



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del Copom del 16 de agosto de 2024

1. Análisis del contexto económico

La economía global

En el entorno económico global, los datos del nivel de actividad para el segundo trimestre mostraron señales de desaceleración en un contexto de mayor volatilidad financiera. Adicionalmente, aumentó la incertidumbre a partir de los conflictos geopolíticos, en particular en Medio Oriente, y por el aumento de la tasa de política monetaria por parte del Banco de Japón.

La inflación muestra una trayectoria de descenso en economías avanzadas, con excepción de la eurozona, donde en junio los precios aumentaron más de lo esperado. En Estados Unidos se observó una reducción de la inflación mayor a lo que se anticipaba y los últimos datos exhiben debilidad en el mercado laboral.

En la región, en Brasil los datos de alta frecuencia mostraron dinamismo, a partir de un impacto menor de las inundaciones en Río Grande del Sur. Por esa razón, las expectativas de crecimiento para 2024 se corrigieron al alza. En julio, la inflación se ubicó por encima de lo esperado, al tiempo que las expectativas continuaron al alza. En Argentina, se mantienen los niveles de incertidumbre a nivel macroeconómico.

La economía local

En Uruguay, la actividad continúa con señales de crecimiento debido al impulso del consumo privado y a la recomposición de la demanda externa.

El mercado de trabajo mostró en el segundo trimestre de 2024 una caída del desempleo y un leve aumento del empleo, de acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE). En el promedio trimestral, la tasa de empleo aumentó de 58,7% a 58,8%, mientras que la tasa de desempleo bajó a 8,5% (promedios trimestrales desestacionalizados). Los indicadores de ingreso continúan en crecimiento como se refleja en la masa salarial real.

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

En julio, la inflación interanual se ubicó en 5,45%, completando 14 meses consecutivos dentro del rango meta, lo que representa el período más largo desde la implementación del régimen de metas de inflación.

La inflación subyacente mostró un incremento a 4,6% (desde 4,2% en junio), a partir de la suba en el precio de algunos bienes manufacturados y servicios transables. Los Transables de Exclusión (TX) tuvieron un incremento, pero continúan en niveles bajos (de 1,9% a 2,9%). Además, los No Transables de Exclusión (NTX) exhibieron una leve desaceleración ubicándose en torno a 6,7% por quinto mes consecutivo. En los Administrados se observó un incremento interanual en julio. Las *Frutas y Verduras* tuvieron un incremento interanual a 23,3% en julio (desde 19,4% en junio). En los Transables de Exclusión (TX) se observaron aumentos en *Bienes manufacturados no comestibles*, *Servicios transables* y, en menor medida, en *Alimentos y bebidas diversos*. Por su parte, los No Transables de Exclusión (NTX) registraron leves reducciones en *Comidas y bebidas fuera del hogar*, *Panes y cereales no transables* y *Alquileres*.

El promedio de expectativas de inflación para el Horizonte de Política Monetaria (HPM) a 24 meses se redujo nuevamente en julio a 5,94% y, por primera vez, se ubicó dentro del rango meta. Este promedio se compone de la encuesta a los analistas (se redujo a 5,9% desde 6% en junio); mercados financieros (5,93%); y las empresas (6,0% en julio, desde 6,2% en junio), marcando un nuevo mínimo histórico y situándose en el techo del rango meta.

Las proyecciones de corto plazo del BCU sugieren que la inflación, luego de un dato menor al esperado en julio, tendría un nuevo incremento en agosto para luego comenzar a descender, manteniéndose dentro del rango meta (3%-6%) y convergiendo hacia el centro del mismo en el Horizonte de Política Monetaria.

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%. 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 \$9.284 millones en julio (esterilización), cifra similar a junio y superior a los meses previos.

La Curva de Rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) se mantuvo estable entre junio y julio, promediando 8,7%, permaneciendo ligeramente empinada.

La tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SNF) se ubicó en 7,2% en junio (última información disponible), manteniéndose prácticamente estable desde el primer trimestre de 2024. En este sentido, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,2%, mostrando un leve



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

descenso en el margen. Por su parte, la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) se situó 6,1% en junio, nivel similar a los presentados desde comienzos de 2024.

El crédito en MN continuó en crecimiento en términos reales (con datos a junio) aunque con tasas más moderadas, impulsado por el crédito al consumo. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó con tendencia creciente.

La base monetaria restringida creció 9,2% interanual en julio, mientras que el agregado M1' creció a una tasa de 12,8% interanual a la misma fecha, acelerándose respecto a los meses previos, y estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 2,5% nominal para el segundo trimestre, superior al trimestre previo (1,4%). El multiplicador monetario se mantuvo en 3,0, su máximo histórico. Se registra un crecimiento del M2 de 14,4% interanual para el mismo mes, que se explica por el fuerte dinamismo de los depósitos a plazo que aumentaron un 18,4% interanual.

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 (2.600 millones de dólares).

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del Copom

El día 16 de agosto 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), Washington Ribeiro, presidente; Martín Inthamoussu, 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 el funcionamiento de la política monetaria, la permanencia de la inflación en torno al centro del rango meta y la convergencia gradual de sus expectativas. El Directorio del BCU decidió que la TPM continúe en 8,5%, de forma consistente con el objetivo de consolidar la inflación y sus expectativas en el centro del rango meta.

La decisión fue adoptada por la mayoría de los integrantes del Directorio del BCU. El presidente, Washington Ribeiro, y el vicepresidente, Martín Inthamoussu, votaron a favor de mantener la TPM a partir de las consideraciones generales planteadas en esta minuta. El director, Ignacio Berti, mantuvo 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 votó negativamente la decisión adoptada.