



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 6 de julio de 2022

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico mundial se vio deteriorado por la prolongación de la extensión de la guerra en el este europeo, la disrupción en la cadena productiva de suministros consecuencia principalmente del cierre de importantes centros industriales y logísticos por la política interna actual de confinamiento en China, y la persistencia de la inflación global que conduce a los bancos centrales a implementar una política monetaria más contractiva que lo previsto algunos meses atrás. El comportamiento en conjunto de estos factores refuerza el impacto negativo sobre el dinamismo global y hace que las proyecciones de crecimiento sean corregidas a la baja.

Los precios de los commodities permanecen en niveles elevados tras el shock que provocó el estallido del conflicto bélico a fines de febrero y no se prevé una reversión en el corto plazo. En ese contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) ha seguido subiendo la tasa de interés en magnitudes que no se observaban en más de dos décadas, al tiempo que la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes, alineados a sus mandatos, continúan adoptando políticas monetarias contractivas, para enfrentar las presiones inflacionarias.

En la región, Brasil mostró un mayor crecimiento en el primer trimestre del año que el esperado, pero continúa con perspectivas de inflación alta e incertidumbre fiscal y electoral. En Argentina, la inflación se aceleró y continúan agravándose los desequilibrios macroeconómicos.

La economía local

En Uruguay, el Producto Interno Bruto (PIB) creció 8,3% en el primer trimestre del año en términos interanuales; de esta forma, el nivel del PIB es un 2,9% superior al alcanzado en el cuarto trimestre de 2019 previo a la pandemia. Las proyecciones de corto plazo que incorporan la senda anunciada para la tasa de política monetaria sugieren que, la economía continuará creciendo en los próximos trimestres impulsada por grandes proyectos en la inversión privada, la suba de los precios de los commodities que tiene un impacto positivo en nuestras exportaciones agropecuarias, y la recuperación gradual de los servicios en el marco de una mayor movilidad de las personas en relación con 2021.

Con relación al mercado de trabajo, los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), muestran indicadores positivos en el bimestre abril-mayo. La tasa de actividad y la tasa de empleo aumentaron; más concretamente la tasa de actividad se situó en 61,7% y la tasa de empleo en 56,8% de la Población en Edad de Trabajar (PET). Por otra parte, en la Población Económicamente Activa (PEA) se redujo el desempleo (7,9%).

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria:



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación interanual continúa fuera del rango meta: el Índice de Precios al Consumo (IPC) se ubicó en 9,29% en junio 2022. Este resultado se explica por los aumentos en los precios internacionales de los commodities, particularmente de los alimentos, así como de las tarifas de combustibles y ajustes al alza en el precio del boleto urbano.

La inflación subyacente continúa en el entorno del 8% en relación con el último registro. Esto debido al aumento generalizado de los precios de los bienes y servicios no transables de mercado; principalmente los rubros de panes y cereales, y comidas y bebidas fuera del hogar, consistente con el aumento de los precios de commodities (en especial el trigo). Dicho incremento fue contrarrestado parcialmente con menores precios de los transables de exclusión con excepción del rubro de servicios transables que experimentó un fuerte crecimiento, guiado por la apertura de fronteras y una mayor demanda de pasajes aéreos y fluviales.

Según los modelos de proyección de corto plazo, la inflación subyacente mostraría un leve ascenso en relación con lo proyectado para la reunión de COPOM anterior y permanecería por encima del rango meta al final del horizonte de política monetaria (HPM). Tal comportamiento se apoya en las presiones provenientes de la inflación global, así como en la evolución proyectada de las expectativas, los salarios y las tarifas. No obstante, más allá de esas variables y los factores de incertidumbre que las acompañan, se espera que la inflación siga descendiendo en el marco de la coordinación de las políticas monetarias, fiscales y de ingresos.

Los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses mostraron un comportamiento relativamente estable en los últimos cuatro meses; el promedio de los indicadores monitoreados por el BCU se ubicó en junio en 7,91%. A nivel de agentes, la mediana de las expectativas de los analistas fue de 6,85%, y la de los empresarios se mantuvo estable en 8%.

El Banco Central del Uruguay (BCU) cumplió con el objetivo establecido sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM), de manera que la tasa de colocaciones a un día (T1D) del mercado de dinero operó en el entorno de 9,25% a partir del último anuncio realizado.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) en el segundo trimestre promedió los \$ 10.400 millones de pesos, por encima del trimestre previo. La intervención del BCU en el mercado de dinero a un día se ubicó en torno a 40% de los montos operados.

La curva de rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) se desplazó al alza en el trimestre en 161 puntos básicos, y se ubicó en 10,2% en junio. El incremento de tasas fue similar en sus diferentes nodos, mientras que el tramo de 30 días se diferenció de los ISF en 20 puntos básicos en el promedio del trimestre.

En mayo, la tasa pasiva promedio al Sistema No Financiero (SNF) continuó ajustando al alza, ubicándose en 6,3%. La tasa activa en moneda nacional (MN) a empresas también subió ubicándose en 11,8%. Por otro lado, la tasa activa en moneda extranjera (ME) a empresas promedió 2,9%, manteniéndose en un nivel reducido.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

El crédito en MN se mostró dinámico, estimándose un crecimiento real de 5,5% anualizado, medido en tendencia-ciclo. Este comportamiento se reflejó tanto en el crédito concedido al consumo como a las empresas. El crédito en ME volvió a crecer, estimándose una tendencia al alza.

En el promedio del trimestre el peso se apreció 6,4%; en junio la apreciación fue de 2,4% en promedio (0,1% en términos punta). No se concretaron intervenciones del BCU en los mercados spot o a plazo, más allá de las ventas forward pactadas con empresas públicas.

El agregado M1' presentó una variación trimestral interanual de 5,4%, desacelerándose respecto a los trimestres previos. El comportamiento del agregado se reflejó tanto en el circulante como en depósitos líquidos y tuvo lugar al tiempo que aumentaron los depósitos a plazo en moneda nacional y el circulante de títulos públicos locales, en un marco de mejor resultado fiscal y levantamiento de la emergencia sanitaria. Los depósitos en ME continuaron mostrándose dinámicos en un contexto de aumento de las exportaciones e ingreso de capitales para el financiamiento de grandes proyectos. A su vez, los bancos recompusieron posición en ME en junio, mientras que el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) mantuvo su portafolio según monedas estable a mayo.

En este marco el grado de monetización medido a partir de M1' habría ajustado a la baja, ubicándose en 12% del PIB, al tiempo que el indicador medido a partir de los agregados más amplios se habrían reducido levemente.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 6 de julio de 2022 se llevó a cabo la reunión del COPOM que 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, Gerardo Licandro, Gerente de la Asesoría Económica; Leonardo Vicente, Gerente de Política Monetaria; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; y Jorge Christy, Secretario General.

El Directorio del Banco Central del Uruguay analizó el escenario macroeconómico internacional y local, valoró positivamente la reactivación de la actividad económica y empleo, aunque evaluó con preocupación la rigidez de las expectativas de inflación de los agentes, y verificó que los canales de transmisión de la política monetaria funcionan positivamente, en el sentido y con la cadencia esperada dado que los efectos de cada variación de la TPM tiene efectos en el horizonte de política monetaria.

En ese contexto, ratificó el compromiso con el ingreso a la fase contractiva de la política monetaria, decidió un aumento de la TPM en 50 puntos básicos hasta 9,75%, reafirmando este sesgo de la política que recién llegó al nivel de neutralidad en la reunión anterior del COPOM, y anticipó nuevos ajustes en las próximas reuniones.

La decisión fue tomada 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 50 puntos básicos sobre la base de las consideraciones generales planteadas anteriormente. Por su parte, el Director Dr. Ignacio Berti en línea con la opinión expresada en anteriores oportunidades, no acompaña la propuesta y vota negativamente la decisión de suba de la tasa de política monetaria. Entiende que ha quedado evidenciado, tras los sucesivos aumentos decididos, que esta vía no ha sido eficaz para la obtención de los fines buscados. Expresa su preocupación por el costo parafiscal asociado al mayor pago de intereses y por la evolución del tipo de cambio en Uruguay que no ha seguido las tendencias internacionales.