



INFLACIÓN LLEGÓ A UN MÁXIMO DE 9,9%, PERO SE ESPERA UNA REVERSIÓN EN OCTUBRE

La inflación interanual saltó 0,4 pp. hasta un nivel de 9,9% en el mes de setiembre, registrándose un valor mensual de 0,8%, superior a nuestra proyección puntual (0,6%) y a la mediana de expectativas recabadas por el BCU (0,5%), ubicado de todos modos dentro del intervalo de probabilidad de 70% estimado por cinve.

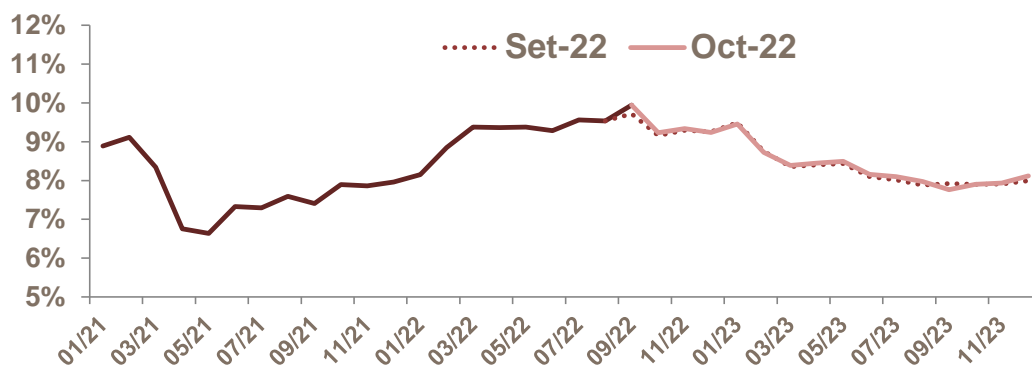
Se proyecta una caída importante de la inflación interanual en octubre (la proyección puntual la sitúa en 9,2%), debido a que se espera un dato mensual significativamente inferior a la inflación de 1,0% observada en octubre de 2021. Luego de esto, se observaría un leve incremento en noviembre, compensado luego en diciembre, de manera de que la inflación cerraría el año en el entorno de 9,2%. En 2023 registraría un aumento puntual en enero y adoptaría una trayectoria descendente hasta setiembre, registrando luego un ligero repunte para cerrar el año en niveles cercanos a 8,1%. Para el presente mes de octubre la proyección puntual de la inflación mensual se ubica en 0,38%, y se estima una probabilidad de 50% de ubicarse entre 0,24% y 0,53%.

La casi ausencia de corrección para las proyecciones a fin de año, pese al error de predicción positivo de setiembre, se explica principalmente por la moderación observada en los precios del ganado en pie, que impactaría en el precio de la carne para el consumidor. En las proyecciones presentadas se asume para noviembre y diciembre la ausencia de nuevos ajustes para los precios de ANCAP, y un tipo de cambio estable en torno a \$42,15. La sensibilidad de las proyecciones a estas variables continúa siendo un factor que agrega incertidumbre al panorama inflacionario para 2022, tal como se mencionó en los últimos informes y se analizó de manera más extensa en nuestro Informe de julio.

PROYECCIONES

Las correcciones a las proyecciones de cinve han sido menores, como puede apreciarse en el Gráfico 1, puesto que el error de predicción positivo en setiembre ha sido compensado por la última información incorporada sobre los precios del ganado. El Gráfico 2 ilustra la incertidumbre asociada a las proyecciones, incorporando intervalos de probabilidad entre 50% y 99%.

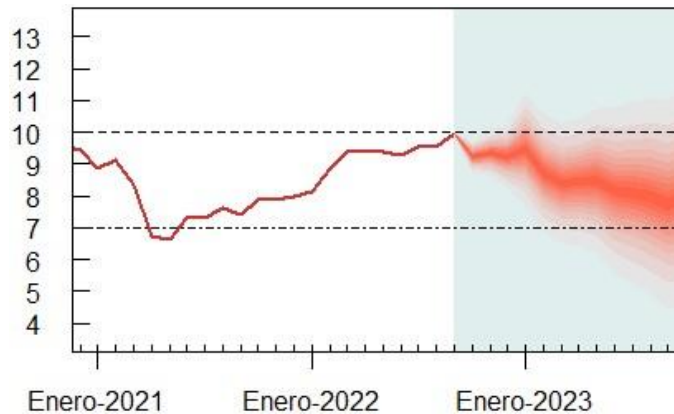
Gráfico 1: Modificación de la trayectoria prevista de inflación interanual



cinve – Informe de Inflación N° 245

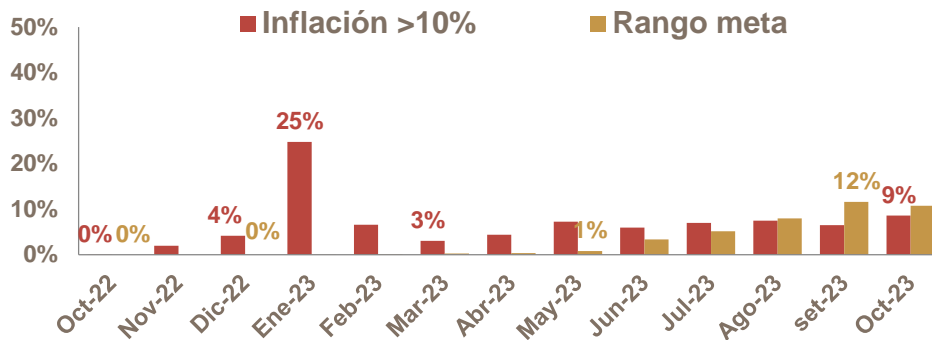
Octubre de 2022

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



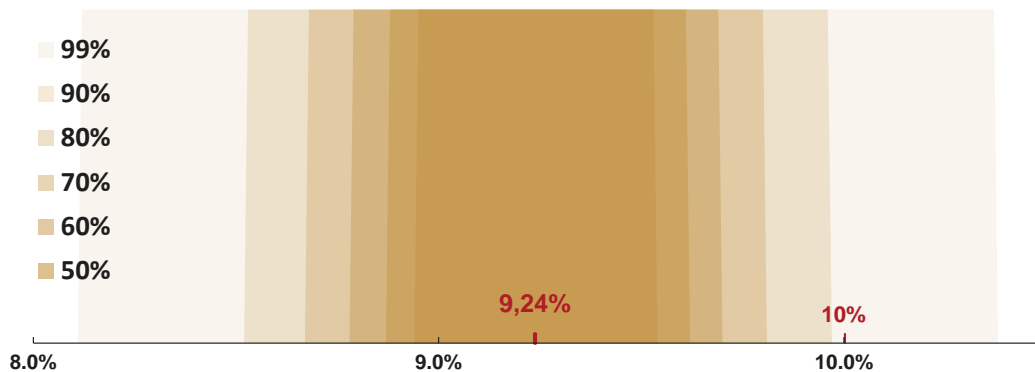
Como puede observarse en el Gráfico 3, las estimaciones de **cinve** indican que la probabilidad de que la inflación ingrese al rango meta (3%-6%) son virtualmente nulas hasta mediados de 2023, aumentando en el segundo y tercer trimestre de ese año, alcanzando una probabilidad algo superior a 10% recién a partir de setiembre. Por su parte, la probabilidad de superar la barrera de 10% es de 0% en octubre y aumenta ligeramente en lo que resta de 2022 para cerrar en apenas 4%. En tanto en enero de 2023 la barrera de 10% podría superarse con una probabilidad de 25%, pero esta luego vuelve a caer, exhibiendo a partir de marzo un comportamiento de tendencia alcista, pese a lo cual se encuentra siempre por debajo de 10% hasta octubre de 2023 inclusive.

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



Fuente: Proyecciones **cinve** al 14/10/2022

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



cinve – Informe de Inflación N° 245

Octubre de 2022

ANÁLISIS COYUNTURAL – La eficacia de la política monetaria: el ejemplo de los Estados Unidos

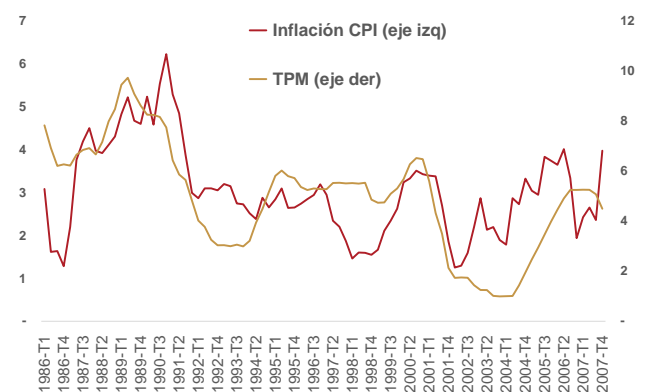
Recientemente se ha producido una interesante discusión en redes sociales y a través de artículos periodísticos sobre el mantenimiento de la actual política monetaria en Uruguay, teniendo en cuenta el surgimiento en los últimos meses de significativos riesgos, provenientes del complejo escenario global. Sin perjuicio de que compartimos los argumentos de reevaluar la política que lleva adelante el Banco Central (BCU), queremos enfocar otros aspectos que tienen relación con la eficacia y la eficiencia de la política.

Dadas las particularidades de Uruguay en cuanto a la política seguida en los últimos años (inclusión de objetivos de competitividad, cambio del instrumento de la política) y la ausencia de éxitos en el mantenimiento de la inflación en los rangos objetivo, consideramos que es ilustrativo discutir estos aspectos a partir de la experiencia de EE.UU. En efecto, este país es reconocido como un “caso de texto”, especialmente por los resultados obtenidos durante la “Gran Moderación” desde mediados de los 80s hasta bien entrado el S. XXI. Por otro lado, es una economía con condiciones muy favorables para estas políticas, con un mercado de trabajo flexible, ausencia en general de reglas o prácticas de indexación a la inflación pasada, el uso casi exclusivo de la moneda nacional (dólar) para las transacciones, la independencia del Banco Central (la Reserva Federal o Fed), etc.

En EE.UU, la política monetaria (y antiinflacionaria en general) es responsabilidad de la Fed. Cuando se observan episodios de inflación elevada el instrumento principal de la Fed es la Tasa de Política Monetaria (TPM), que incide sobre el costo del crédito de la economía. Así, ante la inflación elevada que comenzó a observarse en la mitad del año pasado, la Fed inició una fase contractiva de política monetaria con aumentos de la TPM desde niveles de 0% al 3,25% actual. El valor puede resultar modesto para los niveles acostumbrados en nuestro país, pero representó unos de los mayores incrementos en la historia moderna de la Fed. Casi seguramente el próximo aumento de la TPM la dejará en 4%, y la discusión hoy en EE.UU. es si la Fed debe enlentecer el incremento de la tasa, o mantener estos aumentos de 75 puntos básicos hasta que la inflación muestre claramente signos de moderación.

Considerando el período de principios de los 80s hasta el 2007 (para evitar el período entre la crisis de 2008 y la pandemia, que no fue de inflación elevada), pueden observarse, entre otras, dos instancias de aumento de la TPM (o de sesgo contractivo): de 1986 a 1989, y de 2004 a 2007, entre otros. En el gráfico se infiere que la política contractiva se activa cuando la inflación pasa cierto límite, y en general se revierte (lo que en la jerga se denomina “pivot”) aun cuando la inflación contemporánea se mantiene alta. La gráfica puede inducir a error ya que la Fed considera otros índices para el seguimiento de la inflación, y, por otro lado, se presta más atención a las “expectativas” o las proyecciones de los agentes sobre la inflación futura, más que a la inflación corriente.

Gráfico 5: Inflación interanual de acuerdo con el CPI (eje izquierdo) y Tasa de Política Monetaria de la Fed (eje derecho). Datos trimestrales, en %.



Fuente: St. Louis Fed

¿Cuál es el mecanismo por el cual la política monetaria influye en la inflación? En primer lugar, se ha observado sistemáticamente que cambios en la TPM (que es básicamente una tasa indicativa) se trasladan rápidamente a las tasas de interés de corto plazo. Luego, una política contractiva tiene un primer efecto de encarecimiento del crédito a las familias y empresas, incidiendo sobre el nivel de la demanda (para consumo, inversión), y descomprimiendo las presiones inflacionarias.

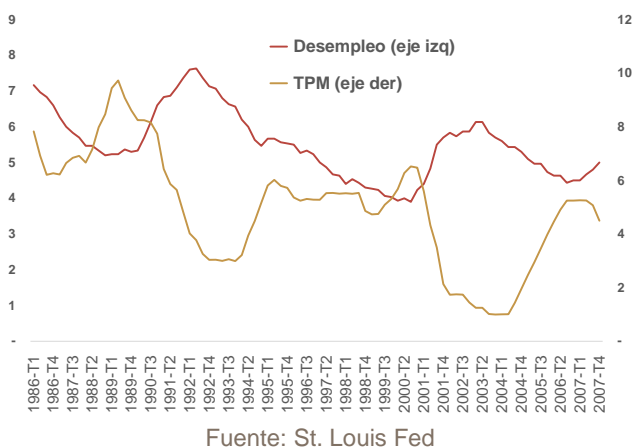
Cabe preguntarse, ¿qué tan eficiente es la política monetaria en EE.UU.? En otras palabras, ¿cuán rápido se produce la convergencia de la inflación a los valores objetivo, tratando de minimizar los efectos

cinve – Informe de Inflación N° 245

Octubre de 2022

recesivos en la economía? Como se aprecia en el gráfico anterior, en los episodios comentados no se produjo una baja rápida de la inflación, aunque ello depende obviamente del “vigor” y la rapidez con que se llevaron adelante los aumentos de tasas de interés. En lo que sí se observa una mayor rapidez es en los efectos sobre la tasa de desempleo, como puede observarse en el gráfico siguiente. Es decir, la restricción a la demanda afecta directamente la producción de bienes y servicios, aumentando los niveles de desempleo de la economía. Además de la reducción de presiones inflacionarias por el lado de los ingresos de los agentes, los efectos sobre el mercado de trabajo también tienen incidencia por menores salarios y, por ende, reducción de los costos de las empresas.

Gráfico 5: Tasa de desempleo (eje izquierdo) y Tasa de Política Monetaria de la Fed (eje derecho). Datos trimestrales, en %.



En resumen, una política monetaria contractiva en una economía tan particular como la de EE.UU. muestra impactos significativos y rápidos sobre la actividad y el mercado de trabajo, pero una incidencia más moderada (y eventualmente retrasada) sobre los precios.

La comparación con Uruguay surge naturalmente. Nuestra economía presenta niveles de rigidez del mercado de trabajo mucho mayores que los estadounidense, con reglas y prácticas de indexación a la inflación pasada no sólo en salarios, como generalmente se enfatiza, sino en todo tipo de bienes y servicios: alquileres, escuelas privadas, y aún en las tasas que cobra el Estado por sus servicios. La economía de EE.UU. es notoriamente mucho más profunda financieramente, y con una única moneda. El mercado interno genera posibilidades de competencia entre empresas que no pueden observarse en Uruguay. Ligado al tamaño de la economía norteamericana, téngase en cuenta que la suma de importaciones y exportaciones se ubicó en alrededor del 26% del PIB, previo a la pandemia, mientras que en Uruguay el valor es casi el doble, de más de 50%. Los precios asociados a estos bienes en Uruguay no son afectados en lo sustancial por la política monetaria, excepto por su incidencia en el tipo de cambio. Ello en circunstancias como las actuales, con presiones al alza por precios internacionales, es muy significativo, no sólo para el diagnóstico, sino para el análisis de la eficiencia.

Como conclusión, en EE.UU., el país que es señalado como un ejemplo de “buenas” políticas anti-inflacionarias, estas políticas presentan una eficiencia relativa. Si éste es el caso de EE.UU., en Uruguay deberíamos comprender que la eficacia y la eficiencia resultarán necesariamente menores, reevaluando las líneas generales de la política (incorporando medidas no monetarias en la lucha anti-inflacionaria, por ejemplo) y, sobre todo, asumiendo los alcances reales de estas políticas. Dada la debilidad del instrumento, no se trata simplemente de aumentar la dosis.

cinve – Informe de Inflación N° 245

Octubre de 2022

CAMBIO DE DEFINICIONES DE INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE

Es común a nivel académico y de analistas de coyuntura el estudio de la inflación considerando distintas aperturas del conjunto de bienes y servicios que componen la canasta del índice tomado como referencia, en Uruguay el Índice de Precios del Consumo (IPC). Una apertura muy común es en inflación “núcleo” (o tendencial) e inflación residual, buscando aislar aquellos componentes más volátiles y que pueden estar “contaminando” el análisis de la inflación de medio y largo plazo, mejor representada a partir del cálculo de “núcleo”.

Otra clasificación común es en productos (bienes y servicios) transables y no transables. Por “transables” se entienden los bienes (y eventualmente algunos servicios) que son objeto de comercio internacional, tanto de exportación como de importación. O que pueden ser objeto de este comercio. Para estos bienes su precio se fijará en base a los precios internacionales más impuestos, márgenes de comercialización, etc., hasta la llegada al consumidor final. Lo que es más importante, en ausencia de modificaciones impositivas, de canales de comercialización, el precio interno evolucionará de acuerdo a los movimientos del tipo de cambio y de los precios internacionales. Por el contrario, los precios de los productos “no transables” se fijan principalmente por condiciones de oferta y demanda interna, aun cuando el tipo de cambio y los precios internacionales pueden ciertamente influir (incidiendo en los precios de los insumos, por ejemplo).

El Instituto Nacional de Estadística (INE) se encuentra abocado a la elaboración de una nueva base que sustituirá a la actual, de diciembre de 2010. Esta nueva base utilizará los resultados de la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares de 2016 y permitirá actualizar no solamente los productos que integran la canasta sino también sus ponderaciones.

Se espera que la nueva canasta del IPC sea publicada en los próximos meses, y a partir de su publicación se tendrán los cálculos de los resultados mensuales con la nueva metodología. Ello obligará a analizar y eventualmente modificar las definiciones de los distintos grupos de productos: transables, no transables, núcleo, etc.

Sin perjuicio de esta revisión general en los próximos meses, se decidió realizar actualmente un cambio, que probablemente se mantenga con la nueva base, y reclasificar el precio de la energía eléctrica del grupo de “transables” al de “no transables”.

Se clasificaba a la energía eléctrica dentro de los “transables” a pesar de que el consumidor promedio obtiene energía eléctrica directamente de UTE y no en un mercado de energía eléctrica conectado a los mercados internacionales, reflejando una estructura económica en la que las importaciones y la generación de energía eléctrica a partir de insumos importados (petróleo) jugaban un rol importante en las decisiones de precios de UTE, de manera que existía una clara influencia de los precios internacionales (y del tipo de cambio) en el proceso de formación de precios.

Siendo UTE una empresa monopólica (más allá de algunos pasos que se están realizando en el mercado mayorista de energía eléctrica), y dado el hecho de que crecientemente los costos de producción se han independizado de los precios de combustibles (generación hidráulica, eólica, etc.), nuestra conclusión es que el proceso de determinación de las tarifas eléctricas se acerca más a un producto no transable, más allá de las particularidades de UTE como ente público.

(cont.)

cinve – Informe de Inflación N° 245

Octubre de 2022

CAMBIO DE DEFINICIONES DE INFLACIÓN TRANSABLE Y NO TRANSABLE

Por esta razón, en adelante **cinve** considerará a la tarifa de electricidad como un precio no transable. De acuerdo con esta definición, los rubros transables están compuestos por: alimentos elaborados, tabaco, manufacturas, servicios transables (paquetes turísticos, servicios postales y transporte de pasajeros), combustibles y carne, con un peso total de 48,85% dentro del IPC. Los rubros no transables son servicios públicos (OSE y ANTEL), servicios salud, de educación y otros servicios, las frutas y verduras (debido a las restricciones de importación que operan para muchas de ellas) y ahora la energía eléctrica, con un peso total de 51,15% en el IPC. Las series de inflación transable y no transable, mensual e interanual, que figuran en los Anexos A y B han sido modificadas a partir del presente informe, reflejando ahora la evolución pasada y proyectada de estas variables de acuerdo con la nueva clasificación de bienes y servicios.

cinve – Informe de Inflación N° 245

Octubre de 2022

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	0.63	2.89	0.76	0.44	2.76	0.84	1.51	10.42	2.63	5.35	4.46	1.78
Feb-22	0.98	1.93	0.68	1.02	0.73	0.84	5.38	1.76	0.01	0.65	3.19	1.47
Mar-22	1.35	0.88	1.18	0.85	0.05	0.90	2.90	0.72	0.00	0.13	1.66	1.11
Abr-22	0.88	0.13	0.98	0.69	1.20	0.87	-2.22	2.15	0.01	0.09	-0.52	0.49
May-22	0.75	0.20	0.63	0.75	0.62	0.68	-0.92	1.20	0.02	0.03	-0.11	0.46
Jun-22	0.82	0.37	0.57	0.55	0.25	0.52	0.91	1.12	0.00	-0.11	0.76	0.59
Jul-22	0.88	0.66	1.11	0.55	1.69	0.92	0.39	0.56	0.01	0.04	0.36	0.77
Ago-22	0.62	1.03	0.67	1.12	1.84	1.01	0.52	0.26	0.00	0.10	0.34	0.83
set-22	0.48	1.18	0.89	0.38	0.59	0.63	3.31	-0.76	0.00	0.07	1.42	0.84
Oct-22	0.44	0.33	0.88	0.49	0.00	0.60	-0.03	-0.71	0.00	0.00	-0.21	0.38
Nov-22	0.37	0.33	0.65	0.76	0.08	0.63	-0.93	0.14	0.00	0.00	-0.43	0.35
Dic-22	0.47	-0.82	0.34	0.61	0.35	0.47	0.31	-7.67	0.00	0.00	-2.00	-0.19
Ene-23	0.97	2.96	0.44	0.84	1.35	0.72	2.05	11.67	6.00	6.80	5.57	1.99
Feb-23	0.73	0.85	0.64	1.10	0.17	0.79	0.90	1.24	0.00	0.00	0.80	0.79
Mar-23	0.81	0.78	0.81	0.69	1.20	0.80	1.32	0.42	0.00	0.00	0.77	0.79
Abr-23	0.63	0.46	0.85	0.59	0.21	0.66	0.43	0.10	0.00	0.00	0.24	0.55
May-23	0.56	0.46	0.61	0.71	0.20	0.61	0.33	0.26	0.00	0.00	0.24	0.51
Jun-23	0.42	0.14	0.43	0.40	0.16	0.38	-0.19	0.26	0.00	0.00	-0.02	0.28
Jul-23	0.59	0.83	0.33	0.68	1.62	0.63	1.63	0.42	0.00	0.00	0.93	0.71
Ago-23	0.47	0.94	0.35	0.97	0.43	0.64	1.67	0.26	0.00	0.00	0.91	0.71
set-23	0.65	0.63	0.61	0.47	1.14	0.60	1.21	0.43	0.00	0.00	0.73	0.64
Oct-23	0.67	0.36	0.71	0.58	0.00	0.57	0.48	0.43	0.00	0.00	0.36	0.51
Nov-23	0.47	0.30	0.57	0.54	0.91	0.60	-0.56	0.27	0.00	0.00	-0.21	0.38
Dic-23	0.53	-0.54	0.45	0.82	0.24	0.60	0.62	-7.29	0.00	0.00	-1.71	-0.02

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 14/10/2022.

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)

cinve – Informe de Inflación N° 245

Octubre de 2022

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	11.47	5.20	9.50	7.75	8.68	8.61	4.80	10.10	2.87	12.92	6.94	8.15
Feb-22	11.48	6.48	9.63	7.55	8.41	8.54	10.86	11.86	2.81	6.44	9.67	8.85
Mar-22	11.68	7.30	9.57	7.77	8.57	8.63	13.97	12.57	2.81	6.58	11.41	9.38
Abr-22	11.51	7.41	9.31	8.47	8.62	8.85	11.43	14.88	2.82	6.51	10.78	9.37
May-22	11.24	7.65	9.17	9.02	9.00	9.08	9.49	16.13	2.84	6.51	10.16	9.37
Jun-22	11.03	7.67	9.27	8.87	9.14	9.07	10.14	13.77	2.83	6.42	9.87	9.29
Jul-22	11.20	8.04	9.83	8.72	10.31	9.38	10.88	13.05	2.83	6.48	10.05	9.56
Ago-22	10.51	8.62	10.00	9.28	10.42	9.72	10.22	10.52	2.72	6.58	9.03	9.53
set-22	10.27	9.64	10.25	8.94	11.19	9.76	13.50	9.90	2.71	6.38	10.44	9.95
Oct-22	9.28	9.19	10.10	8.59	11.05	9.52	9.83	9.16	2.71	6.40	8.46	9.23
Nov-22	9.03	9.62	10.06	8.58	10.80	9.47	11.06	8.87	2.70	6.40	8.97	9.34
Dic-22	9.02	9.46	9.75	8.51	10.60	9.28	11.46	8.67	2.70	6.40	9.12	9.24
Ene-23	9.38	9.52	9.40	8.94	9.09	9.16	12.05	9.89	6.07	7.87	10.27	9.46
Feb-23	9.12	8.36	9.36	9.03	8.48	9.11	7.29	9.34	6.06	7.17	7.71	8.73
Mar-23	8.54	8.26	8.95	8.87	9.73	9.00	5.65	9.02	6.06	7.04	6.78	8.39
Abr-23	8.28	8.62	8.81	8.76	8.66	8.77	8.52	6.82	6.04	6.94	7.59	8.45
May-23	8.08	8.89	8.79	8.72	8.21	8.69	9.89	5.83	6.02	6.91	7.97	8.50
Jun-23	7.65	8.65	8.64	8.55	8.11	8.54	8.69	4.93	6.02	7.02	7.13	8.16
Jul-23	7.34	8.83	7.79	8.69	8.04	8.23	10.03	4.78	6.01	6.98	7.74	8.10
Ago-23	7.18	8.73	7.45	8.54	6.54	7.84	11.28	4.78	6.00	6.88	8.35	7.98
set-23	7.37	8.13	7.15	8.63	7.13	7.81	9.02	6.03	6.00	6.80	7.61	7.76
Oct-23	7.61	8.17	6.97	8.72	7.13	7.78	9.58	7.24	6.00	6.80	8.24	7.90
Nov-23	7.72	8.14	6.89	8.49	8.02	7.74	9.99	7.37	6.00	6.80	8.47	7.93
Dic-23	7.78	8.44	7.01	8.71	7.90	7.88	10.33	7.82	6.00	6.80	8.79	8.12

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 14/10/2022.

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)