

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del Copom del 16 de mayo de 2024

1. Análisis del contexto económico

La economía global

En el entorno económico global, los datos sobre el nivel de actividad en las principales economías en el primer trimestre mostraron un cambio respecto a los anteriores: Estados Unidos creció menos de lo anticipado, mientras que la zona euro y China exhibieron un dinamismo mayor al que se esperaba. Los datos de alta frecuencia confirman la evolución observada. Por su parte, la inflación mundial muestra datos positivos en las economías avanzadas; sin embargo, los conflictos bélicos en el este de Europa y en Medio Oriente podrían generar impactos al alza sobre los precios.

En Estados Unidos la inflación se incrementó debido a la suba de precio de los *commodities* y de los salarios. En este contexto, los agentes del mercado esperan que la tasa de referencia de la Reserva Federal (FED) se mantenga alta por más tiempo. Esta expectativa explica la apreciación del dólar a nivel global durante las últimas semanas y la corrección en los mercados de renta variable.

En la región, Brasil muestra una reactivación vigorosa de la economía, que elevó las expectativas de crecimiento para el resto del año 2024. Respecto a la inflación, existen riesgos de alza por la robustez del mercado laboral, el impacto de las inundaciones en el precio de los alimentos, las presiones provenientes de los *commodities* y la política fiscal. En Argentina, por un lado, se observa una caída del nivel de actividad en los primeros meses del año y, por otro, una reducción rápida de la inflación mensual.

La economía local

En Uruguay la actividad continúa exhibiendo señales de crecimiento, luego que finalizaron los efectos de la sequía, a impulso del consumo interno y del sector exportador.

En el mercado de trabajo, los datos de empleo y desempleo se mantuvieron estables en el primer trimestre de 2024 con respecto al trimestre anterior, de acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (INE). La tasa de empleo aumentó de 58,2% a 58,7% en el promedio trimestral, mientras que la tasa de desempleo se mantuvo en 8,6% (promedio trimestral desestacionalizado). En tanto, los indicadores de ingresos recuperaron su dinamismo: la masa salarial real tuvo un incremento tanto por la evolución del salario real por hora, como por la mayor ocupación.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

En abril la inflación interanual se ubicó en 3,68%, completando 11 meses consecutivos dentro del rango. La medición se encuentra casi 4 puntos porcentuales por debajo del mismo mes del año pasado.

La inflación subyacente se mantuvo estable en 3,8% interanual. Los precios Transables de Exclusión (TX) tuvieron una leve reducción (1,34% a 1,28%) y continúan en niveles bajos. Se observaron aumentos en Carnes y Pescados y en Bienes manufacturados no comestibles. En tanto, los No Transables de Exclusión (NTX) pasaron de 6,7% a 6,8% con aumentos en las categorías vinculadas al componente transable de la inflación: Comidas y bebidas fuera del hogar y Panes y cereales no transables, compensados parcialmente por la caída en Bienes y servicios diversos y la estabilidad en Alquileres. En el componente Comidas y bebidas Quero del hogar incidiría el aumento de precios de ciertos alimentos como las frutas y verduras y la carne. Los datos interanuales de los Administrados mostraron estabilidad en abril.

El promedio de las expectativas de inflación se encuentra en 6,25% y, a pesar de la rigidez exhibida, continúa su trayectoria de descenso lento.

Las proyecciones de corto plazo muestran que la inflación tendría un incremento en los próximos meses, ubicándose en 5,5% interanual en julio, debido principalmente al alza de las frutas y verduras. Las proyecciones de los servicios técnicos del Banco Central del Uruguay (BCU) muestran que la inflación cerrarla el año 2024 en 4,9% y se mantendrá dentro del rango meta durante el Horizonte de Política Monetaria (HPM) a 24 meses.

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 que definió el Comité de Política Monetaria (Copom). Este nivel de tasa de interés, considerando el promedio de expectativas de inflación, implica que la política monetaria se mantenga en el entorno de la neutralidad.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina se ubicó en promedio en \$ 5.033 millones en abril (esterilización) y \$ 3.800 millones en mayo (datos hasta el 12 de mayo de 2024).

La Curva de Rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó a la baja en 25 puntos básicos entre abril y marzo, promediando 8,8% y 9,1% respectivamente. Luego de la baja de la TPM, la curva descendió especialmente en los tramos más cortos, teniendo forma ascendente en cuanto al plazo.

La tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SN F) se ubicó en 7,3% en marzo (última información disponible), manteniéndose estable en el primer trimestre de 2024.

En este sentido, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,8%, mostrando un comportamiento similar. En tanto, la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) se situó 6,2% en marzo, nivel similar a los presentados en 2024.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

El crédito en MN continuó en crecimiento (datos a marzo) impulsado principalmente por el crédito hipotecario en términos reales.

En ese marco, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó con tendencia creciente.

El agregado M1 creció a una tasa de 6,4% interanual en abril, estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 0,8% nominal para el segundo trimestre, inferior al trimestre previo (1,4%). En este sentido, se registra un crecimiento del M2 de 10% interanual durante ese mismo mes, que se explica por el aumento de 18,7% en los depósitos a plazo.

Por otro lado, el grado de monetización, medido a partir de este indicador, creció levemente en el margen, ubicándose en 11,8% en el año móvil cerrado a abril.

2

Los depósitos en ME del SNF se mantienen estables, al igual que la conformación del portafolio del Fondo de Ahorro Previsional (FAP) según monedas. Asimismo, la posición en moneda extranjera del agregado de los bancos continúa en niveles altos (2.500 millones de dólares).

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del Copom

El día 16 de mayo 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, Diego Labat, presidente; Washington Ribeiro, vicepresidente; Ignacio Berti, director; Adolfo Sarmiento, gerente de Política Económica y Mercados; Leonardo Vicente, gerente de Política Monetaria; Ernesto Pienika, jefe de Oferta, Modelos y Predicciones de la 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 al mismo.

En este contexto, el Directorio del BCU mantuvo la TPM en 8,5% con el objetivo de consolidar la permanencia de la inflación en torno al centro del rango meta (4,5%) y contribuir a la convergencia de las distintas medidas de expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria a dos años. Las futuras decisiones dependerán de los datos sobre la evolución de la situación local e internacional y de la convergencia de las expectativas de inflación al centro del rango meta.

La decisión fue adoptada por la mayoría de los integrantes del Directorio del Banco Central del Uruguay. El presidente, Ec. Diego Labat, y el vicepresidente, Ec. Washington Ribeiro, votaron a favor de mantener la Tasa de Política Monetaria a partir de las consideraciones generales planteadas en esta minuta. El director, Dr. Ignacio Berti, votó en forma negativa conforme a las razones expresadas en anteriores reuniones del Copom. En tal sentido consideró que existe espacio para continuar el proceso de baja de la TPM, ya sea porque la inflación se ha ubicado por debajo del centro del rango, como así también por la moderación de las expectativas.