



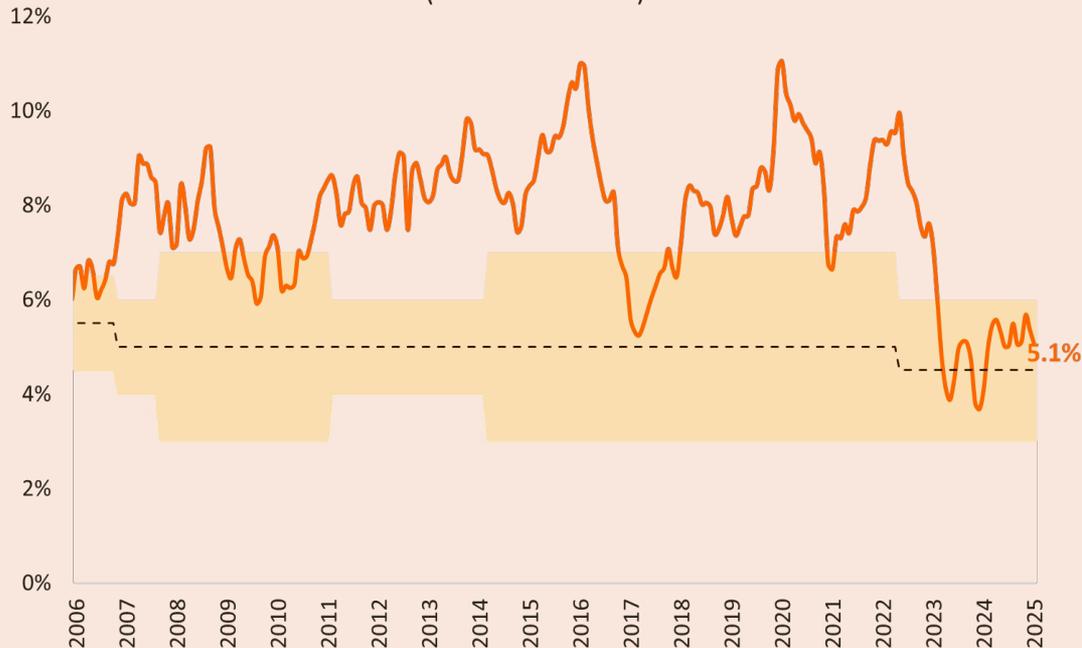
24 MESES DE INFLACIÓN EN LA META: UNA MEJORA DE BIENESTAR

04 de junio de 2025 - Boletín Macroeconómico N°56





INFLACIÓN INTERANUAL (variación del IPC)



Fuente: Elaboración propia en base a datos INE

lación de mayo de 2025 (5,05%)
marca un hito:
por primera vez desde que
Uruguay adoptó el régimen de
metas de inflación (inflation
targeting), se cumplen 24 meses
consecutivos dentro del rango
de tolerancia.

¿Por qué es relevante? Porque
el horizonte típico de evaluación
de la política monetaria
-el Horizonte de Política Monetaria
(HPM)- es precisamente de
24 meses.

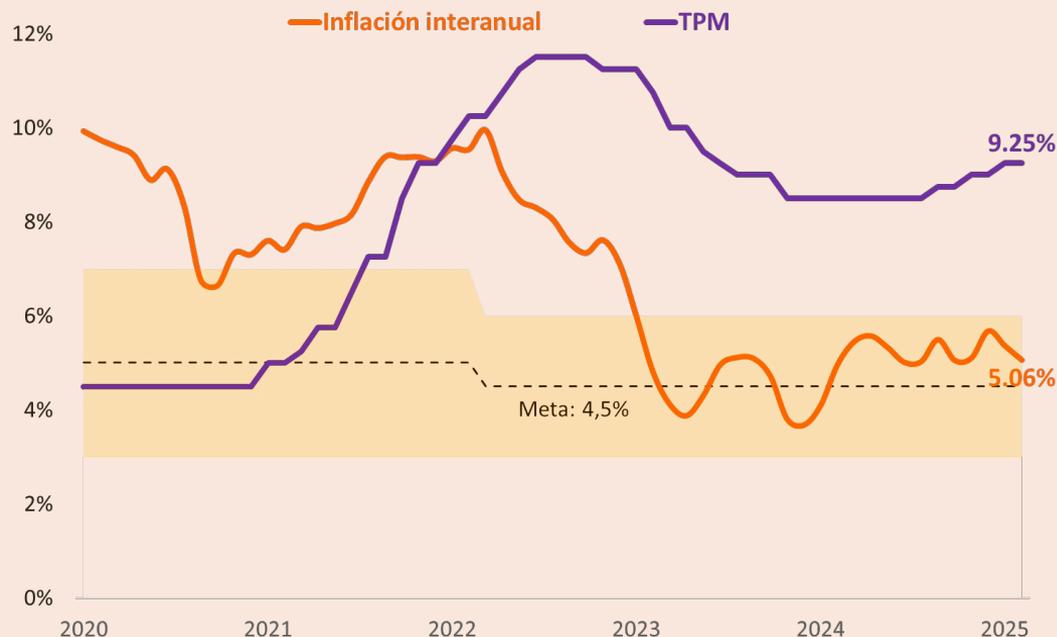
Hasta ahora, nunca se había
alcanzado un cumplimiento
sostenido de esta duración.
De hecho, la inflación ha estado más
tiempo fuera del rango que dentro.

Este nuevo escalón en la inflación responde a dos cambios clave: el cambio de instrumento y el abandono de los llamados “platos chinos”.

Los bancos centrales disponen de dos herramientas principales: controlar los agregados monetarios o fijar la tasa de interés. Al usar una, la otra se determina endógenamente.

Desde setiembre de 2020, el BCU adoptó la tasa de interés como instrumento, alineándose con la mayoría de los bancos centrales del mundo. Esta herramienta ofrece una señal más clara al mercado, facilitando su interpretación y el anclaje de expectativas.

INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA



COTIZACIÓN DÓLAR E INTERVENCIONES DEL BCU EN EL MERCADO SPOT



Fuente: Elaboración propia en base a datos BCU y BEVSA

Uruguay tiene un régimen cambiario de flotación sucia: el tipo de cambio se determina en el mercado, pero el BCU puede intervenir si lo considera necesario. En la práctica, las intervenciones recientes han sido mínimas: no se realizan desde agosto de 2021, y el nuevo directorio ha dado señales de continuar en esa línea.

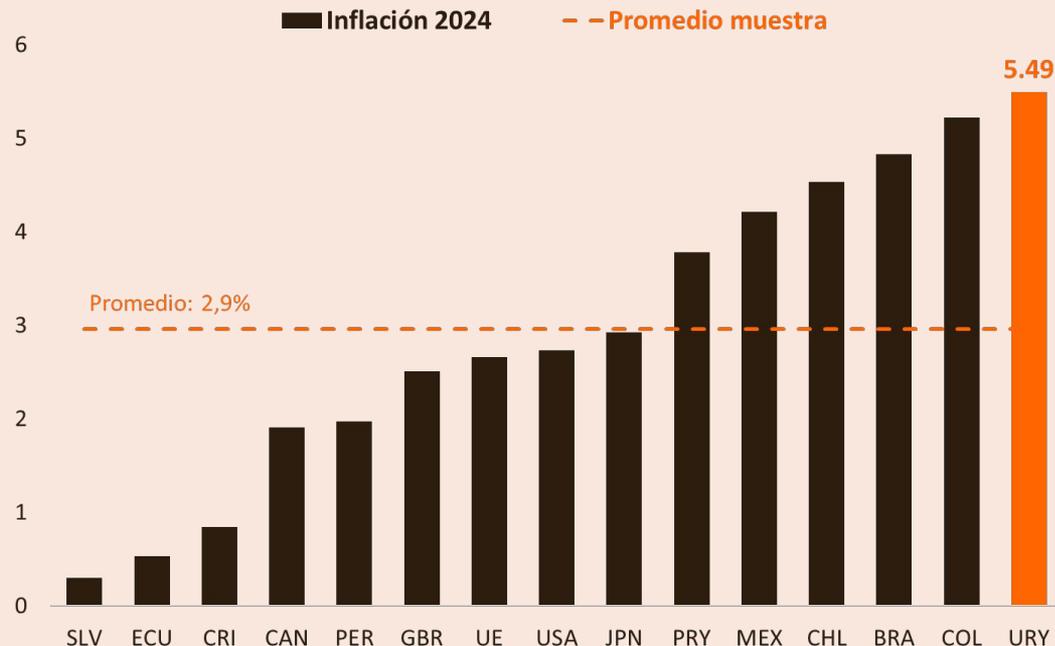
En este sentido, cuando la política monetaria tuvo objetivos múltiples ni se apuntaló el tipo de cambio real, ni se cumplió el objetivo de inflación ni se amortiguaron shocks desde el resto del mundo.

Según la propia Carta Orgánica del BCU, su objetivo es “la estabilidad de precios que contribuya con los objetivos de crecimiento y empleo”. Esto implica que **existe únicamente un objetivo de inflación, el central no tiene (ni debería tener) objetivos de tipo de cambio.**

Ahora bien, ¿qué se entiende por una estabilidad de precios que favorezca el crecimiento y el empleo? Sin lugar a dudas una **inflación baja y estable.** Es la única que preserva el poder adquisitivo (fundamental para el consumo) y brinda previsibilidad de precios (condición necesaria para fomentar la inversión).

INFLACIÓN INTERANUAL A FIN DE AÑO

(selección países América Latina y economías extraregionales)



RESULTADO PARAFISCAL

(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a datos MEF

La política antiinflacionaria impulsada por el Banco Central no estuvo exenta de costos.

Uno de los más visibles ha sido el deterioro del resultado fiscal del propio BCU. Desde el cambio de instrumento en 2020, el uso intensivo de la tasa de interés como herramienta de política monetaria llevó a un incremento significativo en los pagos por intereses asociados a los pasivos remunerados. Como consecuencia, el resultado financiero del Banco Central se deterioró en 0,5% del PIB respecto a 2019.

La inflación cayó más rápido de lo previsto, conformándose una “sorpresa desinflacionaria”.

En 2023 el gobierno proyectó una inflación anual de 6,4% para 2024, la efectiva fue 4,8%. Esta sorpresa desinflacionaria redujo las bases nominales sobre las que se calcula la recaudación, generando un desvío.

En el caso de la DGI, el impacto directo se estima en 0,7% del PIB –unos USD 560 millones.

Cabe aclarar que este es un efecto de una única vez. Los costos de reducir la inflación son transitorios mientras que los beneficios son permanentes.

INFLACIÓN ANUAL

(promedio anual variación IPC)





INFLACIÓN SUBYACENTE

(variación anual del IPC, con exclusión de frutas y verduras y combustibles)



Fuente: Elaboración propia en base a datos INE

BANCO CENTRAL
DEL

URUGUAY
Por su parte, la **inflación subyacente** —que excluye frutas, verduras y combustibles— ha seguido una trayectoria similar al dato general, cerrando el año móvil con un aumento de **5,77%**.

Presidente

Esto reafirma la **desaceleración de las presiones inflacionarias** más estructurales, lo que sugiere que la baja de la inflación no es transitoria, sino que se ha consolidado un nuevo nivel, por ahora levemente superior al centro del rango.

¿Cómo ha evolucionado el resto de los componentes del IPC?

Por su parte, **frutas y verduras** han mostrado una fuerte volatilidad, un fenómeno habitual dada su sensibilidad a factores climáticos.

En tanto, **los combustibles** (incluyendo gas por cañería, supergás, gasoil y nafta) han experimentado un leve repunte en el 2025 con una reducción en el margen.

INFLACIÓN FRUTAS Y VERDURAS
(variación interanual)

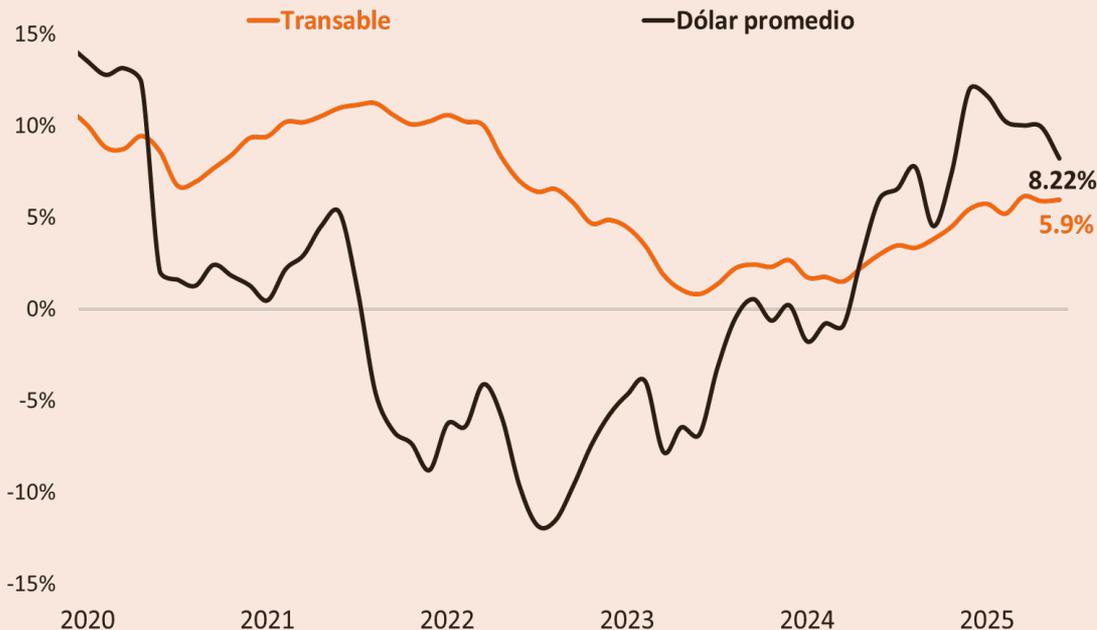


INFLACIÓN GAS Y COMBUSTIBLE
(variación interanual)



IPC TRANSABLES Y TIPO DE CAMBIO

(variación interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos BEVSA e INE

También es posible agrupar los componentes del IPC en dos categorías: **transables (TX)** y **no transables (NTX)**. Los primeros son **bienes que pueden ser comercializados internacionalmente**, mientras que los segundos no.

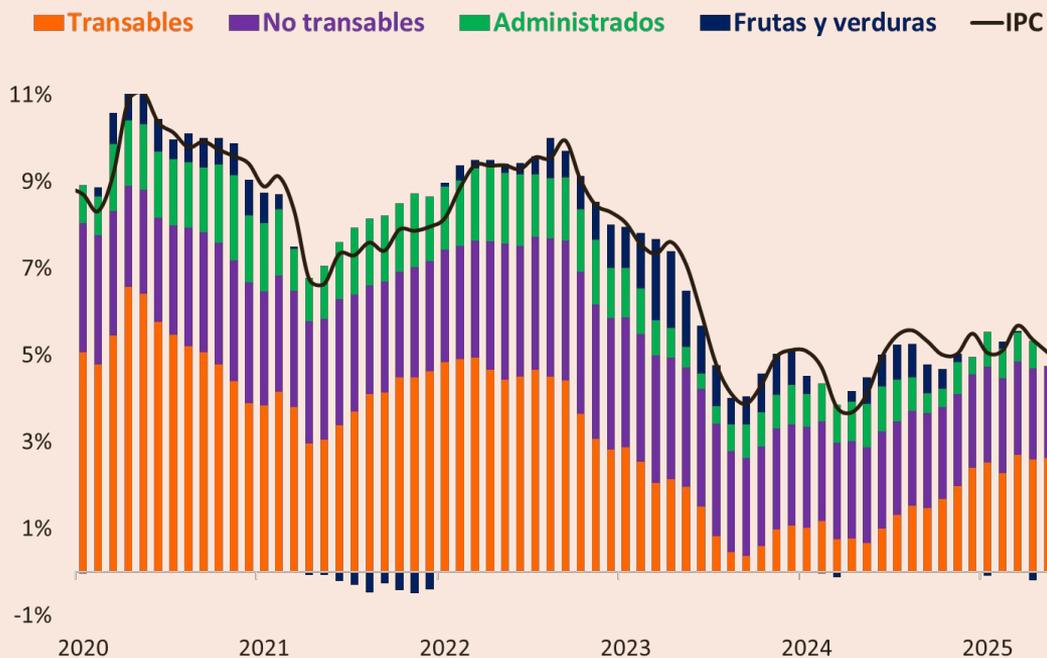
Por su vínculo con el comercio exterior, los **precios de los bienes transables están directamente influenciados por los movimientos en los mercados internacionales**, tanto en commodities como en tipo de cambio. Por eso, este componente suele mostrar mayor volatilidad. En lo que va del año, el TX ha registrado una caída significativa y se ubica actualmente en 5,9%.

En cambio, el componente no transable (NTX) presenta menor volatilidad, ya que depende en gran medida de la evolución de los salarios, su principal determinante. Por esta razón, su dinámica suele ser más estable. No obstante, en el último tiempo ha mostrado una lenta tendencia a la baja, ubicándose actualmente en 5,95%.

IPC NO TRANSABLES Y SALARIOS (variación interanual)



INICIDENCIA INFLACIÓN POR COMPONENTE



Fuente: Elaboración propia en base a datos INE

Al analizar la incidencia de los componentes de la inflación, se observa que el proceso de desinflación estuvo pautado en gran medida por el comportamiento de los transables, mientras que los no transables se han mantenido reducido en menor medida.

Gerente General

Secretario General

Se destaca que en los últimos 6 meses los transables han tenido una tendencia alcista pero sin alcanzar el nivel de años anteriores.

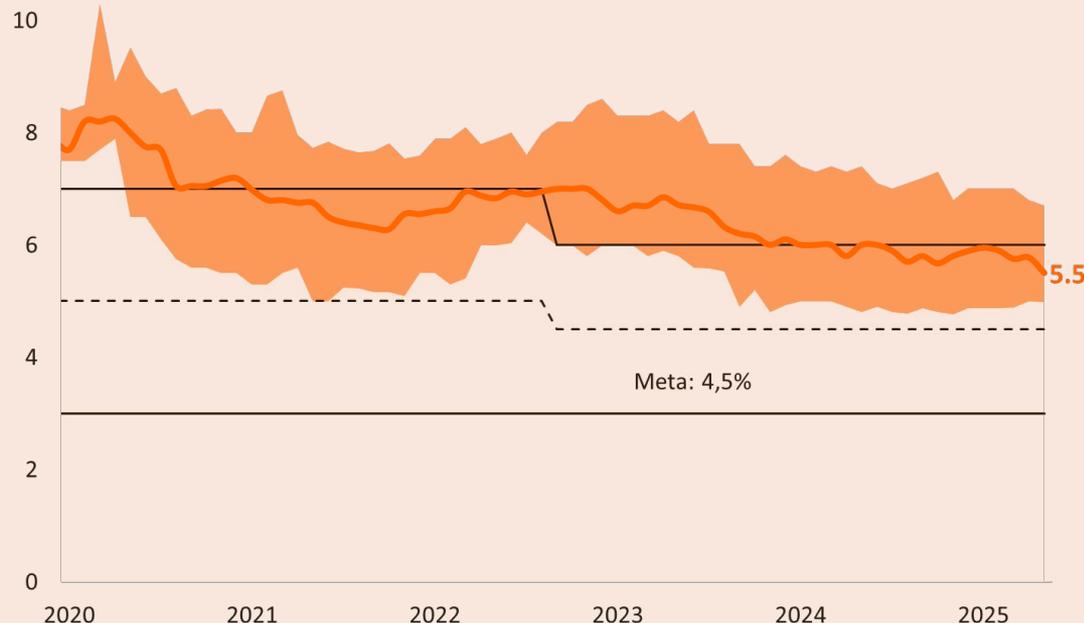
Lentamente, los distintos agentes han comenzado a incorporar la baja de la inflación como un fenómeno permanente y no transitorio. Aun así, el promedio de expectativas se mantiene cerca del techo del rango, y en el caso de los empresarios -el agente más rígido-, aún por fuera.

La persistencia de expectativas elevadas responde más a años de escasa credibilidad en la política monetaria que a una verdadera inercia inflacionaria.

Alcanzar la meta actual del 4,5% (o una más exigente a futuro) exigirá mayor potencia e independencia del BCU. El camino es el correcto, pero todavía hay desafíos pendientes.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

(mínimo, máximo y mediana a 24 meses)





CONOCÉ MÁS EN WWW.CED.UY

¡SEGUINOS EN LAS REDES!

