



# BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 6 de julio de 2023

## 1. Análisis del contexto económico

### La economía global

El entorno económico continúa con un panorama heterogéneo, donde existe contraste entre el dinamismo de algunos sectores vinculados a los servicios y la contracción de actividades de la industria manufacturera. Además se acumulan indicios de desaceleración en las principales economías del mundo, en particular de la economía china. La inflación continúa en descenso a nivel global, por menores precios de los *commodities* y de los costos de comercialización, aunque se observan presiones en el componente núcleo.

En Estados Unidos, los salarios y alquileres crecen a un ritmo incompatible con el objetivo de inflación de la Reserva Federal (FED), que señaló dos subas adicionales de tasa de interés antes de fin de año. Sin embargo, el mercado espera que esta tasa se ubique en el rango actual al cierre de 2023, lo que se refleja en la curva implícita de los futuros.

En cuanto a la región, en Brasil las proyecciones de crecimiento para 2023 se corrigieron al alza, luego que el Producto Interno Bruto (PIB) creció por encima de lo esperado. El Banco Central de ese país dio señales del inicio de un ciclo de descenso de la tasa de interés en un contexto más benévolo y con el nuevo marco fiscal en discusión en el Congreso. En Argentina, se revisaron a la baja las perspectivas de crecimiento de la economía para el presente año. A su vez, las menores exportaciones y el menor nivel de actividad profundizan la caída en la recaudación e implican mayor necesidad de financiamiento. Este contexto mantiene el riesgo de una devaluación con impacto de alza en la inflación y baja en el crecimiento.

### La economía local

En Uruguay, la actividad presentó en el primer trimestre del año un incremento de 0,9% en términos desestacionalizados y de 1,2% interanual. Las proyecciones del BCU señalan una contracción en el segundo trimestre por el shock de oferta de producción como consecuencia de la sequía y una leve recuperación en el tercer trimestre de 2023.

Por otra parte, en el mercado de trabajo, los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) muestran que tanto el empleo como la tasa de actividad presentaron incrementos respecto al trimestre previo y se ubican en valores superiores a los observados antes de la pandemia. En el bimestre abril-mayo, la tasa de empleo se ubicó para el total del país en 57,7% de la Población en Edad de Trabajar (PET) en promedio, nueve décimas por encima del registro de un año atrás, mientras que la tasa de desempleo aumentó en los últimos meses ubicándose en 8,7% de la Población Económicamente Activa (PEA).

## 2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación se ubicó dentro del rango meta en el año cerrado a junio. La inflación *headline* (5,98%) y la inflación subyacente (5,2%) se encuentran en niveles que no se observaban desde los años 2017 y 2009 respectivamente. Ambos indicadores de inflación acentúan la desaceleración que se verifica desde octubre del año pasado, con un descenso relevante de *Frutas y verduras*, ante la normalización gradual de la oferta de dichos bienes, así como en los administrados, particularmente las tarifas, por la reducción en el precio de los combustibles.

La inflación subyacente se redujo a 5,2% y también se ubicó dentro del rango meta. Asimismo, en el margen la tendencia-ciclo se reestima a la baja en torno a 4,5% (anualizada a junio). Tanto los bienes transables como no transables tuvieron una nueva estimación a la baja respecto a mayo. En los bienes transables se observa una moderación en el crecimiento de los precios de todos sus componentes, en particular de *Bienes manufacturados no comestibles*, *Servicios transables* y *Carnes y Pescados*. En los bienes no transables el menor crecimiento ocurre en *Bienes y servicios diversos no transables*, así como también en *Panes y cereales*, donde el menor precio internacional de los *commodities* es uno de los factores que incide en la variación interanual en comparación al año pasado. Por su parte, *Comidas y bebidas preparadas fuera del hogar* así como *Alquileres*, tuvieron una leve aceleración que contrarresta la baja de manera parcial.

En junio, el promedio de los tres indicadores de expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria (HPM) a 24 meses, se situó en 7,09%, por debajo del trimestre anterior (7,23%). Este promedio es resultado de la reducción de las expectativas de los analistas que se ubican en 6,67% (desde 6,71%); las expectativas implícitas en el diferencial de tasas en pesos nominales y Unidades Indexadas que pasan a 7,67% (desde 7,92%); y las expectativas de los operadores primarios que descienden a 6,60% (desde de 6,75%). Por su parte, las expectativas de las empresas, que recopila el INE, se mantienen estables en 8%. Las proyecciones en el escenario base indican que la inflación, partiendo de un punto menor al esperado en marzo, tendría una senda inferior durante casi todo el HPM, al influjo de la dinámica salarial, las tarifas y la política monetaria en fase contractiva, lo que afectaría favorablemente a las expectativas. La proyección puntual al final del HPM es de 5,3% (inflación *headline*) y 5,5% (inflación subyacente).

El BCU cumplió con el objetivo operativo establecido sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM), de manera que la tasa a un día del mercado de dinero operó en torno a 11,25% desde la reducción resuelta por el COPOM el 19 de abril de 2023.

El circulante neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) se redujo en el segundo trimestre, si bien se mantiene en un máximo histórico, en un contexto en el cual los agentes interiorizan el inicio del ciclo a la baja de la TPM. Asimismo, en junio se observó un escenario holgado en materia de liquidez, que se reflejó en un mayor uso de estos instrumentos por parte del BCU, que alcanzaron un promedio de 7.000 millones de pesos (esterilización), realizándose inyecciones puntuales durante los primeros y últimos días del mes. Los depósitos en Moneda Extranjera (ME) del Sector No Financiero (SNF) comenzaron a mostrar cierto dinamismo en junio, tras varios meses de estabilidad, lo cual se observa a nivel de cajas de ahorro y plazo. A su vez, en junio los bancos a nivel agregado mantuvieron su posición en ME en máximos históricos. Por otra parte, hasta mayo el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) incrementó su demanda de dólares, que se reflejó en una participación mayor de la ME en su portafolio.

La curva de rendimientos de Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó a la baja 44 puntos básicos en el promedio del trimestre, promediando 11% en junio (18 puntos básicos menos que en mayo). Asimismo, la curva de rendimientos se mantuvo invertida, con tasas comprendidas entre 11,2% y 10,6% a 30 días y dos años, que representó el mayor ajuste a la baja.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La tasa pasiva promedio al Sector No Financiero se ubicó en 8,9% en mayo (última información disponible), mostrando un descenso luego de alcanzar un máximo de 9,2% en febrero, reflejando las decisiones tomadas sobre la TPM. A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 14,7%, mostrando una reducción con respecto al mes anterior y explicada por grandes empresas. Por su parte, la tasa activa en ME continuó en aumento, ubicándose en 5,8% en mayo.

El crédito en MN se mantuvo dinámico, impulsado por el crédito al consumo, mientras que el segmento a empresas se redujo en términos reales, manteniéndose estable medido en tendencia ciclo. En este marco, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó mostrando una tendencia creciente.

En el promedio de junio, el peso se apreció 1,7% (1,5% promedio en el trimestre), comportamiento que se observó en otras monedas de la región, al tiempo que el índice de dólar global se debilitó.

El agregado M1<sup>´</sup> creció a una tasa de 10,9% interanual en junio (dato preliminar), estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 3% nominal para el segundo trimestre, superior al trimestre previo (2%). Por su parte, el grado de monetización medido a partir de este indicador aumentó levemente ubicándose en 11,6% en el año móvil cerrado a junio.

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

El día 6 de julio de 2023 se llevó a cabo la reunión del 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 Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; Débora Sztarcsevszky, Gerenta de Secretaría General; y Gabriel Lago, Jefe de Normativa y Vigilancia de Sistema de Pagos.

El Directorio del BCU valoró las nuevas reducciones en las expectativas de inflación esperadas en función de los datos observados y de la actual instancia contractiva de la política monetaria. Asimismo, evaluó que la rebaja de la inflación llega en un momento oportuno para reducir la inercia inflacionaria en las negociaciones salariales, las cuales siguen siendo un riesgo a los pronósticos de inflación.

A partir del panorama general planteado y con el objetivo que la inflación y sus expectativas converjan en el horizonte de política monetaria a 24 meses, el Directorio del BCU decidió mantener la fase contractiva de la política monetaria y fijar la Tasa de Política Monetaria en 10,75%, señalando que los futuros movimientos de la tasa de interés estarán condicionados por la evolución de la inflación y de sus expectativas en el horizonte de 24 meses.

La decisión fue adoptada por unanimidad del Directorio del Banco Central del Uruguay. A partir de las consideraciones generales planteadas, el Presidente Diego Labat y el Vicepresidente Washington Ribeiro votaron por reducir la TPM en 50 puntos básicos. El Director Ignacio Berti acompañó en esta oportunidad a la mayoría del Directorio por cuanto la decisión implica una baja de la TPM, pero entiende que la misma debe ser mayor. Desea reiterar su preocupación por el desalineamiento cambiario cuya corrección considera necesaria.