



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del COPOM del 16 de mayo de 2023

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El entorno económico global presenta un escenario heterogéneo. Por un lado, se visualizan riesgos de enlentecimiento del crecimiento de la actividad económica y de inestabilidad financiera. Por otro lado, se observa una trayectoria de la inflación que continúa su evolución lenta a la baja en el marco de estabilidad de precios de los commodities en niveles previos a la pandemia y de restablecimiento de las cadenas de abastecimiento globales.

En Estados Unidos, la Reserva Federal (FED) tras la reciente suba de su tasa de referencia dio señales de que no habrá más incrementos en el corto plazo. Por otra parte, el mercado espera que la FED inicie un ciclo de recortes de tasa a partir de setiembre, ya que entiende que la curva de rendimientos actualmente invertida representa un riesgo de mayor desaceleración e incluso de recesión. Esta diferencia entre las expectativas de los agentes y la FED valoriza los activos y reduce los costos de financiamiento para los países emergentes, al tiempo que representa un riesgo de corrección abrupta en los precios de los activos.

En la región, se espera que la economía se desacelere en los próximos meses en Brasil. El nuevo marco fiscal presentado por el gobierno contribuyó a mejorar la confianza de los inversores, lo que apreció los activos. En tanto, en Argentina, la situación económica en general continúa siendo delicada. La caída de las exportaciones provocó una caída en la recaudación y consecuentemente una mayor necesidad de financiamiento, en un marco de inflación por encima del 100% interanual y restricciones para la sostenibilidad de la deuda en pesos. En ese contexto, se mantiene el riesgo de un salto cambiario discreto que impacte en la suba de la inflación y a la baja en el crecimiento de la actividad.

La economía local

En Uruguay, se espera un crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre del año, pero no así en el segundo, el que se vería afectado por el shock de oferta de producción como consecuencia de la sequía.

Por otra parte, en el mercado de trabajo, los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) muestran que tanto el empleo como la tasa de actividad presentaron incrementos respecto al trimestre previo. La tasa de empleo se ubicó para el total del país en 57,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET), mismo valor que en igual período del año anterior, mientras que la tasa de desempleo se ubicó en 8,4% de la Población Económicamente Activa (PEA).

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación se ubicó en 7,61% en el año cerrado a abril, con un leve incremento respecto a la medición de marzo, principalmente por el precio de las frutas y verduras que fue compensado parcialmente por la moderación de los precios de alimentos y combustibles.

La inflación subyacente se mantuvo estable (6,22% interanual) en uno de los niveles más bajos en los últimos cinco años y cercano al techo del rango meta. Esto se explica por una suba de los precios de bienes transables, compensada por la reducción de los no transables. En el caso de los rubros transables, se observaron señales inflacionarias en Carnes y pescados y Alimentos y bebidas diversos, particularmente de los productos lácteos y huevos, como consecuencia de la sequía y las restricciones a las importaciones por la gripe aviar. La sequía también impactó directamente sobre los precios de los componentes más volátiles, como Frutas y verduras. Por otro lado, los precios de los bienes y servicios no transables se redujeron de forma general con excepción de los alquileres. Las categorías que tuvieron una disminución más notoria de la inflación en el período fueron Panes y cereales y Comidas y bebidas fuera del hogar, influidas por la reversión del impacto del conflicto geopolítico en el este de Europa en la medición interanual.

En abril, el promedio de los tres indicadores de expectativas de inflación para el horizonte de política monetaria (HPM) a 24 meses, que es foco de atención y análisis del Comité de Política Monetaria (COPOM), se mantuvo estable (7.24%).

El Banco Central del Uruguay (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 11,25% desde la reducción resuelta por el COPOM el 19 de abril de 2023.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina (ISF) mostró un incremento en abril y mayo luego del nivel reducido mostrado en marzo. En este sentido, en abril el stock neto de ISF promedió \$ - 2.877 millones (esterilización) y en mayo \$7.833 millones al 12 de mayo (inyección). Las inyecciones de mayo se dieron tras colocaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) mayores a las programadas en abril, en un contexto en el cual los agentes interiorizaron el inicio del ciclo a la baja de la TPM. Los bancos adquirieron letras previendo reducciones futuras de las tasas y abastecieron sus necesidades de liquidez de corto plazo en el mercado de dinero, donde el BCU participó inyectando liquidez a plazos cortos. Asimismo, redujeron el fondeo de corto plazo con certificados de depósitos, lo que resulta consistente con el aumento de la demanda de dólares del Fondo de Ahorro Previsional (FAP), que tuvo lugar en un contexto de mayores rendimientos de activos en Moneda Extranjera (ME). Todos los cambios observados en el mercado de dinero, y el incipiente comportamiento de las AFAP, dan cuenta de las reacciones de los agentes ante un cambio de ciclo de la política monetaria.

La curva de rendimientos de LRM ajustó a la baja y se mantuvo invertida, con tasas comprendidas entre 11,4% y 10,9% en los nodos de 90 días y dos años respectivamente.

La tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SNF) se ubicó en 9,1% con datos a marzo (última información disponible), mostrándose relativamente estable en comparación con febrero cuando alcanzó un máximo de 9,2%, reflejando el ciclo al alza de la TPM. La tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas mostró su segunda reducción consecutiva, que se explica por una mayor participación de empresas grandes a nivel desagregado. Por su parte, la tasa activa en ME continuó en aumento, ubicándose en 5,7% en marzo.

El crédito en MN continuó dinámico, impulsado por el crédito al consumo, mientras que el segmento a empresas se redujo en términos reales y se mantuvo estable medido en tendencia ciclo. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó con tendencia creciente.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

En el promedio de abril, el peso se apreció 0,8% al igual que otras monedas de la región, mientras el índice del dólar global se debilitó. En el transcurso de mayo el tipo de cambio se mantuvo en torno a un valor promedio de 38,9 (datos al 12 de mayo).

El agregado M1´ creció a una tasa interanual de 8,9% en abril, estimándose un crecimiento desestacionalizado cercano a 3% nominal para el segundo trimestre, por encima de los dos trimestres previos. Los depósitos en ME del SNF se mantuvieron en torno a sus valores previos, al igual que la conformación del portafolio del FAP según monedas. Por su parte, los bancos a nivel agregado incrementaron su posición en moneda extranjera (según información preliminar).

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del COPOM

El día 16 de mayo de 2023 se llevó a cabo la reunión del 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 Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, Superintendente de Servicios Financieros; y Jorge Christy, Secretario General.

El Directorio del BCU valoró la estabilidad de las expectativas de inflación y las señales positivas que existen en su tendencia en determinadas mediciones. No obstante, consideró que se mantiene el riesgo que los actuales niveles de expectativas se materialicen a través de los mecanismos indexatorios existentes en la formación de precios y salarios. En ese sentido, espera la interiorización del objetivo de inflación en la formación de precios y salarios, elemento clave para la convergencia de la inflación y las expectativas de inflación al rango meta.

A partir de este análisis y del panorama general planteado, el Directorio del BCU decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 11,25%. Este nivel es considerado consistente con una política monetaria contractiva orientada a continuar los esfuerzos para la convergencia de la inflación y sus expectativas en el horizonte de 24 meses. Los movimientos futuros de la TPM estarán condicionados por las variables antes mencionadas.

La decisión fue adoptada por la mayoría del Directorio del Banco Central del Uruguay. En el marco de la fase contractiva de la política monetaria y sobre las consideraciones generales planteadas en esta Minuta, el presidente Diego Labat y el vicepresidente Washington Ribeiro votaron por mantener la TPM. El Director Dr. Ignacio Berti, en línea con la posición expresada en anteriores oportunidades, no acompañó la decisión de mantener la tasa de política monetaria por entender que sería conveniente que la misma continúe un proceso descendente.