



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 15 de febrero de 2023

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico mundial muestra un panorama más auspicioso que unos meses atrás, debido al mayor dinamismo de la economía de Estados Unidos, y a un cierre anual mejor de lo esperado y de perspectivas de una recesión menos intensa para la Zona Euro en 2023. Además, China, tras el abandono de las fuertes restricciones a la movilidad a fines de 2022, impulsa favorablemente el crecimiento y las expectativas globales.

En EEUU, la inflación se desaceleró en diciembre y las expectativas inflacionarias se redujeron. Como consecuencia, y a pesar que la Reserva Federal (FED) anunció que mantendría su política monetaria restrictiva más tiempo de lo que espera el mercado, los agentes económicos consideran que habrá una menor cantidad de subas de tasa de interés. Esta divergencia constituye un riesgo futuro y se refleja en una curva de rendimiento de los títulos invertida, con tasas altas a corto plazo y bajas a largo. Este hecho se analiza como el anticipo de una posible recesión, debido a que mayores tasas a corto plazo encarecen el fondeo y restringen el crédito y la actividad económica.

En la región el escenario es complejo. En Brasil, se observa una reducción de la velocidad de crecimiento de la economía y los mercados reaccionan de forma negativa a las medidas fiscales del gobierno con menor apreciación de los activos respecto a otros países de la región. Las expectativas de inflación de los analistas se desalinearon para 2023 y comenzaron a subir también para 2024. En Argentina, en un marco donde el programa vigente con el FMI marca el rumbo de la política económica, la actividad se desaceleró hacia el final del año, y la situación financiera se mantiene delicada con una elevada probabilidad de un ajuste desordenado que elevaría aún más la inflación.

La economía local

En Uruguay, se observa que la sequía ha comenzado a tener impacto sobre la actividad agropecuaria y sobre los precios de alimentos. Se estima que el efecto sobre el nivel general de precios sería de carácter transitorio.

Por otra parte, el mercado de trabajo se mantuvo estable. Los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) del tercer trimestre de 2022 muestran que la tasa de empleo se ubicó en 57,5% de la Población en Edad de Trabajar (PET), mientras que la tasa de desempleo se ubicó en 7,8% de la Población Económicamente Activa (PEA).

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

La inflación se ubicó en 8,05% al cierre de enero observándose un descenso desde el pico en setiembre de 2022. Asimismo, las expectativas de inflación han iniciado un proceso de convergencia.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación subyacente se incrementó de manera leve, ubicándose en 7,46% interanual, explicada por la suba de los precios de los bienes transables. En menor medida, también se observó un ligero incremento en la inflación de los bienes no transables. Dentro de ambos componentes se observan señales de desaceleración de la inflación con excepción de componentes más volátiles como Frutas y verduras, que sufren el impacto de la sequía, al igual que Carnes y pescados y Comidas y bebidas preparadas fuera del hogar. La política monetaria y los precios internacionales relevantes para la inflación uruguaya contribuyen a moderar las presiones inflacionarias.

En enero, las expectativas de inflación de los analistas para el horizonte de política monetaria (HPM) se redujeron por segundo mes consecutivo a 6,6% (desde 6,8% en diciembre), hecho que no se observaba desde mediados de 2021. El promedio simple de los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses se redujo levemente ubicándose en 7,18% en enero (desde 7,23% en setiembre de 2022).

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 operó en torno a 11,5% a partir del último anuncio realizado (30 de diciembre de 2022).

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) se mantuvo algo por encima de diciembre, ubicándose en 6.055 millones de pesos en el promedio de enero. El circulante de Letras de Regulación Monetaria (LRM) continuó con tendencia de crecimiento alcanzando niveles previos a la operación de emisión y canje junto con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) en febrero de 2022. En la segunda semana de febrero se realizó una nueva operación, que se integró 77% en títulos y permitió reducir el circulante de LRM en \$ 9.626 millones (3% del total). La intervención del BCU en el mercado de dinero a un día se redujo representando el 15% de los montos transados en lo que va del año (hasta el 12 de febrero de 2023). El BCU intervino principalmente para esterilizar liquidez.

La curva de rendimientos de LRM mostró forma plana en enero con un promedio de 11,9%. En febrero el BCU licitó durante la primera semana y se retiró del mercado durante la operación de emisión y canje señalada con anterioridad. En las licitaciones de febrero previas al canje, la curva ajustó a la baja en torno a 40 puntos básicos y se invirtió, registrándose una importante demanda en los tramos más largos (90 días; uno y dos años).

En enero, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) a empresas continuó en aumento, ubicándose en 15,4% (datos preliminares), mientras que la tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SNF) se mantuvo en 8,9%, mostrando una tendencia creciente hasta diciembre. La tasa activa en Moneda Extranjera (ME) ajustó al alza tras los incrementos de tasa de la FED, promediando 5,5%.

El crédito en MN y ME se mantuvo dinámico a diciembre. El crédito en MN fue impulsado principalmente por el segmento al consumo, mientras que en ME se observó mayor dinamismo principalmente en el sector agropecuario.

En enero, el peso se apreció 3,5% respecto al cierre de diciembre, mientras que en el promedio mensual se depreció 0,8%. La tendencia a la baja del tipo de cambio se observó en otras economías de la región, al tiempo que el índice de dólar global se redujo. En lo que va de febrero, el peso se depreció 1,2% punta (datos al 10 de febrero). No se concretaron intervenciones del BCU en los mercados *spot* o a plazo y las ventas *forward* pactadas con empresas públicas finalizaron en diciembre 2022.

El agregado M1´ creció a una tasa de 1,5% interanual en el promedio de enero, algo por debajo de lo previsto, en un contexto que procesa la normalización del agregado. Los depósitos en ME del SNF



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

continuaron su reducción. En diciembre la caída de los depósitos se vio incidida a la baja por movimientos estacionales y tributarios transitorios, en un contexto en el cual los agentes obtienen mayor rentabilidad en instrumentos rentados externos y en MN. El portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas se mostró estable, mientras que los bancos a nivel agregado incrementaron su posición en moneda extranjera principalmente vía compra de dólares.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 15 de febrero de 2023 se llevó a cabo la reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM), integrado 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, Leonardo Vicente, Gerente de Política Monetaria; Gerardo Licandro, Gerente de la Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; y Jorge Christy, Secretario General.

El Directorio del Banco Central del Uruguay analizó el escenario mundial y la evolución de la actividad económica en Uruguay. En ese contexto, evaluó la tendencia más reciente de las expectativas de inflación de los agentes, consideró las proyecciones de inflación de los servicios del Banco Central, observó que los canales de transmisión de la política monetaria continúan funcionando de forma adecuada, y decidió mantener la tasa de interés en 11,50%.

La decisión fue adoptada por la mayoría del Directorio del Banco Central del Uruguay. El presidente Diego Labat y el vicepresidente Washington Ribeiro votaron por mantener la Tasa de Política Monetaria. El director Dr. Ignacio Berti acompaña parcialmente la propuesta en cuanto ella implica interrumpir el proceso de suba de la tasa de interés decidido en anteriores oportunidades. Sin embargo, en línea con los fundamentos de voto negativo vertidos en los anteriores COPOM, se abstiene de aprobarla por entender que la misma continúa siendo elevada.

Por último, el COPOM anunció que la próxima reunión, inicialmente fijada para el lunes 17 de abril, se realizará el miércoles 19 de abril de 2023.