



# BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 5 de octubre de 2023

## 1. Análisis del contexto económico

### La economía global

El entorno económico muestra un panorama heterogéneo con dinamismo de la actividad en Estados Unidos y una incipiente reactivación en China tras las medidas de estímulo que implementó el gobierno. La inflación global afronta presiones al alza por el aumento del precio de los *commodities*, en particular del petróleo, compensada por el menor crecimiento de los precios locales en China. Este contexto representa un desafío para los bancos centrales, por el descenso más lento del componente núcleo de la inflación.

En ese marco, la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) mantuvo la tasa de interés en su última reunión y señaló una posible suba adicional antes de fin de año. Esto indica que la tasa permanecería en niveles elevados por un período más prolongado respecto a lo esperado meses atrás, lo cual se vería parcialmente compensado por un riesgo soberano menor en todo el horizonte de política monetaria.

En la región, Brasil muestra señales de una menor desaceleración de la actividad económica debido al dinamismo observado del consumo de los hogares y del sector agropecuario. Si bien las expectativas de inflación permanecen desalineadas, el Banco Central de ese país inició un ciclo de reducción de la tasa de interés, luego de la aprobación del nuevo marco fiscal. En Argentina, el gobierno convalidó la apreciación del tipo de cambio y decidió una suba de la tasa de política monetaria en el marco del ciclo electoral por el que está transitando.

### La economía local

En Uruguay, en el segundo trimestre de 2023 el Producto Interno Bruto (PIB) mostró una caída de 1,4% con relación al primer trimestre en términos desestacionalizados y de 2,5% interanual en relación con el segundo trimestre de 2022. Las proyecciones sugieren una recuperación de la actividad económica en la segunda mitad del año, con variaciones desestacionalizadas de 1,5% en el tercer trimestre y de 0,5% en el cuarto trimestre, impulsada por la reversión de los efectos de la sequía y de la puesta en funcionamiento de la segunda planta de celulosa de la empresa multinacional UPM.

El mercado de trabajo se consolida en un nivel similar al observado en 2017 con un nuevo máximo histórico del número de cotizantes al Banco de Previsión Social (BPS). Los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) exhiben que la tasa de empleo se ubicó para el total del país en 58,3% de la Población en Edad de Trabajar (PET), con un incremento de 1,7% respecto a un año atrás. En igual comparación, la tasa de actividad mostró un aumento de 1,8%, situándose en 63,5% de la Población en Edad de Trabajar.

## 2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación a setiembre fue de 3,87%, el menor nivel de los últimos 17 años y más de 600 puntos básicos por debajo del registro de un año atrás (9,95%). El dato, por tercer mes consecutivo dentro del rango meta, prolonga la desaceleración inflacionaria que se observa desde octubre de 2022.

La inflación subyacente, medida por el indicador de exclusión IPCX, se redujo nuevamente para ubicarse en 3,30%, cerca del piso del rango meta. En el margen, la tendencia-ciclo se ubica en torno a 3,7% (anualizada a setiembre) con una estimación al alza de sus componentes respecto a agosto. La baja de la inflación subyacente es resultado de la reducción del precio de los productos no transables (NTX), mientras que los transables (TX) se mantienen estables. En los no transables se desaceleraron *Bienes y servicios diversos, Comidas y bebidas preparadas fuera del hogar* y, en menor medida, *Alquileres*, mientras que *Panes y cereales* se aceleran levemente en el margen, contrarrestando parcialmente estos efectos. La estabilidad de los productos transables se debe a la desaceleración de los precios de casi todos sus componentes compensada por el aumento de *Alimentos y bebidas diversos*. En ambos componentes incide el menor precio de los *commodities* respecto al año anterior.

El promedio de los indicadores de expectativas de inflación al cierre de setiembre para el Horizonte de Política Monetaria (HPM) a 24 meses se situó por debajo del trimestre anterior (6,87% frente a 7,09%). Las expectativas de analistas, recopiladas por el BCU, se redujeron de 6,67% a 6,20%. Asimismo, las expectativas implícitas en el diferencial de tasas entre las curvas de Letras de Regulación Monetaria (LRM) en pesos nominales y Unidades Indexadas (UI) descendieron de 7,56 a 6,19%. Por su parte, la Encuesta de Expectativas Empresariales, que publica el INE, se mantuvo estable en 8,0%.

Las proyecciones en el escenario base indican que la inflación se mantendría dentro del rango meta durante todo el horizonte de política monetaria al influjo de la política monetaria en fase contractiva y de la moderación de la dinámica salarial. La proyección del BCU muestra que la inflación *headline* se ubicaría en 5,7% y la subyacente en 6,0% al final del HPM.

El BCU cumplió con el objetivo operativo establecido sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM), de manera que la tasa a un día del mercado de dinero operó en torno a 10% desde la reducción definida por el COPOM en su reunión del 15 de agosto de 2023.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) se incrementó en el tercer trimestre. En particular, en setiembre se observó un escenario holgado en materia de liquidez que se reflejó en un mayor uso de estos instrumentos por parte del BCU. Los mismos estuvieron en torno a los \$ - 8.500 millones en setiembre (esterilización), mientras que en agosto el promedio se ubicó en \$ - 2.400 millones. Los depósitos en Moneda Extranjera (ME) del Sector No Financiero (SNF) se mantienen estables, al igual que la conformación del portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas. Los depósitos de residentes en caja de ahorro y a plazo muestran cierto dinamismo en el margen. Asimismo, la posición en moneda extranjera del agregado de los bancos continúa en máximos históricos (2.300 millones de dólares).

La curva de rendimientos (CR) de las LRM ajustó a la baja, 115 puntos básicos en el promedio del trimestre, promediando 9,6% en setiembre (36 puntos básicos inferior a agosto). Asimismo, la CR se mantuvo invertida y se ubicó por debajo de la TPM, con tasas comprendidas entre 9,8% y 9,4% para los nodos de 30 días y un año, el cual presentó el mayor ajuste a la baja.

La tasa pasiva promedio al SNF se ubicó en 8,7% en agosto (última información disponible), mostrando un descenso luego de alcanzar un máximo de 9,2% en febrero, reflejando las decisiones adoptadas sobre la TPM. A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas



## BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

se ubicó en 13,9%, mostrando una reducción con respecto al mes anterior. Por su parte, la tasa activa en ME continuó en aumento, ubicándose en 6,1% en agosto.

El crédito en MN continuó dinámico (con datos a agosto) impulsado tanto por el crédito al consumo como por el crédito hipotecario. En el segmento a empresas, el crédito se mantuvo relativamente estable en términos reales. En este marco, el multiplicador monetario se ubicó en su máximo histórico de 2,9. Por su parte, el crédito en ME continuó en crecimiento.

En el promedio de setiembre, el peso se depreció 0,8%, al igual que otras monedas de la región, mientras que en el promedio del tercer trimestre se apreció 1,7%. El índice de dólar global se fortaleció.

El agregado M1´ creció a una tasa de 7,8% interanual en setiembre (dato preliminar), estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 1,9% nominal para el tercer trimestre, inferior al trimestre previo (2,5%). Por su parte, el grado de monetización medido a partir de este indicador se mantiene cercano a 11,6% en el año móvil cerrado a setiembre.

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

El día 5 de octubre de 2023 se llevó a cabo la reunión del Comité de Política Monetaria, 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 Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; Marcelo Vidoni, Jefe de Departamento de la Gerencia de Sistema de Pagos; y Jorge Christy, Secretario General.

El COPOM valoró positivamente la gradual convergencia de las expectativas hacia el rango objetivo, analizó las proyecciones del BCU en el escenario base respecto a que la inflación se mantendría dentro del rango meta a 24 meses al influjo de una política monetaria que se mantiene en fase contractiva, y evaluó que todos los canales de transmisión de la política monetaria funcionan adecuadamente.

A partir de estas consideraciones, el Directorio del BCU decidió, por unanimidad, una reducción de la Tasa de Política Monetaria de 50 puntos básicos, fijándola en 9,50%, nivel consistente con la fase contractiva de la política monetaria y con el rango establecido para el horizonte a 24 meses. En la actual coyuntura, mientras terminan de alinearse las expectativas y se continúa el fortalecimiento de la credibilidad al permanecer dentro del rango meta de inflación, la tasa de política monetaria se encontraría en un nivel cercano a finalizar el ciclo de baja.