



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 15 de agosto de 2022

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico mundial mostró menor dinamismo debido a la extensión del conflicto en el Este europeo, la demora en la recuperación de China como consecuencia de los confinamientos y la profundización de la crisis en el sector inmobiliario de ese país, la persistencia de la inflación global y la consecuente política monetaria más contractiva.

Sin embargo, se estima que la inflación global habría alcanzado su punto más alto, dado que se observan señales de desaceleración por la reducción de precios de los commodities, una menor tensión en la cadena de suministros y temores asociados a una recesión global. No obstante, la baja en las tasas de largo plazo contribuyó con la recuperación de los activos de renta variable en las economías avanzadas, debilitó la cotización del dólar a nivel global y fortaleció tanto títulos de deuda como monedas de economías emergentes. En este marco, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) ratificó su rumbo contractivo y la tasa de referencia de la política monetaria se prevé que se ubique por encima de las expectativas de mercado en el mediano plazo.

En la región, la economía de Brasil mostró un mayor crecimiento que el esperado durante el primer semestre del año y el gobierno tomó medidas de carácter fiscal para contener la inflación. Argentina creció por encima de las expectativas económicas aunque la inflación se siguió acelerando en el marco de una situación financiera compleja.

La economía local

En Uruguay, la actividad económica continuó su recuperación en el segundo trimestre, la que se mantendría en el tercero, aunque a un ritmo más moderado según las proyecciones de corto plazo. Predominan las señales positivas en los indicadores de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, así como de la inversión, mientras que el consumo muestra menor dinamismo en un escenario internacional menos favorable.

Con relación al mercado de trabajo, los datos del segundo trimestre del año, divulgados por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), muestran una mejora: la tasa de empleo aumentó para el total del país ubicándose en 56,8% de la Población en Edad de Trabajar (PET) y el desempleo cayó 1,7% en términos interanuales, ubicándose para el total del país en 8,1% de la Población Económicamente Activa (PEA). En términos comparativos con los niveles observados de 2019, el desempleo es menor, el empleo alcanza el nivel de 2019, y la tasa de actividad permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia.

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria:



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación interanual continúa fuera del rango meta: el Índice de Precios al Consumo (IPC) se ubicó en 9,56% en julio de 2022, acelerándose levemente con respecto a la elevada inflación de los últimos meses. Este resultado se debe principalmente a la evolución de los precios de alimentos, como Panes y cereales y Comidas y bebidas fuera del hogar.

La inflación subyacente interanual se incrementó de 9,71% a 9,98%, explicada por la evolución de los precios de los bienes transables y los no transables de mercado que recogen el impacto de los precios internacionales. Adicionalmente, en los precios de los bienes transables de exclusión incidió la reversión de las medidas temporarias del Gobierno implementadas en productos panificados y de carne con el objetivo de reducir las presiones al alza de estos precios en los meses anteriores.

Según los modelos de proyección de corto plazo, la inflación subyacente se mantendría en el entorno de los niveles actuales, ante cierto aumento de los precios de los bienes no transables contrarrestado por una caída de los precios de los bienes transables.

En julio el promedio de los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses mostraron un aumento muy leve para el horizonte de política monetaria (HPM), ubicándose en 7,30% (desde 7,27% en junio y 7,23% en mayo). Entre los agentes económicos, la mediana de expectativas de los analistas fue de 6,9% y la mediana de los empresarios se mantuvo estable en 8%.

El Banco Central del Uruguay (BCU) cumplió con el objetivo operativo establecido sobre la TPM, de manera que la tasa a un día del mercado de dinero (T1D) operó en torno a 9,75% a partir del último anuncio realizado (6 de julio de 2022).

El circulante de instrumentos de sintonía fina (ISF) aumentó en julio, con un promedio de 11.700 millones de pesos. La intervención del BCU en el mercado de dinero a un día se redujo durante las últimas semanas, representando el 29% de los montos operados de julio. Sin embargo, en agosto se ha ubicado en 46%, pautada por intervenciones de inyección, que se realizan principalmente a un día.

La curva de rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó al alza en 25 puntos básicos en julio, con un promedio de 10,4% y con alta proporción en los tramos cortos. Asimismo, en el transcurso de agosto se registran incrementos adicionales de tasas en torno a 30 puntos básicos para los nodos licitados.

En junio la tasa pasiva promedio al Sistema No Financiero (SNF) se incrementó con un promedio de 8,1%. La tasa activa en moneda nacional (MN) a empresas también continuó en aumento, ubicándose en 12,2%, mientras que la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) promedió 3,1%, manteniéndose en un nivel reducido.

El crédito en MN se desaceleró en términos reales, tras el importante incremento del cuarto trimestre de 2021. Este comportamiento se reflejó principalmente en el crédito concedido a empresas y en menor medida en el crédito al consumo, mientras que en ME continuó mostrándose dinámico.

En julio, el peso se depreció 3,3% en promedio (2,7% punta), sin concretarse intervenciones del BCU en los mercados spot y a plazo, más allá de las ventas forward pactadas tiempo atrás con empresas públicas.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

El agregado M1´ frenó la fuerte desaceleración observada en el primer semestre al presentar una variación interanual promedio de 3,6% en julio. Esto se reflejó principalmente en el comportamiento de los depósitos líquidos. Los depósitos en ME del sector no financiero residente continuaron dinámicos, mientras que los bancos a nivel agregado mantuvieron su posición en ME y el portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas se mostró relativamente estable.

Las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs) canalizaron salidas de divisas de no residentes a través de la compra de bonos globales, para lo cual adquirieron dólares en el mercado de cambios, al tiempo que la tenencia de títulos locales por parte de no residentes se mantuvo reducida.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 15 de agosto de 2022 se llevó a cabo la reunión del COPOM que estuvo integrada por los tres miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay, Diego Labat, Presidente; Washington Ribeiro, Vicepresidente; Ignacio Berti, Director; Adolfo Sarmiento, Gerente de Política Económica y Mercados, Gerardo Licandro, Gerente de la Asesoría Económica; Leonardo Vicente, Gerente de Política Monetaria; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; y Jorge Christy, Secretario General.

El Directorio del Banco Central del Uruguay analizó el escenario macroeconómico internacional y local, evaluó el desempeño de la economía uruguaya en el segundo trimestre y las proyecciones para el tercero, verificó que los canales de transmisión de la política monetaria funcionan en el sentido esperado y observó con preocupación la rigidez de las expectativas de inflación de los agentes.

En ese contexto y con la inflación fuera del rango meta, el Directorio entendió necesario y oportuno un incremento en la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 50 puntos básicos hasta 10,25%, con lo que se profundiza la fase contractiva de la política monetaria. Asimismo anticipó que continuará con aumentos similares en las próximas reuniones, considerando que se llegará hacia fin de año a niveles de tasa consistentes con la convergencia de las expectativas hacia el rango meta. No obstante, reafirma el compromiso de profundizar el talante contractivo de la política en caso de mantenerse rígidas a la baja dichas expectativas.

La decisión fue tomada por la mayoría de los miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay. El Presidente Ec. Diego Labat y el Vicepresidente Ec. Washington Ribeiro votaron por el aumento de la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos básicos sobre la base de las consideraciones generales planteadas con anterioridad. Por su parte, el Director Dr. Ignacio Berti votó de forma negativa.