



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 15 de agosto de 2023

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico está pautado por la desaceleración de la actividad en el segundo trimestre debido al menor crecimiento de China, compensado por los datos positivos en las principales economías del mundo. La inflación continuó su reducción, favorecida por los menores costos de abastecimiento y la estabilidad del precio de los *commodities*. Sin embargo, la convergencia al objetivo se volvió más lenta luego de un ligero repunte en el precio de las materias primas y la indexación parcial de los salarios. Una desaceleración adicional de China, así como la profundización del conflicto entre Ucrania y Rusia son elementos a continuar monitoreando.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) incrementó la tasa de referencia en 25 puntos básicos, hasta ubicarla entre 5,25% y 5,5%. El mercado laboral robusto y la inflación persistente hacen posible que la FED defina una suba similar antes de fin de año y que, posteriormente, mantenga la tasa en niveles elevados durante un período prolongado.

Respecto a la región, en Brasil los datos adelantados muestran un menor dinamismo de la actividad en el corto plazo. No obstante, el país presenta condiciones más favorables en el mediano plazo luego que se anunció la meta de inflación de 3% y se aprobó el nuevo marco fiscal. En Argentina se espera un menor crecimiento de la economía y el contexto financiero continúa muy delicado. El Gobierno mantiene las medidas orientadas a recomponer el *stock* de reservas, en un escenario de incertidumbre en el mercado cambiario tras las elecciones primarias.

La economía local

En Uruguay, se espera que la actividad refleje el efecto de la sequía en la medición del segundo trimestre y tenga un repunte en el tercero, a partir de la reversión de ese *shock* y la puesta en marcha de la segunda planta de UPM. El crecimiento de la demanda doméstica se ha visto compensado por una caída de la demanda externa. Del lado de la oferta, los sectores productores de bienes, en especial de origen agropecuario, exhibieron caídas en 2023, que se compensa con una expansión de los sectores productores de servicios.

El mercado de trabajo mostró señales positivas. Los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) exhiben que en el segundo trimestre del año tanto la tasa de actividad como la de empleo presentaron incrementos respecto al trimestre previo. En promedio, la tasa de empleo se ubicó para el total del país en 57,8% de la Población en Edad de Trabajar (PET), 1,1% por encima del mismo período del año anterior; mientras que la tasa de desempleo se ubicó en 8,6% 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 redujo nuevamente en el año cerrado a julio y continúa dentro del rango meta. La inflación *headline* (4,79%) se ubicó 4,8% por debajo de su registro el mismo mes del año pasado y en su nivel más bajo de los últimos 17 años. Este descenso se ve en *Frutas y verduras*, debido a la normalización de la oferta, y en los *Administrados*, como consecuencia de la baja en el precio de los combustibles.

La inflación subyacente se redujo de 5,15% a 3,99%, magnitud similar al Índice de Precios del Consumo (IPC), como resultado de la desaceleración de los bienes transables (de 2,74% a 1,05%) y de los no transables (de 8,10% a 7,57%). En el caso de los transables, se observaron caídas de precios de todos sus componentes: *Carnes y Pescados*, *Bienes manufacturados no comestibles*, *Alimentos* y *Bebidas diversos*, y *Servicios transables*. En los bienes no transables se desaceleran principalmente las categorías *Panes y cereales* y *Comidas y bebidas preparadas fuera del hogar* y, en menor medida, *Bienes y servicios diversos*.

En julio, el promedio de los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses se mantuvo estable en 7,10%. Se destaca la reducción lenta pero continua en la inflación esperada por los analistas y el resultado de la encuesta de expectativas de empresarios, donde la mediana se mantuvo constante, pero la media exhibe un descenso respecto a la medición anterior. Las proyecciones para octubre de 2023 ubican a la inflación *headline* en 3,82% y a la inflación subyacente en 3,55%, descenso que estará pautado por el efecto del clima sobre el precio de los alimentos y por los resultados de la ronda de negociación salarial.

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 10,75%, a partir de la reducción resuelta por el Comité de Política Monetaria (COPOM) el 6 de julio de 2023.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) se redujo en julio, promediando \$ -3.703 millones (esterilización), mientras que en junio se ubicó en \$ -6.999, en un contexto de mayor demanda de Letras de Regulación Monetaria (LRM). Los depósitos en Moneda Extranjera (ME) del Sector No Financiero (SNF) se mantuvieron en torno a sus valores previos, al igual que la conformación del portafolio del Fondo de Ahorro Previsional según monedas. Por su parte, los bancos privados, a nivel agregado, incrementaron su posición en moneda extranjera, lo que se explicaría principalmente por sus resultados en ME.

La curva de rendimientos de LRM ajustó a la baja y pasó de promediar 11,0% en junio a 10,6% en julio. Asimismo, la curva se mantuvo invertida, con tasas comprendidas entre 10,8% y 10,0% en los nodos de 30 días y dos años respectivamente.

La tasa pasiva promedio al SNF se ubicó en 9,3% en junio (última información disponible), registrando un incremento de 39 puntos básicos al cierre del mes, tasa que no incorpora la última baja de Tasa de Política Monetaria (TPM). La tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se redujo nuevamente como resultado de una disminución de todos los tramos que la componen. Asimismo, la tasa activa en ME se incrementó a 6% en julio, reflejando el comportamiento de la tasa de la FED.

El crédito en MN continuó dinámico en términos reales, impulsado por el crédito a empresas e hipotecario. En este marco, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9. Asimismo, el crédito otorgado en ME continuó con tendencia de crecimiento.

En el promedio de julio, el peso se apreció 0,8%, comportamiento que se observó en otras monedas de la región, al tiempo que el índice de dólar global se debilitó.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

El agregado M1¹ creció a una tasa de 8,2% interanual en julio, con una estimación de crecimiento desestacionalizado a una tasa cercana a 1,8% nominal para el tercer trimestre (similar al segundo trimestre). Por su parte, el grado de monetización (medido a partir de este indicador) se mantuvo en torno de 11,5%.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 15 de agosto 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; Cristina Rivero, Intendente de Supervisión Financiera; Ana Claudia de los Heros, Gerenta de Sistema de Pagos; y Jorge Christy, Secretario General.

El COPOM espera que en los próximos meses continúe la reducción de la inflación interanual y el descenso de las expectativas. La proyección de inflación para el horizonte de política monetaria (a 24 meses) se mantiene dentro del rango objetivo.

A partir de todas las anteriores consideraciones, el Directorio decidió una reducción de la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 75 puntos básicos, fijándola en 10%, nivel que se considera consistente con la fase contractiva de la política monetaria y con el rango objetivo establecido para el horizonte a 24 meses. A su vez, remarcó que los futuros movimientos de la tasa de interés seguirán estando condicionados por la evolución de la inflación y, principalmente, de sus expectativas en el horizonte de política monetaria.

La decisión fue adoptada por unanimidad del Directorio del Banco Central del Uruguay.