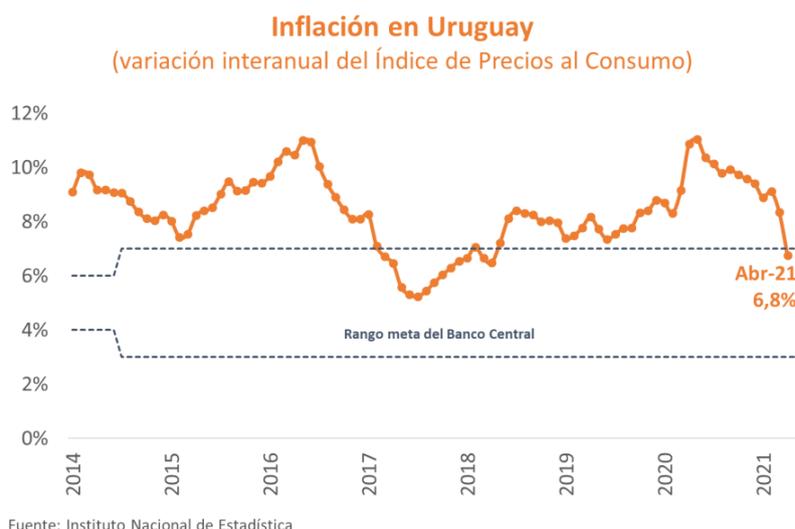


Inflación a la baja y dentro del rango meta

Según datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística en el día de hoy, la inflación interanual medida a través del Índice de Precios al Consumo (IPC) se ubicó en el pasado mes de abril en 6,8%, presentando un descenso de 1,6 puntos porcentuales respecto al mes anterior. Desde el máximo nivel alcanzado el año pasado (11,1% en el mes de mayo), se ha presentado una tendencia a la baja de forma casi ininterrumpida. Al respecto, por primera vez desde abril de 2018, la variación del IPC en términos interanuales ingresó en el rango establecido como objetivo (3%-7%) por el Banco Central del Uruguay (BCU).



En el mes de abril particularmente, la inflación fue de 0,5%, levemente por debajo de las expectativas del mercado (0,6%), mientras que, en los primeros cuatro meses del año, la inflación acumulada asciende al 3,6%.

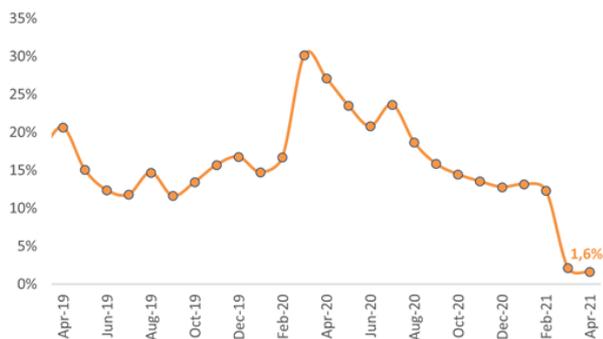
- **¿Qué factores están explicando dicha tendencia a la baja?**

Por un lado, se produjo la **salida de la medición 12 meses del aumento de tarifas públicas de abril de 2020**, que sumado al incremento de enero del presente año, contribuían a una mayor inflación.

Por otro lado, la **menor depreciación del tipo de cambio** ha contribuido a reducir las presiones inflacionarias sobre los bienes y servicios transables (en particular, alimentos y bebidas, y carne). Esto es, aquellos que se comercializan con el exterior y cuya formación de precios responde a variaciones en los precios internacionales y en el tipo de

cambio. En esta línea, el dólar presentó un aumento nominal interanual en marzo y abril de 2,1% y 1,6% respectivamente, muy inferior a los valores cercanos al 30% que se registraron hace un año ante el surgimiento de la pandemia. Al respecto, comienza a producirse la reversión de dicho efecto en el nivel general de precios.

Tipo de cambio nominal -UYU/USD-
(variación % interanual)



Fuente: BEVSA

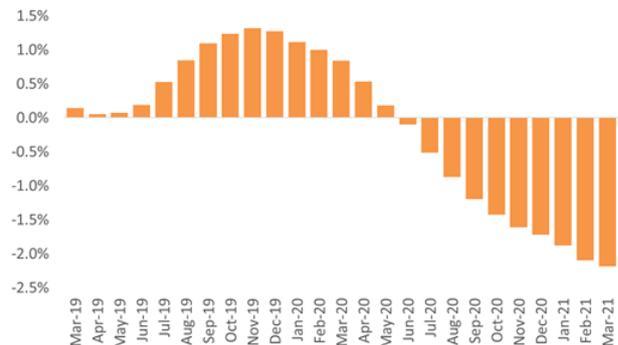
Este comportamiento de la moneda estadounidense en Uruguay, se fundamenta en la relativa debilidad de la misma a nivel global, en un escenario de fuerte recuperación de la economía de aquel país y condiciones financieras que continúan extremadamente laxas pese a signos de mayor volatilidad en los mercados en los últimos meses.

Por su parte, la caída de la actividad, el aumento de la capacidad ociosa, el mayor deterioro del mercado laboral y la contracción del ingreso de los hogares y el salario real están contribuyendo a moderar las presiones inflacionarias de demanda sobre los precios. En particular, sobre los servicios no transables, cuya formación de precios responde a factores domésticos.

En este sentido, la relativa y parcial recuperación económica que venía observándose en el segundo semestre de 2020 se habría interrumpido en los primeros meses del año dado la agudización de la

situación sanitaria, el efecto negativo del cierre de fronteras en la temporada turística y las mayores restricciones a la movilidad de las personas que implicaron entre otras medidas nuevas afectaciones de oferta para algunos sectores de actividad. Por su parte, en el mercado laboral que atravesaba un complejo panorama previo a la pandemia, se habrían perdido aprox. 32 mil puestos de trabajo en la comparación interanual a febrero de 2021. Asimismo, los ingresos de los hogares (sin valor locativo ni aguinaldo) medidos en pesos reales de febrero, se ubicaban 7,9% por debajo de los niveles de hace un año, mientras que los salarios acumulan diez meses consecutivos de caída descontado el efecto inflacionario.

Salario real
(promedio móvil 12 meses, var. % interanual)



Elaboración propia en base a INE

• Síntesis y desafíos de corto plazo

En resumen, la disminución de la inflación responde en mayor parte a factores particulares explicados por el efecto “escalón” derivado de los precios administrados o regulados y otros de naturaleza cíclica vinculados a la contracción de la actividad y la debilidad global del dólar.

No obstante, pese a cierta continuidad de la fase recesiva del ciclo económico, surgen algunos elementos que desafían la velocidad del proceso desinflacionario prevista por el

BCU y la mantención de la inflación dentro del rango meta en los próximos meses.

En primer lugar, el **desanclaje de las expectativas de los agentes formadores de precios** en un contexto de inicio de la 9na Ronda de Negociación Colectiva entre junio y julio. En este sentido, las expectativas de inflación de los empresarios se han mantenido rígidas a la baja (en torno al 9%), por lo que una mayor inflación esperada podría dar lugar a incrementos salariales superiores a las pautas establecidas por el gobierno y consecuentemente tener un impacto negativo sobre la inflación no transable y la competitividad del sector transable. Asimismo, en dicha ronda salarial se instaurará el debate sobre la pertinencia de los **mecanismos de indexación salarial**. Al respecto, uno de los mayores desafíos supone continuar el proceso de desindexación iniciado a partir del acuerdo puente del año anterior, en un escenario de tensiones entre la recuperación del salario real y el empleo. Dichos mecanismos han contribuido en los últimos años a una mayor inercia inflacionaria y desanclado en cierta forma las expectativas de los agentes formadores de precios.

En segundo lugar, se volverá a discutir la **eventual suba del precio de los combustibles**, en un contexto donde aún no se ha puesto en práctica lo aprobado en la Ley de Urgente Consideración respecto a su forma de ajuste. Parece claro que es necesario converger lo más pronto posible hacia un sistema donde las tarifas se fijen de acuerdo a criterios técnicos y no intenten dar respuesta a otros problemas macroeconómicos como la inflación, la situación fiscal y la competitividad.

En tercer lugar, el **alza del precio de las materias primas**, la **“normalización” parcial de los precios de algunos servicios** afectados por las restricciones y la **dinámica más volátil del tipo de cambio** también implican riesgos en el corto plazo.

Por último, está presente el desafío asociado al **timing de la política monetaria para migrar hacia un sesgo más contractivo en un contexto de dificultades para consolidar la recuperación**.

En síntesis, el ingreso de la inflación al rango meta luego de permanentes desvíos debe interpretarse como una buena noticia. Al respecto, un reciente documento del BCU denominado *“Hacia una moneda de calidad”* (Labat y Licandro, 2021) sostenía que la inflación interanual se ubicó por fuera del rango meta en el 83% de los meses en los últimos diez años. Además, afirmaba que la inflación se convertía en una prioridad para la autoridad monetaria en los casos en que la misma se ubicara cercana al 10%, sugiriendo implícitamente que el centro del rango era del 8%. En los últimos meses, las autoridades del BCU han llevado adelante un conjunto de acciones que apuntan a dotar a la política monetaria de mayor credibilidad en sus objetivos y transparencia en sus comunicaciones. Sin embargo, el proceso desinflacionario no está exento de desafíos a corto plazo y requerirá entre otras cosas de una mayor consistencia entre las políticas monetarias, fiscal y de ingresos.