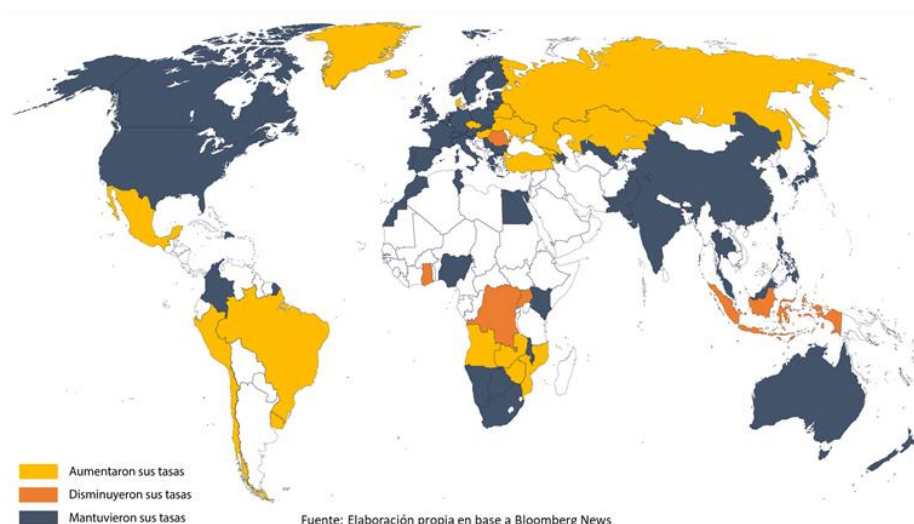


BCU ratifica compromiso y sube tasa de interés de referencia

El pasado miércoles, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central del Uruguay (BCU) ratificó su compromiso de comenzar un proceso de subas graduales de la tasa de política monetaria (instrumento utilizado por la autoridad monetaria para controlar la inflación). En concreto, **el COPOM decidió aumentar en 50 puntos básicos la tasa de referencia, la cual pasó de 4,5% a 5,0%**. De esta forma, Uruguay se suma a un conjunto de países emergentes que iniciaron en 2021 procesos de suba de tasas. A continuación, analizamos el contexto global y local en que se dio dicho aumento, así como sus implicancias desde el punto de vista inflacionario, cambiario y en los niveles de actividad.

Cambios en la tasa de política monetaria durante 2021



- **Contexto global: recuperación y presiones inflacionarias**

A nivel internacional, se observa una continua mejora de las perspectivas de **recuperación** en base al avance de la vacunación y la expansividad de las políticas fiscales, **con Estados Unidos y China liderando la misma**. Esto apuntala la demanda externa por nuestros productos exportables, afirmando dichos precios (ver [Boletín Macroeconómico N°12](#)).

Por su parte, en línea con la recuperación económica **en los últimos meses se han intensificado las presiones inflacionarias tanto en países desarrollados como emergentes**, (ver [Boletín Macroeconómico N° 7](#)). Algunos bancos centrales de países desarrollados como la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Canadá o el Banco de Inglaterra **han comenzado a debatir acerca del desarme de los estímulos monetarios** introducidos para

apuntalar la liquidez y la actividad durante la pandemia (tasas de interés en mínimos históricos y programas de expansión cuantitativa). **En los países emergentes** la situación es un tanto distinta ya que, ante el aumento de las presiones inflacionarias, **el margen de maniobra de los bancos centrales es menor y por tanto los procesos de viraje hacia instancias menos expansivas de la política monetaria se están dando más rápido y de forma más pronunciada.** En los últimos meses, países como Rusia, Brasil, Chile, Perú y México han incrementado sus tasas de interés de referencia, constituyendo una nueva etapa para la política monetaria a nivel global.

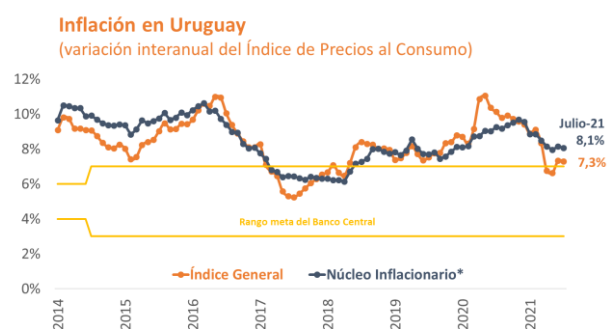
En este contexto, Uruguay se suma a dicha tendencia y comienza su camino de “normalización monetaria”.

- **Contexto local: vacunación masiva, señales de dinamismo de la actividad e inflación fuera de la meta**

En el plano local, hay dos factores íntimamente relacionados en los que el BCU se basó para iniciar este proceso. Por un lado, la **evidente mejora de la situación sanitaria** dado el alcance del proceso de vacunación que permite minimizar las restricciones y abrir la mayoría de las actividades afectadas (principalmente rubros de servicios no transables). Por otro lado, las **señales observadas en los últimos meses en base a indicadores de adelanto de la actividad que señalan un proceso de recuperación más dinámico aunque asimétrico** (ver [Boletín](#)

[Macroeconómico N° 8](#)). En particular, el sector agropecuario, la agroindustria, la construcción y los servicios de tecnologías de la información están liderando dicho empuje.

Por su parte, en los últimos dos meses **la inflación interanual volvió a ubicarse por fuera del rango meta establecido por el BCU (3%-7%).** El incremento de las presiones inflacionarias respondería a factores más transitorios que permanentes como el cambio de precios relativos por la normalización de algunas actividades no transables, la suba de combustibles tras la puesta en marcha del nuevo marco regulatorio (ver [Boletín Macroeconómico N° 6](#)) y el incremento del precio de las materias primas que se reflejan en alza del precio de productos como la carne y los lácteos, riesgos mencionados en nuestro [Boletín Macroeconómico N°1](#). En este sentido, **el núcleo inflacionario calculado por el CED** (que excluye los componentes de la canasta más volátiles y precios administrados por el estado) **no ha manifestado cambios de tendencia significativos y se ubica en torno al 8%.**



* Representa el 70% de la canasta del IPC: excluye Frutas y Verduras, Carne y Pescado, Tabaco, Electricidad, Combustibles, Servicios de Telefonía, Agua corriente y Juegos de Azar.
Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadística

Desde el lado de las presiones inflacionarias de demanda, **el mercado laboral y el salario real permanecen con**

cierto deterioro, y la economía sigue operando con gran capacidad ociosa, lo cual amortigua el incremento de la inflación.

De cara a los próximos meses, estimamos que la inflación se ubicará levemente por encima del rango meta, cerrando el año en 7,2%.

- **Decisión esperada que otorga credibilidad**

Hasta el momento el BCU venía manteniendo sin cambios la tasa de política monetaria a los efectos de apuntalar la liquidez y reducir el costo de los créditos. Además, **anunciaba que cuando las condiciones sanitarias mejoraran y consecuentemente la actividad empezara a recuperarse con mayor dinamismo, migraría gradualmente hacia una instancia de política monetaria menos expansiva consistente con su objetivo de converger hacia una inflación más baja, así como lograr que las expectativas de inflación también converjan hacia el rango objetivo.** Dicha tensión ha estado presente permanentemente durante los meses de pandemia: apoyar la actividad económica y no perder de vista el objetivo inflacionario.

El anuncio de esta semana fue consistente con estos mensajes previos tal como describíamos anteriormente; **lo cual refuerza la credibilidad de la autoridad monetaria**, que desde el cambio de autoridades el año pasado, había dado otras señales en línea con mejorar su credibilidad y transparencia. Al respecto, esto es muy importante a la hora del anclaje de las expectativas de

los agentes. De hecho, el efecto buscado no solo tiene que ver con migrar hacia una instancia menos expansiva de la política monetaria y de esa forma mitigar futuras presiones de demanda sobre los precios en línea con la recuperación económica, sino también actuar sobre el canal de las expectativas de manera de minimizar los costos reales de la suba de tasas.

Por su parte, el viraje hacia una instancia menos expansiva de la política monetaria es consistente con el resto de las políticas macroeconómicas, algo que en los últimos años no ocurrió (dominancia fiscal y salarios desalineados de la productividad).

En materia salarial, las pautas presentadas por el Poder Ejecutivo (ver [Boletín Macroeconómico N°11](#)) son consistentes con una inflación convergiendo a la meta hacia 2022 (recordar que para dicho horizonte la meta será 3%-6%) y desafiantes en el sentido que obliga a la autoridad monetaria a cumplir sus objetivos inflacionarios antes de junio de 2023 (donde está previsto un correctivo por inflación pasada). Por otro lado, la política fiscal más allá del gasto extraordinario por la pandemia también es consistente con dicho proceso, sin grandes subas de gastos en la Rendición de Cuentas, luego de lo que fue un Presupuesto austero y de “base 0” (ver [Boletín Macroeconómico N° 9](#)).

- **Implicancias cambiarias:**

Unas de las preguntas más recurrentes luego de anuncios de este tipo refieren a sus consecuencias desde el punto de

vista cambiario y la competitividad. En este sentido, **este proceso de suba gradual de tasas podría eventualmente inducir una apreciación real**. De hecho, en lo que va del año, el tipo de cambio ha aumentado en términos nominales menos que la inflación, lo cual podría profundizarse.

Sin embargo, es conveniente hacer algunas consideraciones al respecto:

i) **las condiciones globales actuales son consistentes con un dólar relativamente débil**. Normalmente dicha moneda evoluciona a contra ciclo de la actividad global. Esto no significa que dichas condiciones puedan variar, en tanto las presiones inflacionarias en Estados Unidos se descontrolen o las expectativas de inflación se desanclen.

ii) **si bien el dólar se ha mantenido relativamente débil, también es cierto que los precios de las materias primas han evolucionado de forma favorable alcanzando niveles no registrados desde 2013-2014**. Esto último ha mejorado los términos de intercambio a pesar de la suba del petróleo. Adicionalmente, **los "atrasos cambiarios" respecto a las paridades históricas (que no significan de equilibrio) están más concentrados en Argentina y Brasil (más producto de que ellos se abaratan por dinámicas económicas inestables en los últimos años) que con el resto del mundo**.

iii) **en una economía como la uruguayana (pequeña, abierta y donde el tipo de cambio fluctúa amortiguando shocks externos) la forma más genuina de evitar situaciones de "atraso cambiario"**

y ser competitivos es converger hacia una inflación baja y estable que permita desarrollar con mayor potencia la política monetaria para acompañar a contraciclo los shocks externos. En este sentido, la decisión de suba de tasas debe ser vista como un compromiso que la autoridad monetaria asume para transitar hacia objetivos de inflaciones más acordes a los registros internacionales.

- **¿Qué esperar en los próximos COPOM?**

En línea con lo anterior, **es altamente probable que el BCU continúe este proceso gradual de suba de la tasa de referencia en las próximas reuniones del COPOM**, siempre y cuando, las condiciones sanitarias no se deterioren.

Hay que recordar que, según el último Informe de Política Monetaria (IPoM) del BCU, la tasa de interés real neutral o de largo plazo, esto es, aquella que no tendría sesgo expansivo ni contractivo, es de 2%. **Actualmente**, dadas la tasa de política monetaria en 5% y las expectativas de inflación en torno al 7%, **estamos con una tasa real negativa, cercana al -2%, por lo que la política monetaria aún tiene claro sesgo expansivo**. Si las expectativas de inflación no cambiaran, converger hacia el valor de la tasa real neutral supone llevar la TPM al entorno de 9%. Sin embargo, si **las expectativas de inflación reaccionarán a la baja y con ello la inflación, el ajuste necesario para llegar a una tasa de interés con sesgo contractivo será menor y por tanto los efectos reales menos costosos**.