

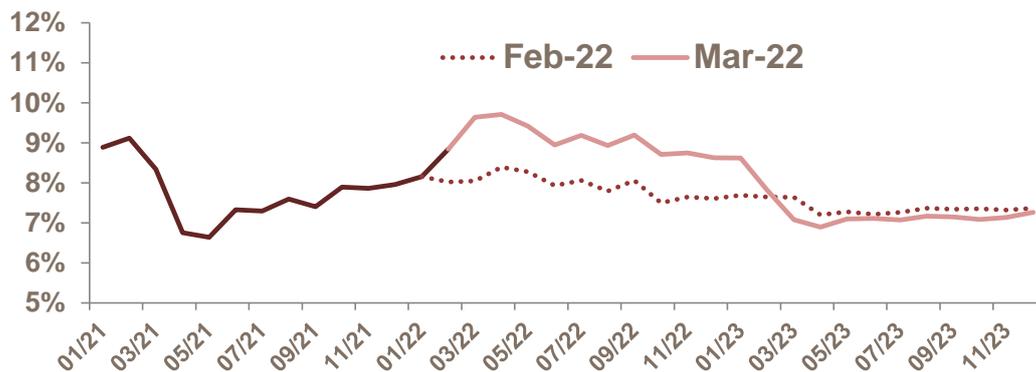
## DISMINUYE LA PROBABILIDAD DE INGRESAR AL RANGO META DURANTE 2022

Durante el mes de febrero el IPC aumentó en 1,47%, una cifra superior a nuestra proyección puntual (0,70%) y a la mediana de expectativas recabadas por el Banco Central (0,80%). Con esto, la inflación interanual (respecto de igual mes del año anterior) presentó una suba de 0,69 pp., para ubicarse en 8,85%. Se estima que la inflación presentará también un salto importante en la medición interanual en marzo, quizás superando el 9,5% en, y aumente nuevamente en abril, adoptando luego una tendencia bajista y cerrando el año en niveles levemente superiores al 8,5%. La inflación mensual proyectada para marzo es del 1,35%.

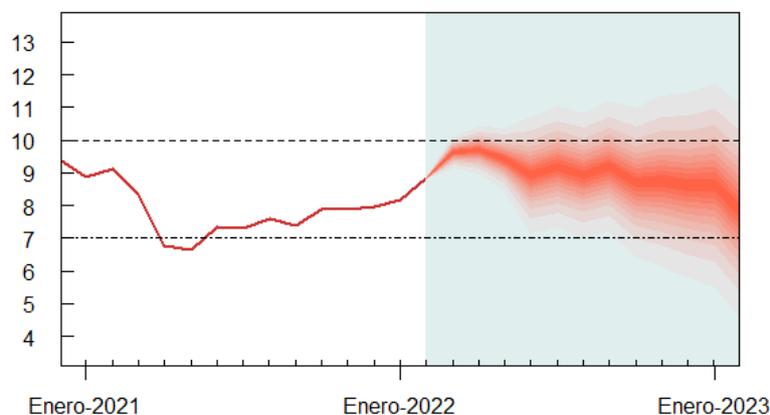
### PROYECCIONES

Las proyecciones de cinve para 2022 han sido corregidas sensiblemente al alza, al tiempo que las proyecciones para 2023 presentan leves reducciones, como puede observarse en el **Gráfico 1**. 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**

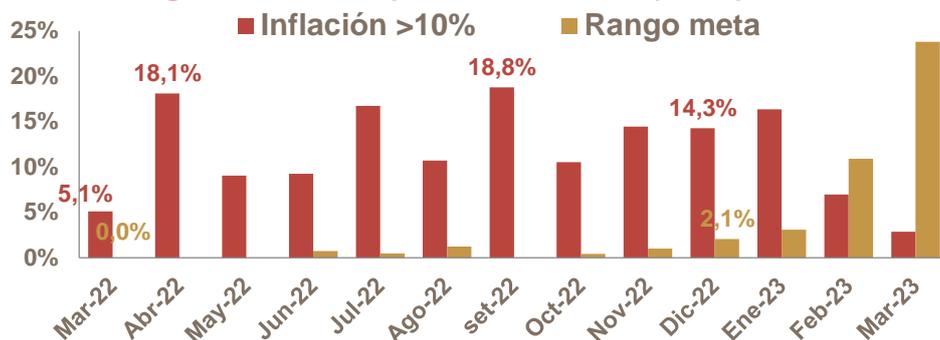


**Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre (Fan Chart)**



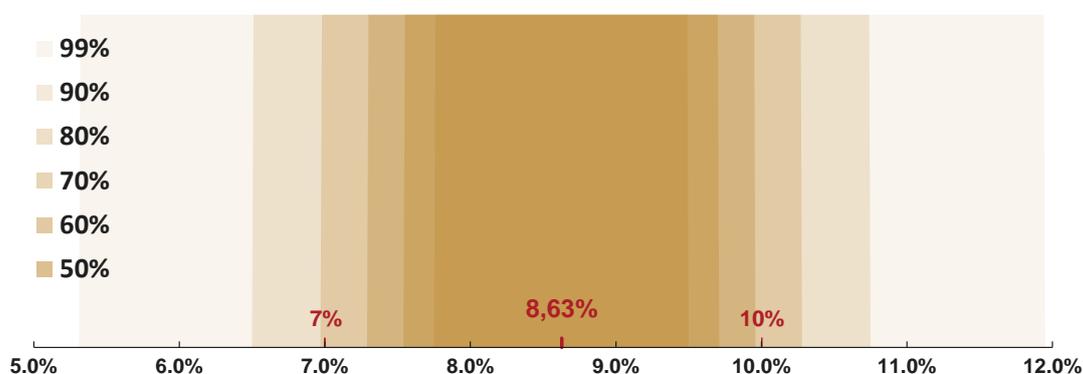
Como puede observarse en el **Gráfico 3**, las estimaciones de cinve sitúan a la probabilidad de entrar al rango meta en niveles sumamente bajos a lo largo del año (hecho que es agravado a partir de setiembre, cuando el rango meta pasa de 3%-7% a 3%-6%) y cerrando 2022 en una probabilidad de apenas 2%. La probabilidad de que la inflación supere el umbral del 10%, en cambio, es del 5% en marzo y salta a 18% en abril, pasando luego a tener un comportamiento oscilante, cerrando 2022 en 14%.

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



Fuente: Proyecciones **cinve** al 15/03/2022

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



## ANÁLISIS COYUNTURAL – Alimentos y combustibles en el contexto actual

**Los precios de los alimentos no elaborados aumentaron notoriamente en febrero.** Los alimentos no elaborados explicaron 0,70 pp. de la variación del 1,47% del IPC en febrero, y 0,51 pp. de esta incidencia se atribuye al impacto de la clase *Legumbres y Hortalizas*, donde, a modo de ejemplo, se observaron variaciones del 64,8% para el tomate, del 44,2% para el zapallo, del 39,7% para la lechuga, y de entre el 10% y el 30% para diversos otros productos.

Más allá de los vaivenes que han registrado los precios internacionales de los alimentos en el último período, lo cierto es que muchas verduras tienen importantes restricciones legales para la importación en Uruguay, y suelen responder principalmente a factores internos (es por esta razón que **cinve** clasifica las frutas y verduras dentro de los rubros “no transables”). En este comportamiento, han incidido las condiciones climáticas de los últimos meses (en enero también se vio un aumento significativo de las verduras), lo que vuelve esperable que al menos una parte del incremento de los precios de las verduras se revierta en los próximos meses, aunque esto es difícil de anticipar dada la característica volatilidad de los precios del rubro.

Al mismo tiempo, la suba de febrero puede interpretarse parcialmente como una corrección, en especial dado el reciente aumento de la inflación de los rubros no transables del componente tendencial. Las frutas y verduras presentaron un aumento de 20% en 2020 y una deflación del 14% en 2021. En este contexto, las proyecciones de **cinve** adjudican una alta probabilidad a que se observen deflaciones en las frutas y verduras en algunos de los próximos meses, pero la variación neta de lo que queda del año para los precios del rubro sería positiva y cercana al 3%.

**ANCAP y el precio internacional del crudo.** Desde finales de 2020 los precios globales del crudo han adoptado una tendencia alcista, con períodos de interrupción asociados al surgimiento de nuevas variantes de COVID-19, noticias macroeconómicas decepcionantes o apreciaciones del dólar (este fenómeno fue analizado parcialmente en [el Informe de Inflación N° 230](#)). El mercado petrolero es uno de muchos mercados internacionales que experimentan aumentos de precios en la coyuntura actual, ante una demanda que se recupera con mayor velocidad que la capacidad productiva. En el caso del petróleo, esta lentitud del crecimiento de oferta se explica por la actitud cautelosa hacia el incremento de la producción demostrada por la OPEP+ (la Organización de Países

Exportadores de Petróleo, u OPEP, junto a algunos países aliados que no pertenecen a la organización, tales como Rusia) y una menor elasticidad de oferta de la producción estadounidense. En este sentido, la decisión de OPEP+ a comienzos de febrero de mantener el modesto ritmo de volumen de producción acordado en julio de 2021 (en un contexto en que algunos países de OPEP+ no han logrado siquiera alcanzar las metas planteadas en ese acuerdo) agregó presiones al mercado en tiempos recientes.

A este contexto se sumó en las últimas semanas la invasión de Rusia a Ucrania, que ha supuesto un *shock* importantísimo para el mercado internacional de combustibles, a medida que los actores del mercado han intentado reajustar sus expectativas para incorporar los efectos directos de la guerra y las consecuencias de las sanciones aplicadas por la comunidad internacional sobre Rusia, uno de los principales productores mundiales de petróleo y de gas natural. En este contexto, el precio del barril de crudo Brent cerró febrero con un aumento punta a punta de más del 10%, superando en los últimos días el umbral de los U\$S 100 por primera vez desde 2014. En la primera mitad de marzo el precio del crudo se ha caracterizado por la volatilidad, en un contexto en que los actores del mercado luchan por interpretar correctamente las señales. El Brent llegó a cotizar en casi U\$S 140 en los mercados asiáticos en su pico el 7/3, tras un aumento en las expectativas de que Estados Unidos y Europa prohibirían las importaciones de crudo ruso. La semana actual ha comenzado con bajas, en un contexto en que los mercados financieros mundiales presentan menor volatilidad, y el precio del Brent llegó hoy a cotizar nuevamente a niveles menores a los U\$S 100.

En este contexto, el fechado y la magnitud de los incrementos que disponga ANCAP tienen una alta incertidumbre. ANCAP pausó el proceso de ajustes mensuales de los precios de los combustibles luego del 1ero. de setiembre de 2021, habiendo hecho lo mismo para el supergás a partir del 8 de junio. Si se observan las variaciones registradas desde esas fechas en los Precios de Paridad de Importación (PPI) calculados por la URSEA, se obtiene que es necesario un aumento de alrededor del 16% para las naftas, del 28% para el gasoil 50-S y del 14% para el supergás. El aumento de \$3 dispuesto para febrero y el de 2% para marzo, combinados, implican subas de entre 6,2% y 8,1%, según el producto, con lo que sería necesario (de mantenerse la actual PPI) un ajuste adicional de alrededor del 9% para las naftas, el 19% para el gasoil 50-S y el 6% para el supergás.

Más allá de eventuales cambios en la PPI por modificaciones en los precios internacionales, si éstos

permanecieran en los niveles actuales consideramos que es improbable que en el mes de abril se procediera por parte del gobierno al ajuste completo de los precios de los combustibles; dadas las consecuencias políticas de esta acción.

Las proyecciones de **cinve** suponen que las naftas, el gasoil 50-S y el supergás aumentarán alrededor de un 5% en abril. A partir de ese momento se iniciaría una dinámica suavizada de ajustes de modo de “ponerse al día” con la variación acumulada de los PPI, con aumentos adicionales en julio y octubre. Luego de estas correcciones, se volvería a la modalidad de ajustes mensuales siguiendo la evolución de los precios internacionales (PPI).

### **El impacto de la invasión rusa sobre los precios internacionales de alimentos.**

La proporción del comercio global que es exportada por Rusia y Ucrania es estimada en 26% para el trigo, 14% en el caso del maíz y más del 50% en el caso del aceite de girasol, de manera que la invasión a Ucrania ha desatado una ola de reajustes y especulación, de cara a la inminente disminución de la producción y/o de la capacidad exportadora de ambos países. Las *commodities* alimenticias ya registraban precios históricamente altos en tiempos recientes, al igual que muchos otros mercados donde la oferta no alcanza a crecer al ritmo de la demanda, siendo en este caso afectada también por condiciones climáticas adversas. En el caso de la guerra ruso-ucraniana, la [FAO ha advertido](#) que hasta un 30% de las áreas de producción agrícola en Ucrania podrían no ser plantadas o cosechadas durante este año, en tanto la oferta rusa está amenazada con sanciones y se está viendo disminuida con el virtual cese del comercio en el Mar Negro, a causa de los costos prohibitivos del aseguramiento en el contexto del conflicto.

En este contexto, el precio del trigo en los mercados internacionales se disparó en marzo, aunque revirtió una porción de este incremento luego de alcanzar un pico el día 7. El impacto de esto sobre los precios de los alimentos en Uruguay ya se está observando.

Las proyecciones de **cinve** toman como supuesto un incremento extraordinario del 10% en los precios de las clases *Pan y cereales* y *Aceites y grasas* durante marzo, que se revertiría gradualmente a medida que los mercados se reacomoden al conflicto, hasta desaparecer en un plazo de algo más de un año (este supuesto toma en cuenta el alto grado de incertidumbre que existe actualmente en torno a la duración del conflicto, y se ajustará a medida que surja más información al respecto).

## ANEXO A: Proyecciones puntuales de inflación mensual

| Mes/Año | BENE (1) | SERVNoA (2) | SERVA (3) | Inflación<br>tendencial<br>(1+2+3) | ANE (4) | ENE (5) | SERVPub (6) | TAB (7) | Inflación<br>residual<br>(4+5+6+7) | Inflación<br>(1+2+3+4+5+<br>6+7) |
|---------|----------|-------------|-----------|------------------------------------|---------|---------|-------------|---------|------------------------------------|----------------------------------|
| Ene-22  | 0.76     | 0.44        | 2.76      | 0.84                               | 1.51    | 10.42   | 2.63        | 5.35    | 4.46                               | 1.78                             |
| Feb-22  | 0.68     | 1.02        | 0.73      | 0.84                               | 5.38    | 1.76    | 0.01        | 0.65    | 3.19                               | 1.47                             |
| Mar-22  | 2.51     | 0.60        | 1.05      | 1.48                               | 1.56    | 0.85    | 0.00        | 0.00    | 1.01                               | 1.35                             |
| Abr-22  | 0.46     | 0.30        | 0.29      | 0.37                               | 0.35    | 2.01    | 3.30        | 0.00    | 1.09                               | 0.56                             |
| May-22  | 0.28     | 0.31        | 0.28      | 0.30                               | -0.26   | 0.10    | 0.00        | 0.00    | -0.10                              | 0.19                             |
| Jun-22  | 0.26     | 0.51        | 0.02      | 0.35                               | -0.20   | 0.10    | 0.00        | 0.00    | -0.07                              | 0.23                             |
| Jul-22  | 0.18     | 0.59        | 1.47      | 0.51                               | 1.39    | 2.42    | 0.00        | 0.00    | 1.37                               | 0.74                             |
| Ago-22  | 0.26     | 0.65        | 0.55      | 0.47                               | 1.98    | 0.10    | 0.00        | 0.00    | 1.01                               | 0.62                             |
| set-22  | 0.59     | 0.69        | 1.13      | 0.70                               | 1.39    | 0.10    | 0.00        | 0.00    | 0.72                               | 0.70                             |
| Oct-22  | 0.69     | 0.42        | 0.00      | 0.49                               | 0.72    | 1.77    | 0.00        | 0.00    | 0.86                               | 0.59                             |
| Nov-22  | 0.46     | 0.75        | 0.07      | 0.55                               | -0.57   | -0.32   | 0.00        | 0.00    | -0.38                              | 0.29                             |
| Dic-22  | 0.33     | 0.58        | 0.24      | 0.43                               | 0.62    | -7.96   | 0.00        | 0.00    | -1.93                              | -0.21                            |
| Ene-23  | 0.32     | 0.47        | 1.46      | 0.52                               | 1.78    | 11.01   | 6.00        | 6.80    | 5.24                               | 1.78                             |
| Feb-23  | 0.46     | 1.09        | 0.30      | 0.73                               | 0.71    | 1.21    | 0.00        | 0.00    | 0.69                               | 0.72                             |
| Mar-23  | 0.69     | 0.64        | 1.09      | 0.71                               | 0.86    | 0.25    | 0.00        | 0.00    | 0.50                               | 0.65                             |
| Abr-23  | 0.75     | 0.32        | 0.22      | 0.50                               | 0.21    | 0.04    | 0.00        | 0.00    | 0.12                               | 0.39                             |
| May-23  | 0.53     | 0.55        | 0.20      | 0.50                               | 0.23    | -0.16   | 0.00        | 0.00    | 0.07                               | 0.38                             |
| Jun-23  | 0.40     | 0.46        | 0.14      | 0.40                               | -0.22   | -0.16   | 0.00        | 0.00    | -0.16                              | 0.24                             |
| Jul-23  | 0.35     | 0.58        | 2.12      | 0.66                               | 1.64    | 0.04    | 0.00        | 0.00    | 0.83                               | 0.71                             |
| Ago-23  | 0.35     | 0.93        | 0.44      | 0.62                               | 1.84    | 0.04    | 0.00        | 0.00    | 0.94                               | 0.71                             |
| set-23  | 0.64     | 0.63        | 1.13      | 0.69                               | 1.30    | 0.04    | 0.00        | 0.00    | 0.67                               | 0.68                             |
| Oct-23  | 0.74     | 0.59        | 0.00      | 0.58                               | 0.71    | 0.04    | 0.00        | 0.00    | 0.38                               | 0.53                             |
| Nov-23  | 0.56     | 0.57        | 0.64      | 0.57                               | -0.56   | 0.04    | 0.00        | 0.00    | -0.28                              | 0.34                             |
| Dic-23  | 0.43     | 0.75        | 0.24      | 0.55                               | 0.58    | -7.77   | 0.00        | 0.00    | -1.82                              | -0.10                            |

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/03/2022.

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)

## ANEXO B: Proyecciones puntuales de inflación interanual

| Mes/Año | BENE (1) | SERVNoA (2) | SERVA (3) | Inflación<br>tendencial<br>(1+2+3) | ANE (4) | ENE (5) | SERVPub (6) | TAB (7) | Inflación<br>residual<br>(4+5+6+7) | Inflación<br>(1+2+3+4+5+<br>6+7) |
|---------|----------|-------------|-----------|------------------------------------|---------|---------|-------------|---------|------------------------------------|----------------------------------|
| Ene-22  | 9.50     | 7.75        | 8.68      | 8.61                               | 4.80    | 10.10   | 2.87        | 12.92   | 6.94                               | 8.15                             |
| Feb-22  | 9.63     | 7.55        | 8.41      | 8.54                               | 10.86   | 11.86   | 2.81        | 6.44    | 9.67                               | 8.85                             |
| Mar-22  | 11.00    | 7.51        | 9.65      | 9.25                               | 12.49   | 12.72   | 2.81        | 6.44    | 10.70                              | 9.64                             |
| Abr-22  | 10.18    | 7.79        | 8.72      | 8.93                               | 12.88   | 14.86   | 6.20        | 6.28    | 11.85                              | 9.71                             |
| May-22  | 9.66     | 7.87        | 8.74      | 8.74                               | 11.65   | 14.86   | 6.20        | 6.25    | 11.24                              | 9.41                             |
| Jun-22  | 9.42     | 7.68        | 8.64      | 8.54                               | 11.07   | 11.39   | 6.17        | 6.27    | 10.03                              | 8.94                             |
| Jul-22  | 8.98     | 7.58        | 9.56      | 8.41                               | 12.93   | 12.72   | 6.17        | 6.29    | 11.32                              | 9.19                             |
| Ago-22  | 8.70     | 7.62        | 8.28      | 8.17                               | 13.89   | 10.02   | 6.05        | 6.29    | 11.02                              | 8.93                             |
| set-22  | 8.62     | 7.62        | 9.62      | 8.28                               | 15.11   | 10.34   | 6.04        | 6.01    | 11.68                              | 9.19                             |
| Oct-22  | 8.27     | 7.19        | 9.48      | 7.92                               | 12.23   | 12.32   | 6.03        | 6.03    | 10.86                              | 8.71                             |
| Nov-22  | 8.02     | 7.17        | 9.22      | 7.77                               | 13.90   | 11.51   | 6.03        | 6.03    | 11.43                              | 8.75                             |
| Dic-22  | 7.71     | 7.07        | 8.90      | 7.55                               | 14.65   | 10.95   | 6.03        | 6.03    | 11.66                              | 8.63                             |
| Ene-23  | 7.24     | 7.10        | 7.52      | 7.21                               | 14.95   | 11.54   | 9.51        | 7.49    | 12.49                              | 8.62                             |
| Feb-23  | 7.00     | 7.18        | 7.06      | 7.09                               | 9.86    | 10.94   | 9.49        | 6.80    | 9.77                               | 7.82                             |
| Mar-23  | 5.11     | 7.22        | 7.10      | 6.28                               | 9.11    | 10.28   | 9.49        | 6.80    | 9.21                               | 7.08                             |
| Abr-23  | 5.41     | 7.24        | 7.02      | 6.42                               | 8.96    | 8.16    | 6.00        | 6.80    | 8.16                               | 6.89                             |
| May-23  | 5.66     | 7.50        | 6.93      | 6.63                               | 9.49    | 7.88    | 6.00        | 6.80    | 8.35                               | 7.10                             |
| Jun-23  | 5.81     | 7.44        | 7.05      | 6.68                               | 9.46    | 7.60    | 6.00        | 6.80    | 8.26                               | 7.11                             |
| Jul-23  | 5.99     | 7.43        | 7.74      | 6.84                               | 9.73    | 5.11    | 6.00        | 6.80    | 7.68                               | 7.07                             |
| Ago-23  | 6.08     | 7.73        | 7.63      | 7.00                               | 9.58    | 5.05    | 6.00        | 6.80    | 7.61                               | 7.17                             |
| set-23  | 6.13     | 7.67        | 7.62      | 7.00                               | 9.47    | 4.99    | 6.00        | 6.80    | 7.56                               | 7.15                             |
| Oct-23  | 6.18     | 7.85        | 7.62      | 7.10                               | 9.46    | 3.21    | 6.00        | 6.80    | 7.04                               | 7.09                             |
| Nov-23  | 6.28     | 7.66        | 8.24      | 7.13                               | 9.48    | 3.59    | 6.00        | 6.80    | 7.15                               | 7.14                             |
| Dic-23  | 6.38     | 7.84        | 8.24      | 7.26                               | 9.43    | 3.81    | 6.00        | 6.80    | 7.28                               | 7.26                             |

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/03/2022.

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)