

INFLACIÓN NUEVAMENTE ESTABLE EN MAYO, Y SE PREVÉ UNA MODERACIÓN EN JUNIO

La inflación mensual se ubicó en 0,5% en mayo, una cifra acorde a lo esperado (se ubicó dentro del intervalo de probabilidad de 50% por **cinve**). Esto dio lugar a un segundo mes consecutivo de estabilidad en la inflación interanual, que permaneció en 9,4%. Se espera que la inflación caiga por debajo de 9% en julio, iniciando un período de fluctuación en el entorno de 8,9% hasta finales de 2022. Con un 50% de probabilidad se espera que la inflación mensual proyectada se encuentre entre -0,02% y 0,28%, con un valor medio de 0,13%.

PROYECCIONES

Las proyecciones de **cinve** han tenido correcciones leves en el último mes, a la baja para 2022 y al alza en el caso de 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

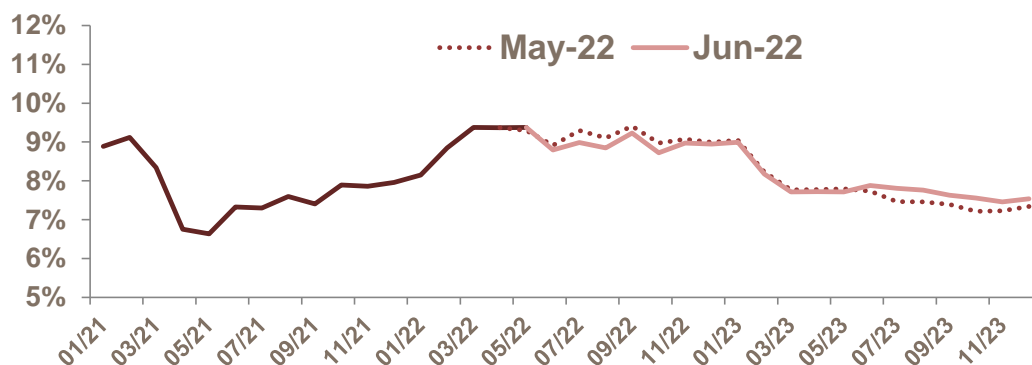
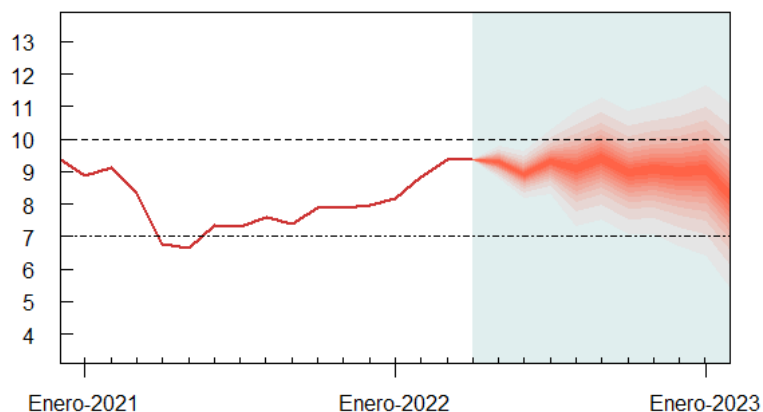
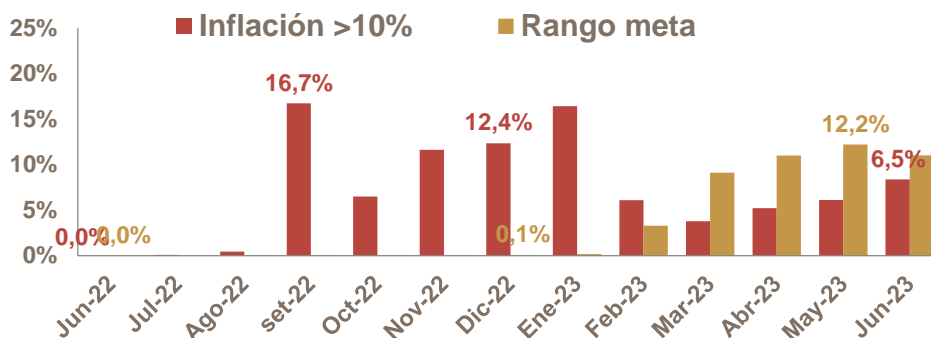


Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre (Fan Chart)



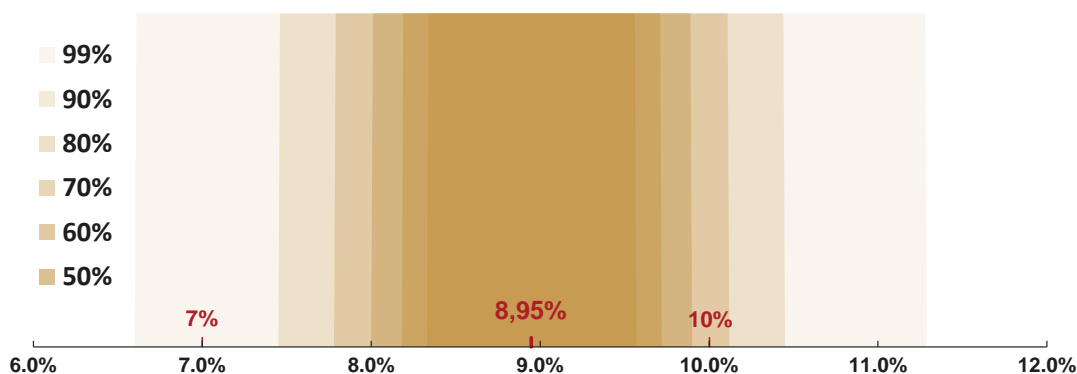
Como puede observarse en el Gráfico 3, las estimaciones de **cinve** indican que la probabilidad de que la inflación ingrese al rango meta (3%-7% hasta agosto 2022, 3%-6% a partir de setiembre) son virtualmente nulas hasta comienzos de 2023. La probabilidad de superar la barrera de 10% se encuentra en niveles despreciables hasta setiembre, cuando alcanza un 16,7%; luego de esto oscila en niveles algo más bajos, terminando el año en 12,4% y cayendo a partir de febrero de 2023.

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 17/06/2022

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



ANÁLISIS COYUNTURAL – Las expectativas de inflación de los analistas

El Banco Central del Uruguay (BCU) emplea una política de “metas de inflación”, que consiste en el anuncio de un objetivo inflacionario (en el caso de Uruguay, un rango meta) a cumplirse en un plazo determinado (el del BCU es de 24 meses), y la orientación de las decisiones monetarias para cumplir con el objetivo en dicho horizonte. Los regímenes de metas de inflación apuntan a incidir sobre la formación de expectativas para coadyuvar al propio proceso de estabilización y convergencia a la meta de la inflación. En Uruguay, donde el rango meta anunciado se ha incumplido sistemáticamente desde hace años, el BCU se ha trazado el objetivo de construir credibilidad con una política monetaria agresiva.

La mediana de las expectativas de inflación interanual a 24 meses, de acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación de analistas que el BCU recaba de manera mensual, cayó de un máximo de 8,25% en mayo de 2020 a un mínimo de 6,28% en octubre de 2021, todavía por fuera del rango meta a 24 meses de 3%-6% que rige desde setiembre de 2020. Desde entonces, las expectativas entraron en un período alcista hasta marzo (la mediana alcanzó ese mes un máximo de 6,95%), y en los dos meses

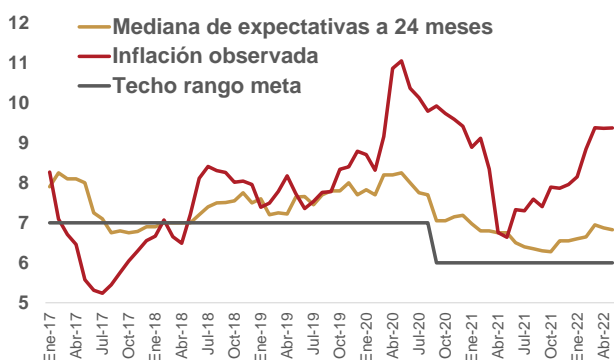
siguientes se han mantenido relativamente estables (la mediana registró dos ligeras caídas, para situarse en 6,83% en mayo).

Las otras expectativas utilizadas por el BCU se mantienen en niveles más alejados aún del techo del rango del rango meta: la Encuesta de Expectativas Empresariales que realiza el INE arroja una proyección mediana a 24 meses, de 8% desde mayo de 2021, en tanto la inflación implícita en el diferencial de curvas de rendimiento (la diferencia entre las tasas en moneda nacional y las tasas en UI) se encuentra por encima del 9% desde abril. Cabe mencionar que este diferencial suele presentar variaciones correlacionadas con las de la TPM en el corto plazo, lo que resulta en movimientos espurios de las “expectativas” medidas, como se aclara en el Informe de Política Monetaria del BCU. En el presente informe se centra el análisis en las expectativas de los analistas.

¿Cómo interpretar los niveles y las variaciones en las expectativas de los agentes? Es posible considerar que estos movimientos están influenciados principalmente por la inflación observada. En efecto, las expectativas de inflación a 24 meses tienen cierta

correlación con la inflación observada en el momento de la predicción, como puede apreciarse en el Gráfico 5. Los analistas buscan filtrar sus predicciones a 24 meses de los efectos de los *shocks* de corto plazo (razón por la que las expectativas son notoriamente menos volátiles que la inflación observada), pero aun así las expectativas a 24 meses aumentan en períodos de alza de inflación presente, y bajan en tiempos que en ésta cae, posiblemente debido a que los analistas interpretan que alguna parte de los *shocks* más recientemente observados no se disolverá en 24 meses o menos. En este sentido, la inflación y las expectativas a 24 meses tuvieron un máximo simultáneo en mayo de 2020, y las expectativas alcanzaron su mínimo cinco meses después de la inflación observada. Se podría vincular el alza posterior de las expectativas con el fenómeno inflacionario global y su impacto en la economía uruguaya, y la interpretación por parte de los analistas de que una parte de sus efectos perdurará por más de dos años.

Gráfico 5: Inflación observada, mediana de expectativas de analistas recabadas por el BCU y techo del rango meta



Fuente: INE y BCU.

Observando la reacción de los analistas a los cambios en la política monetaria, las expectativas permanecieron en todo momento por fuera del rango objetivo, pero es de notar que se encuentra dentro del intervalo anterior (3%-7%) desde febrero de 2021 (el rango fue modificado en setiembre de 2020), cuando habían permanecido por encima de 7% desde enero de 2018. La baja de la inflación de mayo de 2020 a mayo de 2021, la constatación de que la pandemia estaba pesando a la baja sobre la inflación (luego de terminado el *shock* cambiario inicial) y las modificaciones en política monetaria (al cambio de rango se sumó la adopción de la Tasa de Política Monetaria, o TPM, como instrumento de política) habrían contribuido a una mayor confianza en la baja de la inflación.

En este contexto, el escenario de mayor probabilidad parece ser el de estabilidad o moderación de las

expectativas a 24 meses en lo que resta del año, pero con riesgos al alza vinculados a sorpresas adicionales en la trayectoria de la inflación. En la medida en que el alza de expectativas haya sido en respuesta a los *shocks* recientes que afectaron a la inflación observada, y en ausencia de procesos de indexación o de inercia inflacionaria sustantivos, con el paso del tiempo el horizonte de 24 meses alcanzaría suficiente distancia de los últimos sucesos como para que las proyecciones de los analistas no los tengan en cuenta. En esa situación, una inflación a la baja durante el resto del año, que es el escenario que se corresponde con las estimaciones actuales, se correspondería con una moderación de las expectativas. Sorpresas al alza para la inflación observada, en cambio, llevarían a estabilidad o incluso subas en las expectativas de los analistas.

Finalmente, el BCU ha acelerado la suba de tasas en lo que va de 2022, y la política monetaria ha ingresado a lo que se interpreta como una instancia restrictiva. El BCU ha señalado nuevos incrementos de la TPM (el COPOM previó en su comunicado del 17 de mayo “al menos dos aumentos adicionales de 50 puntos básicos en las próximas reuniones”). Al presente no caben dudas del signo de política que lleva adelante el BCU, por lo que será posible evaluar en qué medida ésta contribuye efectivamente a la alineación de expectativas de los analistas.

ANEXO A: Proyecciones puntuales de inflación mensual

Mes/Año	Inflación transable	Inflación no transable	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-22	1.92	1.63	0.76	0.44	2.76	0.84	1.51	10.42	2.63	5.35	4.46	1.78
Feb-22	0.91	2.09	0.68	1.02	0.73	0.84	5.38	1.76	0.01	0.65	3.19	1.47
Mar-22	1.25	0.95	1.18	0.85	0.05	0.90	2.90	0.72	0.00	0.13	1.66	1.11
Abr-22	0.81	0.14	0.98	0.69	1.20	0.87	-2.22	2.15	0.01	0.09	-0.52	0.49
May-22	0.69	0.22	0.63	0.75	0.62	0.68	-0.92	1.20	0.02	0.03	-0.11	0.46
Jun-22	0.08	0.18	0.07	0.48	0.00	0.25	-0.88	0.84	0.00	0.00	-0.19	0.13
Jul-22	0.48	0.94	0.32	0.56	2.00	0.62	1.32	0.87	0.00	0.00	0.90	0.70
Ago-22	0.58	0.89	0.38	0.70	0.50	0.53	2.03	0.89	0.00	0.00	1.25	0.73
set-22	0.83	0.79	0.74	0.68	1.15	0.76	1.42	0.91	0.00	0.00	0.96	0.81
Oct-22	0.82	0.29	0.90	0.45	0.00	0.59	0.62	0.67	0.00	0.00	0.50	0.57
Nov-22	0.63	0.33	0.72	0.77	0.09	0.67	-0.61	1.00	0.00	0.00	-0.01	0.49
Dic-22	-0.66	0.47	0.45	0.61	0.24	0.50	0.66	-7.35	0.00	0.00	-1.81	-0.12
Ene-23	2.36	1.24	0.40	0.48	1.42	0.55	1.80	11.07	6.00	6.80	5.36	1.82
Feb-23	0.50	0.94	0.53	1.09	0.30	0.76	0.72	0.81	0.00	0.00	0.59	0.71
Mar-23	0.57	0.80	0.74	0.70	1.09	0.76	1.00	-0.13	0.00	0.00	0.45	0.68
Abr-23	0.49	0.50	0.77	0.59	0.21	0.63	0.26	0.08	0.00	0.00	0.15	0.50
May-23	0.45	0.48	0.57	0.69	0.20	0.58	0.23	0.08	0.00	0.00	0.14	0.46
Jun-23	0.36	0.19	0.43	0.44	0.14	0.40	-0.26	0.29	0.00	0.00	-0.05	0.28
Jul-23	0.50	0.79	0.34	0.56	1.45	0.57	1.61	0.08	0.00	0.00	0.81	0.64
Ago-23	0.47	0.92	0.34	0.82	0.44	0.57	1.81	0.29	0.00	0.00	0.98	0.68
set-23	0.64	0.74	0.65	0.58	1.14	0.67	1.29	0.29	0.00	0.00	0.73	0.69
Oct-23	0.60	0.40	0.73	0.56	0.00	0.57	0.49	0.29	0.00	0.00	0.33	0.50
Nov-23	0.45	0.33	0.58	0.53	0.92	0.60	-0.59	0.51	0.00	0.00	-0.15	0.39
Dic-23	-0.65	0.61	0.46	0.80	0.24	0.59	0.55	-7.21	0.00	0.00	-1.78	-0.05

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 17/06/2022.

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	Inflación transable	Inflación no transable	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-22	10.83	5.34	9.50	7.75	8.68	8.61	4.80	10.10	2.87	12.92	6.94	8.15
Feb-22	10.85	6.73	9.63	7.55	8.41	8.54	10.86	11.86	2.81	6.44	9.67	8.85
Mar-22	11.04	7.61	9.57	7.77	8.57	8.63	13.97	12.57	2.81	6.58	11.41	9.38
Abr-22	10.89	7.73	9.31	8.47	8.62	8.85	11.43	14.88	2.82	6.51	10.78	9.37
May-22	10.65	7.99	9.17	9.02	9.00	9.08	9.49	16.13	2.84	6.51	10.16	9.37
Jun-22	9.72	7.78	8.73	8.80	8.87	8.78	8.18	13.46	2.82	6.53	8.83	8.79
Jul-22	9.51	8.41	8.44	8.67	10.37	8.76	9.92	13.09	2.82	6.55	9.60	8.98
Ago-22	8.89	8.81	8.29	8.76	9.03	8.59	10.90	11.26	2.70	6.55	9.57	8.85
set-22	9.09	9.38	8.36	8.75	10.41	8.77	12.11	12.49	2.69	6.27	10.48	9.23
Oct-22	8.63	8.83	8.24	8.36	10.26	8.52	9.19	13.28	2.69	6.29	9.27	8.72
Nov-22	8.71	9.27	8.28	8.36	10.03	8.51	10.77	13.95	2.68	6.29	10.24	8.97
Dic-22	8.66	9.26	8.09	8.29	9.71	8.36	11.56	14.13	2.68	6.29	10.60	8.95
Ene-23	9.12	8.84	7.70	8.33	8.29	8.05	11.88	14.80	6.05	7.76	11.55	8.99
Feb-23	8.69	7.62	7.54	8.41	7.82	7.97	6.94	13.73	6.04	7.06	8.74	8.17
Mar-23	7.96	7.45	7.06	8.26	8.94	7.82	4.97	12.77	6.03	6.93	7.45	7.72
Abr-23	7.61	7.84	6.85	8.15	7.88	7.56	7.63	10.48	6.02	6.83	8.17	7.72
May-23	7.35	8.12	6.79	8.09	7.43	7.45	8.88	9.25	6.00	6.80	8.44	7.72
Jun-23	7.65	8.13	7.17	8.05	7.58	7.61	9.56	8.65	6.00	6.80	8.59	7.88
Jul-23	7.67	7.96	7.19	8.05	6.99	7.56	9.87	7.80	6.00	6.80	8.50	7.81
Ago-23	7.55	7.99	7.15	8.19	6.93	7.60	9.63	7.15	6.00	6.80	8.21	7.76
set-23	7.35	7.93	7.05	8.08	6.91	7.50	9.50	6.50	6.00	6.80	7.96	7.63
Oct-23	7.11	8.05	6.87	8.19	6.91	7.47	9.35	6.09	6.00	6.80	7.78	7.56
Nov-23	6.93	8.05	6.72	7.93	7.79	7.39	9.37	5.58	6.00	6.80	7.63	7.46
Dic-23	6.94	8.20	6.73	8.14	7.79	7.49	9.25	5.74	6.00	6.80	7.66	7.54

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 17/06/2022.

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)