

INFLACIÓN ESTABLE EN ABRIL, Y NO SE PROYECTAN NIVELES SUPERIORES EN EL RESTO DEL AÑO

El nivel de precios aumentó 0,5% en abril, un dato acorde a lo esperado (se ubicó dentro del intervalo de probabilidad de 50% por **cinve**). El dato interanual, por su parte, se mantuvo estable en 9,4%. Se espera que la inflación se estabilice en el entorno del 9% hacia el último trimestre, luego de oscilar en el rango 9 – 9,4% durante los meses anteriores. Con un 50% de probabilidad, se espera que la inflación mensual proyectada se encuentre entre 0,24% y 0,54%, con un valor medio de 0,4%.

PROYECCIONES

Las proyecciones de **cinve** han tenido correcciones leves en el último mes, sin un claro signo predominante en el caso de 2022 y a la baja para 2023, como puede observarse en el **Gráfico 1**. El **Gráfico 2** ilustra la incertidumbre asociada a las proyecciones, incorporando intervalos de probabilidad entre 50% y 99%.

Gráfico 1: Modificación de la trayectoria prevista de inflación interanual

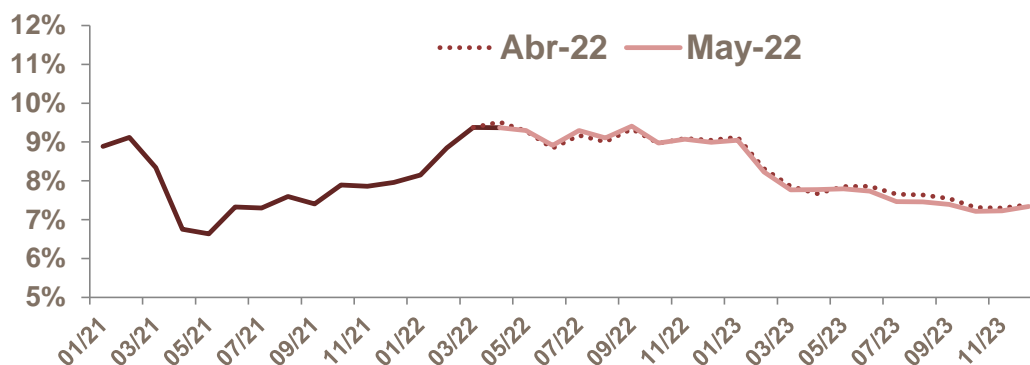
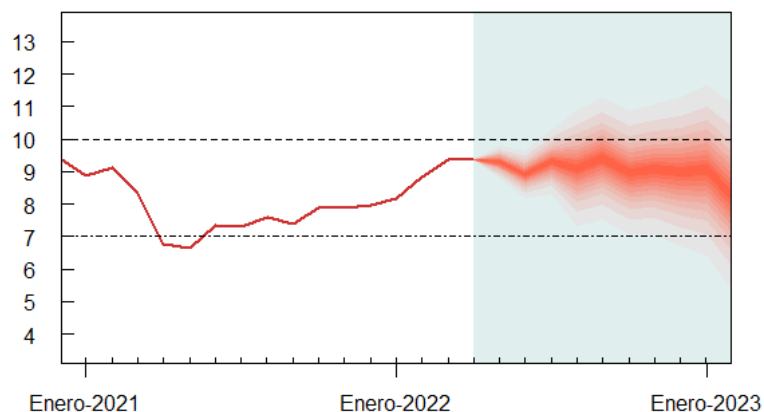
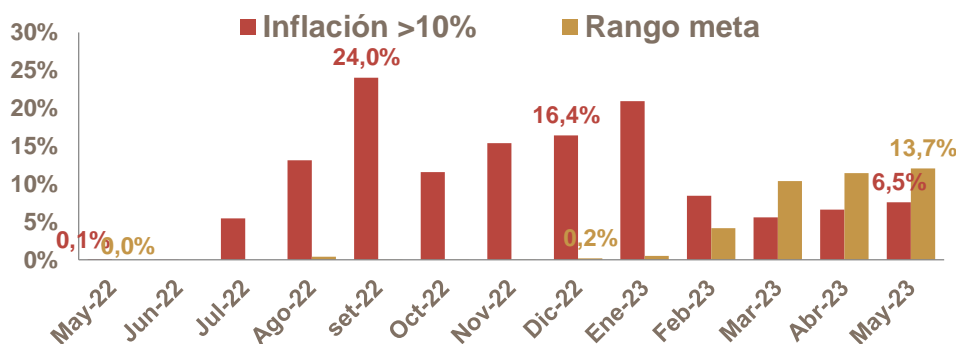


Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre (Fan Chart)



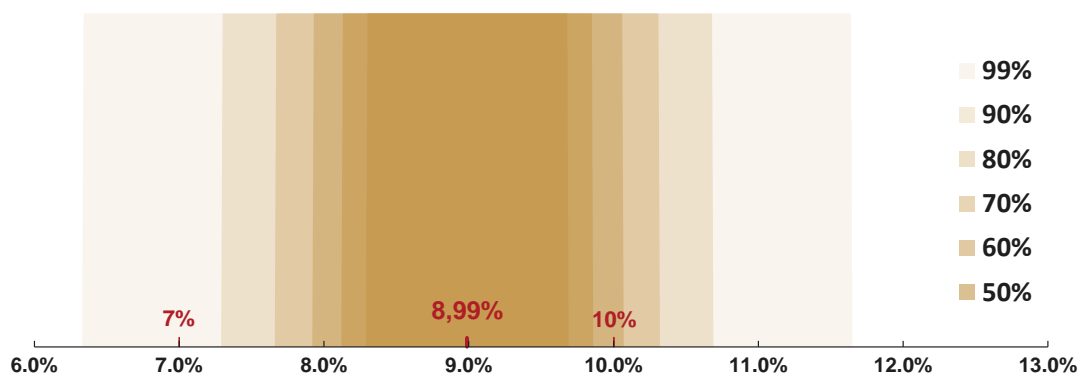
Como puede observarse en el Gráfico 3, las estimaciones de **cinve** indican que tanto la probabilidad de que la inflación ingrese al rango meta (3%-7% hasta agosto 2022, 3%-6% a partir de setiembre), como la probabilidad de que supere el 10%, son virtualmente nulas en mayo y junio. Sin embargo, fruto de la volatilidad de los últimos meses y del elevado nivel actual, la probabilidad de que la inflación supere al 10% llega a ubicarse en 24% en setiembre (1 chance en 4). En los primeros meses de 2023 aumenta la probabilidad estimada de entrar al intervalo objetivo del BCU y una caída para el escenario de superación de la barrera del 10%.

Gráfico 3: Probabilidad de que la inflación interanual se ubique dentro del rango meta (3-7% hasta agosto; 3%-6% a partir de setiembre) o supere el 10%



Fuente: Proyecciones **cinve** al 12/05/2022

Gráfico 4: Intervalos de probabilidad para la inflación anual de 2022



ANÁLISIS COYUNTURAL – El giro restrictivo de la Fed

En Estados Unidos, la persistencia de cifras bajas de desempleo y de inflación durante la década previa había llevado a la Reserva Federal a un mayor sesgo expansionista cuando se desató la pandemia, introduciendo en 2020 modificaciones al lenguaje utilizado en sus comunicaciones, reflejando la percepción de que tasas bajas de desempleo pueden coexistir con bajas presiones inflacionarias por períodos largos, así como una intención de que las ganancias de empleo alcancen a grupos poblacionales de menores ingresos.

Este diagnóstico, así como la incidencia de cuellos de botella vinculados a la oferta (interrupción de las cadenas de suministro) en los primeros meses de 2021, llevó al ente a adoptar la postura de que el brote inflacionario inicial correspondía a un fenómeno transitorio.

Sin embargo, la duración e intensidad del aumento inflacionario, especialmente en la segunda mitad de 2021 y principios de este año (la inflación interanual se encuentra actualmente en los niveles más altos de los últimos 40 años), y el hecho de que esté afectando a rubros no sujetos a restricciones de oferta, han obligado a Fed a revisar su diagnóstico

de “transitoriedad” y adoptar una postura progresivamente más agresiva.

En su reunión de noviembre de 2021, la Fed anunció que reduciría el ritmo de compras de activos financieros en USD 15 mil millones por mes, se mantuvo aún la alusión a “factores transitorios” detrás de la suba de la inflación; en diciembre abandonó este lenguaje, y se vio en conferencia de prensa a J. Powell (el Presidente de la Reserva Federal) más dispuesto a hablar de “recalentamiento” al momento de describir la coyuntura macroeconómica.

En lo que va del año, la prolongación del suceso inflacionario y factores como la guerra de Ucrania y una persistencia mayor a la esperada en algunas restricciones de la oferta mundial se combinaron para generar un tono cada vez más restrictivo en las señales de la Fed. En enero se anunció una suba de tasas en marzo y se escuchó a Powell hablar de riesgo al alza para las proyecciones de inflación; en marzo se dio la suba anunciada de 25 puntos básicos (primera suba de tasas desde diciembre de 2018), publicándose además un nuevo *dot plot* que indicaba que el aumento previsto mediano para el

2022 era de 175 puntos básicos, lo supondría un incremento adicional de 150 puntos básicos en reuniones posteriores.

A comienzos del presente mes se aprobó una suba de 50 puntos básicos, la más alta desde el 2000, y Powell no descartó aumentos de igual magnitud en meses venideros, de manera que muchos agentes del mercado esperan actualmente que el año termine con una suba acumulada de tasas superior a los 175 puntos básicos.

En el contexto actual, parece claro que la Fed continuará con la retirada ya anunciada del sesgo expansivo de la política monetaria, y no puede descartarse que el proceso de endurecimiento de las señales emitidas por el ente continúe en el futuro, en un contexto en que la inflación no ha dado claros indicios de reversión a niveles más bajos. La inflación arrojada por el índice de precios construido a través de la encuesta PCE (Gastos de Consumo Personal, por sus siglas en inglés), la medida de inflación preferida de la Fed, se encuentra en los máximos históricos desde comienzos de los 80, al igual que la inflación de IPC. Lo mismo puede decirse de la inflación de PCE excluyendo comida y energéticos, una medida de inflación subyacente. Los riesgos macroeconómicos asociados a la invasión rusa a Ucrania y aspectos de la pandemia todavía presentes, como los efectos de los *lockdowns* chinos sobre el nivel de actividad mundial, podrían en una etapa anterior haber contribuido a moderar la disposición de la Reserva Federal a subir tasas, pero en lo que va del año han tendido a señalar que la lucha contra la inflación comenzaría a tomar precedencia. Comentarios recientes de Powell acerca de que evitar una recesión podría estar fuera del control de la Fed contrastan con sus comentarios a comienzos de mes, que expresaban mayor confianza en la economía norteamericana, pero al mismo pueden ser interpretados como una señal de que el proceso de endurecimiento monetario continuaría incluso ante un enfriamiento de la actividad económica. De momento, comentarios recientes de jefes del ente sugirieron que serían probables dos aumentos adicionales de 50 puntos básicos en las reuniones de junio y julio. Algunos analistas entienden que los mensajes recientes de mayor restricción corresponden a un escenario “pesimista”, de estancamiento con inflación. Las cifras del primer trimestre del PIB muestran una caída, pero ello se explicaría por fenómenos transitorios, ya que el “núcleo” de la economía continuaría en una fase de crecimiento.

Como complemento de lo anterior, la Fed se encuentra todavía en una posición de confianza en sus instrumentos, ante la constatación de que las expectativas de los agentes para la inflación futura (fines de 2023, por ejemplo) se encuentran cercanos a la meta de la Fed (entorno al 3%, cuando la Fed marca como objetivo 2% anual). Y de esta forma, analistas económicos entienden que se mantiene alta la probabilidad de un *soft landing*: la convergencia de la inflación a las tasas objetivo de la Fed, junto con un enlentecimiento del crecimiento (y no una recesión), manteniendo un mercado de trabajo tonificado con bajo desempleo.

Las implicancias de estos procesos para el sistema de precios uruguayo tienen que ver, entre otros factores, con el impacto que un endurecimiento de la política monetaria estadounidense tendría sobre los tipos de cambios de monedas latinoamericanas como Uruguay. [Como se analizó en el Informe de Inflación anterior](#), las monedas de la región han estado apreciándose en parte debido al *carry-trade* (entrada de capitales para aprovechar diferenciales de tasas), en un contexto en que el endurecimiento de la política monetaria ha sido más veloz en Latinoamérica que en el mundo desarrollado, y en especial Estados Unidos. La apreciación de estas monedas durante buena parte de abril dio paso a un comportamiento alcista de los tipos de cambio regionales en las últimas semanas, aunque esta tendencia parece haber cedido en los últimos días.

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)	Inflación transable	Inflación no transable
Ene-22	0.76	0.44	2.76	0.84	1.51	10.42	2.63	5.35	4.46	1.78	1.92	1.63
Feb-22	0.68	1.02	0.73	0.84	5.38	1.76	0.01	0.65	3.19	1.47	0.91	2.09
Mar-22	1.18	0.85	0.05	0.90	2.90	0.72	0.00	0.13	1.66	1.11	1.25	0.95
Abr-22	0.98	0.69	1.20	0.87	-2.22	2.15	0.01	0.09	-0.52	0.49	0.81	0.14
May-22	0.75	0.38	0.38	0.54	-0.50	0.84	0.00	0.00	-0.01	0.39	0.65	0.11
Jun-22	0.54	0.54	0.00	0.48	-0.29	0.10	0.00	0.00	-0.11	0.32	0.38	0.25
Jul-22	0.43	0.59	2.01	0.68	1.42	2.40	0.00	0.00	1.38	0.87	0.77	0.99
Ago-22	0.45	0.68	0.52	0.56	1.91	0.09	0.00	0.00	0.97	0.67	0.49	0.88
set-22	0.70	0.69	1.14	0.75	1.38	0.10	0.00	0.00	0.71	0.74	0.68	0.80
Oct-22	0.83	0.44	0.00	0.56	0.44	2.25	0.00	0.00	0.86	0.64	0.97	0.27
Nov-22	0.64	0.76	0.07	0.63	-0.88	0.13	0.00	0.00	-0.40	0.35	0.38	0.31
Dic-22	0.44	0.59	0.24	0.48	0.41	-7.49	0.00	0.00	-1.96	-0.18	-0.74	0.45
Ene-23	0.40	0.47	1.44	0.55	1.68	11.50	6.00	6.80	5.40	1.84	2.38	1.24
Feb-23	0.52	1.09	0.30	0.75	0.66	0.97	0.00	0.00	0.61	0.71	0.51	0.94
Mar-23	0.74	0.71	1.09	0.77	0.96	-0.14	0.00	0.00	0.43	0.67	0.56	0.80
Abr-23	0.77	0.61	0.21	0.63	0.25	0.07	0.00	0.00	0.14	0.50	0.49	0.51
May-23	0.54	0.57	0.20	0.52	0.21	0.06	0.00	0.00	0.12	0.41	0.44	0.38
Jun-23	0.43	0.46	0.14	0.41	-0.30	0.06	0.00	0.00	-0.13	0.26	0.33	0.18
Jul-23	0.34	0.53	1.45	0.55	1.58	0.06	0.00	0.00	0.80	0.62	0.47	0.79
Ago-23	0.34	0.84	0.44	0.58	1.80	0.06	0.00	0.00	0.91	0.67	0.44	0.92
set-23	0.65	0.60	1.13	0.68	1.28	0.06	0.00	0.00	0.66	0.67	0.62	0.74
Oct-23	0.72	0.53	0.00	0.55	0.47	0.06	0.00	0.00	0.26	0.47	0.54	0.40
Nov-23	0.58	0.54	0.92	0.60	-0.62	0.06	0.00	0.00	-0.29	0.36	0.40	0.32
Dic-23	0.45	0.80	0.24	0.58	0.53	-7.55	0.00	0.00	-1.86	-0.07	-0.69	0.61

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/05/2022.

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)	Inflación transable	Inflación no transable
Ene-22	9.50	7.75	8.68	8.61	4.80	10.10	2.87	12.92	6.94	8.15	10.83	5.34
Feb-22	9.63	7.55	8.41	8.54	10.86	11.86	2.81	6.44	9.67	8.85	10.85	6.73
Mar-22	9.57	7.77	8.57	8.63	13.97	12.57	2.81	6.58	11.41	9.38	11.04	7.61
Abr-22	9.31	8.47	8.62	8.85	11.43	14.88	2.82	6.51	10.78	9.37	10.89	7.73
May-22	9.30	8.63	8.74	8.93	9.94	15.72	2.82	6.48	10.27	9.29	10.60	7.87
Jun-22	9.37	8.47	8.61	8.87	9.28	12.22	2.80	6.50	9.03	8.92	9.99	7.75
Jul-22	9.19	8.38	10.12	8.93	11.15	13.55	2.80	6.52	10.32	9.30	10.10	8.43
Ago-22	9.12	8.46	8.80	8.78	12.02	10.82	2.68	6.52	9.98	9.11	9.37	8.82
set-22	9.16	8.46	10.16	8.96	13.20	11.15	2.67	6.24	10.62	9.41	9.42	9.39
Oct-22	8.96	8.05	10.02	8.66	10.06	13.69	2.67	6.25	9.81	8.97	9.11	8.82
Nov-22	8.91	8.03	9.76	8.61	11.34	13.37	2.66	6.25	10.35	9.07	8.92	9.24
Dic-22	8.70	7.94	9.44	8.44	11.85	13.38	2.66	6.26	10.54	8.99	8.78	9.22
Ene-23	8.32	7.97	8.03	8.13	12.04	14.50	6.03	7.72	11.54	9.04	9.26	8.80
Feb-23	8.15	8.05	7.56	8.04	7.03	13.62	6.02	7.03	8.74	8.23	8.84	7.57
Mar-23	7.68	7.90	8.67	7.89	5.01	12.65	6.01	6.89	7.43	7.77	8.10	7.41
Abr-23	7.46	7.81	7.61	7.64	7.67	10.34	6.00	6.80	8.15	7.78	7.75	7.80
May-23	7.24	8.02	7.42	7.61	8.45	9.49	6.00	6.80	8.29	7.80	7.53	8.09
Jun-23	7.12	7.93	7.57	7.54	8.43	9.46	6.00	6.80	8.27	7.74	7.48	8.02
Jul-23	7.03	7.86	6.98	7.40	8.60	6.96	6.00	6.80	7.65	7.47	7.15	7.81
Ago-23	6.91	8.03	6.89	7.41	8.47	6.93	6.00	6.80	7.58	7.46	7.10	7.85
set-23	6.85	7.94	6.88	7.34	8.36	6.90	6.00	6.80	7.52	7.39	7.03	7.79
Oct-23	6.74	8.04	6.88	7.34	8.39	4.61	6.00	6.80	6.88	7.22	6.58	7.92
Nov-23	6.68	7.81	7.79	7.31	8.69	4.54	6.00	6.80	7.00	7.23	6.60	7.93
Dic-23	6.69	8.03	7.79	7.42	8.82	4.48	6.00	6.80	7.11	7.34	6.65	8.09

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/05/2022.

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)