



# BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 17 de mayo de 2022

## 1. Análisis del contexto económico

### La economía global

El crecimiento de la actividad económica mundial sufrió una nueva revisión a la baja por la extensión del conflicto bélico en el este europeo. Asimismo la disrupción en las cadenas productivas, consecuencia principalmente del cierre de importantes centros industriales y logísticos por la política interna actual de confinamiento en China, está provocando un derrame negativo de la actividad para el resto del mundo.

El deterioro significativo de las perspectivas globales por estas causas generaron presiones adicionales a las cifras de inflación que ya eran las más elevadas de los últimos 40 años. Los precios de los commodities permanecen en niveles elevados por la extensión de la guerra. Al mismo tiempo, el alza de los precios provocado por el aumento de los costos de transporte y fletes y la escasez de insumos, se trasladan negativamente en las expectativas de los agentes.

Todo ello provoca la reacción cada vez más contractiva de los principales bancos centrales, en particular la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). Las medidas que están tomando tienen un efecto alcista en las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos en las últimas semanas. En un marco de elevado endeudamiento global, esto implica un sensible aumento en los costos de servicio de la deuda, tanto para gobiernos, como para el sector corporativo y los hogares.

En la región, las perspectivas son también de inflación alta. Para Brasil, el marco externo constituye el principal riesgo en relación con su efecto sobre la inflación, mientras sigue afrontando desafíos asociados a la incertidumbre fiscal y electoral. En Argentina, se registró una aceleración de la inflación que la ubica en los niveles más altos de los últimos 20 años.

### La economía local

En Uruguay, el Producto Interno Bruto (PIB) ajustado por estacionalidad creció 2% en el cuarto trimestre de 2021 en relación con el tercer trimestre inmediato anterior. En este sentido, se proyecta que la economía continúe creciendo en el primer y segundo trimestre de 2022 en términos desestacionalizados.

A su vez, de acuerdo a los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), en el primer trimestre del corriente el mercado de trabajo presentó indicadores positivos. El empleo mostró un aumento respecto al trimestre previo, mientras que la tasa de actividad se mantuvo estable. Se vio un descenso del desempleo en el promedio total del país de enero-marzo en 7,5% de la Población Económicamente Activa (PEA), y la tasa de empleo de la Población en Edad de Trabajar (PET) se ubicó en 57,1% recuperando los niveles observados en 2019 previo a la pandemia.

## 2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria:



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación anual continúa fuera del rango meta desde junio del año pasado. El Índice de Precios al Consumo (IPC) se ubicó en 9,37% en abril. Entre los principales motivos que explican este resultado se encuentran los aumentos en los precios internacionales de los commodities, particularmente de los alimentos, así como de las tarifas de combustibles.

La inflación subyacente se aceleró levemente a 9,76% en relación con el último registro. Esto debido al aumento generalizado de los precios de los bienes y servicios no transables de mercado, contrarrestado parcialmente con menores precios de transables con el exterior.

Según los modelos de corto plazo, la inflación subyacente mostraría una leve tendencia descendente en los próximos meses, guiada por una desaceleración del lado de los bienes y servicios transables acompañada por un menor tipo de cambio esperado. No obstante, existe incertidumbre sobre estas proyecciones debido a la evolución del precio de los commodities y posibles impactos alcistas en el marco de la reapertura de la negociación de los acuerdos salariales de la Novena Ronda, en un contexto más inflacionario.

Los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses mostraron comportamientos estables. A nivel de los agentes, las expectativas de los analistas fue de 6,88% mientras que las de empresarios se mantienen estables en 8% en el mes abril. Los datos disponibles del mes de mayo de las expectativas de los analistas indican que estas descendieron levemente a 6,83%.

Durante el primer trimestre del año el Banco Central del Uruguay (BCU) cumplió con el objetivo establecido sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM); la tasa de colocaciones a un día (T1D) del mercado de dinero operó en el entorno de los anuncios realizados.

La última etapa de reducción de los encajes en enero de 2022 ha llevado a que exista una elevada liquidez en los mercados de dinero, lo que ha sido retirado fundamentalmente con instrumentos de sintonía fina por el BCU. Es esperar la normalización de esta situación en el corto plazo.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) aumentó significativamente en abril de 2022, alcanzando los \$ 12.820 millones de pesos en el promedio del mes. No obstante, la intervención del BCU en el mercado de dinero a un día se redujo, representando el 29% de los montos operados.

La curva de rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó al alza en 70 puntos básicos. Asimismo, se mantuvo una participación elevada en los tramos cortos, en línea con una mayor preferencia por la liquidez de los agentes financieros, mientras que la demanda para la LRM a dos años fue muy reducida.

El incremento de tasas fue similar en los diferentes nodos de la CR, siendo mayor en 720 días (90 puntos básicos), al tiempo que el tramo de 30 días operó en promedio en niveles de tasa similares a los ISF.

La tasa pasiva promedio al Sistema No Financiero (SNF) ajustó al alza promediando 5,4% en marzo. A su vez, la tasa activa en moneda nacional a empresas también subió ubicándose en 10,8%. La tendencia al alza se explica principalmente por el comportamiento de las tasas otorgadas a grandes empresas. Por otro lado, la tasa activa en moneda extranjera a empresas promedió 2,9%, manteniéndose en un nivel reducido.

El crédito en moneda nacional se mostró estable en términos reales durante el primer trimestre, tras el importante incremento del cuarto trimestre de 2021. En este marco, se desaceleró el crédito



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

a empresas concedido en moneda nacional, mientras que en moneda extranjera se registró un incremento en marzo.

En abril el peso se apreció 2,6% en promedio (0,7% en términos punta), sin concretarse intervenciones del BCU en los mercados spot o a plazo, más allá de las ventas forward pactadas con empresas públicas.

El agregado M1's presentó una variación interanual promedio de 7,1% en abril, creciendo por debajo de lo programado, lo cual se reflejó principalmente en un menor dinamismo de los depósitos líquidos. Los depósitos en moneda extranjera del sector no financiero residente se mostraron dinámicos, mientras que de acuerdo con los flujos intersectoriales, el conjunto de empresas y familias muestran preferencia por la moneda extranjera en sus decisiones de portafolio. Los bancos recompusieron posición en moneda extranjera en abril, mientras el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) mantuvo su portafolio en monedas relativamente estables.

### 3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 17 de mayo 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; Cristina Rivero, Intendente de Supervisión Financiera; y Jorge Christy, Secretario General.

El Directorio del Banco Central del Uruguay, analizó el escenario macroeconómico internacional y nacional y evaluó positivamente el funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria, los que se encuentran operando en el sentido esperado.

En ese contexto, decidió un incremento de la tasa de interés de política monetaria (TPM) en 75 puntos básicos hasta 9,25%. Asimismo prevé, en la senda de ingreso gradual a la fase contractiva de la política monetaria, al menos dos aumentos adicionales de 50 puntos básicos en las próximas reuniones del COPOM, hasta llevar la tasa de interés a niveles consistentes con la convergencia de las proyecciones del BCU a su objetivo de inflación.

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 75 puntos básicos con base en las consideraciones generales planteadas anteriormente. Por su parte, el Director Dr. Ignacio Berti votó negativamente por no compartir la propuesta de suba formulada.