



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del Copom del 16 de julio de 2024

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El nivel de actividad global mantiene los rasgos observados en los últimos meses: desaceleración sin caer en recesión en las principales economías. Estados Unidos mantendría un relativo dinamismo, aunque por debajo de su crecimiento potencial, al tiempo que la zona euro se reactivaría hacia el final del año, de la mano del consumo privado, impulsado por el descenso esperado de la inflación. China, por su parte, experimentó en los últimos meses una recuperación liderada por la demanda externa, en un contexto de continua debilidad del consumo doméstico.

En Estados Unidos la inflación desciende de manera lenta, con presiones provenientes de los gastos en salud y vivienda. En este contexto, la Reserva Federal (FED) mantuvo la tasa de interés en junio en el corredor 5,25%-5,5% por séptima reunión consecutiva. En tanto, el mercado prevé dos recortes de tasa de 25 puntos básicos antes de fin de año.

En cuanto a la región, en Brasil se observan buenas perspectivas para el nivel de actividad y un incremento en las expectativas de inflación. En Argentina, se observa una desaceleración de la inflación en un marco de caída del nivel de actividad.

La economía local

En Uruguay, la actividad registró un aumento desestacionalizado de 0,9% en el primer trimestre de 2024, ubicándose 0,6% por encima del nivel de un año atrás. Las proyecciones de corto plazo sugieren que la economía continuaría su crecimiento en los dos trimestres siguientes.

En el mercado de trabajo, se observa una recuperación del empleo y la actividad, con una leve disminución del desempleo, según cifras desestacionalizadas. Los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) ubicaron a la tasa de empleo en 58,4% de la Población en Edad de Trabajar (PET) al considerar el trimestre móvil cerrado en mayo. La tasa de actividad se sitúa en 64,1% de la PET. El número de cotizantes al Banco de Previsión Social (BPS) creció 2,1% interanual en el trimestre móvil cerrado en mayo.

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

En junio, la medición de inflación interanual se ubicó en 4,96%, cerca del centro del rango meta y dentro del mismo por 13 meses consecutivos, el período más largo desde la implementación del régimen de metas de inflación. El aumento interanual del IPC en junio estuvo liderado por el incremento de precios en frutas y verduras, que pasaron de -2,4% en marzo a 19,4% como consecuencia de nuevos *shocks* climáticos.

La inflación subyacente tuvo un aumento moderado, principalmente por los precios Transables de exclusión (TX), que mostraron un incremento interanual desde 1,3% en marzo a 1,9% en junio. En tanto, *Carnes y Pescados y Alimentos y Bebidas diversos* mostraron reducciones interanuales moderadas respecto a marzo. Por otra parte, los precios del trigo, la leche, la carne y el petróleo muestran comportamientos a la baja o estables, que contribuyen a moderar las presiones inflacionarias. Los No Transables de mercado (NTX) se mantuvieron estables en el trimestre en torno a 6,7% interanual, consolidando valores por debajo de 7% en los últimos meses.

El promedio trimestral de las expectativas de inflación a dos años se sitúa en 6,1%, por debajo del trimestre anterior y consistente con el proceso esperado de convergencia. Se destaca la reducción de la inflación esperada por las empresas de 7% a 6,2%.

La inflación en el corto plazo tiene presiones al alza, pero volvería a descender en los próximos meses. La proyección trimestral promedio se mantiene dentro del rango meta (3%-6%) durante los próximos dos años, ubicándose en el centro de este (4,5%) al final del Horizonte de Política Monetaria (HPM), al influjo de la política monetaria, que permanece en fase contractiva, la dinámica del tipo de cambio, la moderación salarial y la reacción favorable de las expectativas.

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 8,5% desde la reducción del 10 de abril de 2024.

El stock neto promedio de instrumentos de sintonía fina del segundo trimestre fue inferior al primero. No obstante, en junio se observó un escenario holgado de liquidez que se reflejó en un mayor uso de estos instrumentos por parte del BCU, alcanzando \$ 9.105 millones de esterilización, mientras que en mayo el promedio se ubicó en \$ 5.523 millones y en abril en \$ 5.033 millones.

La Curva de Rendimientos (CR) de Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó a la baja 45 puntos básicos en el promedio del trimestre. En particular, la CR en junio promedió 8,7% (similar a mayo) y se mantuvo relativamente plana, con tasas comprendidas entre 8,6% y 8,8% para los nodos de 30 días y 360 días respectivamente. Desde enero no se emiten LRM a 720 días de plazo.

La tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SNF) se ubicó en 7,1% en mayo (última información disponible), manteniendo la tendencia descendente luego de alcanzar un máximo de 9,2% en febrero



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

de 2023, reflejando las decisiones tomadas sobre la TPM. A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,2%, mostrando una reducción con respecto al mes anterior. Por su parte, la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) se mantuvo estable, siguiendo la trayectoria de la tasa de la FED, ubicándose en 6,2% en mayo.

El crédito en MN mantuvo su dinamismo (con datos a mayo) impulsado principalmente por el crédito al consumo. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó mostrando una tendencia creciente.

El agregado M1' creció 10,7% interanual en junio, estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 2,9% nominal para el segundo trimestre, superior al trimestre previo (1,5%). El grado de monetización medido a partir de este indicador se mantiene cercano a 11,9% en el año móvil cerrado a junio. Asimismo, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9.

Los depósitos en ME del SNF aumentaron, impulsados el incremento en los depósitos a plazo fijo. Por otra parte, la conformación del portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas se mantuvo relativamente estable. Asimismo, la posición en moneda extranjera del agregado de los bancos continúa en máximos históricos (2.600 millones de dólares).

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del Copom

El día 16 de julio de 2024 se llevó a cabo la reunión del Comité de Política Monetaria (Copom), integrado por los tres miembros del Directorio del Banco Central del Uruguay (BCU), 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; Ana Claudia de los Heros, gerenta de Sistema de Pagos; Jorge Christy, secretario general; e Isidra Delfino, gerenta de Comunicación Institucional.

El Copom valoró positivamente la permanencia de la inflación en torno al centro del rango meta y la convergencia gradual de sus expectativas. El Directorio del BCU decidió mantener la TPM en 8,5% con el objetivo de garantizar los esfuerzos para que la inflación y sus expectativas converjan al centro del rango meta al final del Horizonte de Política Monetaria.

La decisión fue adoptada por la mayoría de los integrantes del Directorio del BCU. El presidente, Diego Labat, y el vicepresidente, Washington Ribeiro, votaron a favor de mantener la TPM a partir de las consideraciones generales planteadas en esta minuta. El director, Ignacio Berti, mantiene su posición, ya conocida por los presentes, fundamentándola en las mismas razones que ha venido sosteniendo en las anteriores instancias de política monetaria por lo que vota negativamente la decisión adoptada.