

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del Copom del 23 de diciembre de 2024

1. Análisis del contexto económico

La economía global

El escenario internacional muestra un deterioro en las perspectivas de la actividad, con crecimiento algo mayor de Estados Unidos en el corto plazo y menor en el resto de las economías avanzadas. La posibilidad de adopción de medidas de protección al comercio global incrementa el riesgo de un menor dinamismo en la actividad, en particular en China y en otras economías emergentes. Por otro lado, la inflación mantiene su persistencia en el componente núcleo.

La Reserva Federal (FED) redujo la tasa de interés en diciembre por tercera reunión consecutiva y, a partir de ahora, el mercado espera un ritmo de recortes más lento. Este cambio en el escenario incide en el fortalecimiento del dólar frente a otras monedas.

En cuanto a la región, en Brasil la proyección de crecimiento se corrigió al alza para 2024 y 2025 luego de una mejora en los datos de actividad del tercer trimestre. Las expectativas de inflación continuaron desalineándose respecto a la meta, lo que llevó a que el Banco Central de Brasil (BCB) elevara la tasa de interés. En tanto, Argentina continúa con la implementación de su plan económico.

La economía local

En Uruguay, el Producto Interno Bruto (PIB) exhibió en el tercer trimestre del año un crecimiento de 4,1 % interanual. En tanto, se espera un crecimiento promedio anual en torno a 3,4% al cierre de 2024.

El mercado de trabajo exhibió señales positivas en términos de empleo y desempleo en el trimestre móvil cerrado en noviembre en comparación con el trimestre anterior. De acuerdo con los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), la tasa de empleo aumentó de 59% a 59,4%, mientras que la tasa desempleo tuvo un descenso a 7,7% (desde el 8,2%) en términos desestacionalizados. En tanto, los indicadores de ingresos mantienen dinamismo en el margen: los datos a octubre muestran un crecimiento de la masa salarial real, que se explica por la evolución de la cantidad de ocupados y del salario real.

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

En noviembre, la inflación interanual se ubicó en 5,03% y, de esa manera, completó un año y medio dentro del rango, el periodo más extenso desde la implementación del régimen de metas de inflación.

La inflación subyacente registró un incremento por segundo mes consecutivo y se ubicó por encima de la inflación *headline*, impulsada por un aumento en la inflación transable, que

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

pasó de una variación interanual promedio de 3,1 % en septiembre a 5,4% en diciembre. En los Transables se registraron aumentos en todos los componentes, acercándose al techo del rango meta (5,4%), destacándose los Servicios, Carnes y Pescados y Bienes Manufacturados no comestibles. Por otra parte, Alimentos y Bebidas diversos mostró una variación interanual más moderada respecto a setiembre. En tanto, la inflación de los No Transables se redujo levemente en el trimestre, ubicándose en valores de 6,5% interanual. Asimismo, se destaca la reducción interanual de Frutas y Verduras, dada por las buenas condiciones de oferta junto al efecto estadístico en la base de comparación. Sin embargo, el componente Comidas y bebidas fuera del hogar muestra señales de aceleración en el margen. En el último trimestre del año, la reducción interanual del IPC estuvo liderada por una reducción de Frutas y Verduras, que pasaron de 25,0% en setiembre a 5,4% en diciembre. Por su parte, los Administrados presentan una leve aceleración en términos interanuales respecto al trimestre anterior, vinculada a las Tarifas y, en particular, debida al efecto del rezago en la aplicación del plan “UTE Premia”.

En noviembre, el promedio de expectativas a dos años tuvo un descenso a 5,83%, manteniéndose en la porción superior del rango meta. Asimismo, en diciembre se registró un leve aumento de 9 puntos básicos en la mediana de analistas, situándose en 5,89%.

La proyección del Banco Central del Uruguay (BCU) ubica a la inflación en 4,5% a dos años, manteniéndose dentro del rango meta durante todo el Horizonte de Política Monetaria (HPM). En comparación con la reunión anterior del Comité de Política Monetaria (Copom), la proyección muestra que la inflación tendría una trayectoria más elevada en el transcurso del año 2025.

El Banco Central cumplió con el objetivo operativo establecido sobre la 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 en el cuarto trimestre fue superior al tercero. En octubre el uso de estos instrumentos por parte del BCU alcanzó los \$24.913 millones de esterilización. El circulante de Letras de Regulación Monetaria (LIAM) se estabiliza en los últimos meses en el entorno de 380.000 millones de pesos.

En diciembre, la curva de rendimientos (CR) promedió 8,98%, algo por encima de noviembre (8,95%) y se mantuvo relativamente plana, con tasas comprendidas entre 8,9% y 9,1 % para los nodos de 30 y 360 días. Cabe destacar que hubo un leve incremento de tasas en todos los nodos.

La tasa pasiva promedio al Sector No Financiero (SNF) se ubicó en 6,9% en noviembre (última información disponible), manteniéndose estable luego de alcanzar un máximo de 9,2% en febrero de 2023, reflejando las decisiones tomadas sobre la TPM. Por su parte, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,6%. Asimismo, la tasa activa en Moneda Extranjera (ME) se ubicó en 5,8%, algo inferior a los registrados en los meses anteriores.

El crédito en MN mantuvo su dinamismo (con datos a noviembre) impulsado, en el margen, por el crédito a empresas. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó mostrando una tendencia creciente.

El agregado M1 creció 13,1% interanual en noviembre, estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 3% nominal para el cuarto trimestre, inferior al

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

trimestre previo (5,2%). El grado de monetización medido a partir de este indicador se mantiene cercano a 12% en el año móvil cerrado a diciembre. Asimismo, el multiplicador

monetario se mantuvo en su máximo histórico de 3.

El peso se depreció 3,5% en el promedio de diciembre (con datos al 18 de diciembre), dato superior al registrado en Brasil y a otras monedas de la región. Por otra parte, en el promedio del cuarto trimestre se registró una depreciación de 4,7%.

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.

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del Copom

El día 23 de diciembre de 2024 se llevó a cabo la reunión del Copom, integrado por los tres miembros del Directorio del 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; Leonardo Vicente, gerente de Política Monetaria; Jorge Christy, secretario general; e Isidra Delfino, gerenta de Comunicación Institucional.

El Copom mantuvo su valoración positiva del funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria. Considerando el escenario global y la persistencia de la incertidumbre en los mercados y su efecto sobre las expectativas, el Directorio del BCU decidió un incremento en la TPM de 25 puntos básicos. De esta manera, la TPM se ubica en 8,75%, consistente con el objetivo de que la inflación y sus expectativas converjan al 4,5% anual hacia el final del horizonte de política monetaria.

La decisión fue adoptada por unanimidad de los integrantes del Directorio del BCU. El presidente, Washington Ribeiro, y el vicepresidente, Martín Inthamoussu, votaron a favor de un incremento en la TPM a partir de las consideraciones generales planteadas en esta minuta.

El director, Ignacio Berti, fundamentó la decisión de acompañar la suba de 25 puntos básicos en la tasa de política monetaria en las siguientes consideraciones:

* En los últimos meses se ha procesado un aumento importante del tipo de cambio que ha reducido en forma significativa el desalineamiento cambiario estimado por el Banco. La tendencia al alza en el valor de la divisa permite mejorar los niveles de competitividad de los productos uruguayos, lo que facilitará la colocación de los mismos en el exterior. Esto es especialmente importante en el marco de un escenario internacional que se está tornando cada vez más desfavorable debido a las tensiones geopolíticas, la desaceleración de la economía china y la caída del precio de los *commodities*.

* En contrapartida, y como ya fuera señalado en anteriores oportunidades, la eliminación del desalineamiento cambiario trae aparejado presiones inflacionarias en los bienes transables de la economía y, por tanto, sobre el IPC. En este marco, un aumento de la TPM de 25 puntos básicos

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

resulta una señal importante hacia los mercados, pautando la importancia que el BCU asigna a la estabilidad de precios, al tiempo que no dificulta el necesario ajuste de los precios relativos.

En cambio, una suba mayor, como fue sugerida por los servicios, resultaría excesiva.

* El movimiento en la TPM no debe interpretarse como un cambio en la tendencia que venía registrando la tasa hasta ahora, sino como una respuesta puntual de política monetaria frente a un escenario internacional de alta incertidumbre.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

4. En el marco del especial momento de transición que se vive, resulta importante lograr una decisión consensuada de política monetaria que permita reducir la incertidumbre que trae asociado todo cambio de autoridades.

Finalmente, el Copom dio a conocer las fechas previstas para las reuniones del Comité en el año 2025: jueves 13 de febrero, martes 8 de abril, martes 20 de mayo, martes 1 de julio, martes 19 de agosto, martes 7 de octubre, martes 8 de noviembre y martes 23 de diciembre.