



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 5 de octubre de 2021

1. Análisis del contexto económico

La economía global

En la reunión del 5 de octubre de 2021 el Comité de Política Monetaria del Banco Central del Uruguay (BCU) evaluó el siguiente entorno macroeconómico:

La recuperación continúa a nivel global pero a un ritmo más lento que en el segundo trimestre del año en las economías avanzadas. La cobertura ante el avance del proceso de vacunación permitió continuar con al reapertura de las actividades y al mismo tiempo permitió comenzar a retirar algunos de los estímulos monetarios ante la persistencia de las presiones inflacionarias.

Por el lado de las economías emergentes la situación también mostró mejoras, no obstante la vulnerabilidad financiera y los riesgos inflacionarios, llevan a las mismas a retirar las políticas monetaria y fiscal expansiva. A nivel de la región, se continúan apreciando signos de recuperación, mientras se avanza en el combate de la crisis sanitaria.

La economía doméstica

A nivel local, se continúa observando una consolidación de la recuperación. El segundo trimestre del año mostró un crecimiento desestacionalizado de 0,9%, con un crecimiento interanual de 11,3%. A su vez, diversos indicadores del tercer trimestre muestran que esta tendencia se ha mantenido. Las actuales proyecciones del BCU ratifican los niveles de crecimiento para el año 2021 presentadas en el último Informe de Política Monetaria.

De acuerdo a datos del INE, la recuperación del mercado de trabajo continúa avanzando. Los datos publicados a posterioridad del Comité muestran que en agosto la tasa de desempleo siguió descendiendo, alcanzado el 9,5% de la Población Económicamente Activa (PEA).

2. El análisis de la política monetaria

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

En el año cerrado a setiembre de 2021 la inflación se ubicó en 7,41%. La inflación subyacente se sigue ubicando en el entorno del 8%. La dinámica reciente de la inflación (medición interanual) se explica por efectos contrapuestos: reducción de IPC_Resto y aumento en IPCX. La disminución en IPC_Resto se explica por una caída en los precios de Frutas y Verduras. En cuanto a IPCX, el crecimiento se explica por un incremento en los precios de servicios no transables de mercado (NTX). Los indicadores de expectativas de inflación para el horizonte de política (24 meses) tuvieron comportamientos mixtos en el margen. En particular, la mediana de expectativas a 24 meses de los analistas (recopilada por el BCU) disminuyó levemente a 6,3% y las expectativas implícitas en el diferencial de tasas entre las curvas de LRM en pesos nominales y UI aumentaron ligeramente a 6,7%, así como también la encuesta de operadores, que se ubicó en 6,4%. los últimos



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

datos de la encuesta a empresarios (realizada por el INE) son a agosto y la mediana se mantenía en 8,0%.

Este descenso de las expectativas de inflación se viene dando en un marco de consistencia de las políticas macroeconómicas, con el cumplimiento de las metas fiscales planteadas en la Rendición de Cuentas y donde tanto los ajustes anuales de las tarifas públicas como las pautas de ajuste salarial han sido consistentes con una senda de inflación convergente al rango meta.

El BCU alcanzó el objetivo operativo establecido sobre la TPM durante el trimestre, registrándose una T1D promedio ponderada mensual alineada con la tasa de política. En este sentido, la misma promedió 4,5% hasta el 11/08 y 5% a partir de entonces. Tras el incremento de la TPM el BCU aumentó su participación en el mercado de dinero a un día de forma transitoria, actuando como contraparte de cerca del 90% de los montos operados en agosto. Por otro lado, la liberación de encajes de julio dio lugar a un incremento de la liquidez que se vio reflejada de forma transitoria en un mayor uso de ISF. No obstante, el *stock* neto de estos instrumentos comenzó a reducirse a partir de agosto, liquidez que se habría canalizado hacia el crédito al sector privado e instrumentos de deuda del MEF y BCU.

La curva de rendimientos de LRM se incrementó en setiembre, habiendo procesado la mayor parte del ajuste a partir del aumento de la TPM. El incremento fue mayor en los tramos más cortos, observándose una curva más aplanada y un nodo de 30d superior a la T1D, el cual promedió setiembre en 5,3%.

La tasa activa promedio a empresas continuó ajustando a la baja, ubicándose en 9,1% en agosto, registro mínimo histórico. Dicho ajuste implicó una reducción de 53Pbs. en la comparación promedio del trimestre, mientras que en el margen se mantuvo estable. En agosto el crédito bancario concedido al sector privado en moneda nacional se mostró más dinámico. El crédito en moneda extranjera se ubicó en niveles previos a la emergencia sanitaria, presentando una tendencia creciente en lo que va de 2021.

El 31 de agosto el BCU intervino puntualmente en el mercado *spot* comprando USD 31.2 millones de dólares, atento a prevenir los efectos disruptivos de la excesiva volatilidad cambiaria en la economía uruguaya.

El Comité valora positivamente el efecto de los cambios implementados en el marco de la política monetaria.

3. Decisión de política

El Comité entiende necesario afianzar el proceso de reducción de las expectativas de inflación, en un escenario de recuperación incipiente y, por tanto, continuando con la gradual salida de la fase más expansiva de la política monetaria, ubicó la tasa de política monetaria en 5,25%.

Se espera que este proceso paulatino continúe en lo que resta de 2021, siempre considerando la reacción de las expectativas de inflación y del desarrollo de la situación sanitaria y económica.

El Directorio del Banco Central resolvió en línea de la recomendación recibida y reitera que en la medida que no haya retrocesos en materia sanitaria, la prioridad de la política monetaria se centrará en conducir las expectativas de inflación al centro del rango objetivo de 3% a 6% en el horizonte de política monetaria de 24 meses que entrará en vigencia en setiembre del año 2022.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

4. Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) y proceso de toma de decisión

El día 5 de octubre de 2021 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 del coronavirus COVID-19; 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 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; Juan Cantera, Superintendente de Supervisión de Servicios Financieros; Gerardo Licandro, Gerente de la Asesoría Económica; y Jorge Christy, Secretario General. El Gerente de Política Económica y Mercados recomendó un incremento de la Tasa de Política Monetaria en 50 puntos básicos.

La decisión del Comité de Política Monetaria fue ratificada por la mayoría de los miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay. El Presidente Ec. Diego Labat y el Vicepresidente Ec. Washington Ribeiro votaron por el aumento de la Tasa de Política Monetaria en 25 puntos básicos. Por su parte, el Director Dr. Ignacio Berti vota negativamente la propuesta de aumentar la Tasa de Política Monetaria por entender, en línea con lo expresado en el COPOM anterior, que continúa siendo conveniente priorizar el nivel de la actividad económica y el empleo.