



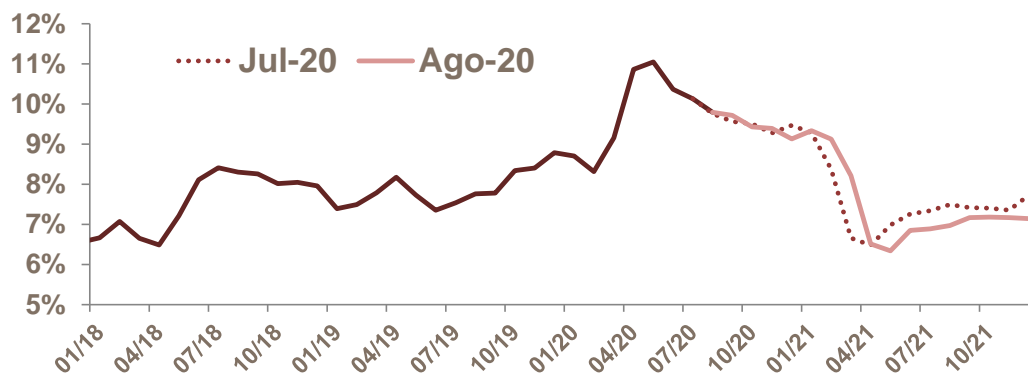
## INFLACIÓN CAE POR DEBAJO DEL 10%, Y SE ESPERA QUE CONTINÚE EL PROCESO DE MODERACIÓN

El IPC aumentó en 0,57% en el mes de agosto, una cifra alineada a nuestra proyección puntual (0,55%) y levemente superior a la mediana de expectativas recabadas por el Banco Central (0,52%), situada dentro del intervalo del 50% de probabilidad construido por **cinve**. Esto implicó una baja de 0,34 pp. en la inflación interanual, actualmente ubicada en el 9,79%. Se continúa esperando una caída en lo que resta de 2020, aunque el valor esperado para el cierre del año ha bajado al entorno del 9,1%. La inflación mensual proyectada para el mes de setiembre es del 0,45%\*.

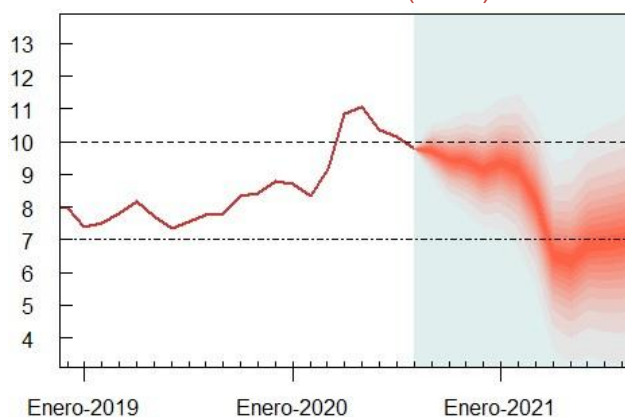
### PROYECCIONES

Las proyecciones de **cinve** para 2020 y 2021 han sido corregidas moderadamente a la baja, como puede observarse en el **Gráfico 1**. El **Gráfico 2** ilustra la incertidumbre asociada a las proyecciones, incorporando intervalos de probabilidad.

**Gráfico 1: Modificación de la trayectoria prevista de inflación interanual**



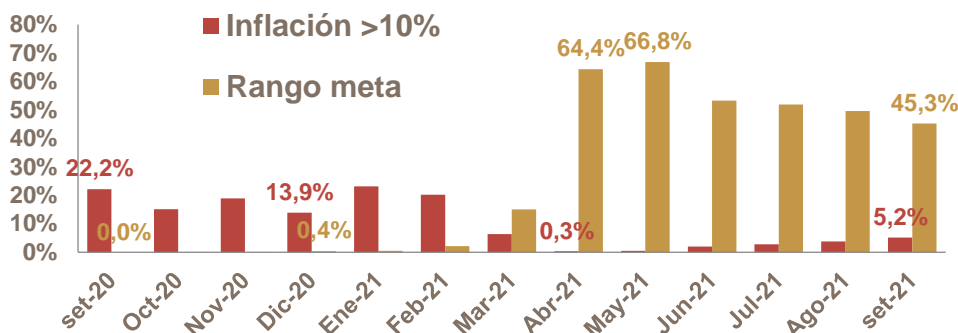
**Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre y Fan Chart**



Como puede observarse en el **Gráfico 3**, la probabilidad estimada por **cinve** de que la inflación interanual se ubique por encima del 10% es del 22,2% en agosto, y se mantiene entre 10% y 25% hasta febrero de 2021, cayendo luego hasta un 0,3% en abril y subiendo paulatinamente a partir de entonces. La probabilidad de entrar al rango meta (3%-7%) es virtualmente nula hasta enero de 2021, para luego subir en los dos meses siguientes y aumentar notoriamente en abril de 2021, alcanzando un nivel del 64,4%. Luego de esto alcanza un máximo de 66,8% en mayo y desciende en los meses siguientes. El **Gráfico 4** muestra los intervalos de probabilidad para la inflación interanual a diciembre de 2020.

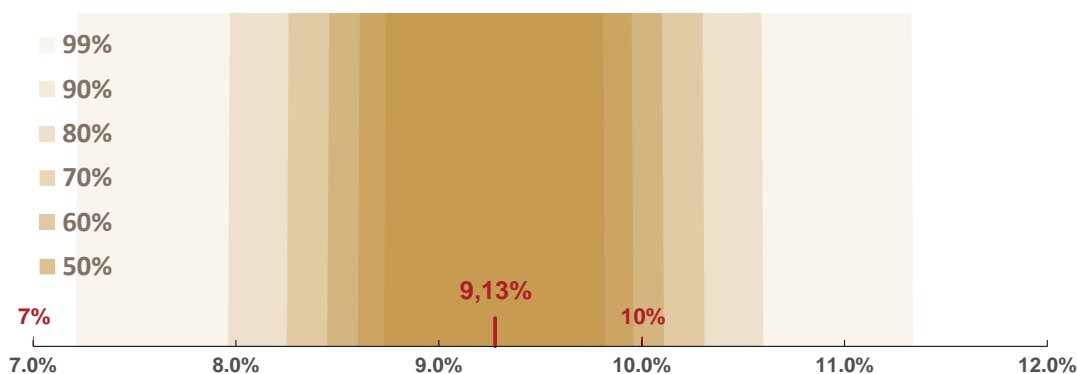
**\*FE DE ERRATAS:** Una versión anterior de este informe ubicó erróneamente la proyección de la inflación mensual en el 0,55%, cuando debió escribirse "0,45%", tal como indican las tablas de Anexos.

**Gráfico 3: Probabilidad de que la inflación interanual se ubique dentro del rango meta (3-7%) o supere el 10%**



Fuente: Proyecciones **cinve** al 22/09/2020.

**Gráfico 4: Intervalos de probabilidad para la inflación anual de 2020**



## ANÁLISIS COYUNTURAL – Cambios en la política monetaria

Entre finales de agosto y el presente se dieron dos anuncios de política monetaria: el 27/8 el Comité de Coordinación Macroeconómica (CCM) anunció que el rango meta para la inflación pasará de 3%-7% a 3%-6% desde setiembre de 2022, y el 3/9 el Comité de Política Monetaria (COPOM) anunció un cambio de instrumento de política monetaria, pasando de los agregados monetarios a la tasa de interés.

La razón esbozada para cambiar de instrumento fue la de “dotar de mayor transparencia a las señales que la [política monetaria] transmite al sistema financiero”, es decir, dar lugar a una mayor claridad de interpretación de la política monetaria por parte de los agentes, y por ende una mayor capacidad de incidir en sus expectativas. Muchos analistas consideran que la tasa de interés es preferible en este sentido, al menos si la inflación no es muy alta, dado que la relación entre agregados monetarios e inflación es demasiado inestable para que un anuncio de política monetaria sea fácilmente interpretable como contractivo o expansivo. Esto es más relevante aún en economías altamente dolarizadas, como la uruguaya, en las que los agregados de moneda extranjera juegan también un rol importante en la formación de precios. En este sentido, es relevante señalar que, en el comunicado

en el que anunció el cambio de rango meta para la inflación, el CCM declaró además que el Banco Central (BCU) desarrollaría una política de desdolarización de la economía, en coordinación con otras instituciones del sector público y el privado.

La inflación se ha mantenido mayoritariamente fuera del rango meta en la última década, de forma que la modificación del rango solamente tendrá impacto si comienza a cumplirse. Al margen del aporte que pueda realizar la tasa de interés en cuanto a claridad de las señales, la disminución de la demanda agregada causada por la recesión económica colaborará con la disminución de la inflación.

En un principio Uruguay recibió un *shock* cambiario, más usual para nuestra economía, en el que la actividad cayó al tiempo que subió la inflación. Hoy esto último está en proceso de reversión, debido a la evolución de los ingresos, a medida que se procesan los efectos de la crisis sanitaria, y las menores presiones alcistas sobre el tipo de cambio. De esta forma, los efectos asociados al *shock* causado por la pandemia claramente ejercerán presiones a la baja sobre la inflación en los próximos meses. Las proyecciones de **cinve** prevén un mínimo de entre el 6% y el 6,5% para la inflación en mayo de 2021.

## ANEXO A: Proyecciones puntuales de inflación mensual

Mes/Año	BENE (1)	SERVNoA (2)	SERVA (3)	Inflación tendencial (1+2+3)	ANE (4)	ENE (5)	SERVPub (6)	TAB (7)	Inflación residual (4+5+6+7)	Inflación (1+2+3+4+5+ 6+7)
Ene-20	0.16	1.63	3.21	1.19	0.20	16.75	0.11	4.15	4.65	2.09
Feb-20	0.76	1.02	0.38	0.84	-1.37	-0.01	0.01	6.08	0.01	0.61
Mar-20	2.00	0.63	0.52	1.19	3.32	0.27	0.00	0.05	1.72	1.33
Abr-20	2.61	-0.61	0.24	0.85	5.41	5.87	8.35	-0.61	5.14	2.00
May-20	1.12	0.23	0.36	0.62	0.96	-0.25	0.02	-0.13	0.40	0.57
Jun-20	0.32	0.51	-0.13	0.35	-1.73	0.04	0.00	0.06	-0.86	0.02
Jul-20	0.26	1.17	0.93	0.75	-0.06	0.18	0.00	-0.06	0.01	0.55
Ago-20	0.28	1.07	1.96	0.83	-0.24	-0.02	0.01	0.11	-0.11	0.57
set-20	0.71	0.38	0.47	0.53	0.42	0.00	0.00	0.00	0.21	0.45
Oct-20	0.80	0.47	0.11	0.57	0.54	0.00	0.00	0.00	0.27	0.49
Nov-20	0.62	0.62	0.02	0.55	-0.11	0.00	0.00	0.00	-0.06	0.39
Dic-20	0.45	0.61	0.22	0.50	0.80	-10.32	0.00	0.00	-2.36	-0.27
Ene-21	0.37	0.59	2.38	0.70	1.82	15.48	7.00	10.00	6.74	2.28
Feb-21	0.43	0.75	0.25	0.56	0.09	0.00	0.00	0.00	0.04	0.42
Mar-21	0.72	0.55	0.08	0.57	0.54	0.00	0.00	0.00	0.27	0.49
Abr-21	0.84	0.26	0.71	0.56	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.05	0.40
May-21	0.58	0.53	0.19	0.51	0.20	0.00	0.00	0.00	0.10	0.40
Jun-21	0.46	0.49	0.14	0.44	-0.32	3.05	0.00	0.00	0.65	0.50
Jul-21	0.29	0.71	-0.07	0.44	1.98	0.00	0.00	0.00	0.97	0.59
Ago-21	0.26	0.88	0.41	0.56	1.83	0.00	0.00	0.00	0.91	0.65
set-21	0.60	0.55	1.15	0.64	1.22	0.00	0.00	0.00	0.61	0.63
Oct-21	0.76	0.55	0.78	0.67	0.11	0.00	0.00	0.00	0.05	0.50
Nov-21	0.60	0.75	0.04	0.61	-0.51	0.00	0.00	0.00	-0.26	0.37
Dic-21	0.40	0.65	0.26	0.50	0.62	-10.29	0.00	0.00	-2.42	-0.29

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 22/09/2020.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos (33,55% del IPC)

SERVNoA: Servicios No Administrados (30,34% del IPC)

SERVA: Servicios Administrados (8,55% del IPC)

ANE: Alimentos No Elaborados (12,12% del IPC)

ENE: Energéticos (8,33% del IPC)

SERVPub: Servicios administrados públicos 4,28% del IPC)

TAB: Tabaco (2,84% del IPC)

## ANEXO B: Proyecciones puntuales de inflación interanual

Mes/Año	BENE (1)	SERVNoA (2)	SERVA (3)	Inflación tendencial (1+2+3)	ANE (4)	ENE (5)	SERVPub (6)	TAB (7)	Inflación residual (4+5+6+7)	Inflación (1+2+3+4+5+ 6+7)
Ene-20	6.95	9.16	7.80	8.06	20.28	0.90	0.13	7.48	10.51	8.71
Feb-20	7.05	9.19	7.72	8.11	15.78	0.88	0.14	10.63	8.89	8.32
Mar-20	8.44	9.00	7.71	8.61	19.54	1.07	0.15	10.52	10.68	9.16
Abr-20	10.53	7.14	7.58	8.63	28.17	6.73	8.51	9.89	17.20	10.86
May-20	10.92	7.32	7.56	8.88	28.32	6.36	8.52	9.75	17.19	11.05
Jun-20	10.88	7.36	7.26	8.84	22.62	6.23	8.52	9.81	14.62	10.36
Jul-20	10.75	7.94	6.84	9.00	19.50	6.32	8.52	9.75	13.25	10.13
Ago-20	10.27	8.15	8.67	9.11	16.01	6.36	8.51	9.87	11.68	9.79
set-20	10.39	8.06	8.46	9.09	15.44	6.42	8.51	9.87	11.43	9.71
Oct-20	10.36	8.09	8.33	9.08	13.18	6.40	8.51	9.87	10.37	9.43
Nov-20	10.57	8.13	8.34	9.19	10.03	10.52	8.51	9.84	9.96	9.39
Dic-20	10.53	7.99	8.56	9.14	8.22	11.08	8.51	9.84	9.14	9.13
Ene-21	10.76	6.89	7.69	8.61	9.98	9.87	15.99	16.01	11.33	9.34
Feb-21	10.41	6.60	7.55	8.31	11.60	9.88	15.97	9.36	11.36	9.12
Mar-21	9.03	6.51	7.09	7.64	8.60	9.58	15.96	9.30	9.77	8.21
Abr-21	7.15	7.45	7.59	7.34	2.92	3.51	7.03	9.97	4.35	6.51
May-21	6.59	7.77	7.42	7.22	2.15	3.77	7.01	10.12	4.04	6.34
Jun-21	6.75	7.75	7.71	7.31	3.61	6.89	7.01	10.06	5.62	6.85
Jul-21	6.78	7.27	6.64	6.99	5.71	6.70	7.01	10.12	6.63	6.89
Ago-21	6.75	7.07	5.01	6.69	7.91	6.73	7.00	10.00	7.73	6.97
set-21	6.63	7.25	5.72	6.81	8.77	6.73	7.00	10.00	8.16	7.17
Oct-21	6.59	7.34	6.43	6.91	8.31	6.73	7.00	10.00	7.93	7.18
Nov-21	6.57	7.48	6.44	6.97	7.88	6.73	7.00	10.00	7.71	7.17
Dic-21	6.51	7.53	6.49	6.97	7.68	6.75	7.00	10.00	7.64	7.15

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 22/09/2020.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos (33,55% del IPC)

SERVNoA: Servicios No Administrados (30,34% del IPC)

SERVA: Servicios Administrados (8,55% del IPC)

ANE: Alimentos No Elaborados (12,12% del IPC)

ENE: Energéticos (8,33% del IPC)

SERVPub: Servicios administrados públicos 4,28% del IPC)

TAB: Tabaco (2,84% del IPC)