

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 29 de diciembre de 2023

1. Análisis del contexto económico

La economía global:

El entorno económico global ratifica el rumbo que se esperaba desde hace meses. Existe dinamismo de la actividad económica en Estados Unidos y desaceleración en la Zona Euro y en China, donde la economía exhibe un leve repunte luego de las medidas de estímulo que implementó el gobierno. Como consecuencia, se espera que la economía mundial se desacelere aún más en 2024 debido a que la expansión de Estados Unidos y México resultará insuficiente para compensar el menor crecimiento de Europa y China. La inflación se redujo con mayor intensidad, principalmente por el descenso en el precio del petróleo. La desaceleración de los precios ocurre de manera lenta, en particular en el componente núcleo.

La Reserva Federal (FED) decidió mantener la tasa de interés por tercera vez consecutiva y su presidente anticipó que el ciclo de baja podría iniciarse durante la primera mitad del año 2024.

En la región, Brasil muestra menor dinamismo de su economía en el tercer trimestre, en particular por el menor crecimiento agropecuario y la política monetaria restrictiva. La inflación continúa en descenso, pero las expectativas de los agentes permanecen desalineadas. Por su parte, en Argentina se espera un incremento de la inflación y una baja en el nivel de actividad en un escenario donde el nuevo gobierno plantea un programa de reformas estructurales.

La economía local:

En Uruguay, la actividad presentó en el tercer trimestre del año un crecimiento de 1,0% desestacionalizado y se ubicó 0,2% por debajo del nivel de un año atrás. Las proyecciones de corto plazo del Banco Central sugieren la continuidad del crecimiento en los dos trimestres siguientes. En tanto, para el cierre del año 2023 se estima un incremento del Producto Interno Bruto (PIB) de 0,1 % en promedio y de 0,5% con la revisión correspondiente al año 2022. La estimación para 2024 marca un aumento de 3,4%.

Por otra parte, en el mercado de trabajo el número de cotizantes al Banco de Previsión Social (BPS) alcanzó un nuevo máximo histórico en noviembre. La tasa de empleo se ubicó en 58,5% de la Población en Edad de Trabajar (PET) en el trimestre móvil a noviembre, lo que implica un aumento de 1,4 puntos porcentuales respecto a un año atrás. En tanto, la tasa de actividad mostró un aumento de 1,8% puntos porcentuales, situándose en 63,9% de la Población en Edad de Trabajar.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

La inflación se ubicó en noviembre en 4,96%, por sexto mes consecutivo dentro del rango meta y en su menor registro desde el año 2005'.

La inflación subyacente, medida a través del indicador de exclusión IPCX, se situó en 4,20%, muy cerca del centro del rango. El incremento ocurrió por impulso de los productos transables de mercado (TX) que pasaron de 0,2% interanual en setiembre a 1,9% interanual en diciembre, en particular por el aumento de *Alimentos y bebidas diversos* (5,5%) y *Servicios transables* (3,9%). Los No Transables de mercado (NTX) se mantuvieron en 7% interanual. Asimismo, el aumento en el trimestre de la tasa interanual del IPC esto tuvo la incidencia de los precios de *Frutas y Verduras*, que pasaron de 18,5% en setiembre a 30,6% en diciembre, y los *Administrados* (aumentaron de 3,5% a 5%).

Las expectativas de inflación a dos años se encuentran en mínimos históricos luego de una nueva reducción en los últimos tres meses cerrados a noviembre. El promedio de las tres medidas que monitorea el Banco Central del Uruguay (BCU) se ubica en 6,50%, constatándose el descenso en la inflación esperada por los analistas (6,10%), los mercados financieros (6,39%) y las empresas (7%).

Las proyecciones de inflación ajustan a la baja y permanecen dentro del rango en todo el Horizonte de Política Monetaria (HPM) al influjo de la política monetaria en fase contractiva/neutral, la evolución del tipo de cambio, la dinámica salarial, las tarifas alineadas a este objetivo y el descenso continuo de las expectativas de inflación. Partiendo del actual nivel, la inflación se ubicaría en 4,9% a fines de 2024 y en 5,3% al final del horizonte de política (fines de 2025).

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 9,25% desde la reducción del 16 de noviembre de 2023.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina aumentó en el cuarto trimestre. En particular, en diciembre se observó un escenario holgado en materia de liquidez que se reflejó en una utilización mayor de estos instrumentos por parte del BCU. Los mismos estuvieron en torno a \$ -5.300 millones en diciembre (esterilización, datos al 21 de diciembre), mientras que en noviembre el promedio se ubicó en \$ -5.900 millones. Los depósitos en Moneda Extranjera (ME) del Sector No Financiero (SNF) se mantienen estables, al igual que la conformación del portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas. Asimismo, la posición en moneda extranjera del agregado de los bancos continúa en máximos históricos (2.300 millones de dólares).

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La curva de rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó a la baja en 67 puntos básicos en el promedio del trimestre, promediando 9,6% en diciembre (16 puntos básicos inferior a noviembre con datos al 21 de diciembre). Asimismo, la curva de rendimientos se mantuvo relativamente plana, con tasas comprendidas entre 9,4% y 9,8% para los nodos de 30 días y 80 días.

La tasa pasiva promedio al SNF descendió a 7,7% en noviembre (última información disponible) luego del máximo de 9,2% en febrero, reflejando las decisiones adoptadas sobre la TPM. A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,8%, mostrando una reducción con respecto al mes anterior. Por su parte, la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) se mantuvo prácticamente estable en noviembre ubicándose en 6,2%, en línea con la trayectoria de la tasa de la Reserva Federal.

' Al momento de publicarse esta minuta, el Instituto Nacional de Estadística (IN E) divulgó el dato correspondiente al mes de diciembre de 2023, con lo que la inflación cerró el año en 5,11%, completando siete meses consecutivos dentro del rango meta.

El crédito en MN se mantuvo dinámico en noviembre impulsado principalmente por el crédito hipotecario. En este marco, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó con una tendencia de crecimiento.

El agregado M1 se incrementó a una tasa de 11,1 % interanual en diciembre (dato preliminar), estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 3,0% nominal para el cuarto trimestre, superior al trimestre previo (2,1%). Por su parte, el grado de monetización, medido a partir de este indicador, se mantiene cercano a 11,8% en el año móvil cerrado a noviembre.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 29 de diciembre 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 Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; Ana Claudia de los Heros, Gerente de Sistema de Pagos; y Jorge Christy, Secretario General.

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

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

A partir de este panorama, resultados y proyecciones, el Directorio del BCU decidió una reducción de la TPM de 25 puntos básicos, fijándola en 9%, entendiéndose conveniente que la instancia de política monetaria mantenga los esfuerzos para que la inflación continúe su convergencia hacia el centro del rango meta.

La decisión fue adoptada por unanimidad del Directorio del Banco Central del Uruguay. El presidente, economista Diego Labat, y el vicepresidente, economista Washington Ribeiro, votaron a favor de la reducción de la Tasa de Política Monetaria de acuerdo con lo argumentado en esta minuta. El director, doctor Ignacio Berti, acompaña la decisión de la mayoría del Directorio en tanto implica una baja de la tasa de política monetaria. No obstante, entiende que los últimos resultados en materia inflacionaria reafirman la posición que venía sosteniendo en los anteriores COPOM en cuanto a que hay espacio para bajar en forma más acentuada la TPM. La inflación subyacente ha caído en forma significativa en los últimos meses y actualmente se ubica en valores cercanos al 4%. De acuerdo a las proyecciones de los servicios, la inflación *headline* continuará bajando en los próximos tres meses. Las expectativas de inflación también muestran una tendencia sostenida a la baja. Sin embargo, la brecha del producto continua en terreno negativo y el desalineamiento cambiario no se ha corregido, sino que se ha profundizado en el último trimestre del año. En este marco, el Banco Central está pagando tasas reales *ex post* superiores al 5%, lo que genera un costo parafiscal significativo. Estos niveles elevados de tasas dificultan la necesaria recuperación del tipo de cambio real hacia valores más cercanos a su equilibrio. Es por todo ello que, a su juicio, la baja aprobada es insuficiente en atención a los problemas de falta de competitividad y escaso crecimiento de la economía uruguaya.

Finalmente, el Comité anunció las fechas previstas para las reuniones durante el año 2024: jueves 22 de febrero, miércoles 10 de abril, jueves 16 de mayo, martes 16 de julio, viernes 16 de agosto, martes 8 de octubre, jueves 14 de noviembre y lunes 23 de diciembre.