

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY (BCU)

MINUTA TÉCNICA DEL COPOM. Mdeo. 19 de agosto de 2025

1. Análisis del contexto económico

Global:

Las perspectivas para la actividad global han mejorado levemente respecto al COPOM anterior, aunque el entorno sigue siendo incierto. Se reactivaron las tensiones comerciales entre EE.UU. y sus socios, tras el vencimiento de la tregua anunciada en abril. Sin embargo, se alcanzaron algunos acuerdos y, en otros casos, se extendieron los plazos de negociación. Los mercados financieros globales han tenido un desempeño favorable en el último mes, con crecimiento de los índices bursátiles y compresión de tasas de rendimiento a medida que se han disipado algunos riesgos para la economía global.

En este contexto, el dólar a nivel global se mantuvo relativamente estable, con una depreciación de aproximadamente 10% en lo que va del año. Por su parte, los precios de las materias primas — particularmente el petróleo— continúan con un sesgo a la baja. En esta línea, la inflación global ha continuado su descenso y la mayoría de los bancos centrales han profundizado sus ciclos de reducción de tasa de interés.

En Estados Unidos las renovadas tensiones comerciales y el sesgo expansivo de la política fiscal suponen riesgos al alza para la inflación y sus expectativas inflacionarias. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo sin cambios la tasa de referencia en su última reunión. Sin embargo, el deterioro de los indicadores del mercado laboral aumentó significativamente la probabilidad de un recorte de 25 puntos básicos en setiembre. Según la curva implícita del mercado, se prevén dos recortes adicionales antes de fin de año.

En la región, el crecimiento se modera y las perspectivas inflacionarias mejoran en el margen, aunque persisten desafíos macroeconómicos relevantes. Brasil comienza a mostrar una moderación en el ritmo de crecimiento, en línea con lo previsto, debido al menor impulso del sector agropecuario, condiciones financieras más exigentes y un entorno externo menos favorable. La inflación sigue desacelerándose, aunque permanece por encima del rango de tolerancia y las expectativas se mantienen elevadas, lo que llevó al BCB a mantener la tasa SELIC con perspectivas de estabilidad. En Argentina, la actividad económica muestra señales de enfriamiento tras el dinamismo del primer trimestre, en un contexto de mayor volatilidad financiera. No obstante, la inflación se mantuvo contenida en julio, sin reflejar aún impactos significativos de la reciente suba del dólar.

Local:

En julio, la variación interanual del IPC se ubicó en 4,53%, en el objetivo del BCU, acumulando cuatro meses consecutivos de descenso. La caída de 5 puntos básicos respecto al mes anterior fue liderada por la inflación subyacente de exclusión (IPCX), que pasó de 5,7% a 5,5%. Esta evolución responde principalmente a la desaceleración del componente transable, influida por la depreciación global del dólar y la estabilidad de los precios internacionales de materias primas, con excepción de carnes y lácteos, que continuaron al alza. Por su parte, el componente no transable también mostró una moderación, aunque más leve, asociada a los rubros más vinculados a las expectativas empresariales.

Las expectativas de inflación a dos años continuaron su proceso de convergencia hacia la meta de 4,5%, alcanzando un promedio de 5,23%, el mínimo histórico registrado. Este resultado refleja la

baja de las expectativas de los analistas (4,9%) y de los mercados financieros (4,8%), mientras que las de los empresarios permanecieron en 6%, mostrando un ajuste más gradual y rígido.

La actividad económica continúa estable y en torno a su crecimiento potencial. Tras el crecimiento desestacionalizado del PIB de 0,5% en el primer trimestre, se proyectan aumentos de 0,8% en el segundo y 0,7% en el tercero. Se mantiene la estimación de crecimiento anual en torno al 2,5%, con una brecha del PIB cercana a cero.

El mercado laboral mostró señales favorables en el segundo trimestre de 2025. La tasa de desempleo se redujo 34 puntos básicos en términos desestacionalizados, mientras que las tasas de empleo y de actividad registraron leves aumentos. Por su parte, la masa salarial real creció 1,6% respecto al trimestre anterior, impulsada tanto por el aumento en el número de ocupados (0,9%) como por la mejora del salario real (0,7%).

En el mercado financiero local, las tasas de interés de corto y largo plazo han descendido en el mismo sentido que las expectativas de inflación. Los rendimientos de bonos soberanos en pesos y en Unidades Indexadas han caído significativamente y las curvas se han invertido desde el último Comité de Política Monetaria (Copom). En el caso de la curva de pesos nominales, esto refleja las expectativas de mercado de mayores recortes. Por su parte, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas del mercado se han ubicado por debajo de 5% en las últimas semanas.

2. El análisis de la política monetaria

Con base en el análisis de los datos recientes, el Comité considera que el contexto actual confirma la validez del escenario base presentado en el último Informe de Política Monetaria (IPOM). El contexto global y local han evolucionado según lo esperado, por lo que se proyecta que la inflación oscile en torno a la meta en el horizonte de política y el crecimiento de la actividad se encuentre en línea con su potencial. Por lo tanto, el entorno validaría la trayectoria de la instancia de política proyectada, donde se contemplaba una reducción gradual de la TPM hacia su área neutral en el horizonte de política monetaria.

En este contexto, el Comité realizó una evaluación de los riesgos para la proyección actual de inflación, cuya evolución se espera en torno a la meta para el horizonte de política.

Por un lado, se identificaron algunos elementos que afirmarían la trayectoria o incluso podrían actuar como riesgos a la baja, vinculados a la evolución global del dólar, efectos de comparación, y las ganancias de credibilidad alcanzadas. Respecto al contexto global, tanto la continua debilidad global del dólar y la estabilidad de la mayoría de los precios internacionales de materias primas podrían contribuir a desacelerar la inflación.

En el corto plazo habría un efecto estadístico a la baja de la inflación dado que, como la ronda de negociación salarial está ocurriendo actualmente, los ajustes correspondientes al segundo semestre se encuentran rezagados respecto al mismo período del año anterior, lo que agregaría en el corto plazo un factor extra a la moderación derivada de la dinámica salarial.

Además, se observan ganancias de credibilidad sobre la política de inflación baja y estable en varios frentes: la inflación se mantiene en torno al objetivo; el promedio de expectativas continúa acercándose a la meta, especialmente en el caso de analistas y operadores del mercado financiero; y las pautas salariales presentadas por el Poder Ejecutivo son compatibles con dicho objetivo.

Desde el punto de vista de la actividad, las estimaciones muestran estabilidad respecto a las proyecciones previas.

Por otro lado, persisten riesgos al alza que dependerán de la incertidumbre global latente y la resolución de negociaciones domésticas.

Si bien los mercados han mostrado mayor calma en el último mes, la incertidumbre asociada a eventos geopolíticos y tensiones comerciales se mantiene elevada.

Respecto al contexto doméstico, se destacó que las pautas salariales son consistentes con la meta de inflación de 4,5%. No obstante, aún resta esperar el resultado de las negociaciones dado que, de suscribirse acuerdos superiores a las pautas, esto afectaría la proyección de inflación del escenario base.

Las expectativas de inflación aún no convergen plenamente al objetivo puntual, especialmente en el caso de los empresarios, quienes además son formadores de precios y actores clave en las negociaciones salariales. En esta línea, el componente no transable de la inflación (NTX), que está estrechamente vinculado con las expectativas de empresarios y es necesario para una desinflación más equilibrada, si bien desciende, continúa mostrando persistencia.

3. Decisión de política

El día 19 de agosto de 2025 se llevó a cabo la reunión del Comité de Política Monetaria (Copom), integrado por los tres miembros del Directorio del BCU, Guillermo Tolosa, presidente; Ana Claudia de los Heros, vicepresidenta; Julio Luis Sanguinetti, director; Gerardo Licandro, gerente de Asesoría Económica; Juan Cantera, superintendente de Servicios Financieros; Marcelo Vidoni, gerente de Sistema de Pagos; Leonardo Vicente, gerente de Política Monetaria; Jorge Christy, secretario general; e Isidra Delfino, gerenta de Comunicación Institucional.

El Comité valoró positivamente la consolidación de la inflación en el objetivo y la reducción del promedio de expectativas, especialmente en los segmentos de analistas y mercado financiero. Esta última evolución implica, automáticamente, un aumento en la tasa de interés real de la economía. En este marco, los directores coincidieron en que el escenario base justificaba un nuevo recorte de la TPM, en línea con la transición hacia una instancia neutral.

Se evaluó el balance de riesgos y, si bien se consideró que el escenario base del último IPOM continúa siendo el más probable, se destacó que la eventual materialización de riesgos al alza sobre la inflación podría tener un costo mayor que los riesgos a la baja, influyendo en forma negativa sobre la acumulación de credibilidad alcanzada.

En este contexto, el Directorio del BCU resolvió por unanimidad reducir la TPM en 25 puntos básicos, manteniendo la instancia contractiva de la política monetaria, para continuar guiando a las expectativas hacia la meta. Esta opción se considera plenamente coherente con la comunicación del Copom anterior.

En la medida en que la inflación evolucione conforme a lo esperado, las expectativas de los agentes —en particular las empresariales— sigan descendiendo hacia la meta y las negociaciones salariales y el presupuesto se consoliden en torno al escenario base, el BCU continuará con su ciclo a la baja de la TPM, transitando hacia la neutralidad de la instancia de política. El Directorio estuvo de acuerdo en que la no materialización de los riesgos al alza podría justificar un cambio en el ritmo de convergencia hacia la neutralidad.

En el marco de las acciones orientadas a fortalecer la transparencia y la previsibilidad en la implementación de la política monetaria, se reafirmó que las adjudicaciones de las licitaciones de Letras de Regulación Monetaria se realizarán conforme al calendario publicado. No obstante, con el objetivo de dotar de mayor flexibilidad a la gestión de liquidez, el BCU se reserva la facultad de ampliar o reducir hasta en un 20% el monto adjudicado en cada semana, ponderando adecuadamente las expectativas privadas y la orientación general de la política monetaria. Esta medida busca compatibilizar la previsibilidad operativa con la capacidad de respuesta ante cambios en el entorno financiero. Fuente: Página web BCU