



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

Minuta del Copom del 22 de febrero de 2024

1. Análisis del contexto económico

La economía global

En el entorno económico global la actividad se desacelera a un ritmo menor al esperado. Los datos del cuarto trimestre de 2023 en las principales economías del mundo sorprendieron al alza, con la excepción de la Zona Euro. En China, la desaceleración de la actividad será pronunciada, si bien los últimos datos resultaron positivos. La inflación global frenó la reducción que mostraba en los últimos meses. En particular, el componente núcleo sufre presiones de suba debido a la dinámica de los salarios derivada de la robustez del mercado laboral. En ese sentido, el descenso lento de los precios provocaría que los bancos centrales prolonguen el ciclo expansivo de la política monetaria habida cuenta de las dificultades para que se reduzca el componente más persistente de la inflación.

En este contexto, la Reserva Federal (FED) resolvió mantener su tasa de referencia y es probable que el primer recorte de tasa no se concrete, al menos, hasta principios de mayo. Precisamente, en la decisión de la FED incidieron los indicadores del mercado laboral y la ralentización en el descenso de la inflación. Esta perspectiva explica el descenso del dólar a nivel global de las últimas semanas. Las condiciones financieras para las economías sudamericanas se mantienen favorables.

En la región, la actividad en Brasil mostró menor desaceleración de lo que se anticipaba. En Argentina, el nuevo gobierno realiza correcciones macroeconómicas en un contexto con un nivel alto de incertidumbre.

La economía local

En Uruguay, la actividad presentó un incremento en el último trimestre por el repunte de la agricultura que superó los efectos de la sequía. Las proyecciones de corto plazo sugieren que la economía continuaría en crecimiento en los dos trimestres siguientes.

El mercado de trabajo presenta aumentos interanuales en el empleo y en los ingresos reales durante el trimestre actual. La tasa de empleo se ubicó en 58,6 % de la Población en Edad de Trabajar (PET) y la tasa de desempleo, en 8,6 % (promedios trimestrales desestacionalizados), de acuerdo con los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE).

2. El análisis de la política monetaria

Se valoraron los siguientes aspectos de la política monetaria.

La inflación interanual completó ocho meses consecutivos dentro del rango meta. En enero de 2024 se ubicó en 5,09 %, casi tres puntos porcentuales por debajo del mismo mes del año pasado.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

La inflación subyacente disminuyó de 4,31 % a 4,28 %. Para ello incidió la reducción leve de los Transables de Exclusión (TX), que se mantienen en niveles bajos (1,86 %) y con reducciones o estabilidad interanual de casi todos sus componentes, a excepción de *Carnes y pescados*. En tanto, los productos No Transables de Exclusión (NTX) tuvieron un incremento de 7,01 % a 7,15 %, con aumentos moderados en casi todas las categorías (*Comidas y bebidas fuera del hogar* y *Panes y cereales* y *Bienes y servicios diversos*), compensado parcialmente por la caída en el subcomponente *Alquileres*. Se estima que en el componente *Comidas y bebidas fuera del hogar* incide el aumento de precios de frutas y verduras, carne de ave y los lácteos. En los *Administrados* la variación interanual pasó de 4,55 % en diciembre a 4,95 % en enero.

El promedio de las tres mediciones de expectativas de inflación que monitorea el Banco Central del Uruguay (BCU) continúa en descenso y se encuentra en mínimos históricos (6,41 %), acercándose al techo del rango meta (3 %-6 %). En particular, la mediana de la encuesta de los analistas se mantuvo en 6 %.

Las proyecciones de corto plazo sugieren que la inflación continuaría desacelerándose en los próximos 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 9 % desde la reducción del 29 de diciembre de 2023.

El stock neto de instrumentos de sintonía fina se ubicó en promedio en \$ 5.616 millones en enero (esterilización) y \$ 4.553 en febrero (datos hasta el 20 de febrero). Asimismo, este stock fue menor a diciembre, retornando a niveles similares al promedio del año.

La curva de rendimientos (CR) de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) ajustó a la baja en 24 puntos básicos entre enero y diciembre de 2023, promediando 9,2 % y 9,5 % respectivamente. Asimismo, la CR se mantuvo plana, presentando descensos en todos sus tramos. Los depósitos en Moneda Extranjera (ME) del Sector No Financiero (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 (2.300 millones de dólares).

La tasa pasiva promedio al SNF se ubicó en 7,3 % en enero (última información disponible), con un descenso a lo largo de todo el año que refleja las decisiones adoptadas sobre la TPM. A su vez, la tasa activa en Moneda Nacional (MN) promedio a empresas se ubicó en 12,9 %, con una reducción leve respecto al mes anterior, que se explica principalmente por reducciones en las tasas a las medianas y grandes empresas. Por su parte, la tasa activa en ME tuvo un aumento leve alcanzando un nivel de 6,3 % en enero.

El crédito en MN continuó en crecimiento (datos a diciembre) impulsado, en términos reales, por el crédito hipotecario y al consumo, mientras que el segmento a empresas se habría desacelerado en el margen. En este marco, el multiplicador monetario se mantuvo en su máximo histórico de 2,9. Por su parte, el crédito otorgado en ME continuó con tendencia de crecimiento.

El agregado M1' creció a una tasa en enero de 9,1 %, estimándose una tasa de crecimiento desestacionalizado cercana a 0,5 % nominal para el primer trimestre, inferior al trimestre previo (2,9 %). Por su parte, el grado de monetización medido a partir de este indicador se mantiene cercano a 11,6 % en el año móvil cerrado a enero.



BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

3. Decisión de Política Monetaria en reunión del Copom

El día 22 de febrero 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; Gerardo Licandro, gerente de Asesoría Económica; Juan Pedro Cantera, superintendente de Servicios Financieros; Ana Claudia de los Heros, gerenta de Sistema de Pagos; y Jorge Christy, secretario general.

Durante esta instancia, el Directorio del BCU decidió mantener la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 9 %; y anunció que continuará con el monitoreo de la situación local e internacional y de la convergencia de las expectativas al centro del rango meta.

La decisión fue adoptada por 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 contra de la decisión adoptada, en línea con la posición sostenida en el anterior Copom y ratificó su convicción de que existe espacio para continuar profundizando el proceso de baja de la TPM.

El Copom realizó una valoración positiva de la permanencia de la inflación dentro del rango meta, de la convergencia gradual de las expectativas hacia el centro del rango y del funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria.