¿POR QUÉ LA MEJORA DEL TIPO DE CAMBIO REAL NO SE DILUYÓ EN AUMENTOS DE LOS PRECIOS?

Felipe Palermo
Federico Riella
Equipo de seguimiento macroeconómico de **cinve**

Entre enero y setiembre de 2026, el tipo de cambio real (TCR) de Uruguay mejoró de forma significativa: 5% frente a las economías fuera de la región, 9% frente a Brasil y cerca de 20% frente a Argentina. Hasta el momento, el movimiento no se ha diluido en precios. La razón reside en que la mejora del TCR obedeció a una combinación de factores domésticos que redujeron el traspaso del tipo de cambio a la inflación.

El TCR mide la relación de precios entre dos países, expresada en una misma moneda. Un aumento de TCR implica que el Uruguay se abarató respecto al país, o al conjunto de países, con que se le compara. Una depreciación nominal del peso uruguayo sólo mejora la "competitividad-precio" si los precios internos no acompañan el movimiento alcista de la cotización del dólar.

Estimaciones para Uruguay correspondientes al periodo comprendido entre los años 1992 y 2006 indican que, tras un aumento del tipo de cambio, el traspaso al Índice de Precios de Consumo (IPC), principal indicador de la inflación, alcanzaba al 25% al cabo de un año y al 33% en el mediano plazo. (1) Cerca del 76% del efecto total (traspaso del tipo de cambio a los precios domésticos) se verificaba en los cuatro trimestres siguientes. El impacto era especialmente fuerte en los bienes transables (48% al finalizar el primer año) y alcanzaba, con mayor lentitud, a los no transables (28% en tres años).

La mejora reciente del TCR partió de una inflación excepcionalmente baja. En marzo de 2026, la variación interanual del IPC fue del 2,94 %, ubicándose por debajo del límite inferior del rango meta de Banco Central del Uruguay (BCU): el registro más bajo en setenta años. En ese contexto, el BCU entre fines de enero y principios de marzo redujo la tasa de política monetaria (TPM) desde el 7,50 % al 5,75 %.

El dólar subió cerca de tres pesos en el período. Esto no se debió a compras de reservas, ventas para defender la cotización, ni tampoco a una devaluación discrecional de la moneda nacional. La depreciación se produjo por el alineamiento del tipo de cambio respecto a la evolución internacional de la divisa estadounidense, obviamente, en el marco del recorte de la TPM por parte de la autoridad monetaria.

Menor traspaso: expectativas y salarios

El cambio en el coeficiente que mide el traspaso de las alzas del dólar a los precios domésticos sugiere que no se está en presencia de un parámetro que pueda considerarse fijo. La intensidad con que se procesan los efectos de los movimientos cambiarios a la inflación en Uruguay depende de las expectativas de quienes fijan precios y salarios.

La evidencia para Uruguay indica, en primer lugar, que la credibilidad de la política monetaria desempeña un papel clave: un aumento de 1 punto porcentual en el desvío de las expectativas respecto de la meta inflacionaria puede hasta duplicar el tamaño del coeficiente de traspaso. En definitiva, cuando el BCU es creíble en su compromiso respecto a la meta inflacionaria, los formadores de precios trasladan menos los movimientos del dólar.

En segundo lugar, las variaciones temporales del coeficiente de traspaso a precios están asociada a los cambios que se van procesando en la formación de salarios. En este sentido, la propuesta del Poder Ejecutivo para la ronda de Consejos de Salarios de 2025 estableció aumentos nominales fijos por semestre, en lugar de fórmulas indexadas a la inflación pasada. Los correctivos ante eventuales desvíos se activarán solo si la inflación subyacente acumulada en doce meses supera el ajuste nominal en más de 0,5 puntos porcentuales y cubren únicamente ese exceso. Cabe precisar que, a partir del análisis de

Plaza Independencia 749, 202
11100, Montevideo, Uruguay
(598) 2908 26 67 - 2908 15 33
cinve.org.uy
cinve
CENTRO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

la información disponible hasta el presente, no se prevé correctivo para el tramo de remuneraciones más altas. El propósito del mecanismo propuesta fue interrumpir la inercia inflacionaria y, en particular, afectar efectos de segunda ronda hacia los precios de los bienes y servicios no transables (a través de ulteriores movimientos de los salarios nominales).

Las consecuencias macroeconómicas de este mecanismo distan mucho de ser irrelevantes. Con un coeficiente de traspaso elevado, el tipo de cambio pasaría a ser un determinante de primer orden de la inflación, en la medida en que la autoridad monetaria debería prestarle atención a la trayectoria de la cotización del dólar y la tasa de interés perdería capacidad para atender los movimientos cíclicos de la economía. Para una economía que ha asumido un régimen monetario de objetivos de inflación, es importante que el coeficiente de traspaso se reduzca lo más posible.

Al día de hoy

En octubre de 2026, la inflación mensual fue del 0,59% -en línea con el 0,57% previsto por **cinve**- y la variación interanual llegó al 4,82%. Fue el tercer mes consecutivo en que la tasa interanual de inflación se ubicó por encima de la meta puntual del 4,5%. Ante estos acontecimientos, y teniendo en cuenta que el BCU decidió, recientemente, aumentar la TPM, **cinve** proyecta una inflación anual del 5,4% para este año y una convergencia paulatina hacia la meta del BCU hacia mediados de 2027.

El repunte inflacionario parece estar asociado al impacto de shocks de oferta de origen externo: combustibles más caros debido al encarecimiento del petróleo ligado al conflicto en Oriente Medio, costos de fletes internacionales en niveles récord y eventos climáticos adversos que han impactado sobre los precios de una amplia variedad de alimentos. Como el traspaso suele ser menor ante shocks de precios internacionales que ante shocks financieros o monetarios, es razonable conjeturar que este repunte no reabriría por sí solo el canal de efectos de segunda ronda sobre la tasa de inflación

La consolidación de la mejora podrá evaluarse a partir de tres variables: i) el comportamiento de las expectativas de inflación a veinticuatro meses respecto de la meta inflacionaria del 4,5%, principal determinante del tamaño del traspaso; ii) la evolución de los precios no transables, en especial los de los servicios, dado que un repunte concentrado en energía y alimentos puede convivir con una mejora de competitividad mientras que su difusión a los servicios la pondría en duda; iii) los correctivos salariales, cuya activación generalizada reintroduciría la indexación por una vía indirecta.

A modo de conclusión

Lo ocurrido entre enero y setiembre de 2026 sugiere que la mejora del tipo de cambio real tuvo lugar de una forma sostenible en el tiempo. Si esta interpretación es correcta, la consolidación de las expectativas en torno a las metas inflacionarias del BCU y la gradual desindexación salarial no son solo instrumentos antiinflacionarios, sino que representan una herramienta de mejora genuina de la "competitividad-precio".

(1) Cociente entre el coeficiente acumulado a cuatro trimestres y el de largo plazo (0,25 / 0,33 = 0,758).

Referencias

Hagopian, Martín (2006). *Pass-through del tipo de cambio a precios*. Tesis de Maestría, Universidad de la República.

Cuitiño, María Fernanda, Juan Pablo Medina y Laura Zacheo (2021). *Exchange Rate Pass-Through Conditional on Shocks and Monetary Policy Credibility. The Case of Uruguay*. Banco Central del Uruguay.

Plaza Independencia 749, 202
11100, Montevideo, Uruguay
(598) 2908 26 67 - 2908 15 33
cinve.org.uy

cinve
CENTRO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS