



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del Copom del 8 de octubre de 2024

1. Análisis del contexto económico

La economía global

En el entorno económico global, las principales economías mantienen la desaceleración evitando caer en recesión. Estados Unidos muestra un dinamismo relativo, la zona euro se reactiva impulsada por los servicios y China exhibe una demanda doméstica débil por la crisis del sector inmobiliario. Entre los riesgos a monitorear se destaca la profundización de los conflictos actuales, que derive en una suba de la inflación global, una baja en el crecimiento y condiciones financieras globales más restrictivas.

La inflación en Estados Unidos mejora su convergencia a la meta de la Reserva Federal (FED). Tras el recorte de tasa de setiembre, el mercado espera que el organismo realice dos recortes antes de fin de año, que implicarían condiciones financieras internacionales más favorables.

En la región, Brasil muestra un nivel de actividad dinámico y corrigió al alza la proyección de crecimiento para 2024. Al mismo tiempo, presenta un desalineamiento de las expectativas de inflación, que llevó a que el Banco Central incrementara la tasa de interés. En tanto, en Argentina se mantiene el escenario de incertidumbre.

La economía local

En Uruguay, el Producto Interno Bruto (PIB) mostró en el segundo trimestre del año un aumento desestacionalizado de 2%, ubicándose 3,8% por encima del nivel que tenía un año atrás. Las proyecciones de actividad indican que la economía continuará en crecimiento en los trimestres siguientes.

El mercado de trabajo mostró un aumento de la actividad y el empleo, con un leve incremento del desempleo al considerar cifras desestacionalizadas. El número de puestos cotizantes al Banco de Previsión Social (BPS) creció 2,2% interanual en el trimestre móvil cerrado en agosto. La tasa de empleo se ubicó en 58,8% de la Población en Edad de Trabajar (PET) al considerar el trimestre móvil cerrado en agosto, mientras que la tasa de actividad se situó en 64,2% de la PET.

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

En setiembre la inflación interanual se ubicó en 5,32%, tras un leve incremento en agosto que fuera anticipado en las proyecciones del Banco Central. De esta manera, la inflación completó 16 meses consecutivos dentro del rango meta, el periodo más extenso desde la implementación del régimen de metas de inflación.

La inflación subyacente se ubicó en 4,8% interanual en setiembre, un incremento de 0,61%. Esta variación fue guiada por la mayoría de los componentes de los Transables de mercado (TX) con excepción de *Alimentos y bebidas diversos*. Por su parte, los No Transables de mercado (NTX) se redujeron a 6,6% en virtud de que tres de sus cuatro categorías exhiben tasas interanuales debajo de 7% a setiembre. En tanto, la reducción interanual del IPC Resto estuvo liderada por una reducción de los Administrados (que pasaron de 5,3% a 4,2%) parcialmente compensada por el incremento de precios en *Frutas y verduras*, los que pasaron de 19,4% en junio a 25,0% en setiembre. En el caso de los Administrados, la desaceleración se encuentra vinculada al precio de los combustibles.

Los tres indicadores de expectativas de inflación que monitorea el BCU muestran una convergencia parsimoniosa: el promedio a 24 meses se ubicó en 5,88% en setiembre, 18 puntos básicos por debajo del trimestre anterior y, por tercer mes consecutivo, dentro del rango meta. Dicho promedio es el resultado del descenso en las expectativas de analistas (5,8% desde 6%), los mercados financieros (5,85% desde 6%) y los empresarios (6% desde 6,2%). Cabe destacar que, en el trimestre, por primera vez en la historia las tres mediciones se sitúan simultáneamente en el rango meta.

La proyección de inflación promedio se mantiene dentro del rango meta (3%-6%) durante todo el Horizonte de Política Monetaria (HPM).

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 tercer trimestre fue superior al segundo. En setiembre se observó un escenario holgado de liquidez que se reflejó en un mayor uso de estos instrumentos por parte del BCU, alcanzando \$ 12.743 millones de esterilización, por encima de los valores de agosto y julio que promediaron \$ 9.789 millones y \$ 9.284 millones respectivamente.

El circulante de Letras de Regulación Monetaria (LRM) disminuye levemente en el margen ubicándose en el entorno de 380.000 millones de pesos. Esto se explica porque los vencimientos superaron a los montos adjudicados debido a una mayor preferencia por la liquidez.

En setiembre la curva de rendimientos promedió 8,87%, por encima de agosto (8,79%) y se mantuvo relativamente plana, con tasas comprendidas entre 8,85% y 8,93% para los nodos de 30



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

días y 360 días. Cabe destacar, que hubo un incremento de tasas en todos los nodos, en particular el de 30 días con 15 puntos básicos de aumento.

La tasa pasiva promedio al Sector No financiero (SNF) se ubicó en 7% en agosto (última información disponible), manteniéndose estable luego de alcanzar un máximo de 9,2% en febrero de 2023, reflejando las decisiones tomadas sobre la Tasa de Política Monetaria (TPM). A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,1%, manteniéndose prácticamente estable desde mayo. Asimismo, la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) se ubicó en 6,1% en agosto, nivel similar al de julio.

El crédito en MN mantuvo su dinamismo (con datos al mes de agosto) impulsado, en el margen, por el crédito al consumo y el hipotecario. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó con tendencia creciente.

El agregado M1' creció 12,6% interanual en setiembre, estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 4,8% nominal para el tercer trimestre, superior al trimestre previo (2,6%). El grado de monetización medido a partir de este indicador se mantiene cercano a 11,9% en el año móvil cerrado a setiembre. Asimismo, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9.

El peso se depreció 1,9% en el promedio de setiembre. En el promedio del tercer trimestre se registró una depreciación de 4,6%, que se explicó por la salida de agentes no residentes de los títulos denominados en moneda doméstica a partir de la incertidumbre política asociada al plebiscito de la seguridad social.

Los depósitos en ME del SNF aumentaron, impulsados por los incrementos 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 disminuye en el margen (2.400 millones de dólares).

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del Copom

El día 8 de octubre 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; Gerardo Licandro, gerente de Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, superintendente de Servicios Financieros; Ana Claudia de los Heros, gerenta de Sistema de Pagos; Verónica España, jefa de Análisis Financiero; Débora Sztarcsevszky, gerenta de Secretaría General; e Isidra Delfino, gerenta de Comunicación Institucional.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

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. En función de lo anterior y de los riesgos valorados, el Directorio del BCU decidió que la TPM continúe en 8,5%, consistente con el objetivo de consolidar la convergencia de la inflación y sus expectativas al 4,5% anual hacia el final del Horizonte de Política Monetaria.

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, mantiene su opinión, sostenida en oportunidades anteriores, respecto de que existe espacio para una baja de la TPM. Entiende que, con la información presentada en la reunión preparatoria del Copom, dicha rebaja se impone. Asimismo, considera que la volatilidad advertida sería transitoria y por tanto podría accederse a su planteo.