

## Incertidumbre político-económica en Uruguay

Alejo Estavillo y Gabriela Mordecki

En el noticiero de la noche, en emisiones radiales especializadas, en alguna reunión donde coincidimos con un experto -o a veces no tanto-, e incluso en algunas redes sociales, es habitual ver cómo el dólar, el precio de la carne o las acciones de una empresa parecen variar sin mucho criterio: a veces suben, a veces bajan, se estabilizan y de pronto saltan o caen en picada. Entender qué es lo que provoca estos vaivenes es uno de los objetivos principales de la economía, no solo con fines teóricos o académicos, sino también con fines prácticos. Por ejemplo, pensando en el mercado de trabajo, identificar las razones que hacen aumentar el número de personas desempleadas permitiría al gobierno adelantarse a este problema, implementando políticas que ayuden a prevenirlo en caso de detectar señales de riesgo. Sin embargo, anticiparse a los problemas no resulta fácil y se ha complejizado particularmente en las últimas décadas.

Para pensar en las causas de algunos problemas, tomemos tres ejemplos: el valor de las acciones de una empresa, el precio del trigo y el tipo de cambio. ¿Qué factores podrían hacerlos subir o bajar? Una respuesta bastante sensata podría ser, respectivamente, las ganancias de la firma, las toneladas de grano cosechadas y la depreciación esperada de la moneda, en este caso el peso. Ciertamente todas las variables están conectadas entre sí y dependen -unas y otras- de otros fenómenos muchas veces impredecibles: con la llegada del Covid-19 -del que, pese a advertencias previas, poco se sabía o podía preverse- las acciones de empresas tecnológicas se dispararon, reflejando o anticipando la mayor demanda por este tipo de servicios; tras el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania -grandes productores de trigo- el precio a nivel internacional de esta materia prima también aumentó y, en Uruguay, esto desencadenó un incremento también en los panificados y otros derivados. Finalmente, en ambos casos, el miedo generado en los mercados por estos acontecimientos llevó a que muchos inversores se “refugiaran” en el dólar, un activo ([ver glosario](#)) que suele ser considerado como seguro ante este tipo de escenarios de alta incertidumbre, intentando protegerse de la posible depreciación de la moneda o de la caída de los precios de otros activos.

Así pues, más allá de las variables que desde cierto punto de vista pueden ser útiles para explicar un fenómeno, también influyen en la práctica otros acontecimientos que a priori no se pueden prever y que, al darse, desestabilizan el funcionamiento de la economía y sobre todo las expectativas. Por esta razón, en los últimos años se ha registrado una

creciente tendencia en la literatura económica a apuntar a la incertidumbre como un factor relevante detrás de los movimientos macroeconómicos. Según define la Real Academia Española, la incertidumbre es la “falta de certeza, que ocasiona duda o indecisión en las cosas”. Por eso, uno de sus principales problemas es que los agentes económicos<sup>1</sup> pueden tomar decisiones sin disponer de la información adecuada o de la capacidad para procesarla correctamente, afectando los resultados económicos en términos de inversión, producción, consumo, ahorro, etc.

Sin embargo, a pesar de la relevancia que tiene el estudio de la incertidumbre económica en países que presentan alta volatilidad e inestabilidad, la evidencia empírica sobre este fenómeno es aún escasa en economías con estas características. En este sentido, siendo la economía uruguaya pequeña y abierta,<sup>2</sup> y por lo tanto altamente expuesta al impacto de shocks regionales e internacionales, resulta de gran interés analizar el efecto que puede tener la incertidumbre en el desempeño económico del país.

## ¿Cómo medir la incertidumbre?

¿Cómo se puede medir la incertidumbre si por definición hace referencia a algo que no se conoce y que, más aún, es extremadamente subjetivo e inherente a cada agente? La solución que ha adoptado la economía a este problema es buscar aproximaciones indirectas a este fenómeno, como el número de veces que ciertas palabras vinculadas a la Economía, la Política o la Incertidumbre (EPU, por sus siglas en inglés)<sup>3</sup> aparecen mencionadas en artículos periodísticos. Otra alternativa menos costosa en términos de métodos computacionales es utilizar como medida la discordancia que hay entre las distintas proyecciones económicas de ciertas variables realizadas por analistas, empresarios o consumidores. Esta segunda alternativa, por muy compleja que parezca, es bastante sencilla en realidad: pensémoslo en el caso del tipo de cambio.

Una pregunta habitual en el asado del domingo -sobre todo cuando hay un economista, y más si es recién recibido- es si conviene comprar o vender dólares: ¿hacerlo ahora o esperar a fin de año? ¿Qué responder? Se podrá o no dar una respuesta confiada y persuadir más o menos con la fundamentación. En cualquier caso, podríamos asumir que las personas presentes asentirían con conformidad o, a lo sumo, alguien haría alguna pregunta extra por puro deporte. Pero, ¿qué ocurriría si la pareja del recién egresado, también flamante economista, interviniera de pronto en la conversación argumentando

<sup>1</sup> Pueden ser personas, hogares, empresas o gobiernos.

<sup>2</sup> Se refiere a una economía que tiene pocas trabas al relacionamiento comercial y financiero con el resto del mundo.

<sup>3</sup> Indicador desarrollado por Baker, Bloom y Davies (2016).

lo contrario? Eso, al menos, sembraría la duda: si las personas “expertas” en el tema no saben decir cuál será el precio del dólar de aquí a unos meses, ¿entonces la situación debe ser realmente inestable! Esta misma incertidumbre, extendida al ámbito profesional en general y a otras variables económicas de interés, es lo que se pretende capturar. De hecho, esta desalineación de análisis, suposiciones y expectativas puede ser un reflejo de la incertidumbre sobre un mercado al revelar la incapacidad de evaluar con certeza el futuro. Es decir, si los agentes tienen distintas proyecciones sobre el futuro de la economía nacional, esto puede estar evidenciando que el contexto sobre el que se basan para tomar decisiones es incierto.

La aplicación práctica con la que se busca aterrizar esta metodología al caso uruguayo se basa, una vez más, en las expectativas del tipo de cambio, a las que se suman otros indicadores. Partiendo de dos mediciones de incertidumbre del contexto económico del mundo y la región, que son relevantes para Uruguay, los índices EPU-Global (EPU-G) y EPU-Brasil (EPU-B),<sup>4</sup> se suma un tercer índice que resulta de la medición de la discrepancia entre analistas que realizan las proyecciones del precio del dólar a 12 meses en la Encuesta de Expectativas del Banco Central (BCU).<sup>5</sup> Combinando estos tres índices se obtiene el Composite Uncertainty Index (CUI), que da cuenta de las fluctuaciones internacionales, regionales y nacionales a la vez.

## La evolución de la incertidumbre en el pasado reciente

En el siguiente gráfico se presenta la evolución de los tres índices -global (naranja), Brasil (gris) y Uruguay (negro)- entre febrero de 2005 y agosto de 2023. En los tres casos, cuánto más elevado sea el indicador, mayor es el grado de incertidumbre económica y política registrado. Como puede observarse, se registran distintos picos a lo largo del período que responden a la quiebra de Lehman Brothers, la asunción de Donald Trump en Estados Unidos y la crisis política en Brasil, el advenimiento de la pandemia por el Covid-19, y finalmente el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania. Todos estos episodios generaron situaciones de incertidumbre que resultaron en una alta volatilidad en los mercados internacionales.

Sin embargo, también surgen algunas apreciaciones que vale la pena destacar. En primer lugar, la incertidumbre a escala global parece haber sufrido un cambio de nivel en la última década: si bien los mercados parecen haber dejado atrás la alta incertidumbre

---

<sup>4</sup> Estos indicadores introducidos por Baker, et al. (2016) permiten tener una idea acerca de la incertidumbre a partir del análisis de textos extraídos de distintos medios de comunicación escritos. Actualmente son utilizados por una gran variedad de países. Por más información, visitar: <https://www.policyuncertainty.com/>

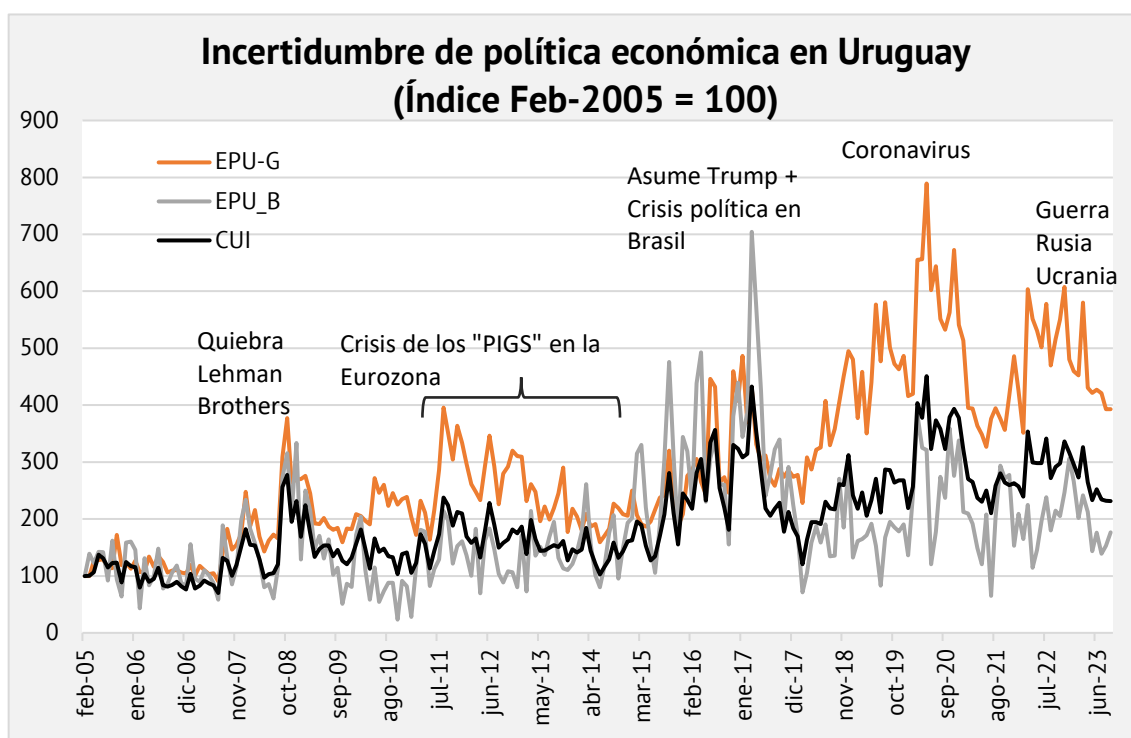
<sup>5</sup> Ver en: <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Paginas/Expectativas-Economicas.aspx>

del Covid-19 y de la guerra entre Rusia y Ucrania, aún prevalece cierto sentimiento de inseguridad respecto a las perspectivas económicas que ubica a los tres índices en niveles similares a los de la quiebra de Lehman Brothers (ver gráfico).

Por otra parte, desde 2017 en adelante parece registrarse un cierto desacople entre EPU-G y el CUI, que desde entonces sigue una evolución más alineada con el EPU-B. En otras palabras, si bien las tendencias internacionales continuaron impactando sobre la economía local, la incertidumbre global se evidenció más volátil que la regional o incluso que la uruguaya. Esto podría interpretarse como una menor exposición de la economía local a shocks internacionales, aunque también puede responder a la naturaleza de estos eventos y a la capacidad de respuesta local.

En cualquier caso, se verifica también una menor volatilidad de la incertidumbre local en comparación con la regional y la global, aproximadas a partir del EPU-B y EPU-G.

En suma, si la incertidumbre resulta problemática para el monitoreo de la economía, la solución que se propone es incorporar al análisis los indicadores presentados: de esta forma se logra capturar, aunque sea parcialmente, el grado de incertidumbre de la economía.<sup>6</sup>



Fuente: Elaboración propia a partir de la metodología desarrollada en Lanzilotta et al. (2023)

<sup>6</sup> Por una aplicación práctica de los indicadores presentados en el pronóstico de series de tiempo macroeconómicas, ver los trabajos de Lanzilotta et al. (2018), Lanzilotta et al. (2023a), Lanzilotta et al. (2023b).

## Citas bibliográficas

Baker, S.; Bloom, N. y Davis, S. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 131, Issue 4, Pages 1593–1636.

<https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>

Lanzilotta, B., Merlo, G., Mordecki, G. y Umpiérrez V. (2023). Understanding uncertainty shocks in Uruguay through VAR modeling. *Journal of Business Cycle Research*.

<https://doi.org/10.1007/s41549-023-00081-5>

Lanzilotta, B., Mordecki, G., Tapie, P., y Torres, J. (2023), Uncertainty and Business Cycle: An Empirical Analysis for Uruguay. *Proceedings of The 9th International Conference on Time Series and Forecasting*.

<https://doi.org/10.3390/engproc2023039097>

Lanzilotta, B., Mordecki, G., y Umpiérrez, V. (2018). Political economic uncertainty in a small & open economy: the case of Uruguay, DT 05/18. *Serie de Documentos de Trabajo*, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Administración.