



Minuta del COPOM del 6 de octubre de 2022

## 1. Análisis del contexto económico

### La economía global

El entorno económico mundial es actualmente desafiante. El crecimiento del nivel de actividad continúa deteriorándose debido a la profundización de la guerra entre Rusia y Ucrania, el alza de la inflación global, las condiciones financieras más restrictivas y las dificultades de China para recuperar su dinamismo.

La tendencia de inflación mundial no logra ser revertida por el impacto de la guerra y las sanciones a Rusia. Si bien el precio de los commodities mostró cierto descenso (con excepción del gas natural), esto no ha resultado ser suficiente para reducir la inflación. Por eso, los bancos centrales en particular la Reserva Federal de Estados Unidos (FED)- profundizan la política monetaria contractiva con subas de las tasas de interés. Dicho endurecimiento incide particularmente en el aumento en los costos de financiamiento para las economías emergentes, en un menor dinamismo de la economía mundial y mayores riesgos para la estabilidad financiera.

En la región, Brasil mostró mayor crecimiento que el esperado durante el primer semestre; no obstante se espera una desaceleración para los próximos meses. Por otra parte, en Argentina se apaciguaron las expectativas de devaluación en el corto plazo y se logró cumplir la meta de acumulación de reservas para el tercer trimestre acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, persiste la vulnerabilidad derivada de las escasas reservas internacionales y la probabilidad de un salto cambiario con la consecuente alza en la inflación y la baja en el crecimiento.

### La economía local

En Uruguay, la actividad económica mantiene la senda de crecimiento esperada, según muestran los datos del segundo trimestre publicados en el Informe de Cuentas Nacionales y los indicadores adelantados del tercer trimestre. Predominan las señales positivas de las exportaciones, la inversión privada, los servicios y la construcción, y aparecen algunos indicios de menor dinamismo del consumo privado.

Con relación al mercado de trabajo, los datos divulgados por el INE muestran que la tasa de empleo se mantuvo levemente por debajo del 57% de la Población en Edad de Trabajar (PET), valor similar al previo a la pandemia. El desempleo se redujo 1,8% en promedio en el bimestre julio-agosto, ubicándose en niveles cercanos al 8% de la Población Económicamente Activa (PEA). En términos comparativos, respecto a un año atrás se observa estabilidad en la tasa de empleo y una reducción del desempleo.

## 2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria:



La inflación interanual continúa fuera del rango meta: el índice de Precios al Consumo (IPC) se ubicó en 9,95% en setiembre de 2022, acelerándose levemente con respecto a los últimos meses.

La inflación subyacente se mantuvo estable en 9,7% interanual, explicada por una caída en los bienes transables y un incremento en los no transables.

Según los modelos de proyección de corto plazo, la inflación se mantendría en torno a 9,5% hasta el cierre del año con la existencia de riesgos importantes derivados de factores externos, como el efecto de la guerra en Ucrania, e internos, como la evolución del tipo de cambio y los precios de las frutas y verduras.

En setiembre el promedio de los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses mostró un aumento leve para el horizonte de política monetaria (HPM), ubicándose en 7,5% (desde 7,3% en junio). Entre los agentes económicos, la mediana de expectativas de los analistas relevada por el BCU se ubicó en 7%.

El Banco Central del Uruguay (BCU) cumplió con el objetivo operativo establecido sobre la T<sub>PM</sub>, de manera que la tasa a un día del mercado de dinero (T<sub>1D</sub>) operó en torno a 10,25% a partir del último anuncio realizado (15 de agosto de 2022).

El stock neto de instrumentos de sintonía fina se redujo en el último bimestre, promediando \$ 3.142 millones en septiembre, al tiempo que el circulante de Letras de Regulación Monetaria (LRM) mostró una tendencia creciente. La intervención del BCU en el mercado de dinero a un día fue similar a la del trimestre anterior, con un promedio de 40% del monto operado. El BCU intervino principalmente para esterilizar liquidez.

La curva de rendimientos de Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó al alza en 34 puntos básicos en septiembre, con un promedio de 11,2%. La misma estuvo comprendida entre 10,8% y 12%, con una pendiente creciente pero más aplanada que en meses anteriores.

En agosto la tasa pasiva promedio al Sistema No Financiero (SNF) se ubicó en 7,3%. La tasa activa en moneda nacional (MN) a empresas continuó en aumento, ubicándose en 13%, mientras que la tasa activa en moneda extranjera (ME) también ajustó al alza y se ubicó en 3,7% promedio durante ese mes.

El crédito concedido por los bancos al SNF se desaceleró en dólares y pesos constantes, manteniéndose en torno al 27% del PIB. Esto se reflejó principalmente en el crédito al consumo y empresas, mientras que el segmento hipotecario se mantuvo estable.

En septiembre el peso se depreció 1,2% en promedio, sin concretarse intervenciones del BCU en los mercados spot y a plazo (más allá de las ventas forward pactadas con empresas públicas), en un contexto de fortalecimiento global del dólar que también se reflejó en otras monedas de la región.

El agregado monetario M1 revirtió la tendencia a la baja observada en el año al presentar una variación interanual promedio de 4,8% en el tercer trimestre, según información preliminar. Los depósitos a plazo se mostraron relativamente estables, luego de un semestre de crecimiento sostenido. Los depósitos en ME del sector no financiero se desaceleraron en el trimestre, mientras



que el portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas se mostró relativamente estable. Los bancos a nivel agregado incrementaron su posición en moneda extranjera, principalmente por efecto de sus resultados en moneda extranjera.

Las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAPs) nuevamente canalizaron salidas de no residentes a través de la compra de bonos globales durante el trimestre, para lo cual adquirieron dólares en el mercado de cambios. La tenencia de títulos locales por parte de no residentes se mantuvo reducida y no se observaron indicios de entradas de capitales relacionadas con operaciones de tipo cambio forward.

### **3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM**

El día 6 de octubre 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 entorno mundial desafiante con los riesgos que plantea la coyuntura internacional, observó la evolución de la actividad económica en Uruguay, reiteró su preocupación por la rigidez de las expectativas de inflación de los agentes, y valoró los canales de transmisión de la política monetaria.

En este último aspecto, entendió adecuado el cambio normativo en el régimen de operadores primarios que rige a partir del 3 de octubre de 2022. La modificación generaría un fuerte incentivo para los participantes del programa, en la medida que se comienza a remunerar por el servicio de distribución de las LRM, estimulando una mayor competencia entre los participantes e incentivando su proactividad en la captación de clientes. El otorgamiento de un beneficio económico permite al BCU incrementar las exigencias para sus participantes, con el objetivo de lograr que la curva de rendimientos en moneda nacional responda con mayor eficiencia a la información de mercado y, por ende, fortalecer los canales de transmisión de la política monetaria.

En ese contexto, con la inflación fuera del rango meta, y en línea con lo anunciado, el Directorio del BCU decidió continuar con la profundización de la fase contractiva de la política monetaria e incrementar la Tasa de Política Monetaria (T PM) en 50 puntos básicos hasta 10,75%. La senda de subas seguirá en las siguientes sesiones del Comité de este año hasta llegar a niveles de tasa consistentes con la convergencia de las expectativas hacia el rango meta.

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. El Director Dr. Ignacio Berti votó de forma negativa en base a los argumentos esgrimidos en anteriores instancias.