

KPMG - ECONOMÍA Y MERCADO

INFLACIÓN PRESENTE, INFLACIÓN ESPERADA Y POLÍTICA MONETARIA

La ansiada baja en las expectativas de inflación se ha tornado un hueso duro de roer.

KPMG (*)

El dato de IPC a febrero 2025 recientemente publicado por el INE da cuenta de una inflación interanual de 5,1%. De este modo, se ratifica lo que, a juicio de quien esto escribe, es el resultado macroeconómico más saliente del gobierno anterior: en los últimos 21 meses de mandato (junio 2023 – febrero 2025) se cumplió con la meta de inflación del BCU al haber estado la variación interanual de precios siempre por debajo del techo de 6%, con un promedio de 4,8% cercano al centro de la meta de 4,5%.

Bajar la inflación tiene múltiples beneficios sociales. El más obvio es que reduce la afectación al poder de compra de los salarios, máxime cuando las frecuencias de ajuste salarial son bajas (una vez al año). Una inflación baja también tiene un efecto benéfico desde el punto de vista distributivo, dado que la inflación elevada afecta más a los más pobres que, al no tener capacidad de ahorro, destinan el 100% de su ingreso al consumo, quedando así más expuestos al aumento de precios en comparación con los más ricos, que destinan parte de su ingreso a instrumentos que les permiten cubrirse de la inflación. A su vez, cuanto más baja sea la inflación, menor será la volatilidad de precios relativos, disminuyendo de este modo la incertidumbre de las empresas a la hora de elaborar presupuestos, o de trazar proyecciones para la viabilidad financiera de proyectos inversión.

La inflación baja también reduce el riesgo de espiralización de precios y salarios. Se trata de un elemento clave considerando que el costo salarial es un componente relevante en la política de ajuste de precios de las empresas. Este año tendrá lugar la undécima Ronda de los Consejos de Salarios, donde el Poder Ejecutivo enviará las pautas indicativas con criterios de ajuste salarial para los próximos dos años (hasta julio de 2027). Pocos días antes de que asumiera el nuevo gobierno, el ministro de Economía y Finanzas Gabriel Oddone planteó la desindexación, lo cual generó un inmediato rechazo por parte de varias figuras, incluyendo al secretario de la Presidencia. En vista de que este camino no será recorrido en la onceava Ronda, cobra más importancia aún tener una inflación baja para reducir el impacto de la indexación.

El combate a la inflación tiene otro escollo: la rigidez a la baja de las expectativas. En enero de 2024 habíamos dedicado una columna en este espacio resaltando la importancia de que las expectativas de inflación de los

analistas económicos para los próximos 24 meses —horizonte de referencia de la política monetaria— finalmente hubieran convergido al rango meta de 3% - 6%. Desde entonces, se mantuvieron rígidas, pese a que la inflación permaneció más cerca del centro que del techo de la meta. Incluso a fin de año registraron un leve aumento, en tanto que las expectativas de los empresarios relevadas por el INE —siempre superiores a las de los analistas— volvieron a perforar el techo y actualmente están en 6,5%, como puede verse en el gráfico que sigue. A su vez, las expectativas del mercado financiero (operadores primarios y administradoras de fondos de ahorro previsional) relevadas por el BCU también subieron y en el último registro de febrero estaban en 6,1%.

Las expectativas también muestran mayor rigidez en el análisis comparativo con otros países de la región que poseen metas de inflación. En el gráfico de abajo se observa, por un lado, que en Uruguay la meta es más holgada que en los restantes países, en el sentido de que el centro del rango es superior (4,5%), al igual que el techo (6,0%).

Aun así, Uruguay es el único país donde las expectativas de mediano plazo (año 2026 en adelante) trazadas por los analistas, bordean el techo de la meta (1). Quiere decir que, pese a los 21 meses corridos de cumplimiento, sigue sin haber convencimiento de que la meta será cumplida. Nótese también que Uruguay es el único país donde la inflación esperada para 2026 supera a la esperada en 2025, lo cual tampoco es una señal tranquilizadora.

La rigidez a la baja en las expectativas de inflación es un inconveniente para la autoridad monetaria, que se ve en la necesidad de aplicar una política más contractiva de lo que sería deseable bajo otras circunstancias. En la minuta de la última reunión del Comité de Política Monetaria (Copom) fechada el 13 de febrero, se justifica la elevación de la Tasa de Política Monetaria (TPM) al 9% con el objetivo de que las expectativas de inflación converjan al centro del rango meta.

¿Por qué las expectativas muestran rigidez a la baja? Podemos trazar algunas hipótesis. Una de ellas tiene que ver con el hecho de que, pese a los últimos 21 meses de buenos registros, el track record sigue siendo malo si se toma como perspectiva los últimos 20 años. En dicho período, el 80% del tiempo la inflación estuvo por fuera del rango meta, lo cual puede apreciarse visualmente en el gráfico siguiente. Como en tantos órdenes de la vida, es fácil y rápido destruir la confianza, mientras que es arduo y lento el proceso de reconstruirla.

Otra hipótesis puede estar vinculada al enrarecimiento del contexto externo, con guerras comerciales en ciernes que podrían derivar en un mayor nivel de precios a nivel global. Se trata de una amenaza real que representa un desafío para la política monetaria.

Finalmente, puede haber cierta incertidumbre ante el cambio de signo político en el gobierno. Cabe recordar que, durante la campaña electoral, hubo críticas a la política monetaria que se venía implementando en detrimento de la competitividad, y se pedía intervención más activa del BCU en el mercado cambiario para revertir la tendencia a la baja en el tipo de cambio real. Sin entrar en discusiones sobre su validez, está claro que dichas demandas divergen de la meta de inflación propiamente dicha.

La designación de Guillermo Tolosa como nuevo presidente del BCU, con un perfil netamente técnico, pretende despejar la incertidumbre política. Prevemos que se mantendrá la misma orientación de política monetaria en pos de garantizar el cumplimiento de la meta de inflación. En vista del diseño institucional según el cual el presidente del BCU es designado políticamente, si bajo las nuevas autoridades la inflación se consolida dentro del rango meta, sería una señal muy positiva y poderosa: la de un compromiso firme por la estabilidad de precios independientemente del gobierno de turno. En este sentido, no debería sorprender si en la próxima reunión el Copom resuelve un nuevo aumento de la TPM. Tampoco podría descartarse que, como señal definitiva, en algún momento se reduzca el centro de la meta a un valor inferior al 4,5% actual. Todo lo cual, gatillará una baja en las expectativas.

(1) Análisis comparativo con expectativas de inflación relevadas a febrero de 2025 por los correspondientes bancos centrales.

(*) Marcelo Sibille, gerente senior del área de asesoramiento económico y financiero de KPMG en Uruguay. Publicado en CADE de 10/03/2025