



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 30 de diciembre de 2022

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico mundial está pautado por una menor presión de los precios de los commodities sobre la inflación, el restablecimiento de las cadenas globales de suministro y una acumulación de gas natural proveniente de otras regiones, junto a indicadores de actividad favorables para la Zona Euro a pesar que continúa la guerra entre Rusia y Ucrania y expectativas de recuperación del dinamismo de la economía china.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) anunció que continuará el incremento de la tasa de interés con el objetivo de hacer converger la inflación al 2%, pero a un menor ritmo, al tiempo que la última suba de la tasa en diciembre fue menor que las cuatro subas anteriores. En este contexto, las expectativas del mercado esperan que esta tasa se ubique en el entorno del 5% a mediados de 2023 y que posteriormente comience un descenso gradual.

La desaceleración del ajuste de la política monetaria estadounidense ha provocado una reversión en el nivel de las tasas de largo plazo de los títulos considerados seguros, un impulso de los activos de mayor riesgo y, en las economías emergentes, una reducción del riesgo soberano, un fortalecimiento de sus monedas y menores costos de financiamiento.

En la región se observa un escenario complejo. En Brasil se desaceleró la actividad económica y se prevé que la misma se profundice en los próximos meses por la desaparición del efecto de base ocasionado por las restricciones a la movilidad, del impacto de la política monetaria contractiva y del menor crecimiento mundial. Asimismo, los activos brasileños se depreciaron ante la incertidumbre que generó el anuncio de programas que incrementarían el gasto. En Argentina el contexto financiero sigue siendo delicado, destacándose dos factores de riesgo: la escasez de dólares por menores precios de exportación y la sostenibilidad de la deuda en pesos.

La economía local

En Uruguay, según los últimos datos oficiales publicados de cuentas nacionales (fuente BCU), la actividad económica exhibió un incremento de 3,7% en el tercer trimestre de 2022 en relación con el tercer trimestre de 2021. El BCU mantiene la previsión de crecimiento económico del Producto Bruto Interno (PIB) en el entorno de 5,5% promedio anual para 2022, mientras que espera un crecimiento más en línea con el potencial para 2023 y 2024, incorporando la puesta en marcha de la nueva planta de celulosa.

Con relación al mercado de trabajo, los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) del tercer trimestre de 2022 muestran que la tasa de empleo se ubicó levemente por debajo del 57% de la Población en Edad de Trabajar (PET), mientras que la tasa de desempleo se estabilizó para el total del país en niveles cercanos al 8% de la Población Económicamente Activa (PEA).

2. El análisis de la política monetaria



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

La inflación interanual se ubicó en 8,46% en noviembre, casi un punto y medio porcentual por debajo de la medición más alta del año (9,95% en setiembre), marcando una convergencia más rápida que la esperada en el COPOM anterior, si bien continúa fuera del rango meta.

En el mismo período, la inflación subyacente se redujo de manera más pronunciada, ubicándose en 7,4% interanual, explicada por la desaceleración en los precios de los bienes transables, ligados a la caída de los precios de los commodities, en particular la carne, y a la apreciación del tipo de cambio. En menor medida, también se observó una caída en la inflación de los bienes no transables.

En diciembre, las expectativas de inflación de los analistas para el horizonte de política monetaria (HPM) descendieron levemente a 6,8% (desde 7% en noviembre). El promedio simple de los indicadores de expectativas de inflación a 24 meses mostró un aumento leve ubicándose en 7,67%.

El Banco Central del Uruguay (BCU) cumplió con el objetivo operativo establecido sobre la TPM, de manera que la tasa a un día del mercado de dinero operó en torno a 11,25% a partir del último anuncio realizado (15 de noviembre de 2022).

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) se mantuvo por debajo del promedio del año, ubicándose en torno a -3.900 millones de pesos en promedio de noviembre y diciembre. El circulante de Letras de Regulación Monetaria (LRM) se mostró relativamente estable y la concentración en plazos de 30 y 90 días se redujo en noviembre, representando el 64% de los montos adjudicados. La intervención del BCU en el mercado de dinero a un día se ubicó algo por encima del nivel de octubre, alcanzando 62% del monto operado en los últimos dos meses del año. El BCU intervino tanto para inyectar liquidez como para esterilizar fondos.

La curva de rendimientos de LRM continuó su ajuste al alza en diciembre con un promedio de 11,9%. La misma estuvo comprendida entre 11,7% y 12,1%, mostrando una forma invertida desde el nodo de un año ante el descenso de tasas en los plazos más largos.

En noviembre, la tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SNF) se ubicó en 8,4% (datos preliminares), exhibiendo una tendencia creciente desde que se inició el incremento de la TPM. La tasa activa en Moneda Nacional (MN) a empresas también continuó en aumento, ubicándose en 14,8%, mientras que la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) ajustó al alza con un promedio de 5%.

El crédito en MN se mostró dinámico, principalmente el destinado al consumo, mientras que el crédito concedido a empresas se mostró relativamente estable en términos reales. Asimismo, el crédito en ME creció en los sectores agropecuario, industria manufacturera y servicios (información a octubre).

En diciembre, el peso se apreció 1,7% al igual que otras monedas de la región, en un contexto de debilitamiento del dólar a nivel global. La tenencia de LRM por parte de no residentes tuvo una reducción leve en diciembre y se mantiene en niveles bajos (1,9% del circulante total de letras). No se concretaron intervenciones del BCU en los mercados *spot* y a plazo (más allá de las ventas *forward* pactadas con empresas públicas).

El agregado M1' consolida las señales de normalización de su desempeño, con un crecimiento de 2,9% interanual en el promedio de noviembre. Los depósitos en ME del sector no financiero se



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

mantuvieron relativamente estables tras la reducción de octubre, en un contexto de menor financiamiento de los grandes proyectos de inversión y aumento de las importaciones asociadas al turismo emisor. El portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas se mostró estable a noviembre, mientras que los bancos a nivel agregado mantuvieron su posición en moneda extranjera tras el incremento observado hasta octubre.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 30 de diciembre de 2022 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 la Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; y Jorge Christy, Secretario General.

El Directorio del Banco Central del Uruguay consideró el escenario mundial, analizó la evolución de la actividad económica en Uruguay y observó que, en un marco en el cual los canales de transmisión de la política monetaria continúan funcionando en forma adecuada, la inflación se encuentra descendiendo en el sentido esperado. Sobre la base de los factores reseñados que implican cambios en relación a las proyecciones de anteriores comités, el Directorio del BCU decidió incrementar 25 puntos básicos la TPM determinándola en 11,50%, en línea con la profundización del sesgo contractivo de la política monetaria iniciado en agosto 2021. Si bien en el contexto actual no se avizoran nuevos aumentos de la tasa de interés, el Comité continuará con el monitoreo de la situación local e internacional con el objetivo de asegurar que tanto la inflación como sus expectativas converjan al rango meta hacia el final del horizonte de política monetaria.

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 25 puntos básicos sobre la base de las consideraciones generales planteadas en esta minuta. El Director Dr. Ignacio Berti votó de forma negativa de acuerdo con lo expresado en instancias anteriores.

Por último, y como cierre de 2022, el COPOM dio a conocer las fechas previstas para las reuniones del Comité en el año 2023: miércoles 15 de febrero, lunes 17 de abril, martes 16 de mayo, jueves 6 de julio, martes 15 de agosto, jueves 5 de octubre, jueves 16 de noviembre y viernes 29 de diciembre.