tercer trimestre. En particular, en el mes de octubre se observa un crecimiento desestacionalizado de 2,2% a nivel global respecto al tercer trimestre, mientras que la industria sin refinería creció 0,6% en la misma medición. En contraste, el núcleo industrial registró una caída de 0,7% en octubre con respecto al tercer trimestre del año.

Empleo e ingresos⁸

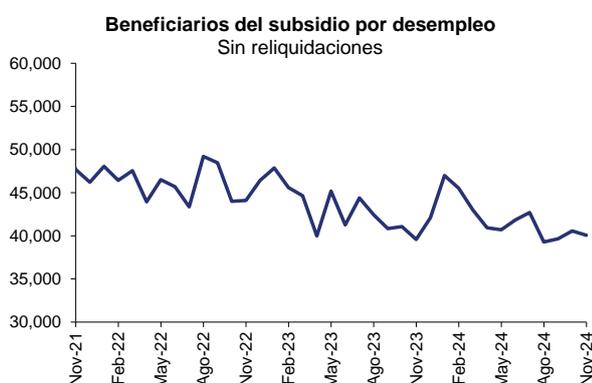
En términos desestacionalizados, aumenta tanto la tasa de actividad como la tasa de empleo, aunque la primera lo hace en mayor magnitud. De este modo, la tasa de desempleo sube levemente al entorno de 7,6%, con datos a noviembre.



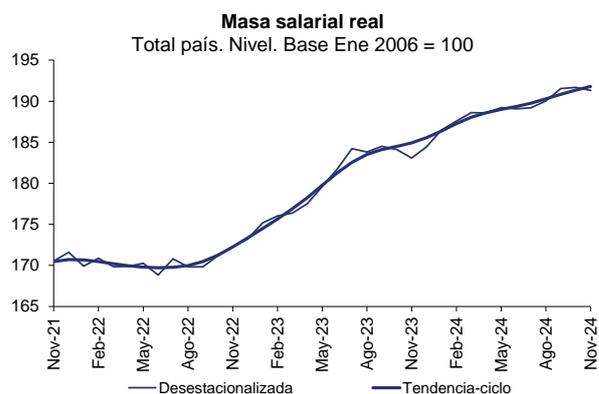
realizó mediante entrevista telefónica, por lo que las series en ese período podrían no ser comparables con las anteriores y posteriores, que surgen de entrevistas presenciales. A su vez, a partir de julio de 2021 la ECH introduce algunos cambios metodológicos.



En el bimestre octubre-noviembre, la tasa de empleo observada se ubicó en 59,7% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 1,2 p.p. por encima del registro de igual periodo de 2023. En tanto, la tasa de actividad subió 0,8 p.p. ubicándose en 64,4% de la PET. Como resultado, la tasa de desempleo efectiva bajó y se situó en 7,3% de la Población Económicamente Activa (PEA). Por otra parte, los beneficiarios del seguro por desempleo presentaron un aumento en el promedio del bimestre octubre-noviembre con respecto al tercer trimestre de 2024.



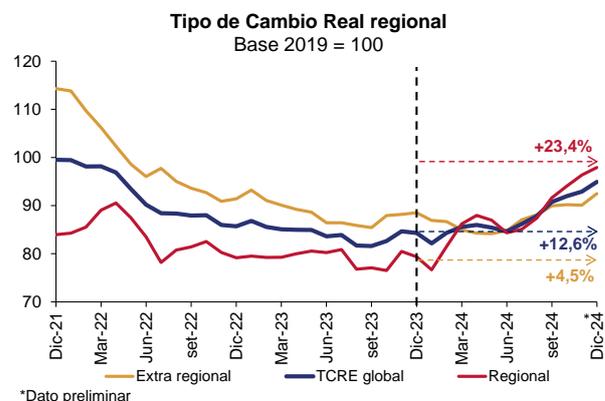
Finalmente, la masa salarial real continúa dinámica, habida cuenta del crecimiento conjunto de la cantidad de ocupados y del salario real. De esta forma, en el bimestre octubre-noviembre la masa salarial real se ubicó 4,2% por encima del mismo período de 2023 y 11% por encima de febrero 2020 (previo a la pandemia).



II.2.2. Sector externo

Precios relativos

En el promedio del cuarto trimestre (diciembre preliminar), el TCRE habría registrado una depreciación de 5,7% con respecto al trimestre anterior, principalmente por la relación con Argentina y China. Asimismo, en términos interanuales se observa una depreciación de 12,6%, motivada en su mayor parte por la relación con Argentina, la que se vio parcialmente contrarrestada por la relación con Brasil.

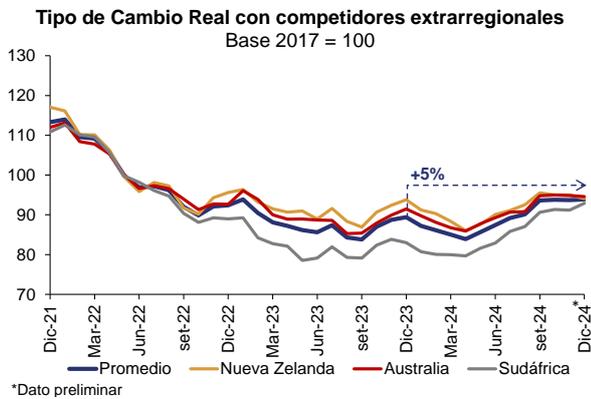


La evolución de los precios relativos también se aproxima con el Indicador de Precios Fronterizos (IPF), que registró caída en la brecha de precios de bienes entre las ciudades de Salto y Concordia, la cual alcanzó un valor de 22% en noviembre, mínimo de la serie desde junio 2018⁹. A su vez, la primera medición para la brecha entre Artigas y Quararí situó la misma en 70,9% durante noviembre.

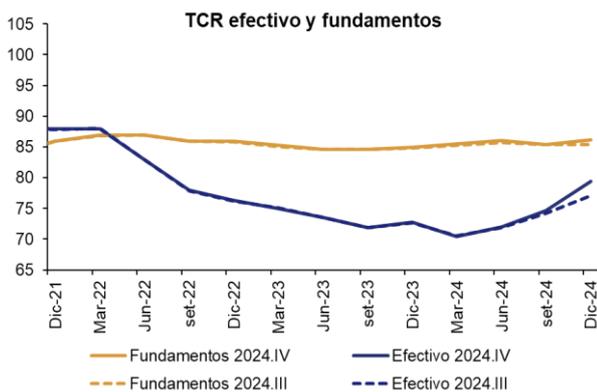
Por su parte, el TCRE bilateral con respecto a países competidores se habría depreciado 3,1% en el promedio del cuarto trimestre (diciembre preliminar) en comparación con el inmediato anterior. Esto implica una depreciación interanual

⁹ Indicador elaborado por el Observatorio Económico de Salto de la Universidad Católica del Uruguay.

de 5% a diciembre, explicada mayormente por la relación con Sudáfrica.



Mientras tanto, en 2024 el TCRf estimado por los servicios técnicos (promedio de tres versiones de modelos macroeconómicos) se depreciaría levemente con respecto al año anterior, al influjo de la caída de los términos de intercambio.¹⁰

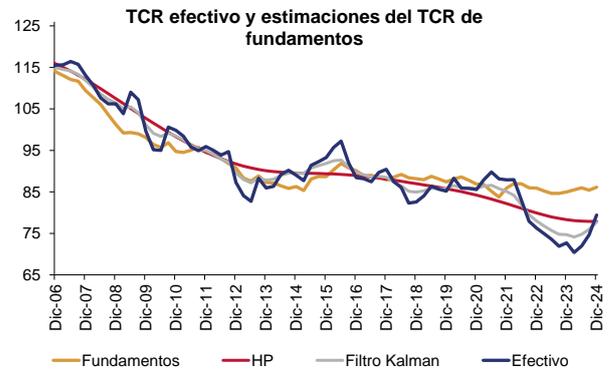


Al comparar con la estimación realizada en el informe anterior, se observa una brecha de TCR que se corrige muy poco en 2024T3 (de -13,0% a -12,6%) y en mayor medida en 2024T4 (de -9,6% a -7,8%), ante un TCRE más alto que compensa un TCRf algo más depreciado.¹¹

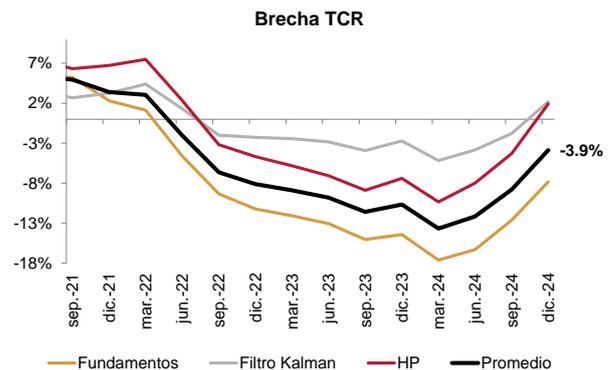
De esta forma, en 2024T4 se observaría una reducción pronunciada de la brecha de TCR respecto al trimestre previo (cerca de 5 p.p.), acumulando una reducción de unos 10 p.p. desde 2020T1, impulsada por el aumento del TCRE.

En este contexto, la tendencia del TCR que surge de los filtros estadísticos (HP y Kalman) estaría bastante alineada con el TCRE, aunque la

estimación de TCRf proveniente de los modelos macroeconómicos continúa por encima del mismo.



De esta manera, la brecha TCR que incluye las estimaciones mediante filtros (promedio de cinco metodologías) presenta niveles inferiores en valor absoluto a los que surgen de considerar únicamente a los modelos macroeconómicos. No obstante, las series presentan una evolución similar.



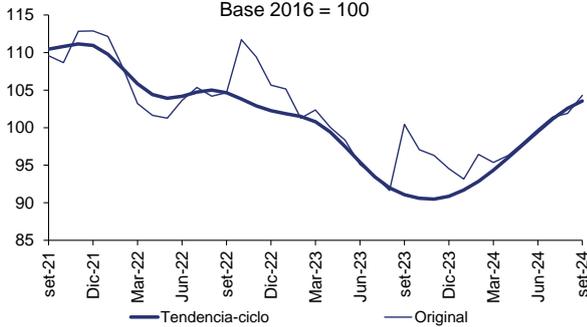
Finalmente, el IEBU, que está disponible con mayor rezago, ajusta 4,6% al alza en el promedio de 2024T3 respecto al trimestre anterior. En la comparación interanual este indicador se ubica 7,7% por encima de lo observado en el mismo trimestre del año anterior, como resultado de un aumento de los precios de exportación y de menores costos unitarios.

¹⁰ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 7 en la serie de box metodológicos.

¹¹ Las revisiones del TCRf son habituales en el margen, por lo que los números absolutos de los últimos trimestres deben tomarse con cautela. Estas revisiones se explican por cambios en las series de los fundamentos, ante correcciones en los datos de precios de exportación e importación y por tanto en los

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

Indicador de Excedente Bruto Unitario de la Industria Exportadora (IEBU)
Base 2016 = 100



Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional

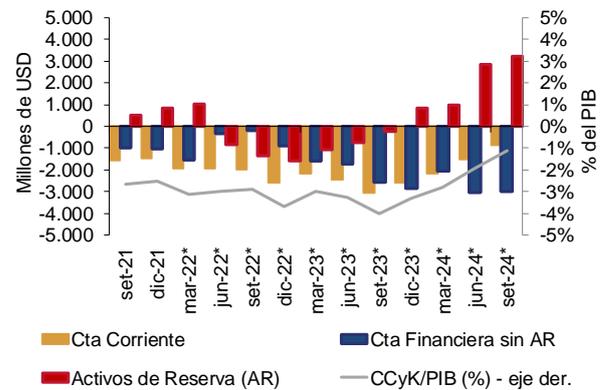
La CCK de la BP registró en el año móvil cerrado en 2024T3 un déficit de 882 millones de dólares (1,1% del PIB). Este resultado representó una reducción del déficit de 2,9 p.p. en comparación con al año anterior cuando éste había alcanzado a 4% del PIB.

En 2024T3, la cuenta corriente registró un déficit de 141 millones de dólares, menor al observado en igual trimestre del año anterior, en donde fue deficitario en 788 millones de dólares. Las transacciones realizadas por la economía, sin contemplar las operaciones de compraventa, registraron un saldo de cuenta corriente deficitario en 295 millones de dólares. Este resultado fue inferior al observado en el mismo trimestre de 2023 (857 millones de dólares) y se asoció a un mayor superávit de bienes y servicios que superó el crecimiento del déficit del ingreso primario. En la comparación interanual, el mayor superávit de bienes y servicios se dio por un incremento de las exportaciones (787 millones de dólares) parcialmente compensado por una suba de las importaciones (51 millones de dólares). Del aumento observado en las exportaciones de la economía, 676 millones de dólares corresponden a exportaciones de bienes y 111 millones de dólares a exportaciones de servicios.

Por su parte, durante 2024T3 el superávit comercial de bienes experimentó un aumento interanual de 640 millones de dólares, alcanzando 1.006 millones de dólares, en el marco de un importante incremento de las exportaciones (+18,4%).

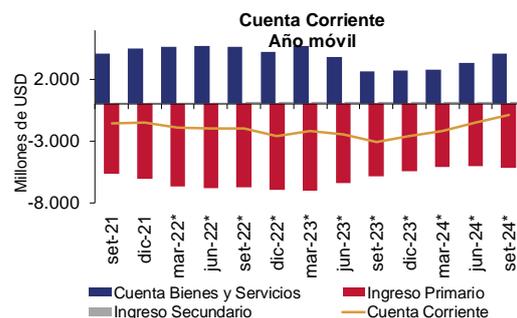
Entre tanto, las exportaciones de mercancías generales verificaron un crecimiento de 21,2% respecto al mismo período del año anterior, destacando principalmente el aumento de soja, celulosa y, en menor medida, de energía y productos lácteos. Por el contrario, se destaca el desempeño negativo de las colocaciones externas de arroz y conservas de pescado.

Principales componentes Balanza de Pagos
Año móvil



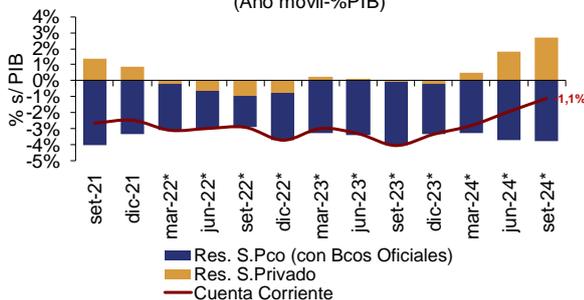
En cuanto a la cuenta de servicios, 2024T3 presentó un déficit de 40 millones de dólares, lo que representó una disminución de 102 millones de dólares respecto al mismo trimestre del año anterior, explicado mayormente por un aumento de las exportaciones.

Asimismo, el ingreso primario alcanzó un déficit de 1.153 millones de dólares en el tercer trimestre de 2024, lo que representó un aumento de 100 millones de dólares en comparación a igual periodo del año anterior cuando se observó un saldo deficitario de 1.052 millones de dólares. Por su parte, el ingreso primario del sector privado presentó un déficit de 1.058 millones de dólares, lo que implicó una profundización de este en términos interanuales. En cuanto al sector público, el déficit del ingreso primario se redujo en 34 millones de dólares respecto a igual trimestre del año anterior, destacándose las mayores rentas cobradas por el BCU.



Según la apertura por sector institucional, el menor déficit del saldo en cuenta corriente se relacionó principalmente con un mayor ahorro neto del sector privado (de -0,1% a 2,7% del PIB) y con un menor déficit del sector público (de 4% a 3,8% del PIB) en la comparación interanual.

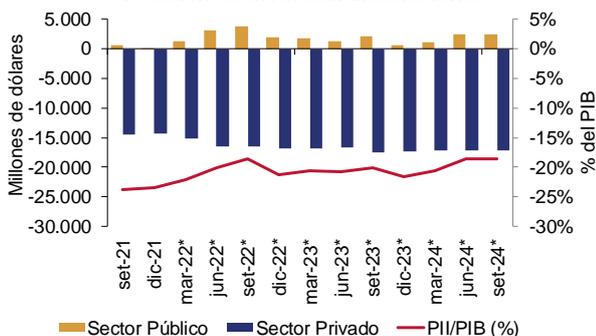
Cuenta Corriente como excedente del gasto sobre el ingreso
(Año móvil-%PIB)



Mientras tanto, durante 2024T3 la cuenta financiera experimentó un endeudamiento neto con el resto del mundo de 215 millones de dólares. La economía uruguaya financió al resto del mundo a través de los movimientos de inversión directa y mediante la adquisición de activos de reserva. Por el contrario, se registraron entradas netas de capitales asociados a la inversión de cartera, otra inversión y, en menor medida, por los movimientos de los derivados financieros.

Finalmente, la economía uruguaya presentó a setiembre 2024 una Posición de Inversión Internacional (PII) neta deudora con el resto del mundo equivalente a 18,6% del PIB (14.808 millones de dólares). En relación con el trimestre anterior, la PII aumentó su posición neta deudora en 97 millones de dólares, principalmente por el mayor endeudamiento neto del sector privado.

Posición de Inversión Internacional



II.2.3. Finanzas Públicas

En el año culminado a noviembre, el SPG tuvo un resultado deficitario de 4,1% del PIB. Si no se tienen en cuenta los efectos transitorios e irregulares relevantes como la transferencia al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), el déficit resultante es 4,3% del PIB, levemente inferior al de un año atrás.

Resultado global sector público
Año móvil (% del PIB)



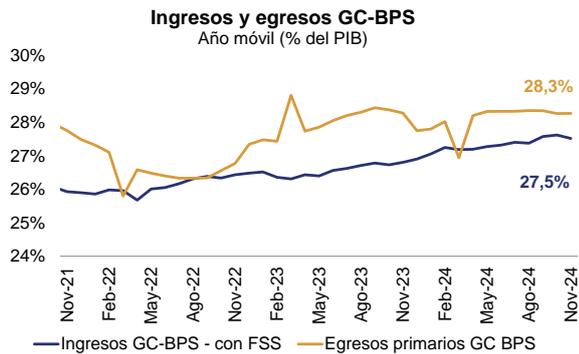
A nivel institucional, se observa una reducción de 0,6 p.p. en el déficit del Gobierno Central (GC) y del Banco de Previsión Social (BPS), y un aumento de 0,1 p.p. en el superávit del Banco de Seguros del Estado (BSE). Estos resultados fueron prácticamente compensados por aumentos en los desequilibrios en el BCU (de 0,5 p.p.), y de los Gobiernos Departamentales (de 0,1 p.p.). El resultado de las Empresas Públicas (EPP) no tuvo modificaciones en el último año móvil.

El resultado primario de GC-BPS fue deficitario en 0,7% del PIB, un déficit inferior al de 1,5% del PIB de un año atrás, ante un aumento de los ingresos (4,9% real, incluyendo al FSS) que superó al de los egresos (2,1% real).

Los ingresos consolidados de la Dirección General Impositiva (DGI) y el BPS crecieron 1,9% en términos reales (sin tener en cuenta al FSS). Por un lado, aquellos que dependen de la evolución del PIB (IVA, IMESI, IRAE) estuvieron en niveles 1,5% superiores a los del año anterior. Por otro lado, los que están más ligados a la evolución de la masa salarial (IRPF, aportes al BPS) mostraron un crecimiento de 0,4% para las rentas personales y 5,8% para los ingresos del BPS. En un escenario de aumento de la masa salarial y de las pasividades, la moderación en el crecimiento de la recaudación del IRPF e IASS se vincularía a la rebaja impositiva implementada recientemente.

Más de la mitad del crecimiento de los ingresos de GC-BPS se explica por los mayores aportes de las EPP.

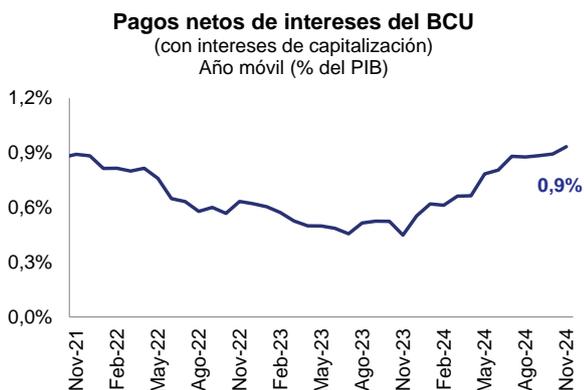
Por su parte, los egresos primarios crecieron 2,1% en términos reales. Si no se tienen en cuenta los egresos del Fondo COVID, se observa un aumento de estos gastos de 2,8% real, destacándose la contribución de la recuperación de pasividades y remuneraciones.



Mientras tanto, el resultado de las EEPF fue deficitario en 0,1% del PIB, el mismo resultado que un año atrás. Si no se tienen en cuenta efectos irregulares como los sobrecostos en la generación de energía eléctrica y la variación del stock de petróleo, se pasa de un superávit de 0,2% del PIB a un resultado equilibrado.

Dichos resultados se observaron en un contexto de mayores inversiones. En efecto, el resultado primario corriente de las EEPF fue superavitario en 1% del PIB, lo que implica una mejora de 0,2 p.p. respecto al año móvil anterior. Esta evolución fue resultado de una caída de 0,8 p.p. de los gastos primarios corrientes en términos del PIB, parcialmente compensada por una disminución de 0,4 p.p. en los ingresos, y mayores transferencias netas al GC (+0,2 p.p.).

Finalmente, el déficit del BCU se ubicó en 1% del PIB, con un pago neto de intereses de 0,9% del PIB, cifras superiores en 0,5 p.p. a las de igual período del año anterior. El crecimiento del déficit en moneda nacional está detrás de esta evolución, en especial por el pago de intereses de LRM.

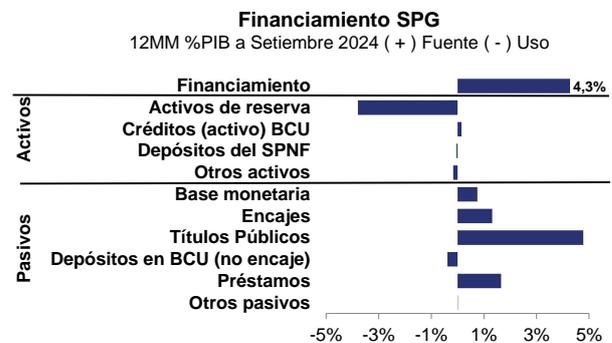


¹² Este bono tiene una tasa variable sujeta al desempeño de Uruguay respecto a dos indicadores climáticos. Se emitieron 700 millones de dólares, integrados en su totalidad con efectivo.

¹³ El GC emitió 1.800 millones de dólares, de los cuales 1.500 millones de dólares correspondieron a un bono global en UI con vencimiento en 2045 y los restantes 300 millones de dólares se colocaron en un bono en pesos nominales con vencimiento 2033. En el marco de la operación conjunta con BCU,

En cuanto al déficit del SPG medido por fuentes de financiamiento, fue de 4,3% del PIB en el año a setiembre. La principal fuente de financiamiento fue la emisión de títulos públicos que generó un financiamiento de 4,8% del PIB. Se destacan en el año móvil tres emisiones importantes: la emisión del bono soberano en dólares vinculado a la sostenibilidad (bono “verde”) de noviembre de 2023¹², la operación conjunta MEF-BCU de mayo de 2024¹³ y la emisión internacional de setiembre de 2024¹⁴.

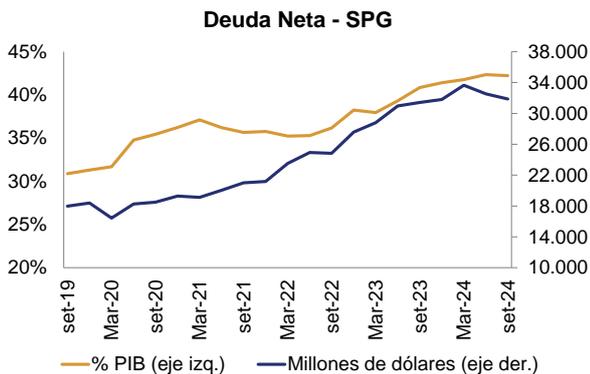
Asimismo, los préstamos constituyeron la segunda fuente de financiamiento relevante en el período, al tiempo que los activos de reserva continúan reflejando un uso de financiamiento, principalmente por el ingreso de dólares derivado de las emisiones internacionales.



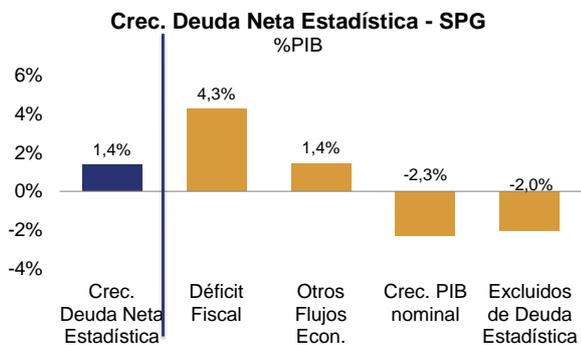
Entre tanto, la deuda bruta del SPG alcanzó 56.016 millones de dólares (74,2% del PIB) a setiembre, mientras que los activos se ubicaron en 24.151 millones de dólares (32,0% del PIB). Por lo tanto, la deuda neta se ubicó en 31.865 millones de dólares (42,2% del PIB), lo que implicó un aumento de 1,4% del PIB respecto a setiembre de 2023.

aproximadamente la mitad de la emisión bruta del GC se integró con títulos públicos (bonos y LRM) y el resto con efectivo.

¹⁴ El GC emitió 1.300 millones de dólares correspondientes a un bono global en dólares con vencimiento en 2060. La mayor parte de la emisión se integró con efectivo y una fracción más pequeña con títulos en circulación.

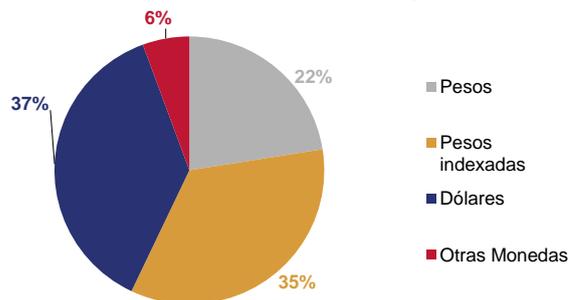


Lo anterior se debe a que el financiamiento del déficit y el aumento del dólar, así como también de las monedas indexadas (setiembre de 2023 vs. setiembre de 2024) fue contrarrestado parcialmente por el crecimiento del PIB nominal¹⁵.

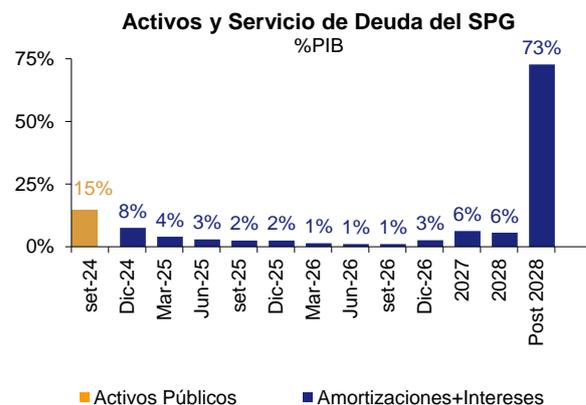


Al analizar la composición de la deuda bruta por moneda, se observa una caída de 2 p.p. de participación de la moneda nacional (nominal y pesos indexada) respecto a setiembre de 2023. Igualmente, sigue siendo la de mayor participación, alcanzando el 57,1% del total. Mientras tanto, la deuda en dólares aumenta 1,1 p.p. y otras monedas también se incrementan en 0,9 p.p. Este comportamiento está influido por las emisiones de títulos y la evolución de las cotizaciones en las que se expresan los pasivos.

Distribución de la Deuda Bruta por moneda



Asimismo, 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 permitiría cubrir el servicio de deuda del SPG hasta junio de 2025. Adicionalmente, se cuenta con líneas de crédito contingente con organismos multilaterales por 664 millones de dólares (0,9% del PIB) a noviembre. 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 2028.



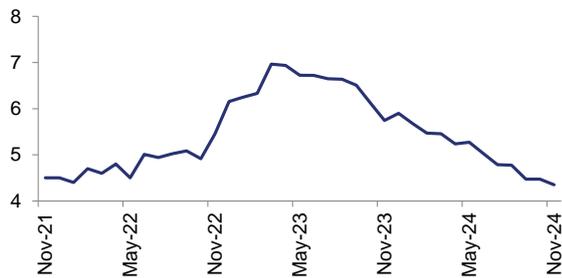
En este marco de solidez financiera, la deuda soberana ha mantenido su calificación crediticia en nivel y perspectiva. Destacándose la revisión de la agencia Moody's Ratings en marzo de 2024 y Fitch Ratings en junio de 2024. Igualmente sucedió con S&P, DBRS y JCR Agency en noviembre de 2024.

Adicionalmente, la madurez promedio de los títulos de BCU se encuentra levemente por encima de los 4 meses a noviembre, cifra inferior a los casi 6 meses de un año atrás. Mientras tanto, la madurez promedio de los títulos del GC es de 12 años¹⁶.

¹⁵ El ratio de deuda sobre PIB se construye en pesos. Por mayor detalle ver conciliación de stocks y flujos en último apartado.

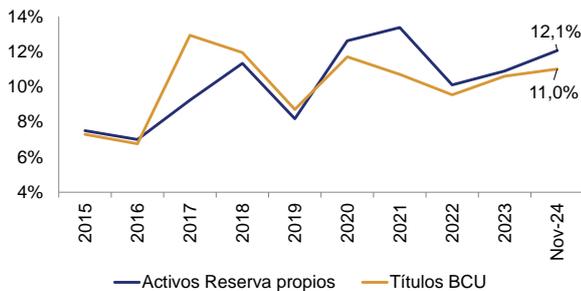
¹⁶ Fuente: Unidad de Gestión de Deuda del MEF.

Madurez promedio de las LRM
Plazo residual en meses



Respecto a la relación entre el stock de LRM y los activos propios del BCU, una versión estilizada de su hoja de balance, muestra que los activos propios del BCU superan a los títulos emitidos en 1% del PIB.

Activos y pasivos del BCU
% PIB



En un sentido más amplio, el ejercicio basado en la metodología de Reservas de Confort muestra que, a octubre, el BCU hubiera requerido 16.347 millones de dólares para enfrentar la ocurrencia simultánea de una serie de riesgos que se derivan de las responsabilidades asignadas en su Carta Orgánica, asociados al mercado monetario y cambiario, al sector fiscal y al sistema financiero. Este ejercicio supone un nivel de confianza del 99% y un cierre completo de los mercados de capitales durante un determinado período. Por otra parte, el stock de activos de reserva del BCU se ubicaba en 18.789 millones de dólares. Por lo tanto, el ejercicio determina una holgura de 2.441 millones de dólares, lo que representa una posición financiera muy sólida¹⁷.

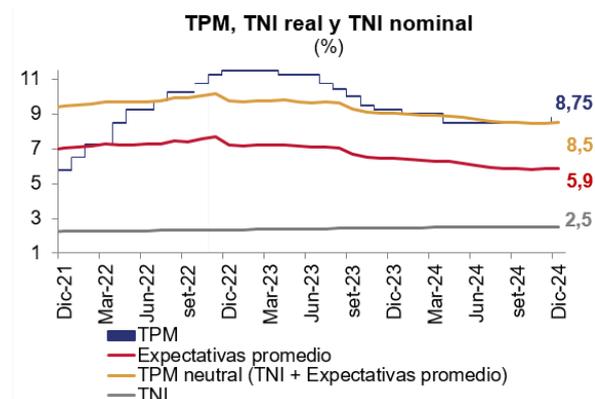
Reservas de confort - octubre 2024

I. Nivel actual	18.789
II. Riesgos a cubrir, por naturaleza	16.347
II.1 Mercado Monetario y Cambiario	6.984
II.1 a. Caída de demanda por base monetaria	497
II.1 b. Servicio deuda BCU	6.459
II.1 c. Déficit primario BCU	28
II.2 Sector Público No Financiero (SPNF)	4.156
II.2.a. Mínimo de:	4.119
i) Servicio deuda + Déficit primario de GC_BPS	6.601
Servicio deuda	4.883
+ Déficit primario	1.718
ii) Uso de depósitos + Asistencia del BCU	4.119
Uso de depósitos Gobierno	2.152
Asistencia Art. 45, 47 y 48 Carta Orgánica del BCU	1.966
II.2.b. Depósitos Empresas Públicas	37
II.3 Sistema Financiero	5.208
II.3.a. Depósitos de encaje en moneda extranjera	3.228
II.3.b. Depósitos AFAP	22
II.3.c. Depósitos Corp. Protección Ahorro Bancario	186
II.3.d. Asistencia Financiera a Bancos	1.772
III=I-II. Holgura (+) o Déficit (-)	2.441

III. La política monetaria

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

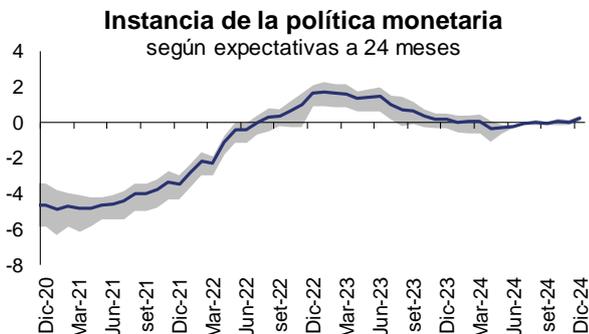
El nivel actual de la TPM de 8,75% y el promedio de las mediciones de expectativas de inflación a 24 meses, implican una estimación puntual de la brecha de tasa de interés levemente por encima de cero, por lo que la instancia de política monetaria se mantiene en el entorno de la neutralidad.



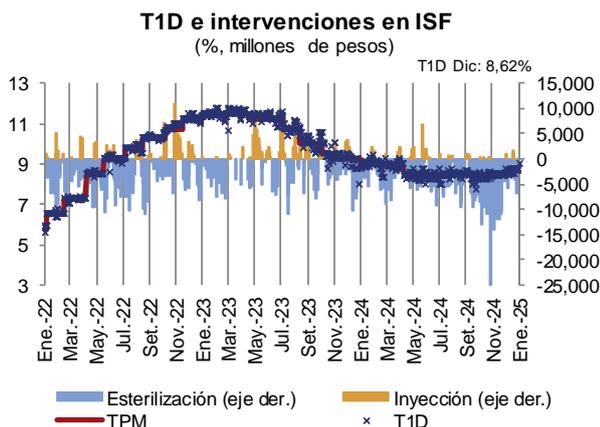
Al analizar la instancia según los distintos indicadores de expectativas de inflación por agente, ésta presenta un rango entre 0,1% y 0,4%,

¹⁷ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 2 en la serie de box metodológicos.

siendo sus cotas las que utilizan expectativas de empresarios y operadores primarios respectivamente.

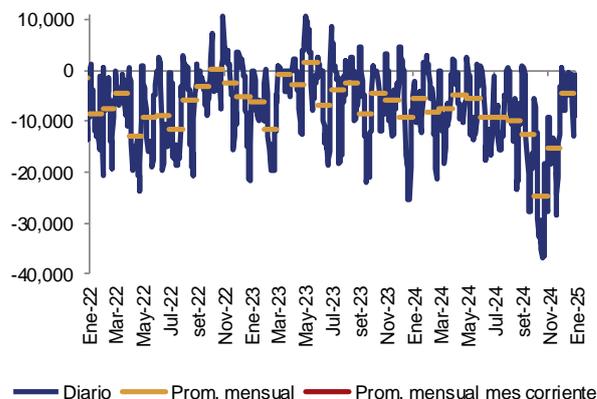


A nivel operativo, el BCU cumplió con el objetivo establecido sobre la TPM en el mercado de dinero, de manera que la T1D operó en torno a los valores definidos por el Directorio tras las reuniones del COPOM.



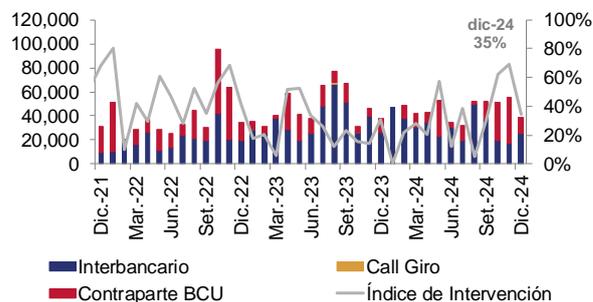
El BCU continuó colocando ISF, con los cuales operó principalmente para esterilizar liquidez. El stock neto promedio de instrumentos de sintonía fina del cuarto trimestre fue superior al del tercero. En este sentido, en el mes de octubre se observó un escenario holgado en materia de liquidez que se reflejó en un mayor uso de estos instrumentos por parte del BCU, alcanzando 24.913 millones de pesos de esterilización y registrando un valor históricamente alto. La situación se fue normalizando en el mes de noviembre con un stock 15.372 millones de pesos, mientras que en el mes de diciembre se ubicó en un promedio 4.481 millones de pesos.

Stock neto de ISF (signo monetario - millones de pesos)

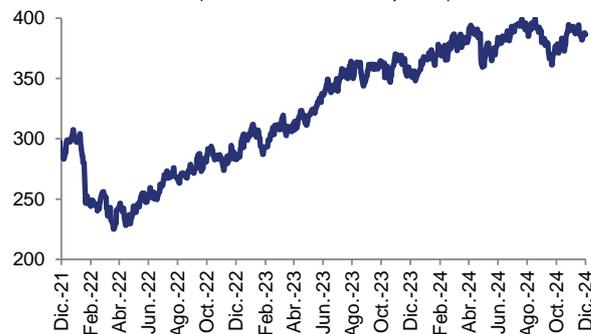


La participación del BCU en el mercado de dinero a un día representó 57,4% de los montos operados en el trimestre, registro superior al observado en el trimestre anterior. El BCU intervino en este mercado tanto para inyectar como para esterilizar fondos, siguiendo el ciclo intramensual de liquidez y las condiciones de mercado.

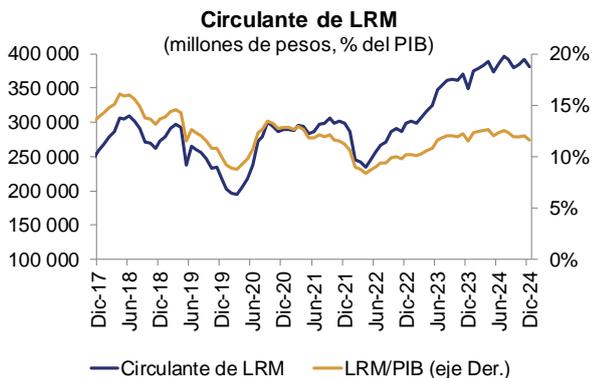
Composición mercado de dinero e índice de intervención (% millones de pesos)



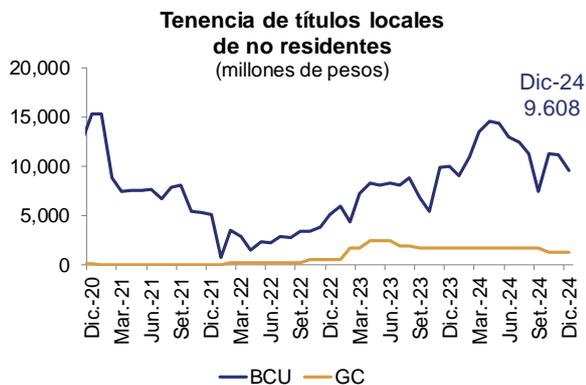
Circulante de LRM (miles de millones de pesos)



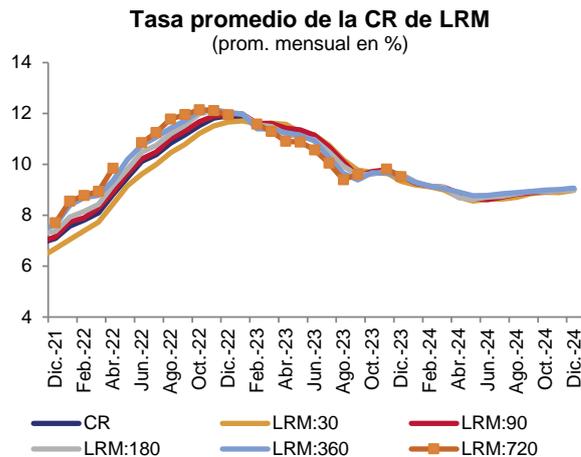
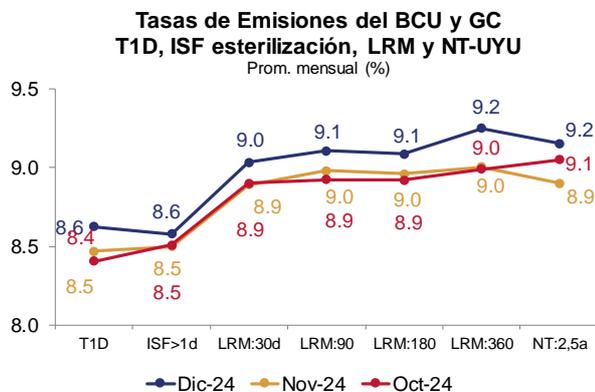
El circulante de LRM se estabiliza en los últimos meses en el entorno de 380.000 millones de pesos. A su vez, este monto representa un 11,6% del PIB del año móvil.



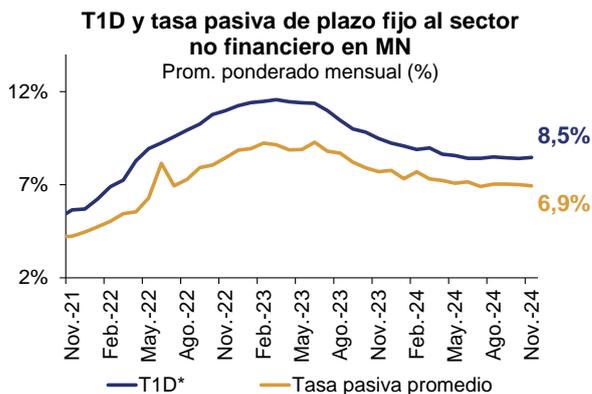
La tenencia de no residentes de LRM locales disminuyó en el mes de diciembre, ubicándose cerca de 9.600 millones de pesos, pasando a representar un 2,5% del circulante de dichos instrumentos¹⁸.



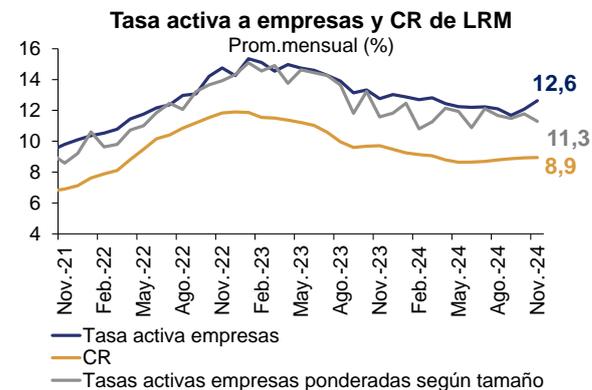
La curva de rendimientos de LRM aumentó 20 p.b. en el promedio del cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior. En el mes de diciembre se operó entre 9% y 9,25% en los tramos de 30 días y 1 año, respectivamente. Asimismo, la concentración de los montos adjudicados en plazos de 30 y 90 días se ubicó en 87%, manteniéndose en ese entorno.



La tasa pasiva promedio al sector no financiero se situó en 6,9% en noviembre, continuando con una tendencia estable que refleja las decisiones tomadas sobre la TPM.



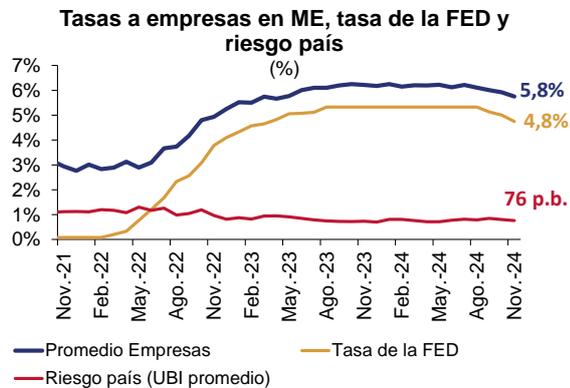
En este sentido, la tasa bancaria activa a empresas en pesos ha tenido una evolución similar a la de curva de rendimientos de LRM. La misma alcanzó un nivel de 12,6%.



Por otra parte, la tasa activa promedio a empresas en dólares se ubicó en 5,8% en noviembre, siguiendo la trayectoria de la tasa de la FED.

¹⁸ Del mismo modo, la tenencia de no residentes de títulos locales emitidos por el GC se mantuvo reducida, representando 0,2% del circulante de estos títulos en noviembre.

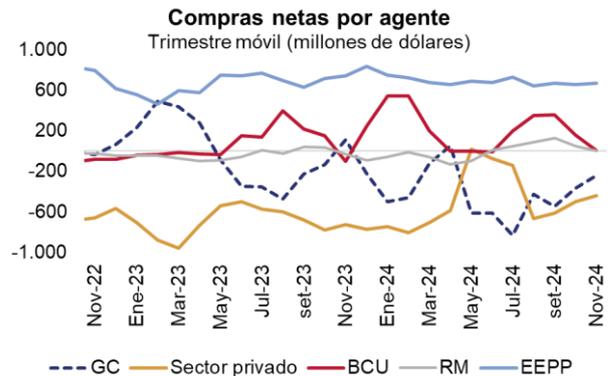
Asimismo, el riesgo soberano de Uruguay se encuentra estable en niveles históricamente bajos.



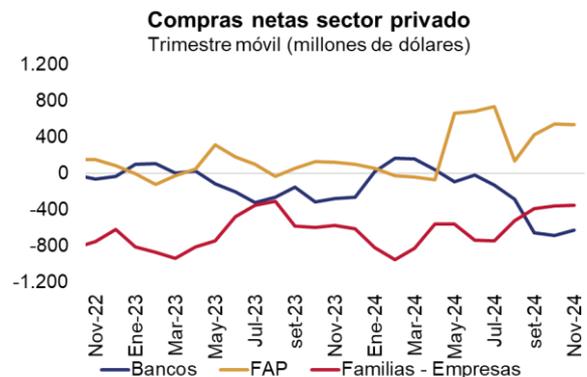
En el mercado de cambios, el peso se depreció 5,2% en el promedio del cuarto trimestre con respecto al tercero, mientras que el dólar global¹⁹ se depreció 2,4% en el mismo período. Cabe destacar, que el proceso de depreciación que había comenzado en setiembre se mantuvo a lo largo del cuarto trimestre y llevó a la cotización del dólar a 44,73 pesos el 19 de diciembre para luego descender suavemente. Por otra parte, no se registraron intervenciones del BCU en el mercado spot.



Analizando el mercado de cambios a nivel de agentes, en el trimestre móvil a noviembre se destaca la demanda de divisas de las EEP, que encontró su oferta en el sector privado, en particular en familias y empresas y bancos. Por otro lado, el GC vendió dólares frente a sus necesidades de pesos y a sus fuentes de financiamiento en dólares, en su vínculo con el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU). Los agentes no residentes prácticamente no participaron en forma directa en el mercado spot en el trimestre. En el caso del BCU no presentó participación.



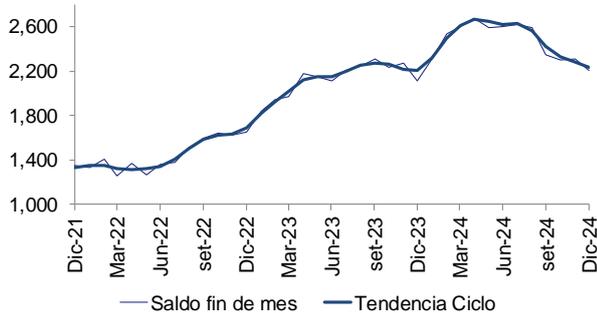
Dentro del sector privado, el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) en términos netos demanda divisas, en particular en setiembre, en donde adquirieron instrumentos emitidos por el GC nominados en pesos (se transan en dólares) que estaban en manos de no residentes y que estos últimos decidieron vender. Los bancos venden divisas en el trimestre, en un marco de resultado positivo por sus negocios en moneda extranjera y en la búsqueda de estabilizar su posición en dicha moneda. Finalmente, el agregado familias-empresas, quien es típicamente el principal oferente del mercado, reduce sus ventas respecto al trimestre anterior.



La posición en moneda extranjera del total del sistema bancario continuó descendiendo desde su máximo histórico durante el segundo y tercer trimestre. En particular, esto se explica por el comportamiento de la banca privada, que habría proveído de dólares a las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) para la compra de títulos globales a no residentes.

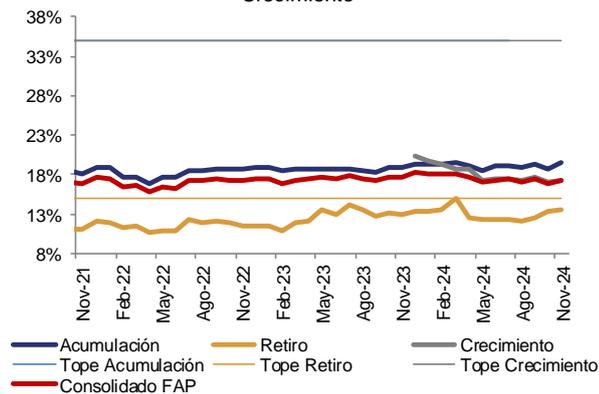
¹⁹ Según el indicador Trade Weighted U.S. Dollar Index promedio trimestral.

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



Por su parte, el FAP mantuvo prácticamente estable la conformación de su portafolio según monedas. En este contexto, se calcula una holgura respecto de la normativa bancocentralista equivalente a 2.989 millones de dólares a nivel agregado de los fondos de acumulación, retiro y crecimiento en noviembre.

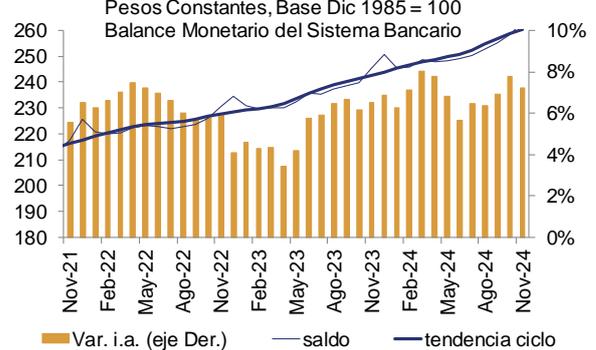
Participación de activos en ME
Sub-fondos de Acumulación, Retiro y Crecimiento



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

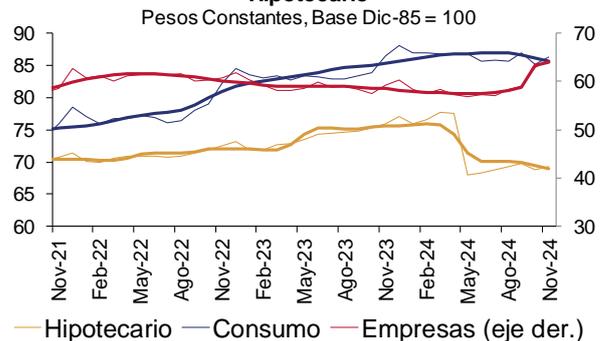
El crédito bancario en moneda nacional²⁰ mantuvo su dinamismo, con un incremento interanual de 12,9% en el promedio del bimestre octubre-noviembre, equivalente a 7,5% real, estimándose una tasa de crecimiento tendencial en torno a 8,6% real anualizado en el mes de noviembre.

Crédito al Sector Privado en MN



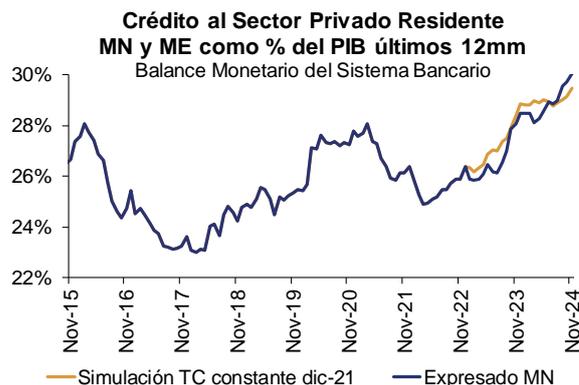
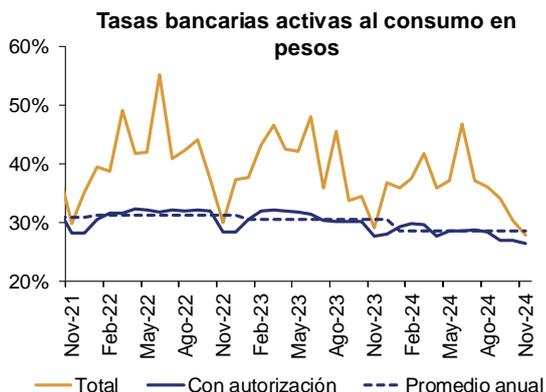
Este comportamiento se explica principalmente por el crédito a empresas que crece en el último bimestre, mientras que el resto de los componentes desciende levemente en el margen. En particular, si se considera la variación mensual anualizada de su tendencia ciclo, el crédito a empresas crece 10,8% medido por su variación mensual anualizada, luego del cambio de nivel que se produjo en el mes de octubre.

Crédito en MN: Consumo, Empresas e Hipotecario



En lo que respecta a la tasa de crédito al consumo (con autorización), presenta un leve descenso en el margen ubicándose en torno a 26,5% para los préstamos otorgados con autorización, en un contexto de un menor dinamismo del consumo a nivel agregado de la economía.

²⁰ Esta medida del crédito no toma en cuenta el efecto de la Ley N° 20.237 por la que se crea un fideicomiso para reestructurar créditos hipotecarios.

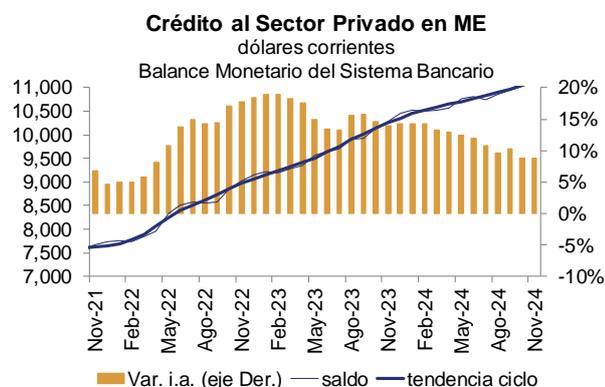
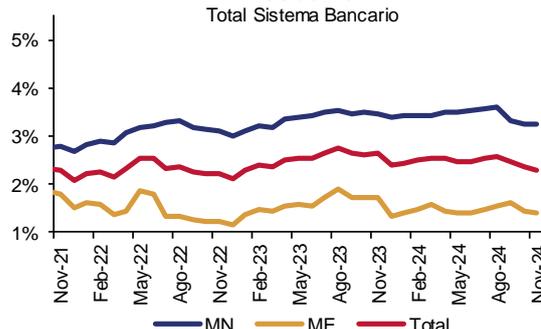


Por su parte, el crédito en moneda extranjera, destinado casi en su totalidad a empresas, creció a una tasa interanual de 8,8% medido en dólares corrientes en el bimestre octubre-noviembre, con un crecimiento de su tendencia ciclo en el margen de 9,3%, variación mensual anualizada en el mes de noviembre.

La morosidad de los créditos bancarios al sector no financiero privado residente presenta una tendencia descendente, ubicándose en 1,8% de los créditos totales en noviembre, al tiempo que el ratio correspondiente a consumo en moneda nacional fue de 2,7% a nivel del sistema bancario.

A nivel sectorial, el incremento se explica principalmente por el crédito concedido al sector agropecuario, seguido por el sector comercio. Asimismo, la composición de sus créditos bancarios según moneda se mantuvo relativamente estable.

Morosidad del Crédito al SNF Privado Residente

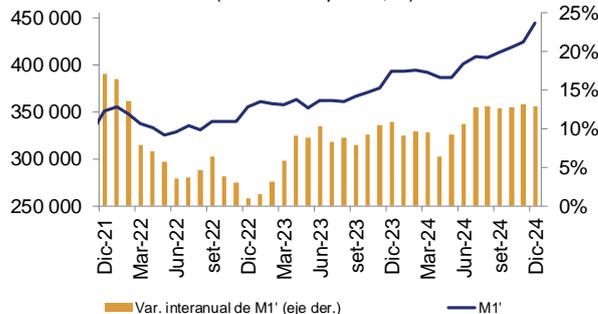


III.3. Principales agregados monetarios

En el promedio del cuarto trimestre, el agregado M1' presentaría una variación interanual de 12,9%, equivalente a una tasa real de 7,3%, mostrando una tasa de crecimiento interanual de 12,8% en diciembre. A su vez, se estima un crecimiento desestacionalizado del agregado en torno a 3% nominal en el cuarto trimestre.

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

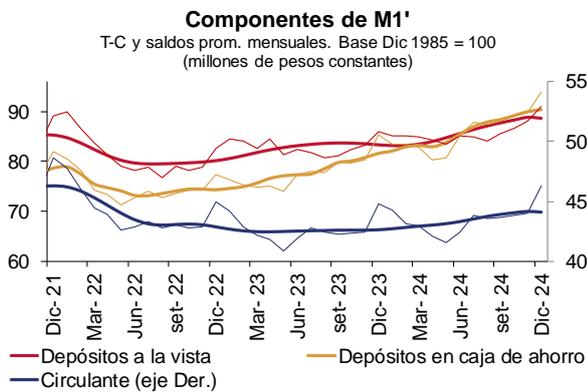
M1' promedio nominal (millones de pesos, %)



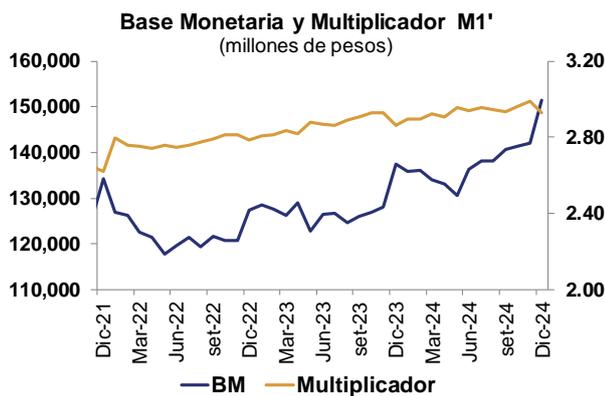
A nivel agregado, el crédito total se ubicó alrededor de 30% del PIB, nivel mayor a los previos a la pandemia, con un grado de pesificación que se mantiene en torno a 52% en noviembre, apenas por debajo de sus registros máximos históricos.

A nivel de componentes, se continúa observando una tendencia creciente en los depósitos en caja de ahorro y vista, mientras que el circulante se

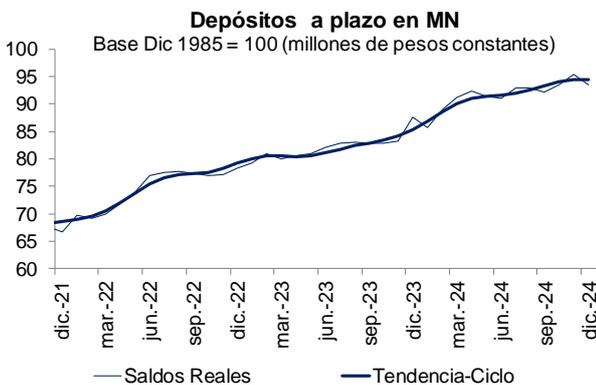
mantuvo relativamente estable, medido por su tendencia ciclo.



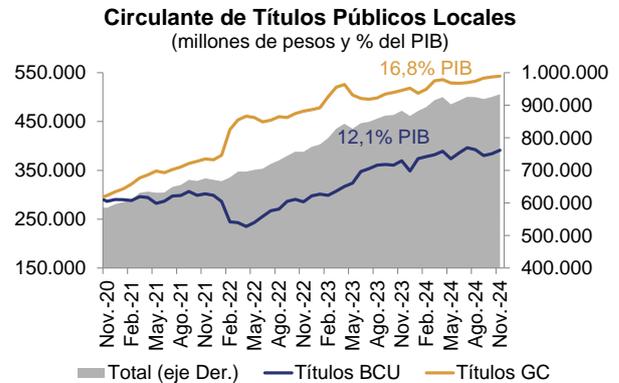
Desde el punto de vista de la oferta de medios de pago, la base monetaria creció en el margen, explicado principalmente por el comportamiento de los depósitos más líquidos. Por tanto, el multiplicador monetario siguió ubicándose en niveles máximos históricos, alcanzando 3 en diciembre.



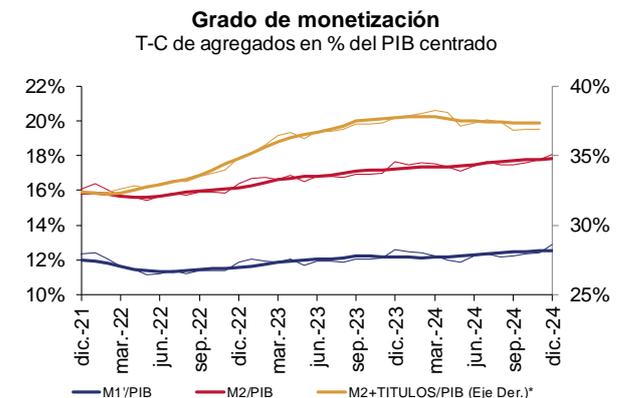
Los depósitos a plazo en moneda nacional presentaron un muy leve descenso en el margen, aunque aún se mantienen en niveles históricamente altos, presentando para el cuarto trimestre una variación interanual de cercana a 17%, equivalente a 11,3% real.



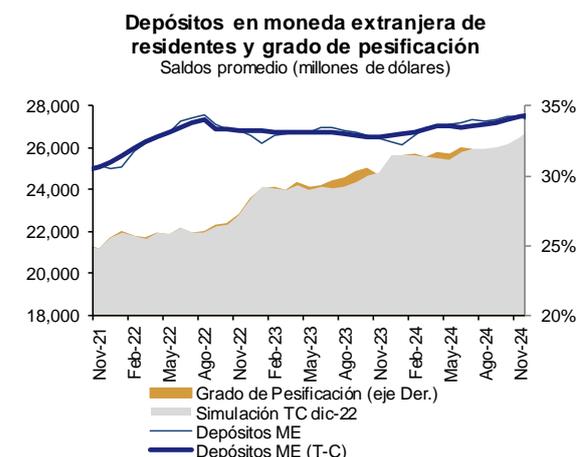
El circulante de títulos públicos de emisión local se ubicó en torno a 28,9% del PIB en el promedio de octubre y noviembre.



En este marco, el grado de monetización medido a partir de M1' aumenta a niveles cercanos a 12,9% del PIB, mientras que el ratio medido a partir de M2 alcanzó 18,1%. A su vez, el indicador del agregado más amplio, que incluye títulos locales en poder del sector no financiero, disminuyó levemente en el margen, ubicándose en 36,9% del PIB en noviembre.



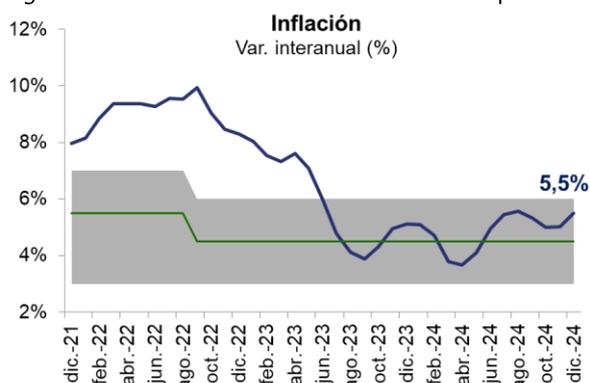
Los depósitos en moneda extranjera continuaron presentando una tendencia creciente en el cuarto trimestre. Asimismo, el grado de pesificación estuvo algo por encima de 30% de los depósitos al sector no financiero.



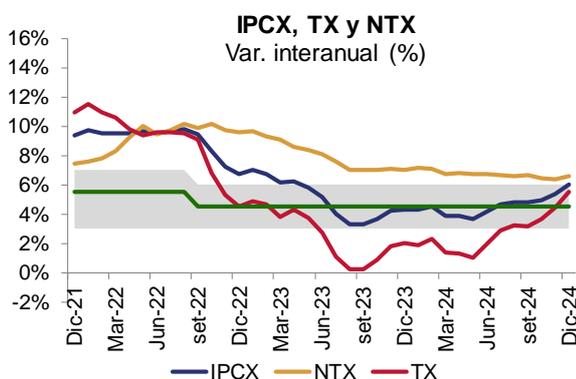
IV. Evolución de los precios

IV.1 Análisis de la inflación por componentes

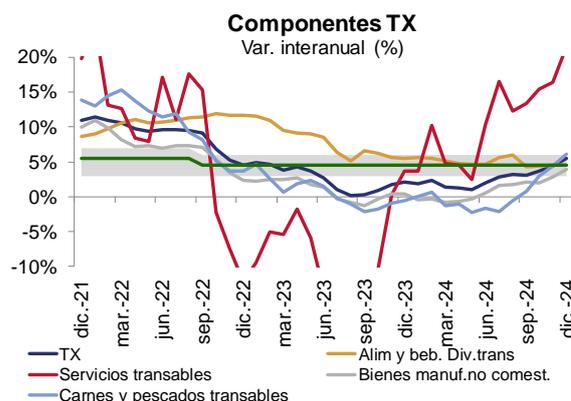
La inflación interanual a diciembre se incrementó 17 p.b. respecto a setiembre y se ubicó en 5,49%, manteniéndose por 19 meses consecutivos dentro del rango meta vigente de 4,5% +/- 1,5% fijado por el CCM. Este es el período más largo con la inflación dentro del rango meta desde que existe un régimen de metas de inflación en nuestro país.



El incremento de la inflación general en el trimestre estuvo liderado por la aceleración de la inflación subyacente medida a través del indicador de exclusión IPCX, la que se incrementó en mayor medida que la inflación headline y se ubicó en 6% a diciembre. Esta, a su vez, estuvo guiada por la aceleración del componente TX, que recoge el impacto del aumento del tipo de cambio de los últimos meses, mientras que su componente NTX descendió levemente en términos interanuales. Así, la variación interanual de los precios TX se ubicó en 5,5% desde 3,1% en setiembre, mientras que la variación de los NTX pasó de 6,6% a 6,5%.

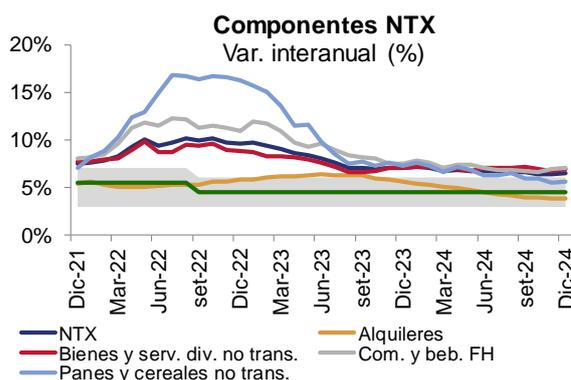


La dinámica de TX estuvo pautaada por la aceleración de todos los componentes. En particular, se destaca la aceleración en el trimestre de los servicios transables, las carnes y pescados y los bienes manufacturados no comestibles. Por otra parte, los alimentos y bebidas diversos mostraron un dinamismo algo menor en términos interanuales respecto al trimestre anterior.



A nivel general de TX, esta aceleración está en línea con la mayor depreciación del tipo de cambio en el trimestre, en un contexto de mayor incertidumbre a nivel internacional y regional. En otro sentido, los precios de los principales commodities relevantes para la inflación uruguaya se han mantenido relativamente estables, contribuyendo a moderar las presiones inflacionarias. Sin embargo, los precios de la carne y de los lácteos han mostrado un mayor dinamismo en los últimos meses.

Entre tanto, el nuevo descenso de los precios NTX estuvo determinado por el efecto acumulado de la moderación salarial nominal y, en menor medida, la demanda doméstica. Sin embargo, en el margen se observan señales de mayor dinamismo en comidas y bebidas fuera del hogar, lo que podría estar dando cuenta de presiones inflacionarias provenientes desde el sector transable en un componente que usan bienes transables como insumos.

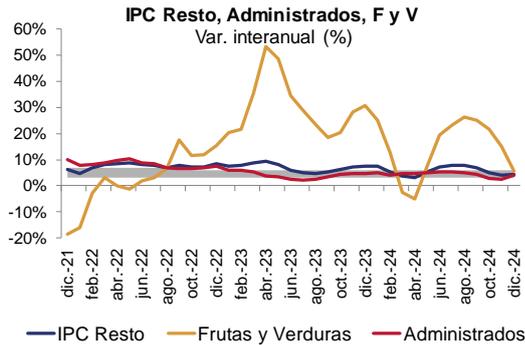


Por otro lado, el IPC Resto se redujo 286 p.b. en el trimestre, guiado por la reducción interanual de frutas y verduras. Por su parte, los administrados se redujeron levemente.

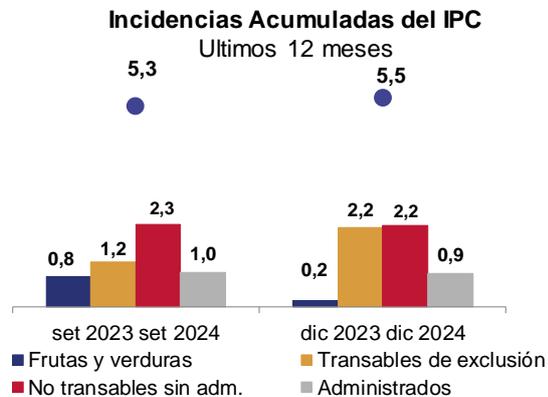
La dinámica de frutas y verduras recoge caídas en los 3 meses del trimestre, en un contexto de ausencia de shocks climáticos y buenas condiciones de oferta. Asimismo, se observa un efecto estadístico de base de comparación, ya que en los mismos 3 meses del año anterior se registraron

aumentos en sus precios. En concreto, la variación interanual de este componente pasó de 25% en setiembre a 5,5% en diciembre.

Finalmente, los administrados se redujeron levemente respecto al valor del trimestre anterior, debido a una leve reducción de las tarifas (-0,5%) y de los administrados no tarifarios (-0,3%). La caída de las tarifas fue menor a la caída típica del mes de diciembre, producto del rezago temporal en la aplicación del programa “UTE Premia”²¹.



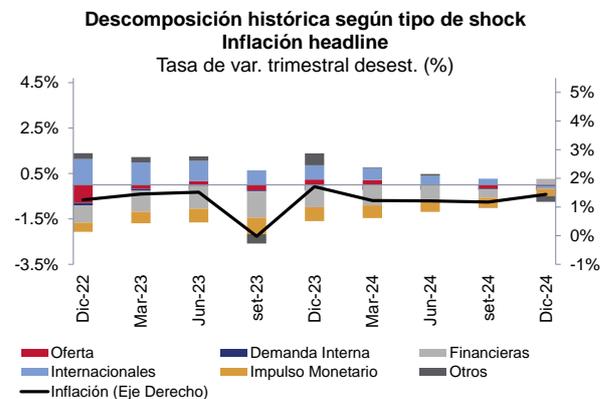
En síntesis, la leve aceleración observada en el trimestre se explica enteramente por el componente TX, la que es compensada por la menor incidencia de frutas y verduras y en menor medida por los no transables, tanto NTX como administrados.



Incidencias var. interanual			
	set-24	Dic-24	Diferencias
IPC	5,3	5,5	0,2
IPCX	3,5	4,4	0,9
NTX	2,3	2,2	0,0
Panes y cereales	0,2	0,2	0,0
Alquileres	0,1	0,1	0,0
Comidas y Bebidas FH	0,6	0,6	0,0
Bienes y Serv Diversos	0,9	0,9	0,0
Enseñanza	0,3	0,3	0,0
Servicio Doméstico	0,2	0,1	-0,1
TX	1,2	2,2	0,9
Alimentos y bebidas diversos	0,6	0,6	0,0
Carnes y Pescados	0,1	0,5	0,4
Bienes Manuf No Comes	0,3	0,6	0,3
Servicios transables	0,3	0,5	0,2
IPC Resto	1,8	1,0	-0,8
Frutas y Verduras	0,8	0,2	-0,6
Administrados	1,0	0,9	-0,1

IV.2 Descomposición histórica de la inflación

Los determinantes macro que explican la dinámica de la inflación pueden analizarse en un marco de equilibrio general a través de la descomposición histórica que brindan los modelos DSGE. En este marco, se analiza la incidencia que han tenido los distintos shocks a sus determinantes (eje de la izquierda) sobre el desvío de la inflación respecto de su promedio histórico, que es 1,8% trimestral desestacionalizado, equivalente a 7,5% anualizado en el período 2005T2 - 2024T4 (eje de la derecha)²².



En términos desestacionalizados, la inflación promedio trimestral se ha mantenido en niveles inferiores a su promedio histórico en los últimos nueve trimestres graficados, al tiempo que presenta una leve aceleración en el trimestre.

Aquí también se observa el impacto positivo de la depreciación del tipo de cambio en el trimestre (“financieras”). Como se evidencia en el gráfico, el impacto en el trimestre fue importante, al punto tal

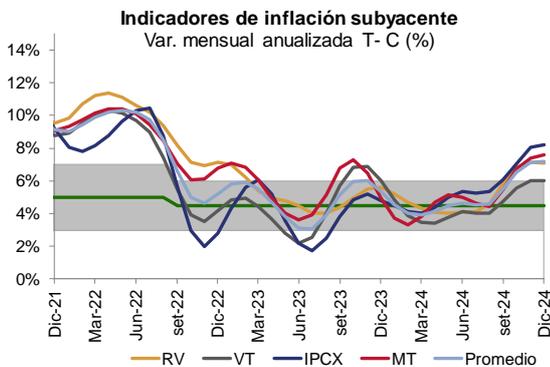
²¹ En diciembre 2024 la caída de las Tarifas fue -1,6%, mientras que en diciembre 2023 había sido -3,6%. En este diciembre existió un rezago en la aplicación del plan UTE premia, el que habría alcanzado a 1/3 del total de beneficiarios. El resto de los beneficiarios (es decir, unos 2/3) verán reflejado el descuento en enero, por lo que impactará a la baja en la inflación de enero.

²² Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 6 en la serie de box metodológicos.

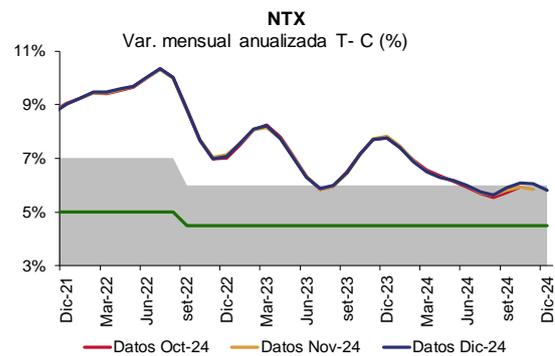
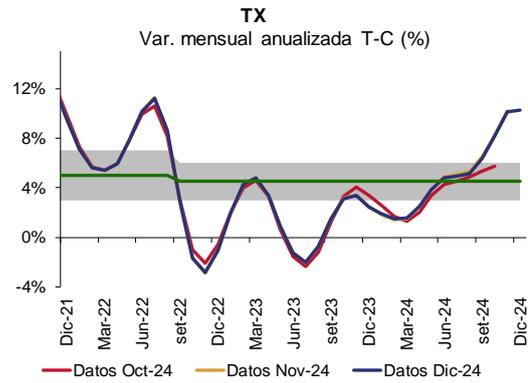
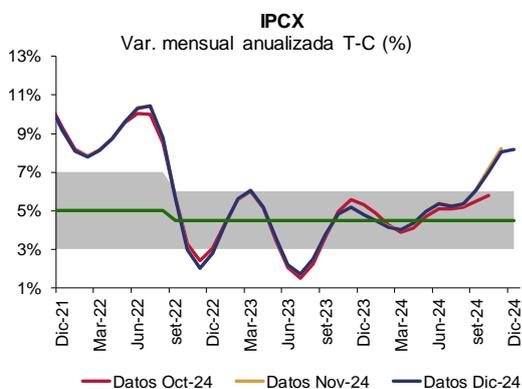
que la contribución de este componente cambia de signo por primera vez en el período analizado. En este trimestre este efecto es compensado parcialmente por el impacto negativo de frutas y verduras (dentro de “otros”). Asimismo y en términos más generales, la política monetaria mantuvo su carácter contractivo (impulso monetario negativo).

IV.3 Inflación subyacente

Los 4 indicadores disponibles de inflación subyacente (en variación mensual anualizada de su tendencia-ciclo) dan cuenta de una aceleración en el margen y presentan guarismos por encima del rango meta (salvo la Varianza Truncada (VT), que se ubica en el techo del rango). Esta situación contrasta con lo observado un trimestre atrás, cuando los 4 indicadores estaban dentro del rango.



Analizando el indicador IPCX, que es el único que incorpora proyecciones y tiene una interpretación macroeconómica, se observa que, al incorporar la información de diciembre, se confirma la importante aceleración en tendencia-ciclo señalada en noviembre y se mantiene fuera del rango. Esto resultado se explica exclusivamente por el importante aumento de los TX, impulsados por el mayor tipo de cambio, mientras que los NTX se desaceleran levemente y se ubican dentro del rango meta.

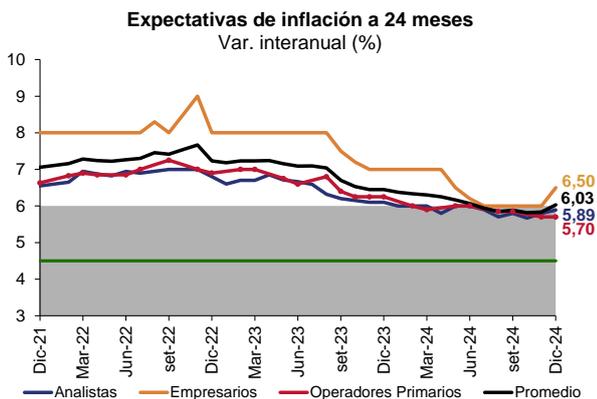


IV.4 Expectativas de inflación

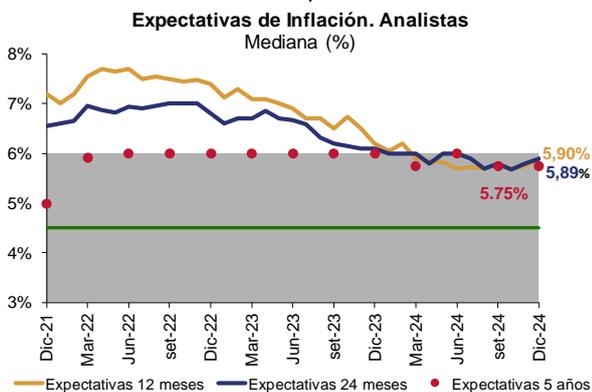
En el cuarto trimestre, los indicadores de expectativas de inflación monitoreados por el BCU para el HPM (a 24 meses) mostraron señales estables o al alza. En consecuencia, el indicador resumen de las tres encuestas se incrementó respecto al trimestre anterior y se ubicó en 6,03%.

Entre los distintos indicadores, se destaca que: la mediana de expectativas de la encuesta de analistas se ubicó en 5,89% en diciembre, 9 p.b. por encima del registro de setiembre; las expectativas de los mercados financieros, medida a través de la encuesta de expectativas de inflación de los operadores primarios (que se publica en forma oficial desde abril 2024) se redujo 15 p.b. durante el cuarto trimestre; mientras que la mediana de la encuesta de empresarios subió 50 p.b. respecto a setiembre y se ubicó en 6,5%²³.

²³ Las encuestas de expectativas de inflación de analistas y de operadores primarios son relevadas por el BCU, mientras que la encuesta de empresarios es recopilada por el INE.



Asimismo, la mediana de analistas a 12 meses también aumenta en el trimestre y lo hace en 15 p.b. Mientras tanto, cabe destacar que la mediana de expectativas para el horizonte de 5 años, la más asociada a la credibilidad de mediano plazo, se mantuvo incambiada en 5,75%.



V. Proyecciones macroeconómicas y análisis de riesgos

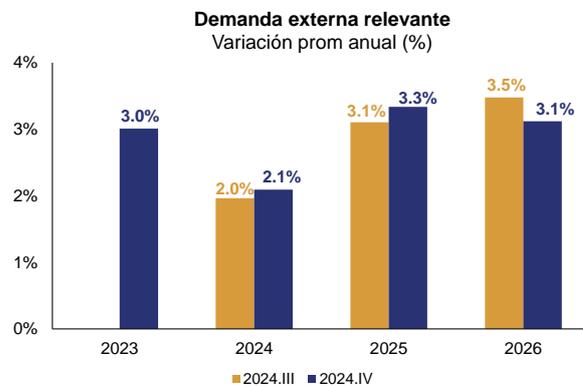
En este capítulo se presenta la trayectoria de las principales variables macroeconómicas consistente con la convergencia de la inflación al centro del rango meta al final del HPM (diciembre de 2026). En particular, se presenta la evolución esperada de la inflación, la actividad y el TCR compatible con la información disponible al momento de celebrarse el COPOM.

Al final del capítulo se plantean los principales riesgos que podrían incidir en esta trayectoria y se analiza cómo podrían afectarla.

V.1 El escenario base²⁴

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

En un contexto general de pocos cambios, la demanda externa relevante para Uruguay crecería algo más de lo que se esperaba en setiembre para 2024 y 2025, y algo menos en 2026.

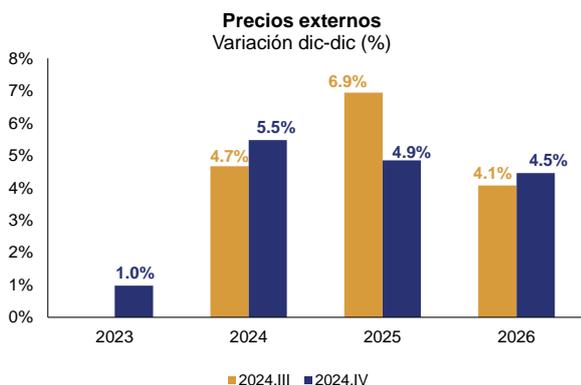


Para 2024 se espera mayor crecimiento en Brasil, EE.UU. y México, y una menor contracción en Argentina. El mayor crecimiento para 2025 se explica en buena medida por Argentina, mientras que para 2026 se espera menor crecimiento que en setiembre en Argentina y China, parcialmente compensado por una mayor expansión en Brasil.

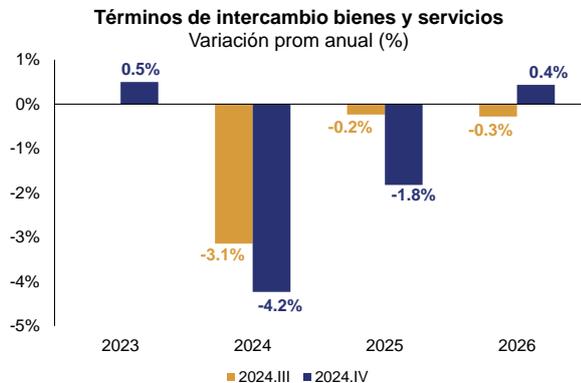
Demanda externa relevante (var. prom. anual)				
	2023	2024	2025	2026
PIB externo relevante	3.0%	2.1%	3.3%	3.1%
Extra-región	4.1%	3.4%	3.2%	3.1%
China	5.5%	4.8%	4.6%	4.2%
Estados Unidos	2.9%	2.7%	1.7%	1.9%
Zona Euro	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%
Región	1.4%	0.4%	3.3%	2.9%
Argentina	-1.6%	-3.2%	4.5%	4.2%
Brasil	3.2%	3.4%	1.9%	1.5%

Por otra parte, los precios externos relevantes para Uruguay medidos en dólares aumentarían en 2024 más de lo previsto en el COPOM anterior, explicado por la mayor inflación en dólares en EE.UU. y en Argentina, ante una menor depreciación del peso argentino; esto es compensado parcialmente por la mayor deflación en dólares esperada en Brasil, producto de una mayor depreciación del Real. Luego, en 2025 los precios externos crecerían menos de lo previsto anteriormente, por la menor inflación doméstica esperada en Argentina, mientras que en 2026 los precios externos crecerían algo por encima de lo esperado en el COPOM anterior. De este modo, hacia el final del HPM el nivel de precios externos relevantes para Uruguay se ubicaría en niveles similares a lo esperado en el trimestre anterior.

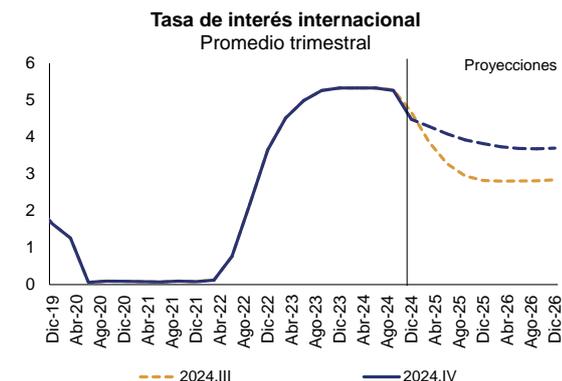
²⁴ La construcción del escenario internacional se realizó utilizando diversas fuentes de información, donde se destacan: Banco Mundial, Bloomberg, Ecolatina Consultora, Fondo



Asimismo, en 2024 se sigue esperando un deterioro de la relación de términos de intercambio, en una cifra mayor a la del informe anterior; esta diferencia se acentúa en 2025. En cambio, para 2026 se espera un leve aumento, en contraste con el moderado deterioro que se proyectaba en setiembre. El mayor deterioro en 2024 y 2025 respecto al informe anterior es guiado por un mayor descenso en los precios de exportación de bienes; en 2024 se agrega una menor caída esperada en los precios de importación de bienes. Entre tanto, la mejora esperada en 2026 obedece a mayores aumentos en los precios de exportación, tanto en bienes como en servicios.



Finalmente, las condiciones financieras internacionales serían más desfavorables que las esperadas tres meses atrás, al influjo de la senda de menores recortes esperados en la tasa de la FED mencionada anteriormente en este informe.

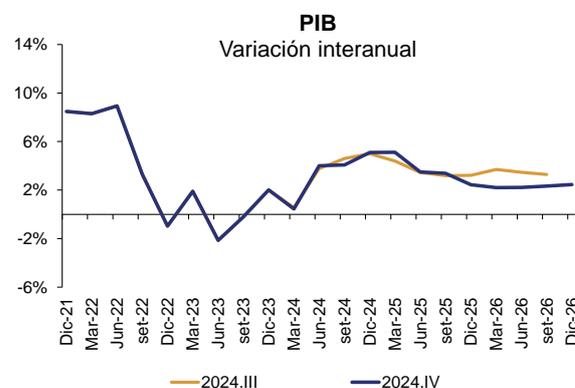


V.2 Proyecciones macroeconómicas

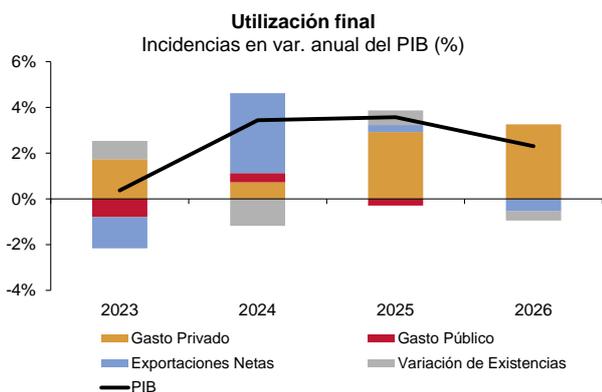
Actividad

En el escenario de referencia, la economía confirma su dinamismo en 2024, tras los impactos negativos de 2023 (sequía, cierre de la refinera, balanza turística y la finalización de obras de UPM II) y crecería en el entorno de 3,5% en el promedio del año. Este ritmo se mantendría en 2025, mientras que la variación del PIB en 2026 se aproximaría a su crecimiento tendencial; en ambos casos impulsados por el gasto privado.

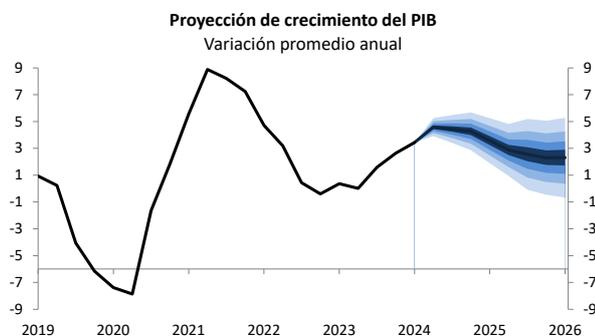
En términos interanuales, la proyección del PIB es similar a la del informe anterior hasta fines de 2025, mientras que en la segunda mitad del HPM muestra una trayectoria inferior, consistente con una mayor senda simulada de TPM.



A nivel de componentes de la demanda, las exportaciones netas serían el principal factor de crecimiento en 2024, debido a la reversión de los efectos de la sequía sobre los cultivos y la actividad pecuaria. El gasto privado también contribuiría al crecimiento, al influjo de la recuperación de la masa salarial y la disolución de la fuga de consumo hacia Argentina observada en 2023, a lo que se agrega, a partir de 2024.IV, el ciclo a la baja de tasas por parte de la FED. Siguiendo este último factor, el gasto privado se proyecta como el principal motor de crecimiento de la economía para 2025 y 2026. Mientras tanto, se espera que el gasto público contribuya en forma levemente negativa en 2025 ante la ausencia de un presupuesto en el primer año de gobierno, al tiempo que se supone que juega en forma neutra en 2026.



Esta proyección está enmarcada en un alto nivel de incertidumbre, asociado en buena medida al desempeño de la región, la que mantiene desequilibrios macroeconómicos persistentes. Esta incertidumbre se refleja en la amplitud del intervalo del gráfico fan chart, que aproxima la confianza de que la variable proyectada se ubique dentro de cierto intervalo. En particular, en este informe la confianza en que la economía crezca por encima del crecimiento tendencial (en torno a 2,5%) al final del HPM es inferior a la estimada en el COPOM anterior (de 65% a 47%). Esto se debe a que la proyección central de crecimiento del PIB se reduce respecto al COPOM anterior en la segunda mitad del HPM.

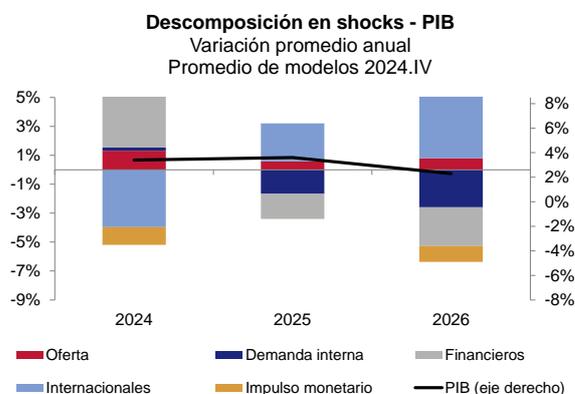


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección del PIB. La confianza de que el PIB se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

Finalmente, de acuerdo con la descomposición en shocks que surge del modelo DSGE, el crecimiento en 2024 estaría impulsado por la oferta doméstica, destacándose el incremento de la productividad. Contribuyen en el mismo sentido los shocks financieros, guiados por la evolución del tipo de cambio, mientras que en sentido inverso actúan el impulso monetario y el entorno internacional²⁵.

El dinamismo en el resto del HPM estaría explicado por un contexto internacional favorable, dado por condiciones financieras menos restrictivas ante los recortes de la tasa de interés de referencia y la mayor inflación externa, que implica una ganancia

de precios relativos para la economía doméstica. Por otra parte, los shocks financieros (paridad de tasas) revertirían su impacto y contribuirían negativamente. Lo mismo sucede, aunque en menor medida, con los shocks de oferta, al diluirse los efectos positivos de los irregulares de 2024. Por otra parte, se identifican shocks negativos de demanda interna, dados por un comportamiento menos expansivo del gasto público y por un crecimiento de la inversión privada inferior al que cabría esperar dado el contexto financiero internacional. Finalmente, el impulso monetario sería neutro en 2025 y tendría un impacto contractivo en 2026, en el marco de los mayores esfuerzos en términos de TPM para que la inflación converja al centro del rango meta al fin del HPM.



Tipo de cambio real

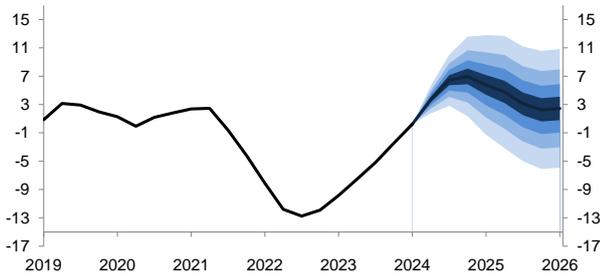
En este escenario, el TCR exhibiría una senda creciente en el HPM, aunque desacelerándose en la segunda mitad del horizonte. De acuerdo con la metodología fan chart, no hay grandes cambios respecto a la proyección anterior: actualmente habría un 64% de confianza de que el TCR se deprecie al final del HPM, valor similar al 63% del informe anterior.

La amplitud del intervalo de confianza es mayor que en las demás variables presentadas, ya que la dinámica del TCR se ve afectada, entre otros factores, por el tipo de cambio nominal que, como toda variable financiera, muestra un alto grado de volatilidad.

²⁵ El gráfico muestra la incidencia que tendrían los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) sobre el desvío del crecimiento proyectado del PIB

respecto a su promedio histórico, que es 3,5% promedio anual en el periodo 2005-2024T3 (eje de la derecha).

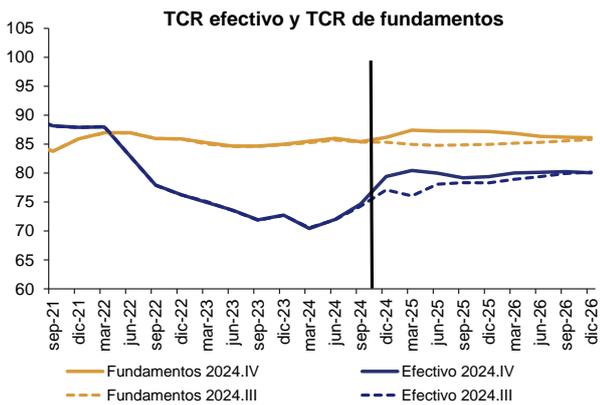
Proyección del tipo de cambio real
Variación promedio anual



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

Las sendas proyectadas del TCRf y del TCRE se corrigen al alza en 2024 y 2025 y muestran una leve apreciación en 2026. En el caso del TCRf, esta corrección se origina en la menor senda esperada para los términos de intercambio en 2024 y 2025 y en la caída proyectada del ratio Gasto Público/PIB en 2025. Luego, la apreciación en 2026 está determinada por el aumento esperado del ratio Gasto Privado/PIB. En el caso del TCRE, su evolución refleja el impacto del shock cambiario en los primeros trimestres de proyección, el que se diluye a medida que se avanza en el HPM, para estar determinado por sus fundamentos.

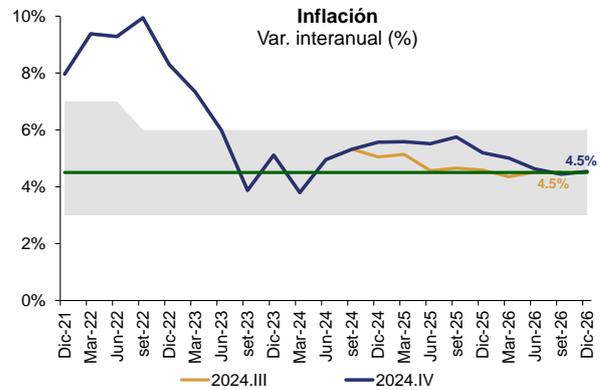
Como resultado de la trayectoria de ambas variables, la brecha del TCR (promedio de 3 metodologías) parte de un valor de 7,8 p.p. y corrige marginalmente el desvío en el horizonte de proyección, al ubicarse 7,1 p.p. por debajo de su nivel de fundamentos en 2026.IV.



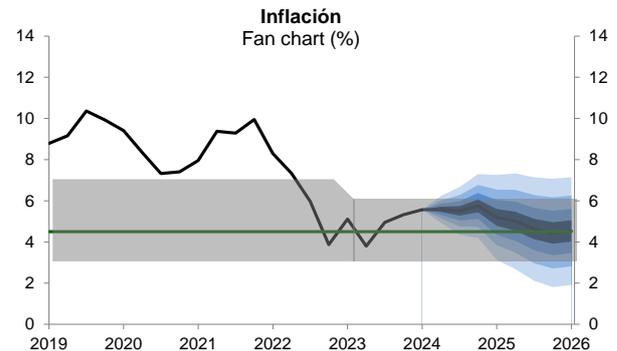
Inflación

La senda proyectada de inflación corrige al alza en el punto de partida y en la mayor parte del HPM, aunque se mantiene siempre dentro del rango meta. Asimismo, dado el cambio metodológico que se introdujo en 2024.II, la inflación alcanza el centro del rango al final del HPM. En este escenario, la política monetaria se vuelve más restrictiva que en la proyección anterior y las expectativas de inflación de los agentes continúan reaccionando favorablemente.

La evolución de la inflación también está determinada por otros factores macroeconómicos, como las brechas de TCR y de PIB negativas, aunque ambas se reducen en valor absoluto en el horizonte de proyección.

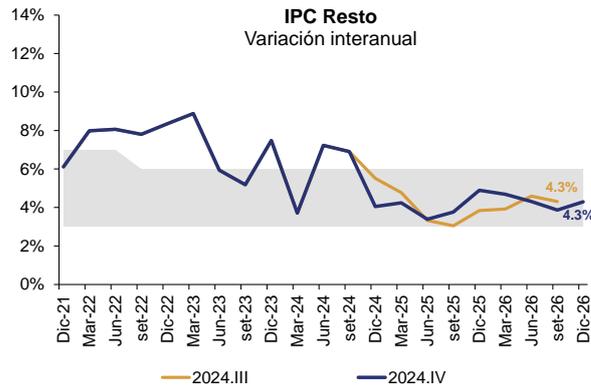
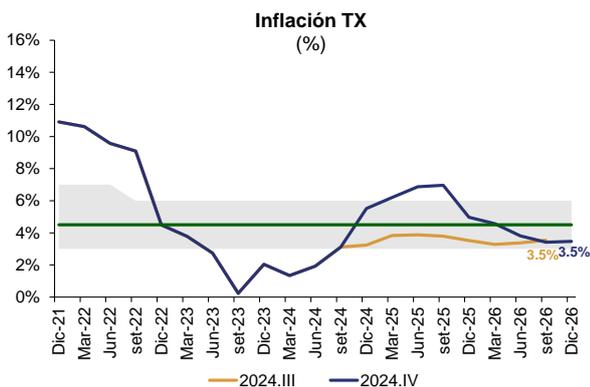


Por otra parte, la confianza de que la inflación promedio del HPM (es decir, de los 8 trimestres proyectados) se encuentre dentro del rango se reduce desde un 65% estimado en el COPOM anterior al actual valor de 58%, dando cuenta de un escenario inflacionario más riesgoso.

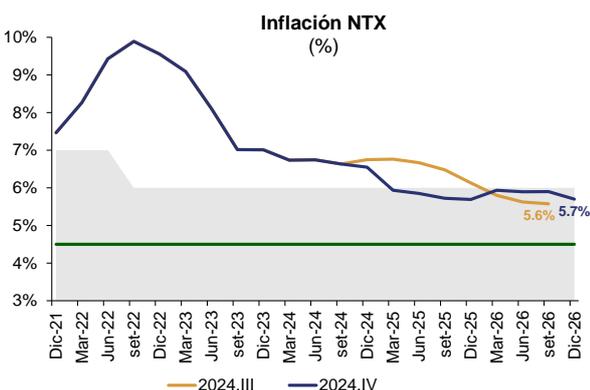


Este gráfico muestra la incertidumbre asociada a la proyección de la inflación. La confianza de que la inflación se ubique en algún lugar dentro del abanico reportado asciende a 80%.

La senda proyectada para la inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, muestra una trayectoria similar a la de la inflación. Sin embargo, existe un cambio cualitativo en sus dos componentes: mientras que la senda de los TX se ajusta al alza, recogiendo el efecto del shock cambiario y su persistencia interanual en la primera mitad del horizonte, la senda de los NTX corrige a la baja desde el punto de partida y se mantiene dentro del rango durante todo el HPM.



Este cambio en la dinámica de NTX estaría determinado por la dinámica salarial más moderada dados los correctivos negativos que se aplicarían en enero en varios convenios salariales, y la evolución simulada de la credibilidad y las expectativas, en forma compatible con una senda convergente de la inflación efectiva.

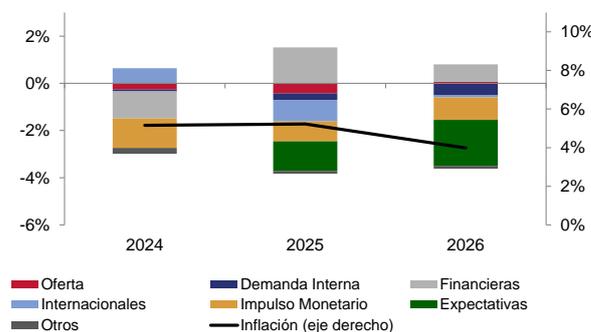


Finalmente, la senda de IPC Resto para el conjunto del HPM es similar a la del informe anterior, aunque realiza un dibujo algo diferente: inicialmente es inferior, dado los datos efectivos más bajos, para luego converger por encima a valores similares al final del HPM.

La trayectoria está guiada por la reversión de los shocks de oferta sobre frutas y verduras y el precio del petróleo, junto a tarifas públicas y demás servicios administrados que evolucionan en línea con el objetivo de inflación, dado el marco de coordinación de políticas monetarias, fiscales y de ingresos.

Los distintos factores que afectan a la inflación pueden analizarse en forma más rigurosa en el marco del equilibrio general de un modelo DSGE²⁶. En este contexto, la permanencia de la inflación en niveles dentro del rango meta y la convergencia al centro de este se logra en parte por las acciones del BCU, que mantiene un impulso monetario contractivo en el HPM. Esto redundará progresivamente en menores expectativas de inflación, las que a su vez van incidiendo en el proceso de formación de precios, salarios y márgenes empresariales, proceso que se consolida durante el HPM. Asimismo, las tarifas públicas y demás administrados evolucionan en forma compatible con la meta de inflación (dentro de “otros”, donde también se incluyen las frutas y verduras). En 2025, también favorece a una menor inflación la evolución de las variables internacionales (precios y condiciones financieras menos restrictivas), mientras que la depreciación del tipo de cambio nominal (dentro de variables financieras) presionaría al alza la inflación; ambos efectos se diluyen progresivamente en 2026.

Descomposición proyecciones - Inflación
Tasas de variación interanual (prom trim)
Promedio de modelos 2024.IV



Tasa de interés

En este marco, la política monetaria reacciona a los desvíos de inflación y actividad, y genera una senda para la TPM para todo el horizonte de proyección. La senda resultante es condicional a un conjunto

²⁶ Este gráfico muestra la contribución de los distintos shocks de los determinantes macroeconómicos (eje de la izquierda) al desvío proyectado de la inflación respecto de su promedio

histórico que es 7,5% interanual en el periodo 2005T2-2024T4 (eje de la derecha).

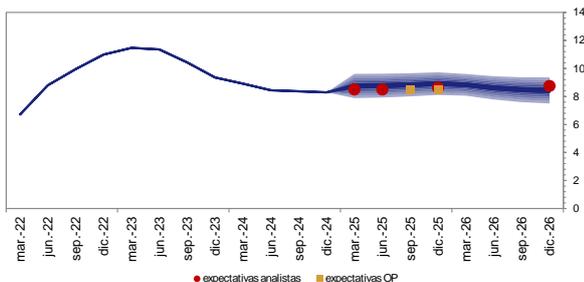
de variables exógenas, donde se encuentran el contexto internacional, las tarifas en línea con el marco de coordinación macroeconómica y la evolución de los salarios nominales según lo acordado en los convenios. Asimismo, incorpora la suba de 25 p.b. adoptada en el COPOM del 23 de diciembre, que la ubica en un nivel de 8,75%.

Esta trayectoria puede ilustrarse en un gráfico fan chart, que muestra el rango en el que se podría ubicar la TPM dado el escenario de referencia y los riesgos resumidos en el Mapa de Riesgos (MR). Por tanto, es consistente con las proyecciones presentadas previamente y con el análisis de riesgos del punto siguiente. La senda considerada más probable es el área más oscura, que es la moda de la distribución de probabilidad. Además, el gráfico incorpora la mediana de las expectativas de analistas y operadores primarios como referencia.

Esta senda refleja una trayectoria levemente creciente al inicio del HPM, la que se estabiliza en la mitad del horizonte y luego, conforme se va cerrando la brecha de inflación, presenta reducciones hacia el final del HPM.

Por otra parte, la senda esperada por los analistas y operadores primarios, quienes respondieron la encuesta antes de conocerse la decisión del último COPOM, tiene una evolución similar y se ubica algo por debajo de la trayectoria central en los primeros pasos y algo por encima al cierre del HPM.

Proyección de la tasa de interés (Porcentaje)



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

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

Estas proyecciones surgidas del escenario base se enmarcan en un contexto de riesgos y están sujetas a un nivel de incertidumbre elevado. Los principales riesgos internacionales refieren a la situación macro-financiera de la región, el ritmo de salida de la fase contractiva de la política monetaria en los países desarrollados, las dificultades para

sostener el dinamismo de la economía china y la evolución de conflictos geopolíticos y comerciales. A nivel doméstico, se destaca el potencial desalineamiento de las expectativas de inflación respecto al centro del rango y la incertidumbre ligada al período de transición política. La identificación, evaluación y gestión de riesgos complementa el análisis prospectivo presentado como escenario base. Los riesgos identificados son motivo de un monitoreo permanente por parte de la Autoridad Monetaria.

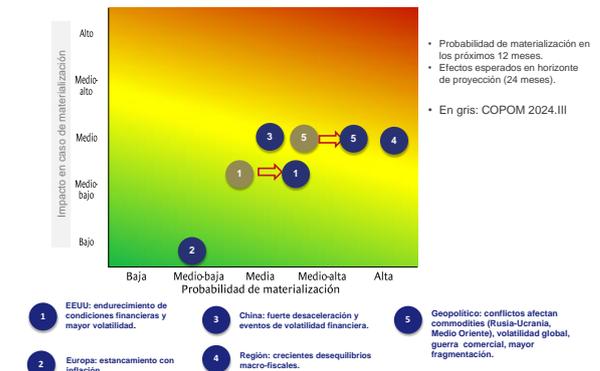
A continuación, se presenta la evaluación y gestión de riesgos para la política monetaria, siguiendo la metodología del MR²⁷.

Riesgos externos

Se identifican cinco grandes riesgos agrupados conceptualmente por zonas: EE.UU., Europa, China, la región y el geopolítico-comercial.

Para este COPOM, al evaluar los factores que explican la ubicación de los diferentes riesgos en el mapa, se resolvió modificar al alza la probabilidad de dos de ellos y se mantuvo estable el resto.

Mapa de Riesgos internacionales, impacto en actividad.



Respecto al nivel de actividad, se destaca el riesgo de la región (riesgo 4) que se mantiene en la zona amarilla/naranja, por lo que resulta el principal riesgo a monitorear. En ese sentido, persisten los desequilibrios macroeconómicos y la incertidumbre económica y política, lo cual implica un riesgo con probabilidad de materialización alta e impacto medio sobre el PIB de Uruguay en el horizonte de proyección. Argentina viene evolucionando favorablemente en los últimos meses y los riesgos son algo menores, aunque aún quedan muchos ajustes por completar; asimismo, el aumento de la incertidumbre en Brasil va en el sentido opuesto. De esta forma, se resolvió no alterar la ubicación del riesgo regional. En caso de materializarse, dificultaría el crecimiento y podría desencadenar salidas de capitales en la región, impactando negativamente en Uruguay por sus

²⁷ Por más detalles sobre esta metodología, ver Box Metodológico 4 en la serie de box metodológicos.

efectos sobre el nivel de actividad y sobre la estabilidad financiera y cambiaria.

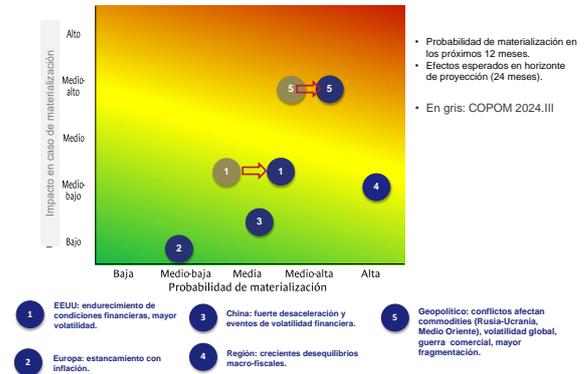
Por su parte, el riesgo geopolítico-comercial (riesgo 5) incluye: los impactos de los conflictos entre Rusia y Ucrania y en Medio Oriente, con consecuencias financieras y en los precios de commodities; y el efecto de una guerra comercial, asociada a la imposición de aranceles (y medidas de represalia por parte de los países afectados), lo que, en el extremo, podría conducir a un escenario de fragmentación a nivel global. La probabilidad de materialización se eleva respecto al trimestre anterior, con un impacto medio sobre la actividad. Este riesgo entonces se aproxima a la zona naranja.

Asimismo, el riesgo de una eventual desaceleración de la economía china (riesgo 3) se mantiene en probabilidad de materialización media respecto a lo esperado en el COPOM anterior. Dicho nivel se explica por las dificultades que enfrenta el Gobierno para resolver la crisis del sector inmobiliario y para alcanzar los objetivos oficiales de crecimiento. De materializarse este riesgo se observarían efectos recesivos sobre la economía mundial y una caída relevante de los precios de nuestros productos de exportación.

Mientras tanto, el riesgo vinculado a un mayor endurecimiento de las condiciones financieras en EE.UU. (riesgo 1) aumenta su probabilidad de materialización desde media a medio-alta. Este riesgo recoge una potencial reacción de la FED más agresiva de lo esperado, que supondría un ritmo de reducción de su tasa de política más lento que el previsto en el escenario base. Un eventual mayor endurecimiento de las condiciones monetarias podría generar caídas en los precios de los activos, fortalecimiento global del dólar y salidas de capitales desde los mercados emergentes, al tiempo que también podría inducir una recesión en EE.UU.

Finalmente, el riesgo de estancamiento con inflación en Europa (riesgo 2) mantiene su probabilidad de materialización en medio-baja. Asimismo, de materializarse, el impacto en la actividad doméstica sería bajo, debido al escaso peso relativo que tienen los países europeos como destino de nuestras exportaciones y a la posibilidad de reorientar las ventas hacia otros mercados.

Mapa de Riesgos internacionales, Impacto en inflación.



Estos riesgos para la inflación tienen las mismas probabilidades de ocurrencia, pero un impacto diferente respecto al MR de actividad.

En este caso, los principales riesgos que podrían impulsar al alza la senda prevista de la inflación refieren a los factores geopolíticos (riesgo 5), la inestabilidad en los mercados financieros globales (riesgo 1) y los desequilibrios en la región (riesgo 4). Éstos se transmitirían a la economía doméstica a través del aumento de la volatilidad financiera, una suba del tipo de cambio y un incremento del riesgo soberano, con consecuencias directas sobre la inflación transable. Asimismo, se verificarían también efectos de segunda vuelta sobre los precios de bienes y servicios no transables. Además, el riesgo geopolítico-comercial incidiría directamente sobre los precios transables.

Riesgos domésticos

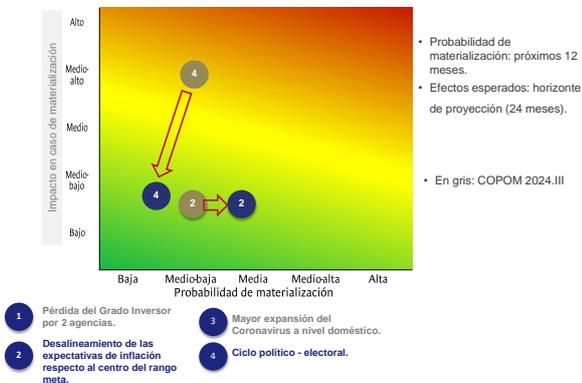
A nivel doméstico, el MR actualmente incluye dos riesgos relevantes: el desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del rango meta (riesgo 2) y el vinculado a la incertidumbre que provoca la transición política (riesgo 4).

El riesgo vinculado a la transición política fue incluido en el mapa a partir de diciembre 2022, una vez que las elecciones nacionales de octubre entraran dentro del HPM y fue denominado hasta el COPOM pasado como “riesgo político electoral”. Su inclusión se basó en la evidencia que típicamente se observa un aumento de la incertidumbre en un período previo a una elección nacional, la que puede transmitirse a variables económicas y financieras, y afectar en forma negativa a la actividad, la inflación y las expectativas. Para este IPOM se actualizó conceptualmente (y por ende su denominación), asociando el riesgo a la incertidumbre que habitualmente se genera en los meses de transición. En tal sentido, este riesgo disminuye respecto al COPOM anterior, conforme el Gobierno electo comenzó a brindar definiciones respecto a la orientación de la política económica en general y monetaria en particular.

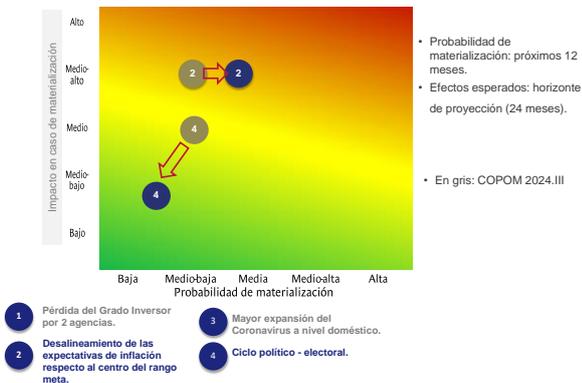
Por otra parte, la probabilidad de ocurrencia del riesgo de desalineamiento de las expectativas de inflación respecto del centro del rango meta aumenta levemente. Por un lado, el descenso sostenido en las expectativas inflacionarias de los distintos agentes se detuvo e incluso aumentó en el margen; asimismo, la apreciación del dólar en los últimos meses podría tener un impacto al alza en las expectativas de inflación. Por estos motivos, se sigue considerando el principal riesgo doméstico a monitorear respecto a la inflación. Adicionalmente, este riesgo tiene un impacto medio-alto sobre la inflación, debido a que una mayor inflación esperada afectaría directamente la velocidad de la desinflación prevista en el escenario base.

Uruguay a fines de 2022 e inicios de 2023, así como las intensas lluvias observadas a inicios de 2024. Por su parte, los riesgos de transición hacen referencia a los costos (económicos, sociales, etc.) que surgirían del cambio hacia una economía verde con baja dependencia del carbono en el largo plazo. Ambos riesgos están siendo explorados por los equipos técnicos del BCU.

Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la actividad.



Mapa de Riesgos domésticos, Impactos sobre la inflación.



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

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