

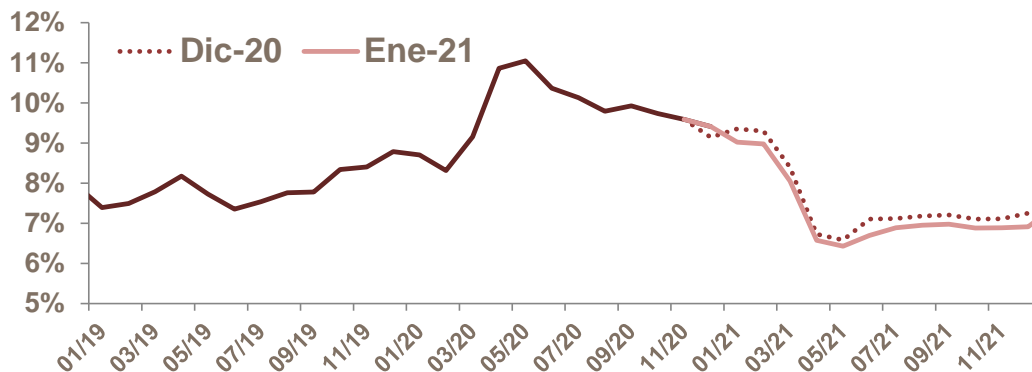
## INFLACIÓN CIERRA 2020 EN EL 9,41%, Y TENDENCIA BAJISTA CONTINUARÍA HASTA MEDIADOS DE AÑO

Se observó una deflación mensual del 0,19% en diciembre, más moderada que nuestra proyección puntual (-0,44%), aunque situado dentro del intervalo del 50% de probabilidad construido por **cinve**, y sumamente alineada con la mediana de expectativas recabadas por el Banco Central -(0,20%). Con esto, la inflación menguó en 0,17 pp. en términos interanuales, cerrando el año 2020 en un nivel del 9,41%. Se espera para 2021 una pronunciada caída en los primeros meses, una ligera recuperación hacia mediados de año y estabilidad en niveles cercanos al 7% durante el segundo semestre.

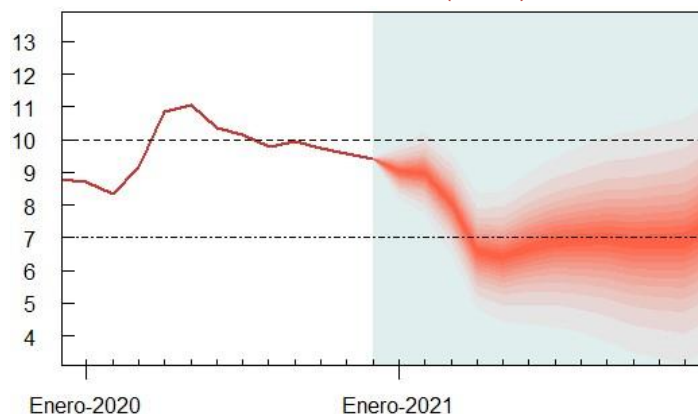
### PROYECCIONES

Las proyecciones de **cinve** para 2021 han sido corregidas 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**

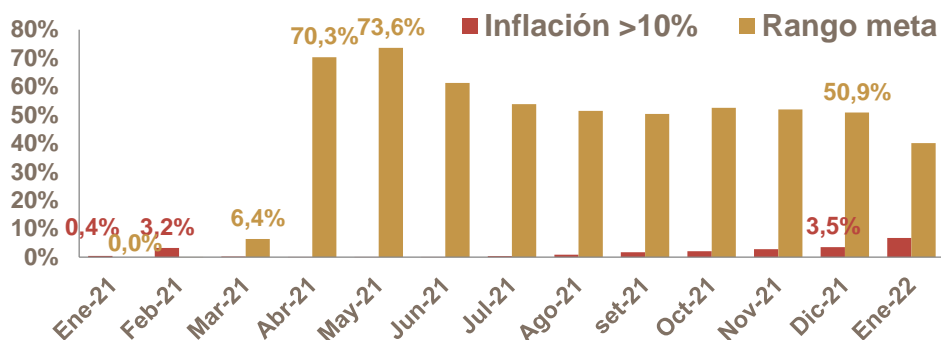


**Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre y Fan Chart**



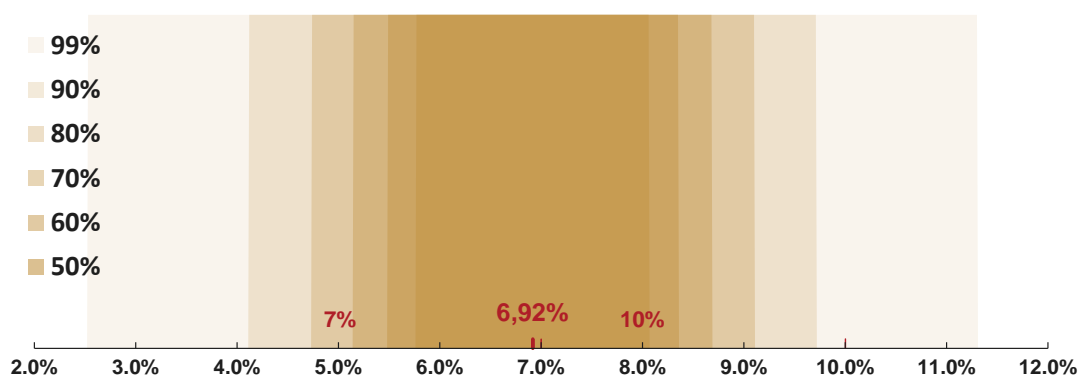
Como puede observarse en el **Gráfico 3**, la probabilidad estimada por **cinve** de que la inflación interanual se ubique por encima del 10% es de apenas un 0,4% en enero y 3,2% en febrero, siendo luego prácticamente nula por unos meses hasta converger a valores bajos hacia fines de 2021 (máximo es de 3,5% en diciembre). La probabilidad de entrar al rango meta (3%-7%) es virtualmente nula hasta marzo, donde registra un valor 6,4%, pero luego aumenta bruscamente y supera el 70% en abril y mayo de 2021; para converger a valores cercanos al 50% y permanecer allí por el segundo semestre. El **Gráfico 4** muestra los intervalos de probabilidad para la inflación interanual a diciembre de 2020.

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



Fuente: Proyecciones **cinve** al 18/01/2021.

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



## ANÁLISIS COYUNTURAL – LA POLÍTICA MONETARIA EN 2020

El esquema básico de política monetaria planteado por el nuevo gobierno a comienzos de 2020 fue similar al precedente: controlar los agregados de manera de converger a una inflación dentro de un rango meta de 3%-7% en lo monetario, y en lo cambiario permitir que el mercado determine el tipo de cambio a grandes rasgos, pero interviniendo para evitar volatilidades excesivas. La pandemia impuso una drástica modificación de prioridades, de manera de que la tónica de la política monetaria fue marcadamente expansiva durante todo el período, a efectos de evitar que se produjeran restricciones de liquidez en un período de grandes presiones sobre las hojas de balance de las empresas. Esto se implementó a través de reducciones de encajes, además del manejo de los instrumentos de política.

Como se comentó en el [Informe de Inflación N° 219](#), a fines de agosto y comienzos de setiembre se introdujeron dos innovaciones: el rango meta pasaría a ser de 3%-6%, con el usual plazo de 24 meses, y el manejo de agregados monetarios sería reemplazado por la tasa de política monetaria, que se fijó en un 4,5%. Esta tasa se ha mantenido desde entonces en sucesivas reuniones del Comité de Política Monetaria (COPOM).

Esto se da en un contexto en que las presiones devaluatorias sobre las monedas emergentes de comienzos de la pandemia han cedido, ante la mayor disposición a tomar riesgos de los inversores y la notoria expansión monetaria de los países desarrollados. Estos factores han dado lugar a un tipo de cambio estable o decreciente, pese a la tónica expansiva de la política monetaria y a medidas como la posibilidad de integrar Letras de Regulación Monetaria (LRM) en dólares, que quitó presión bajista al tipo de cambio en momentos de cambio de portafolio.

Con este panorama, la política expansiva no ha entrado en conflicto con los objetivos inflacionarios, pese a que la inflación continúa en niveles altos luego del abrupto salto dado entre marzo y mayo. La baja demanda interna, los bajos incrementos salariales laudados para el período puente y la estabilidad cambiaria posterior al salto inicial han llevado a una tendencia bajista, que **cinve** proyecta que continúe hasta mediados de año. Los desafíos más importantes en materia de decisiones monetarias llegarán más adelante, al intentar definir el momento de transición a una política más contractiva, e intentar conjugar los objetivos inflacionarios con los de competitividad cambiaria.

## 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	0.77	0.60	0.07	0.61	1.41	0.03	0.00	0.05	0.72	0.64
Oct-20	1.10	0.48	0.35	0.73	0.35	0.01	0.00	0.03	0.18	0.58
Nov-20	0.63	0.70	0.23	0.61	-1.28	0.04	0.00	0.08	-0.63	0.28
Dic-20	0.24	0.70	0.46	0.48	0.75	-8.91	0.01	0.00	-2.01	-0.19
Ene-21	0.35	0.69	1.42	0.63	1.78	14.84	1.92	0.00	4.85	1.73
Feb-21	0.37	1.24	0.20	0.75	0.18	0.00	0.00	0.00	0.09	0.57
Mar-21	0.73	0.57	0.06	0.58	0.36	0.00	0.00	0.00	0.18	0.47
Abr-21	0.83	0.27	1.79	0.68	-0.02	0.00	0.00	3.50	0.38	0.60
May-21	0.61	0.51	0.27	0.52	0.33	0.00	0.00	0.00	0.17	0.43
Jun-21	0.45	0.49	0.11	0.43	-0.33	0.00	0.00	0.00	-0.17	0.27
Jul-21	0.26	0.71	1.78	0.64	1.94	0.00	0.00	0.00	0.97	0.73
Ago-21	0.23	0.84	0.41	0.53	1.80	0.00	0.00	0.00	0.91	0.63
set-21	0.59	0.66	1.13	0.68	1.19	0.00	0.00	0.00	0.61	0.66
Oct-21	0.76	0.57	0.80	0.68	-0.07	0.00	0.00	0.00	-0.04	0.49
Nov-21	0.58	0.63	0.05	0.54	-0.79	0.00	0.00	0.00	-0.41	0.29
Dic-21	0.40	0.69	0.26	0.52	0.60	-8.87	0.00	0.00	-2.06	-0.16

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 18/1/2021.

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	10.46	8.29	8.02	9.18	16.58	6.44	8.52	9.93	12.00	9.92
Oct-20	10.74	8.33	8.15	9.34	14.09	6.44	8.51	9.96	10.84	9.74
Nov-20	10.97	8.45	8.38	9.51	9.61	10.60	8.51	10.02	9.79	9.59
Dic-20	10.69	8.42	8.87	9.43	7.75	12.90	8.53	10.02	9.35	9.41
Ene-21	10.90	7.42	6.97	8.83	9.46	11.06	10.49	5.63	9.57	9.02
Feb-21	10.47	7.65	6.79	8.73	11.18	11.07	10.48	-0.43	9.65	8.98
Mar-21	9.09	7.58	6.30	8.07	7.99	10.77	10.47	-0.48	7.99	8.05
Abr-21	7.20	8.54	7.94	7.90	2.43	4.63	1.96	3.64	3.11	6.57
May-21	6.66	8.84	7.86	7.79	1.80	4.89	1.95	3.78	2.86	6.43
Jun-21	6.81	8.82	8.12	7.87	3.25	4.85	1.95	3.72	3.58	6.70
Jul-21	6.81	8.33	9.03	7.75	5.31	4.66	1.95	3.78	4.57	6.89
Ago-21	6.76	8.08	7.37	7.43	7.46	4.69	1.93	3.66	5.64	6.95
set-21	6.57	8.15	8.51	7.51	7.23	4.66	1.93	3.61	5.52	6.98
Oct-21	6.21	8.26	9.00	7.46	6.78	4.65	1.93	3.58	5.29	6.88
Nov-21	6.16	8.19	8.81	7.38	7.31	4.61	1.93	3.50	5.53	6.89
Dic-21	6.33	8.17	8.59	7.43	7.15	4.65	1.92	3.50	5.48	6.92

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 18/1/2021.

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)