

BOLETÍN MACROECONÓMICO N°44

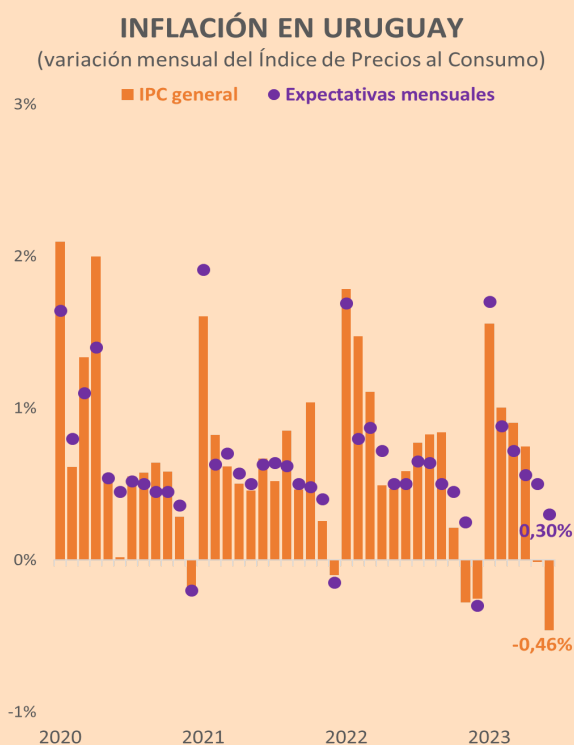
Inflación, política monetaria y dólar



En un contexto donde la inflación se situó en el rango meta luego de 25 meses, el pasado 6 de julio el Banco Central del Uruguay (BCU) redujo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 50 puntos básicos, desde 11,25% a 10,75%. En el presente boletín, se analiza el último dato de inflación, y sus perspectivas para lo que resta del año, el rol de la política monetaria, y la evolución del tipo de cambio, en medio de un intenso debate en las últimas semanas.

❖ INFLACIÓN INGRESÓ AL RANGO META POR PRIMERA VEZ DESDE MAYO 2021.

En junio la variación mensual del Índice de Precios al Consumo (IPC) fue de -0,46%. Dicho comportamiento fue nuevamente inferior a las expectativas de los analistas encuestados por el BCU (0,3%).

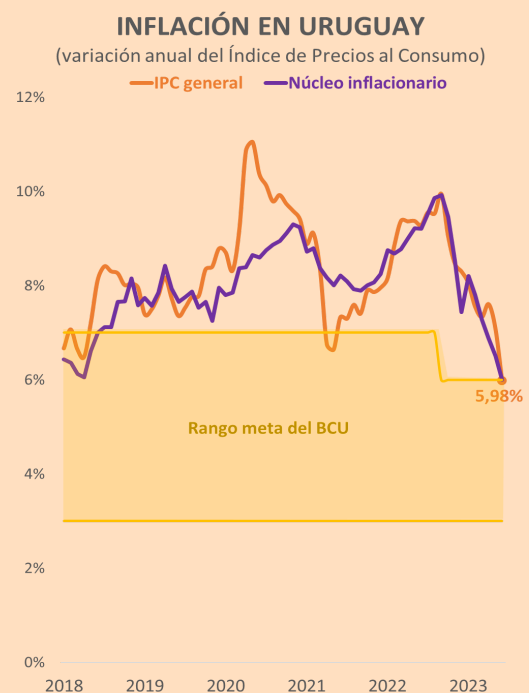


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística

Estas presiones desinflacionarias no se registraron únicamente en junio. De hecho, esta tendencia a la baja se desarrolló a partir de setiembre 2022, mes en el cual la inflación alcanzó un pico de 10,0%.

De este modo, la inflación interanual se ubicó en 5,98%, debajo del techo del rango meta. Es la primera vez que la inflación ingresó al mismo desde que se modificó en setiembre del 2022, estableciéndose entre 3% y 6%.

Por su parte, el núcleo inflacionario construido por el CED (que depura aquellos componentes de la canasta de consumo más volátiles y los precios administrados) se ubicó en 6,0% interanual, su nivel más bajo desde abril de 2018. Esto indica una desaceleración de las presiones inflacionarias más genuinas de la economía.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Instituto Nacional de Estadística

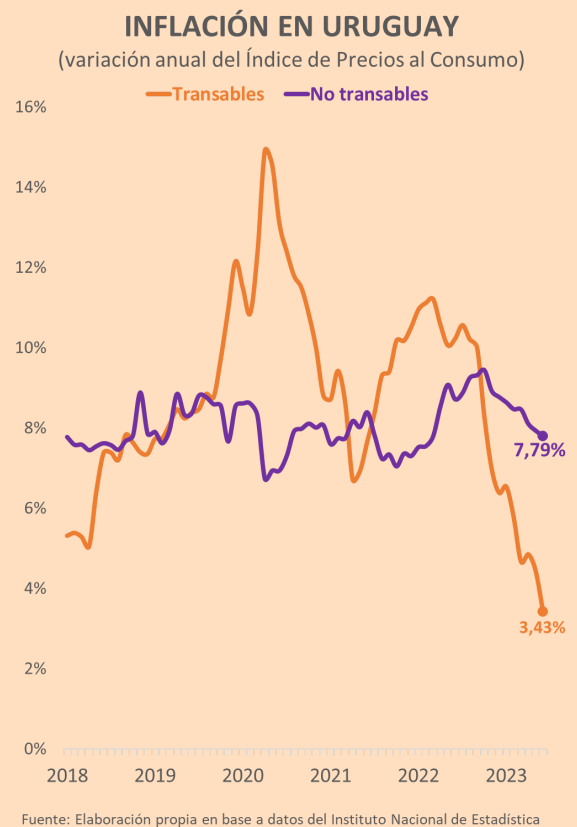
Esta desaceleración de la inflación se explica por diversos factores. En primer lugar, la reversión parcial del shock negativo que afectó los precios de las frutas y verduras, los cuales se habían ubicado en niveles históricamente altos (52,3% interanual en abril de este año).

En segundo lugar, la desinflación de los bienes y servicios transables. Los rubros que mostraron mayor desaceleración fueron los servicios transables (-3,4% mensual) y las manufacturas durables (-1,1% mensual). Por un lado, estos precios estuvieron afectados por la apreciación del tipo de cambio real. Por otro lado, se observó una disminución de los precios internacionales de las materias primas en los últimos meses, en sintonía con señales de desaceleración en China en el segundo trimestre del año. Al respecto, la inflación interanual del componente transable se ubicó en el 3,4%, continuando con la tendencia a la baja que se inició en julio de 2022.

En tercer lugar, en menor medida, se observó una moderación de la inflación del rubro no transable, el cual alcanzó el 7,8% interanual alentado por servicios domésticos (0,0% mensual) y educación (0,1% mensual).

En esta línea, la economía uruguaya atraviesa cierta fase de desaceleración cíclica en sintonía con el fin de la normalización post-pandemia, la política

monetaria contractiva, el menor dinamismo del entorno extraregional, y los problemas de inestabilidad nominal en Argentina y sus impactos en Uruguay; todo ello sumado al shock de la sequía con impactos relevantes principalmente en el último trimestre de 2022 y segundo trimestre de 2023. Esta fase de desaceleración ha propiciado una brecha del PIB más negativa (reflejando una mayor capacidad ociosa en la economía) y consiguientemente cierta moderación de los márgenes de comercialización.



No obstante, en los últimos meses se ha observado una aceleración de los salarios nominales, tanto del sector privado como público, lo cual constituye un factor a monitorear, en función del comienzo de la 10ma ronda de negociación salarial.

De esta manera, al diferenciar los componentes de la canasta según su formación de precios, es posible construir un índice de tipo de cambio real, que mide el precio relativo de los transables en relación a los no transables.

Este indicador presenta una tendencia decreciente desde julio de 2022, con una caída acumulada en el período de 4,3%. Los bienes y servicios exportables de Uruguay se vuelven relativamente más “caros” en comparación con los bienes y servicios no exportables

TRANSABLES / NO TRANSABLES

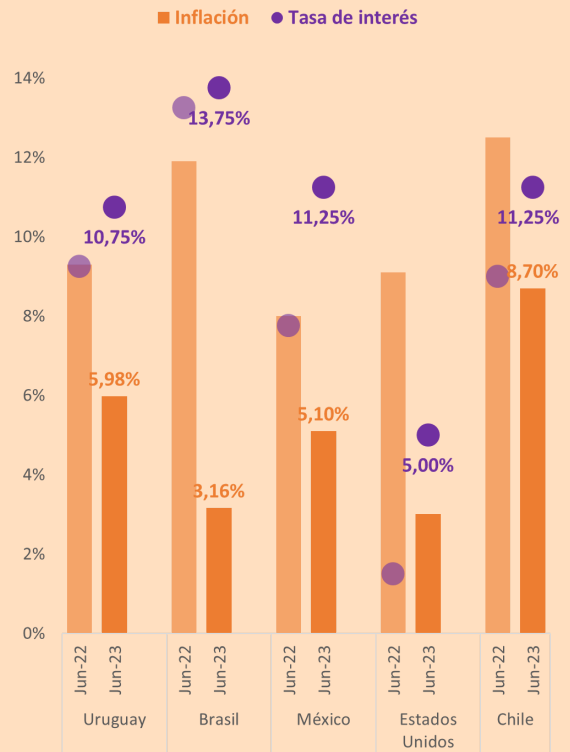
(índice 100 = Oct-22)



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

Finalmente, es importante notar que la caída de la inflación en un contexto de sorpresas desinflacionarias ha tenido lugar en varios países de América Latina.

INFLACIÓN Y TASA DE INTERÉS



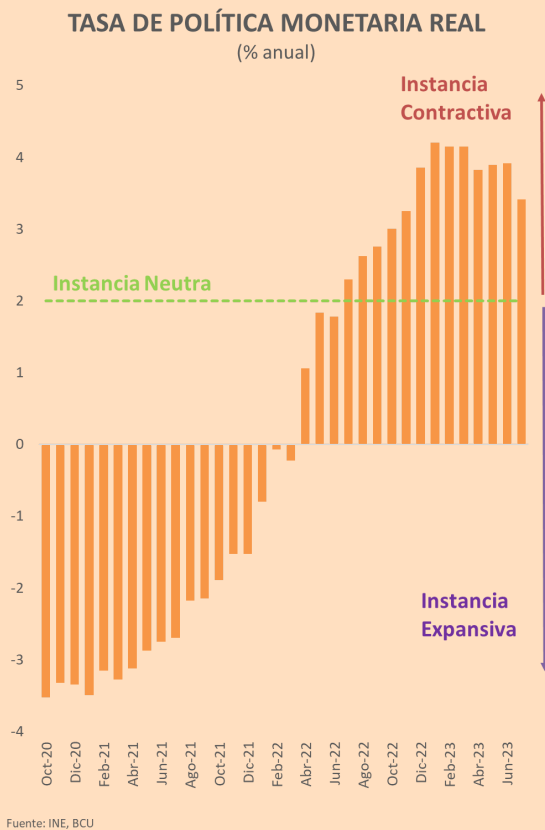
Fuente: BCU y DatosMacro

❖ **POLÍTICA MONETARIA CONTINÚA CONTRACTIVA AUNQUE CON REDUCCIONES EN LA TPM.**

La disminución de la inflación fue acompañada por una disminución de la TPM por parte del BCU. En concreto, la misma se redujo 25 pbs en abril y 50 pbs este mes, situándose en 10,75%. En este sentido, a pesar del cambio en el sesgo de la política monetaria, la misma se mantiene en fase contractiva, con una tasa de interés real por encima de la tasa neutral de la economía estimada por el BCU.

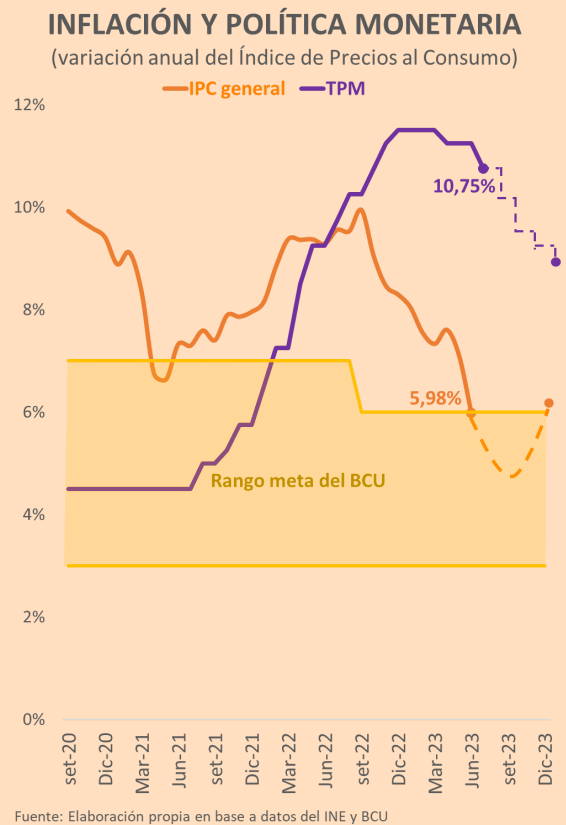
Dicha proceso de bajas en la TPM está en línea con lo que sugiere una Regla de Taylor utilizando los parámetros estimados por el BCU. En el tercer trimestre del año, esta

sugiere bajas de entre 75 y 150 pbs de la tasa, conforme una brecha del PIB negativa (en torno a -2%) por los factores antes mencionados y expectativas de inflación desancladas del rango meta (más en el caso de los empresarios que de los analistas y de las implícitas en los precios de mercado).



¿Qué cabe esperar en el corto plazo? Utilizando un promedio de las distintas reglas de política monetaria (RPM) a la Taylor utilizadas por el BCU, la tasa de interés debería situarse en el entorno del 9% a fin de 2023. Es decir, 175 pbs por debajo del valor actual. Por tanto, es esperable más reducciones de la TPM en las próximas reuniones del Comité de Política Monetaria.

Asimismo, es plausible esperar ciertas presiones desinflacionarias adicionales en los próximos tres meses, en sintonía con una profundización de los elementos que contribuyeron a disminuir la inflación, convergiendo al centro del rango meta (4,5%). Sin embargo, es probable que la misma tenga cierto rebote en los últimos tres meses del año tras la culminación de la negociación salarial cerrando el 2023 más cerca del techo que del centro del rango meta.



❖ DÓLAR DÉBIL EN URUGUAY Y EN OTRAS ECONOMÍAS EMERGENTES.

Desde inicios de año, el peso uruguayo se apreció más de 4,5% con respecto al dólar. La cotización del tipo de cambio abrió el año en \$39,8 por dólar mientras que esta

semana comenzó en \$38,3 por dólar. Incluso, en las últimas semanas de junio se observó cierta sobrerreacción a la baja en un contexto de apreciación generalizada de las monedas de América Latina. Cabe destacar que en los últimos días se ha visto cierta reversión en esta tendencia, luego del dato positivo de inflación de junio conocido el 5 de julio.

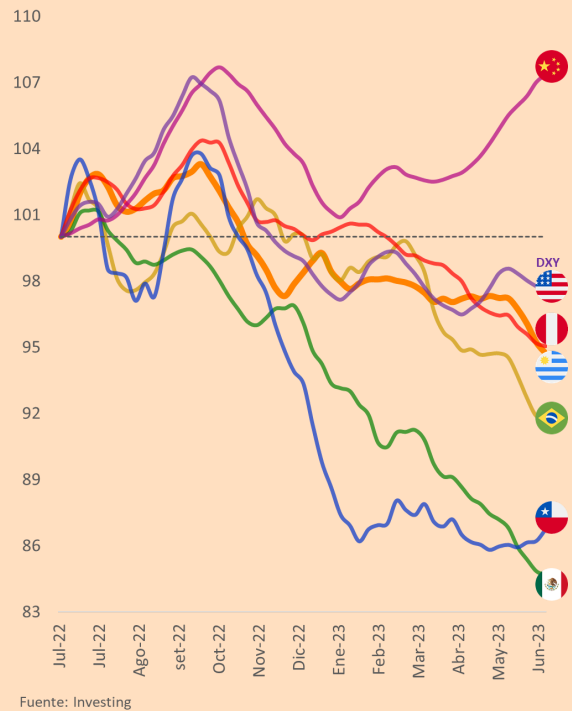


Esta apreciación del tipo de cambio real que se experimenta desde enero 2022 (incluso más allá de lo sugerido por sus fundamentos, según estimó el BCU en su último Informe de Política Monetaria), puede ser explicada por varios motivos, algunos más de naturaleza global y otros de carácter idiosincrático.

En primer lugar, el debilitamiento del dólar no solo se observó en Uruguay, sino en la

mayoría de los países emergentes, con excepción de China. Países latinoamericanos como México, Brasil, Chile y Perú han tenido importantes apreciaciones de sus monedas desde setiembre de 2022.

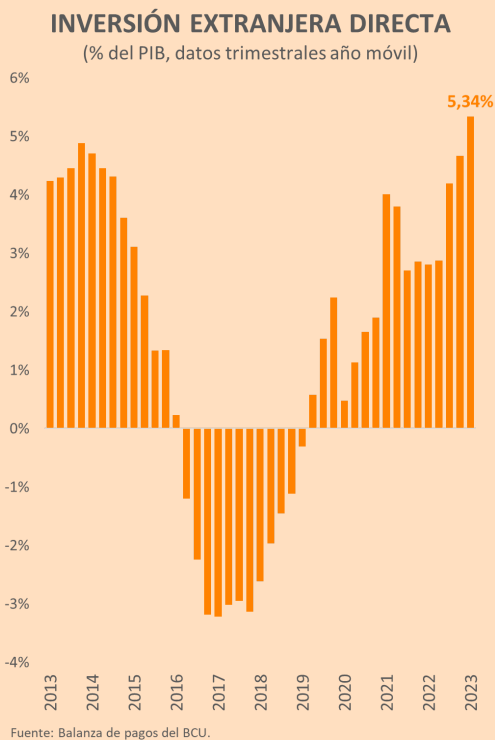
COTIZACIÓN DÓLAR vs. OTRAS DIVISAS
(índice 100 = 07.2022)



¿A qué se debe esa tendencia? Desde comienzos de años se han disipado escenarios de cola negativos en el contexto global. En particular, se han disipado los riesgos de recesión en Estados Unidos en el corto plazo, con un crecimiento esperado para 2023 entre 1% y 2%, y un mercado laboral que continúa robusto y tirante. En este escenario, el alza de las tasas de interés por parte de la FED ha sido, en general, bien absorbido por el mercado, en la medida que las expectativas se mantienen ancladas y los costos en materia de actividad de la desinflación han sido acotados. Además, los episodios de estrés

bancarios han sido puntuales sin generar problemas financieros de carácter sistémico. Por otro lado, se espera un cambio en el sesgo de la política monetaria sobre el segundo semestre de 2023, con una pausa en la suba de tasas en los próximos meses y descensos en 2024.

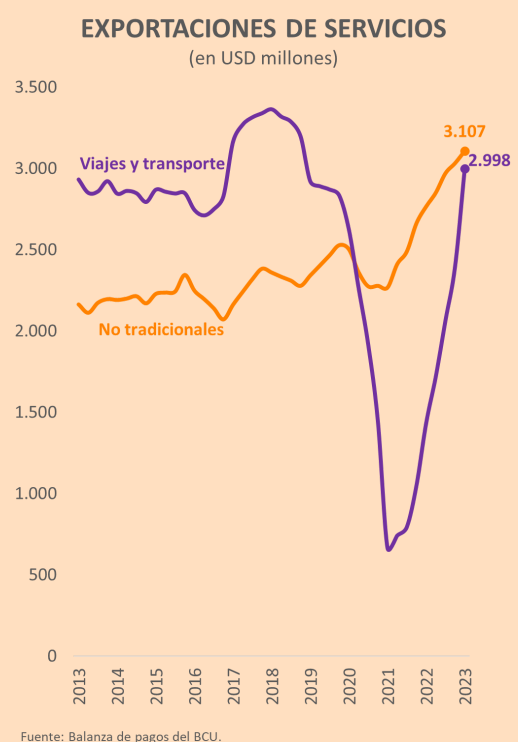
Por el lado de los elementos idiosincráticos de Uruguay se destacan aquellos que están relacionados con los flujos de divisas y aquellos más vinculados a las decisiones de política económica.



Respecto a los primeros, se destaca el aumento de la Inversión Extranjera Directa (IED) la cual se ubicó en el primer trimestre de 2023 en 5,3% del PIB, en niveles históricamente altos de la última década. Ello recoge una incidencia particular de la inversión de la planta de UPM2 y su infraestructura conexas, así como el

desarrollo de inversiones en sectores de servicios de alta calificación y el rubro inmobiliario en el marco de los beneficios tributarios otorgados por la Ley de Inversiones.

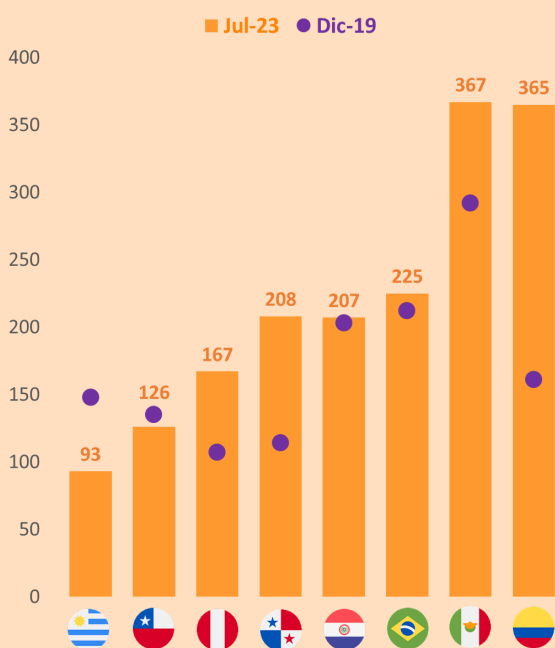
Adicionalmente, se destaca el dinamismo de las exportaciones de servicios medidas en volumen. Por un lado, el turismo receptivo tuvo una recuperación positiva tras la pandemia, retomando los niveles de 2019 en términos de ingresos de visitantes (no así en términos de gasto real per cápita), incluso por encima de las expectativas dado los problemas de inestabilidad nominal de Argentina y su impacto en la diferencia de precios relativos. Por otro lado, las exportaciones de servicios no tradicionales se ubican en niveles históricos (USD 3.100 millones) impulsado por las TICs, los servicios empresariales y financieros.



Asimismo, si bien las exportaciones de bienes medidas en volumen han presentado una caída en los últimos meses dado la menor demanda externa y el shock negativo de la sequía en la producción, aún se mantienen en niveles elevados en perspectiva histórica con ingresos por más de USD 14 mil millones.

Por otro lado, es importante considerar la disminución de los riesgos fiscales, lo que derivó en una mejora de la calificación crediticia, así como en la consolidación de un riesgo país en niveles históricamente bajos. Estas mejoras sucedieron en un contexto donde varios países de América Latina se vieron afectados por rebajas en sus calificaciones o perspectivas crediticias y/o presentaron alzas en sus niveles de riesgo.

RIESGO PAÍS - EMBI
(puntos básicos)



Fuente: JP Morgan.

Por último, es importante mencionar la instancia contractiva de la política monetaria. En este sentido, uno de los canales de transmisión de la política monetaria es el canal cambiario, el cual ha contribuido a un descenso de la inflación en su componente transable tal como se comentó anteriormente.

Al respecto, identificar cuánto de la apreciación del TCR es atribuible a la instancia contractiva de la política monetaria y cuánto a (buenos) fundamentos idiosincráticos es de difícil calibración. No obstante, sí es posible identificar que la política monetaria no ha generado comportamientos espurios en el mercado de divisas por parte de los principales agentes institucionales: AFAPs, bancos comerciales e inversores de activos financieros del gobierno. Así lo demuestran los datos de tenencia de LRM y Notas del Tesoro por parte de agentes no residentes, la participación en moneda extranjera de los bancos y la participación de activos en moneda extranjera del Fondo de Ahorro Previsional (FAP).

Mas, a pesar de que la tasa de interés puede tener efectos en el tipo de cambio nominal en el muy corto plazo, la misma no afecta a la larga el tipo de cambio real. En este sentido, son los fundamentos (productividad relativa, términos de intercambio, gasto privado y gasto público) los que determinan el tipo de cambio real, pudiendo estos, estar cambiando a lo largo

del tiempo. Tampoco, el tipo de cambio real debe ser considerado como un sinónimo de competitividad, en la medida que esta depende de otros factores como la productividad, la infraestructura, el nivel educativo, entre otros.

❖ EN RESUMEN:

En 2023 se registran presiones desinflacionarias desde el resto del mundo. En Uruguay esto se vio reflejado en un descenso de la inflación que ha disminuido desde el pico de 9,95% interanual alcanzado en setiembre del 2022. En el mes de junio la inflación interanual fue del 5,98%, ingresando en el rango meta objetivo del BCU. Más aún, la inflación subyacente (la cual muestra las presiones inflacionarias más genuinas de la economía) también se ubicó dentro del rango.

Asimismo, es posible hacer una distinción entre los sectores transables de la economía, es decir aquellos bienes y servicios que se comercian en el mercado internacional, y los no transables, aquellos que se comercian exclusivamente de en el mercado doméstico. De esta manera, la inflación de los transables se ubicó en junio en 3,43%; mientras que los bienes no transables fue de precios del 7,79%.

En este contexto de disminución de la inflación, el BCU ha decidido, por segunda instancia, bajar la TPM. En el último COPOM se decidió disminuir la tasa en 50

pbs, alcanzando un nivel del 10,75%. Es esperable que en futuras instancias se continúe con esta tendencia.

En tanto, ¿qué está sucediendo con el dólar? Desde el comienzo del año, el peso se ha apreciado más de 3,5%, con una reducción de \$1,5 en el tipo de cambio.

Hay razones internas que explican este suceso. En primer lugar, el aumento de Inversión Extranjera Directa. En segundo lugar, el dinamismo de las exportaciones de servicios, tanto el turismo como los servicios no tradicionales, que han presentado un gran crecimiento. Por otro lado, es necesario destacar la mejora en la calificación crediticia, de la mano de una mejora en las condiciones fiscales. Por último, el efecto de la instancia contractiva de la política monetaria.

Más allá de los sucesos internos uruguayos, es necesario comprender que este menor tipo de cambio no se ha dado únicamente en nuestro país, sino que en todo Latinoamérica. Hay condiciones en el escenario económico global coincidentes con un debilitamiento del dólar.



CED



BOLETÍN MACROECONÓMICO
2023

**PUBLICACIÓN QUINCENAL
SEGUINOS EN WWW.CED.UY**

