

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 16 de noviembre de 2023

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico global muestra la recuperación de las principales economías del mundo con la excepción de la Zona Euro. En China, aparecen señales de una desaceleración pronunciada de la actividad para el resto del 2023 y para el 2024. La inflación, que hasta ahora se ha reducido de manera lenta, enfrenta nuevos riesgos de alza como consecuencia de los conflictos bélicos en el este europeo y en Medio Oriente. Esto dificulta una convergencia más rápida de los precios hacia el objetivo establecido por los bancos centrales.

En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) mantuvo sin cambios la tasa de interés. Los indicadores del mercado laboral y del descenso de la inflación le permitirían comenzar la baja de la tasa de interés antes de lo esperado. La expectativa ante esa posible decisión explica el descenso global del dólar en las últimas semanas. En ese sentido, las condiciones financieras para las economías sudamericanas se mantienen favorables.

En la región, Brasil muestra desaceleración de la actividad, por el menor dinamismo del sector agropecuario y del mercado laboral. Los principales desafíos de esa economía se relacionan con la sostenibilidad fiscal ante un incumplimiento eventual de la meta de equilibrio primario para fines del año próximo. En Argentina, persiste la incertidumbre respecto a cómo evolucionará la situación macroeconómica durante el año 2024.

La economía local

En Uruguay, se espera que la actividad económica se expanda en el segundo semestre del año, guiada por la reversión del *shock* de oferta de la sequía y el funcionamiento progresivo de la segunda planta de celulosa de UPM. Se estiman variaciones desestacionalizadas de 1,3% y de 0,5% para el tercer y cuarto trimestre del año respectivamente. En términos interanuales, se espera una caída de la actividad de 0,2% en el tercer trimestre y un incremento de 1,6% en el cuarto trimestre de 2023 con relación a 2022.

Por otra parte, el mercado de trabajo continuó con señales positivas: tanto la tasa de actividad como la tasa de empleo presentaron incrementos en el tercer trimestre respecto al segundo, ajustados por estacionalidad. La tasa de empleo se ubicó en 58,5% de la Población en Edad de Trabajar (PET) para el total del país, 1,8 puntos porcentuales por encima del mismo período del año anterior. En tanto, la tasa de desempleo se ubicó para el total del país en 8,1 % de la Población Económicamente Activa (PEA), manteniéndose estable respecto a un año atrás.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

La inflación en octubre se ubicó en 4,3%, por quinto mes consecutivo dentro del rango, 0,4% por encima de la anterior medición. Este guarismo representa menos de la mitad de la inflación registrada en el mismo mes del año pasado.

La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, se incrementó de 3,30% en setiembre a 3,63% en octubre por el aumento en los Bienes y servicios Transables de Exclusión (TX), mientras que los No Transables de Exclusión (NTX) se mostraron estables. En los Administrados la suba fue de 3,47% a 4,42%, mientras que en Frutas y verduras la tasa interanual se incrementó dos puntos porcentuales, hasta 20,5%. En los TX hubo aumentos interanuales de casi todos sus componentes, con la excepción de los Alimentos y bebidas diversos. En tanto, en los NTX se registró un incremento en Bienes y servicios No Transables, compensado por caídas en Alquileres, Comidas y bebidas preparadas fuera del hogar, y Fanes y cereales no transables.

El promedio de expectativas de inflación para el Horizonte de Política Monetaria (HPM) a 24 meses presentó una nueva caída en octubre, ubicándose el promedio en 6,57%, con la reducción de todos sus indicadores. Los valores de las tres encuestas (incluida la implícita en la curva de rendimientos) se encuentran en valores mínimos históricos, aunque ninguno ha logrado ingresar aún al rango-meta. Se destaca la reducción, por tercer mes consecutivo, de la inflación esperada por las Empresas (7,20%). Asimismo, la mediana de la encuesta de analistas (utilizada en el promedio de expectativas de octubre) continuó la tendencia a la baja a 6,15%. Adicionalmente, el resultado de noviembre mostró un nuevo descenso a 6,10%.

Las proyecciones del Banco Central del Uruguay (BCU) sugieren que la inflación cerraría el año en 5,3%, luego de una leve aceleración durante los últimos meses de 2023.

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 9,5% desde la reducción definida por el COPOM en su reunión del 5 de octubre de 2023.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) se ubicó en promedio en \$4.690 millones en octubre (esterilización). Asimismo, este stock fue menor respecto a setiembre y se encuentra niveles similares al promedio del año. Los depósitos en Moneda Extranjera (ME) del Sector No Financiero (SN F) se mantienen estables, al igual que la conformación del portafolio del Fondo de Ahorro Previsional según monedas. La posición en moneda extranjera del agregado de los bancos continúa en niveles altos (2.200 millones de dólares).

La curva de rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó al alza en 8 puntos básicos entre setiembre y octubre, promediando 9,6% y 9,7% respectivamente. Asimismo, a partir de octubre la curva habría comenzado a aplanarse, presentando ajustes al alza en sus tramos más largos (360 y 720 días) cercanos a 30 puntos básicos.

La tasa pasiva promedio al SNF se ubicó en 8,2% en setiembre (última información disponible), mostrando un descenso luego de alcanzar un máximo de 9,2% en febrero y reflejando las decisiones tomadas sobre la Tasa de Política Monetaria. A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 8,8%, mostrando una reducción con respecto al mes anterior.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

y que se explica por el comportamiento de casi todos sus componentes, en particular las pequeñas empresas (que descendió a 500 puntos básicos). Por su parte, la tasa activa en ME continuó en aumento, ubicándose en 6,2% en setiembre.

El crédito en MN continuó en crecimiento (con datos a setiembre) impulsado, en términos reales, por el crédito a empresas mientras que los segmentos *Hipotecario* y de *Consumo* se habrían desacelerado en el margen. En este marco, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó en crecimiento.

El agregado M1 creció en octubre a una tasa interanual de 9,3%, estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 2,7% nominal para el cuarto trimestre del año, superior al trimestre previo (2%). Por su parte, el grado de monetización se mantiene cercano a 11,6% en el año móvil cerrado a octubre.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día J 6 de noviembre de 2023 se llevó a cabo la reunión del Comité de Política Monetaria, 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; Marcelo Vidoni, jefe de Departamento de la Gerencia de Sistema de Pagos; y Débora Sztarcsevszky, Gerenta de Secretaría General.

El COPOM realizó una valoración positiva de la convergencia gradual de las expectativas hacia el rango objetivo y el funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria.

Teniendo en cuenta todos estos elementos, el Directorio del BCU decidió una reducción de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos básicos, fijándola en 9,25%, nivel consistente con la fase contractiva de la política monetaria y con el rango establecido para el horizonte a 24 meses. En línea con lo señalado en la reunión anterior, la TPM se encuentra en un nivel cercano a finalizar el ciclo de baja. Por esa razón, los futuros movimientos dependerán de la evolución de la inflación, de la continuidad en el proceso de alineación de sus expectativas y del monitoreo de la situación local e internacional.

La decisión fue adoptada por unanimidad del Directorio del Banco Central del Uruguay. El presidente Diego Labat y el vicepresidente Washington Ribeiro votaron por reducir la Tasa de Política Monetaria de acuerdo a lo argumentado en esta minuta. El director Ignacio Berti vota afirmativamente la propuesta de baja, pero entiende que dado el contexto económico nacional e internacional hay espacio para continuar (profundizar) el proceso de baja de tasas iniciado en el COPOM de abril. La inflación ha tenido un fuerte descenso en el último año y se ha mantenido por debajo del centro del rango meta establecido por el Banco Central, no esperándose para los próximos meses presiones inflacionarias significativas, tanto originadas en el frente interno como en el externo. Estas consideraciones se agregan a las ya expresadas en anteriores oportunidades con relación a la preocupación por el descenso significativo del tipo de cambio real y los problemas crecientes de competitividad en la economía uruguaya.