

*Banco Central del Uruguay***DIRECTORIO****ACTA N° 3467**

En la ciudad de Montevideo, **a los dieciséis días del mes de abril del año dos mil veinte**, se reúne, en forma virtual, en sesión extraordinaria, el Directorio del Banco Central del Uruguay, con la participación del Presidente, economista Diego Labat, del Vicepresidente, doctor Jorge Gamarra y del Director, economista Washington Ribeiro.

Actúa en secretaría el Secretario General, contador Alfredo Allo.

Abierto el acto a las once horas, el señor Presidente informa que ha convocado a esta sesión extraordinaria para recibir al **Comité de Política Monetaria (COPOM)**, que fuera creado por la Ley N° 18.401 de 24 de octubre de 2008, luego de lo cual el Directorio sesionará para adoptar las decisiones que estime pertinentes.

Por tal razón, con el fin de evaluar la evolución de la inflación, la política monetaria aplicada y las decisiones que al respecto corresponde adoptar, se realiza una reunión virtual con los siguientes miembros: Gerente de Política Económica y Mercados, economista Adolfo Sarmiento, Superintendente de Servicios Financieros, contador Juan Pedro Cantera, Gerente de Asesoría Económica, economista Gerardo Licandro y Gerente de Política Monetaria, economista Leonardo Vicente.

Se solicita al economista Sarmiento que exponga el informe elaborado por los servicios competentes. El economista Sarmiento realiza una síntesis del mismo, procediendo a entregar el original a la Secretaría a efectos de que se agregue como anexo de carácter reservado a la presente acta, por estar comprendido en el artículo 9, literal c), de la Ley N° 18.381 de 17 de octubre de 2008.

*Banco Central del Uruguay***DIRECTORIO**

Se realiza intercambio de opiniones respecto del informe presentado, luego de lo cual, a los efectos que el Directorio delibere, se culmina la videoconferencia del Comité de Política Monetaria.

Los señores Directores, en función del diagnóstico realizado, acuerdan fijar para el segundo trimestre del año 2020, un rango de referencia indicativo del crecimiento promedio de los medios de pago entre el 3% y 5% interanual. Se acuerda en que es prioritario para este Banco Central, en el marco de la crisis sanitaria nacional provocada por el Covid-19, proveer liquidez al mercado financiero con la consigna de evitar problemas en el mercado de dinero. No obstante, se remarca que no se resigna, para el mediano plazo, el objetivo de colocar a la inflación dentro del rango meta de 3%-7%. Asimismo, con el propósito de mejorar la comunicación sobre el manejo de la política monetaria, se acuerda publicar, conjuntamente con el informe habitual, una minuta en donde se explicita el sustento técnico de la decisión tomada por este Comité en el día de la fecha, el cual será adjuntado a la presente acta.

Finalmente, se fija la próxima reunión del Comité para el 21 de mayo de 2020 y se acuerda librar un comunicado cuyo texto se agrega como anexo, disponiéndose, asimismo, su difusión en la forma habitual en el sitio web de la Institución.

No siendo para más, se levanta el acto a las doce horas y diez minutos.

Alfredo Allo  
Secretario General

Diego Labat  
Presidente

Montevideo, 16 de abril de 2020

## Comunicado del Comité de Política Monetaria

**El Banco Central del Uruguay ratifica su decisión de asegurar la liquidez en la presente coyuntura, reafirma su compromiso con la reducción de la inflación e informa cambios en la frecuencia y comunicación de sus instancias de política monetaria.**

A efectos de la toma de decisiones, se ponderaron los siguientes factores: el análisis del contexto internacional e interno, el comportamiento de la inflación y de las expectativas de inflación en el último trimestre -dado el rango establecido de entre 3%-7% para los próximos 24 meses- y el escenario macroeconómico previsto para el horizonte de política monetaria.

El entorno económico internacional pautado por el avance global del COVID-19 y un elevado grado de volatilidad en los mercados financieros, está causando efectos negativos a nivel económico, tanto en empresas como en hogares, lo que ha llevado a que este Banco Central haya adoptado medidas para mitigar sus impactos. [Enlace a la descripción de las medidas](#). Las mismas se suman al paquete anunciado por el Gobierno.

En los mercados financieros se observa un incremento de los indicadores de volatilidad, un aumento de la demanda por activos seguros y de corta duración que satisfagan una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores. Asimismo se ha verificado una salida de capitales desde las economías emergentes acompañada por una depreciación fuerte y generalizada de sus monedas frente al dólar estadounidense. Por su parte como consecuencia de las medidas sanitarias aplicadas globalmente se han observado distorsiones tanto en la oferta como en la demanda de bienes y servicios, y de sus respectivos precios.

La economía uruguaya no ha estado ajena a todos estos efectos y se encuentra en fase de implementación de las medidas tanto sanitarias como económicas para procesar de la mejor manera esta crisis global. Si bien los indicadores de actividad de enero y febrero dieron cuenta de una mejora del turismo respecto a lo esperado y de ingreso de capitales, el abrupto cambio en el escenario macroeconómico que está provocando el COVID-19, lleva a enfrentar un proceso de contracción en la segunda mitad de marzo.

Se ha mantenido una depreciación de nuestra moneda superior a la registrada para la mayoría de las monedas de economías emergentes y otras monedas relevantes de economías desarrolladas. Durante el primer trimestre se observaron instancias de alta volatilidad en el mercado de cambios derivadas del entorno global y particularmente regional, con fuertes presiones compradoras de divisas, ante lo cual el Banco Central intervino a efectos de evitar volatilidades excesivas en dicho mercado.

La inflación alcanzó 9,16% en el año móvil cerrado a marzo, donde se continúa notando un fuerte impulso por parte de los bienes transables internacionalmente, sobre todo asociado al aumento del tipo de cambio.

En este marco se verificó una variación interanual del agregado monetario M1' de 5,1% a marzo de 2020, guarismo que se encuentra por debajo de la referencia indicativa definida en el último Comité de Política Monetaria (COPOM), reflejando una menor demanda por moneda nacional convalidada en el último mes ante la presencia del COVID-19.

**Firmante: Alfredo Miguel Allo Arrieta    Fecha: 22/04/2020 17:37:46**

**Firmante: Diego Labat    Fecha: 22/04/2020 17:46:52**

En función de la evolución de la actividad económica, de la inflación y de las expectativas de inflación y de acuerdo a la coyuntura y perspectivas macroeconómicas, el COPOM estimó necesario implementar una política monetaria que acompañe la actual situación pautaada por la Emergencia Sanitaria, comprometida con asegurar la liquidez y que no existan restricciones en el mercado de dinero, sin dejar de considerar que la evolución futura de la inflación, y de sus expectativas, deben tender a los niveles que marca el actual rango meta y aún a niveles más exigentes.

Tomando en consideración estos factores y la evolución esperada de la demanda de dinero, el Banco Central del Uruguay decidió fijar como referencia indicativa de crecimiento interanual de M1' para el segundo trimestre de 2020 un rango entre 3% y 5%. Esta pauta es consistente con la convergencia de la inflación al rango meta de 3%-7% para los próximos 24 meses y está condicionada por la evolución de la actividad en línea con el producto potencial en el horizonte de política monetaria.

### **Cambios a la frecuencia y comunicación de las decisiones de política monetaria**

El Comité de Política Monetaria (COPOM) también ha decidido intensificar la frecuencia de la toma de decisiones, la comunicación de las medidas adoptadas y el seguimiento de la política monetaria.

Se ha resuelto la implementación de nuevos instrumentos que tienden a mejorar la rendición de cuentas y el diálogo con los distintos sectores y actores de la economía.

Se duplicará la cantidad de reuniones anuales del Comité de Política Monetaria. A las 4 reuniones habituales que se realizan al cierre de cada trimestre, se adicionarán otras 4 calendarizadas en fechas intermedias. De esta manera, la evaluación y monitoreo de la situación global y doméstica se hará sobre una base de plazos más breves, previendo mayor celeridad en la eventual utilización de instrumentos disponibles para mitigar los efectos negativos coyunturales o fortalecer la orientación de política monetaria.

Se informa a continuación el calendario de reuniones del COPOM para el presente año:

16 de abril (Trimestral)
<b>21 de mayo (próxima reunión)</b>
25 de junio (Trimestral)
6 de agosto
24 de setiembre (Trimestral)
5 de noviembre
23 de diciembre (Trimestral)

A su vez, se ampliará la comunicación del monitoreo y decisiones adoptadas en la reunión del COPOM.

Además del comunicado emitido el mismo día de la reunión, se suma la publicación de una MINUTA dentro de las 72 horas de realizada la misma que reportará al público y los mercados el análisis de la coyuntura en los diversos factores a equilibrar, explicitando y fundamentando más ampliamente las decisiones adoptadas. Este nuevo instrumento de comunicación se publicará por primera vez el próximo día martes 21 de abril de 2020.

A nivel trimestral se continuará con la publicación del Informe de Política Monetaria cuyo contenido incluye la información completa de los resultados económicos y la evaluación de los resultados de política.

Asimismo, el COPOM resolvió seguir perfeccionando y ampliando la información puesta a conocimiento público referida al diseño de la política monetaria.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del día 16 de abril de 2020

### 1. Análisis del contexto económico

En la reunión del 16 de abril de 2020 el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay (BCU) evaluó el siguiente entorno macroeconómico:

La irrupción del coronavirus COVID-19 constituye un “cisne negro”, entendido como un evento de muy baja probabilidad con un impacto muy elevado. Asimismo, las medidas que se han tomado para frenar su expansión (aislamiento, cuarentena, distanciamiento social, entre otras) provocaron shocks de oferta y de demanda simultáneos, que reducen el nivel de actividad. En consecuencia, las proyecciones de crecimiento para este año se ajustaron fuertemente, al tiempo que generaron condiciones financieras globales más restrictivas, donde el aumento de las primas de riesgo de los países emergentes, superaron la reducción de la tasa de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). A nivel global se registra un deterioro de las perspectivas de una magnitud comparable con la crisis de 1929.

En este marco, los principales bancos centrales del mundo flexibilizaron sus instancias de política monetaria con importantes recortes en sus tasas de referencia y programas de compras de activos. Adicionalmente, la Reserva Federal habilitó líneas de *swaps* con más de 20 bancos centrales. Por su parte, las políticas fiscales también se tornaron más expansivas, con el propósito de mitigar los efectos contractivos de la propagación del coronavirus sobre la población y financiar los gastos adicionales en salud.

El *shock* global impacta en la región. En el caso de Argentina está en desarrollo un proceso de negociación con sus acreedores que presenta incertidumbre su dilucidación en cuanto a los términos en que se cerrará el acuerdo. Por su parte Brasil ve enlentecido su proceso de crecimiento mientras continúa avanzando en las reformas estructurales.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

### La economía doméstica

A nivel doméstico en el último trimestre de 2019 la actividad económica se expandió 0.2% con relación a igual trimestre de 2018. De esta manera, el Producto Interno Bruto cerró 2019 con un crecimiento promedio de 0.2% respecto a 2018. Las proyecciones de corto plazo estiman una caída interanual para el primer trimestre de 2020 como consecuencia de los primeros efectos del Covid-19. El desempleo se ubicó en 8.9% de la Población Económicamente Activa (PEA) a enero (publicación INE) y llegaría a 10.3% en marzo (ajustado por estacionalidad y según la proyección de los equipos técnicos del BCU).

Para 2020 la actividad económica enfrenta efectos contractivos como consecuencia del *shock* originado por la emergencia sanitaria, mientras que otros estimulan el crecimiento dentro de los que se incluye el efecto de las obras de la nueva planta de celulosa y del ferrocarril central, además de los efectos amortiguadores de las medidas fiscales. En este entorno el tipo de cambio real estaría muy cercano a su nivel de fundamentos.

El principal riesgo a monitorear está vinculado a una extensión mayor a la prevista de los efectos de la pandemia en el plano productivo, financiero y sanitario. En ese sentido, cuanto más tiempo se demore en salir de esta situación, la reactivación será más lenta. Entre las medidas adoptadas por el Banco Central hasta el momento, complementarias a las adoptadas por el gobierno, se destacan: reducción de los encajes denominados en moneda nacional y unidades indexadas, extensión de plazos de vencimientos al crédito del sector no financiero afectado por la emergencia sanitaria, incremento del cómputo de las garantías del Fondo SiGa Pymes, flexibilización en el sistema de pagos y mercado de valores.

### 2. El análisis de la política monetaria



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

En función de estos antecedentes se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria:

En el primer trimestre la variación interanual del agregado monetario M1' se ubicó en 5.1%, por debajo del piso del rango de la referencia indicativa de 6%-8% definida en el último COPOM. En términos desestacionalizados este crecimiento fue 0.8% en el trimestre, desacelerándose respecto de su comportamiento previo.

Las tasas de las LRM (promedio de la curva) experimentaron un incremento de 50 puntos básicos (Pbs) respecto al trimestre anterior, promediando 9.6% en el primer trimestre de 2020. En el margen, en marzo la curva de rendimientos (CR) promedio ajustó al alza en 140 Pbs., más que compensando la caída de febrero, mes en el cual se registraron presiones a la baja asociadas al ingreso de capitales de no residentes. En lo que va de abril la CR promedia 11.4%, manteniéndose en torno a los registros de finales de marzo.

La tasa *call* interbancaria ajustó fuertemente a la baja en el trimestre promediando 4.8%, en un mercado que presentó escasa operativa sin evidenciar restricciones de liquidez a un día.

En el trimestre el peso uruguayo se depreció 6% en promedio, mostrando un comportamiento que no difirió sustancialmente del registrado por las monedas de la región y otras emergentes de referencia. Hasta febrero el peso se apreciaba respecto del promedio del trimestre anterior, mientras que el BCU mostró una tónica compradora. Sin embargo en marzo, ante la alta incertidumbre global por la crisis del coronavirus, el valor del dólar presentó fuertes presiones al alza, acumulando una depreciación punta de 15% al cierre del mes, al tiempo que exhibió una volatilidad tres veces mayor que la del periodo previo. En este contexto, el BCU intervino para evitar volatilidades excesivas, en el mercado del lado vendedor, principalmente en el mercado *spot*, por unos USD 140 millones. En suma, en el agregado del trimestre el BCU actuó como comprador neto por USD 200 millones.





## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Continuaron observándose indicadores de mayor preferencia por la moneda extranjera a nivel del sector no financiero: los depósitos del sector no financiero residente se aceleraron, los bancos aumentaron su posición y los fondos de ahorro previsional se mantuvieron muy cercanos al tope de su posición en moneda extranjera.

La inflación aumentó en el trimestre y se ubicó en 9.2%. La inflación subyacente se ubicó en 10.6%, con un aumento de los precios de los bienes transables de exclusión determinado por el *shock* en el mercado cambiario, mientras que los precios de los bienes no transables de exclusión se mantuvieron estables en el margen, ante la desaceleración de la demanda doméstica y menores costos laborales. Las expectativas de inflación a 24 meses se han ajustado al alza entre diciembre y marzo, ubicándose actualmente en 8.8% (promedio de indicadores).

Si bien el escaso dinamismo de la actividad económica mitigaría las presiones inflacionarias, se considera adecuado que la política monetaria mantenga una posición que permita incidir positivamente sobre el proceso de formación de expectativas. Asimismo, el anuncio de la pauta indicativa de M1' debería seguir acompañándose por el monitoreo de las tasas de interés de la curva de rendimientos, buscando un comportamiento consistente de las mismas.

### 3. Decisión de política

Se entendió conveniente que la instancia de política monetaria tome en consideración la actual situación de corto plazo en materia económica, asegurando la liquidez y que no existan restricciones en el mercado de dinero, al tiempo que garantice los esfuerzos para alcanzar los objetivos inflacionarios una vez superada dicha situación.

Tomando como referencia las proyecciones macroeconómicas y suponiendo que continúa procesándose un proceso de desmonetización, la senda de M1' iría convergiendo a tasas de variación interanual dentro del rango objetivo hacia el final



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

del horizonte de política, la actividad económica acercándose a su nivel potencial aunque aún por debajo del mismo y una menor demanda de dinero. Asimismo, esta senda monetaria implica un mantenimiento del nivel de tasas de interés nominales durante el próximo trimestre respecto al nivel que exhiben en marzo. En este marco, se anuncia un aumento interanual indicativo de M1' de 3%-5% para el segundo trimestre de 2020. Posteriormente, hacia el final del horizonte de política el M1' convergería a tasas de variación consistentes con una inflación dentro del rango meta y actividad económica cercana a su nivel potencial.

### **4 - Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) y proceso de toma de decisión**

El día 15 de abril de 2020 tanto el Directorio del Banco como representantes de los diferentes servicios del Banco formaron parte de una reunión preparatoria del COPOM, donde se abordaron entre otros temas: la coyuntura internacional poniendo énfasis en los eventuales impactos que el coronavirus COVID-9 está teniendo; la evolución reciente y perspectivas de la economía uruguaya a la luz de lo anterior, sobre todo en lo que respecta a evolución del nivel de actividad; y finalmente se analizaron aspectos vinculados a la evolución de las principales variables nominales y sus perspectivas.

La reunión del COPOM estuvo integrada por los 3 miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay, Diego Labat, Presidente; Jorge Gamarra, Vicepresidente; Washington Ribeiro, Director; Adolfo Sarmiento, Gerente de Política Económica y Mercados; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; Gerardo Licandro, Gerente de la Asesoría Económica; Leonardo Vicente, Gerente de Política Monetaria; y Alfredo Allo, Secretario General. El Gerente de Política Económica y Mercados presentó informes y recomendaciones de política.

La decisión del Comité de Política Monetaria fue tomada por la unanimidad de los miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay.