

AUMENTAN LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN

El IPC aumentó 0,6% en junio, ubicándose levemente por encima de las expectativas recabadas por el BCU, y significativamente por encima de nuestra proyección puntual (estuvo por fuera del intervalo de probabilidad de 90% por **cinve**). El valor de junio supuso una leve disminución de la inflación en términos interanuales, ahora situada en 9,3%. Se espera que la inflación oscile en torno al nivel actual durante el resto del año, cerrando cerca de 9,5% en diciembre. Con un 50% de probabilidad se espera que la inflación mensual de julio se encuentre entre 0,42% y 0,94%, con un valor medio de 0,68%.

PROYECCIONES

Las proyecciones de **cinve** han sido corregidas al alza en el mes actual, en especial para 2022, 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

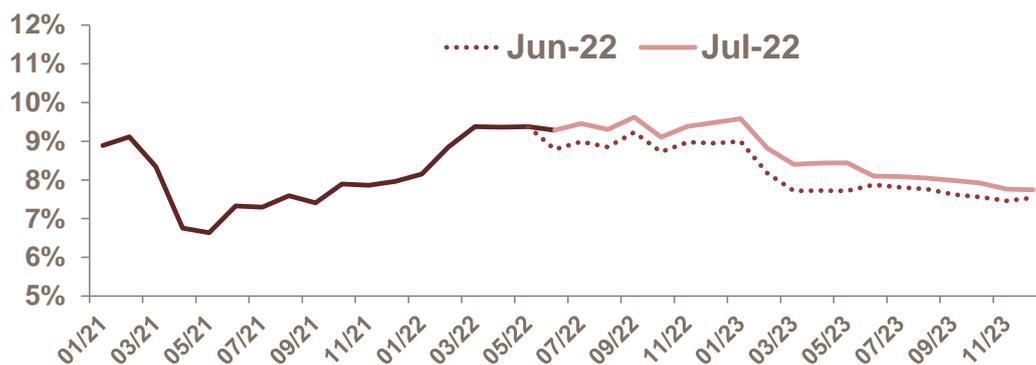
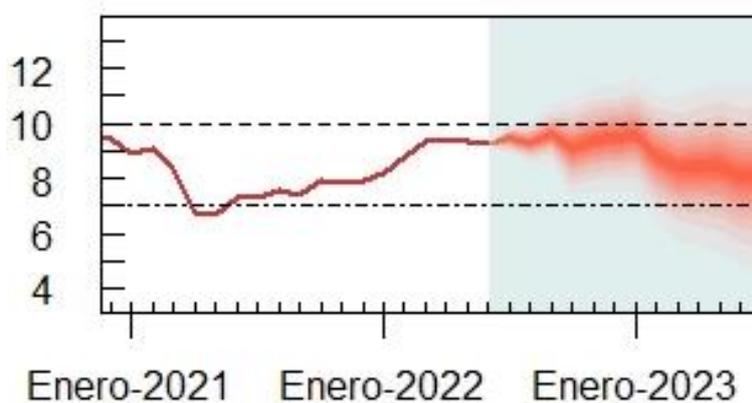


Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre (Fan Chart)



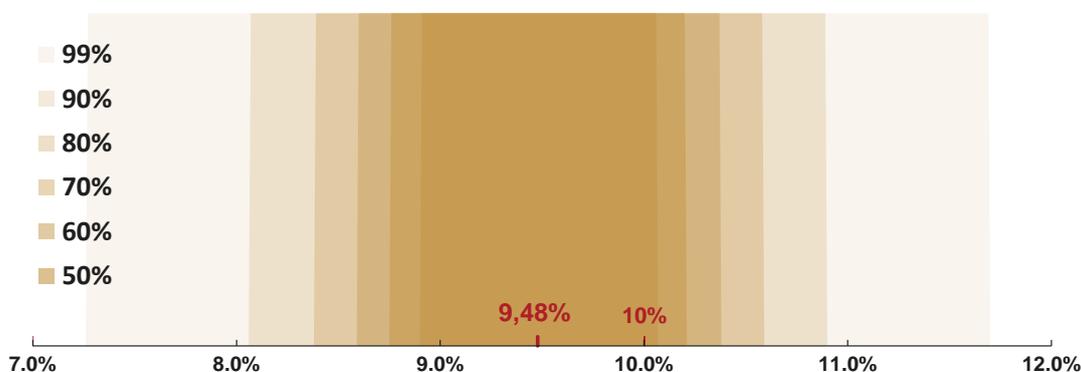
Como puede observarse en el Gráfico 3, las estimaciones de **cinve** indican que la probabilidad de que la inflación ingrese al rango meta (3%-7% hasta agosto 2022, 3%-6% a partir de setiembre) son virtualmente nulas hasta los primeros meses de 2023. La probabilidad de superar la barrera de 10% se encuentra en niveles despreciables hasta setiembre, cuando alcanza un 19%; pasando a caer en octubre, cerrando el año en 27% y alcanzando un máximo de 32% en enero de 2023, antes de caer al entorno de 10%.

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 21/07/2022

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



ANÁLISIS COYUNTURAL – Las proyecciones de inflación para 2022

Los intervalos de probabilidad construidos por **cinve** se basan en los errores de predicción de nuestras proyecciones puntuales en los últimos años. Por esta razón, pueden resultar inadecuados para períodos de aumento de la volatilidad de la inflación y de gran incertidumbre (ya que asumen que el comportamiento en el horizonte de pronóstico es el que se ha observado en promedio en los últimos años). Consideramos que estamos en esta situación actualmente, a partir del alto nivel de incertidumbre asociado a la trayectoria de los precios internacionales causada por la prolongación del episodio inflacionario global y, más recientemente, por las distorsiones derivadas del conflicto entre Rusia y Ucrania.

Además de la incertidumbre asociada a los precios internacionales, debe mencionarse la influencia de acontecimientos con una alta volatilidad sobre el tipo de cambio en Uruguay. El comienzo de suba de tasas en los países desarrollados, en particular Estados Unidos, presiona al alza sobre el tipo de cambio nacional y se ha asociado a una devaluación del peso en el último mes, pero la continuidad del proceso de suba de tasas en Uruguay y otros países emergentes, y las posibilidades de recesión en el mundo desarrollado, dejan abierta la puerta a una

reversión de este proceso en el futuro. Por su parte, el precio del petróleo puede presentar sorpresas den el resto del año, en caso de recrudescimiento o apaciguamiento de la guerra en Ucrania o de la profundización de las sanciones a Rusia por parte de otros países. Asimismo, tanto el precio de los combustibles como los de *commodities* alimenticios están influidos por factores como la actividad económica mundial o el desempeño de China, que todavía es susceptible a moderaciones del crecimiento ante nuevos brotes de COVID-19.

Estas variaciones podrían, a su vez, estar correlacionadas, pero es posible imaginar escenarios con diferentes combinaciones de trayectorias de alimentos, combustibles y tipo de cambio. A modo de ejemplo, una mayor dureza en las sanciones a Rusia junto con un escenario de caída de la actividad mundial podría llevar al crudo al alza al tiempo que los precios de los alimentos caen. Por su parte, el tipo de cambio podría registrar una mayor suba (devaluación del peso uruguayo) en caso de que la recesión afecte a los países emergentes y los capitales internacionales comiencen a registrar otro episodio de *flight to quality*.

Por esta razón, en el actual informe se complementa



la proyección puntual y los tradicionales intervalos de probabilidad con proyecciones puntuales asociadas a escenarios diferentes (y extremos). La proyección de 9,5% de inflación al cierre de 2022 se corresponde con un escenario de: a) cotización del dólar en el entorno de \$42 en diciembre, b) una caída del precio internacional del crudo cercana a 21% (en dólares) en diciembre respecto de junio (mes en que registró un marcado repunte que ya ha prácticamente revertido), c) una actualización de precios de venta de ANCAP respecto de la variación acumulada de los Precios de Paridad de Importación (PPI) hacia noviembre; y d) una cierta estabilidad en el precio del ganado en pie.

El Cuadro 1 expone los diferentes escenarios de acuerdo con diferentes valores de cierre del petróleo y el tipo de cambio, asumiendo un precio constante para el ganado en pie (derivado de precios internacionales estables) y una actualización completa de los precios por parte de ANCAP.

Como una referencia, variaciones de 3% en cualquier dirección durante lo que resta del año para el precio del ganado se asociarían a modificaciones de igual signo y de magnitud cercana a los 0,1 pp. en la inflación de fin de año.

Cuadro 1: Inflación proyectada (dic/22 vs dic/21) para diferentes escenarios

Tipo de cambio a diciembre /variación del precio del crudo	-30%	-21%	-13%
\$ 40	8,8%	9,0%	9,1%
\$ 42	9,3%	9,5%	9,6%
\$ 44	9,8%	10,0%	10,1%

Fuente: Elaboración propia

Así, nuestras proyecciones son más altas que las de otros analistas (la mediana de expectativas recabadas por el BCU se encuentra cercana a nuestros escenarios más bajistas para la inflación) y son susceptibles a cambios de hasta 0,7 pp. – 1,0 pp. en caso de que las sorpresas para las diferentes variables sean de igual signo. Debe notarse, sin embargo, que la contribución del precio en pesos del combustible a la inflación se hará efectiva con menos probabilidad en caso de que evolucione marcadamente al alza (a causa de valores más altos del precio del crudo y/o el tipo de cambio), puesto que sería probable que el gobierno eligiera dilatar el traslado de los precios del crudo a los precios al consumo.

ANEXO A: Proyecciones puntuales de inflación mensual

Mes/Año	Inflación transable	Inflación no transable	BENE (1)	SERVNoA (2)	SERVA (3)	Inflación tendencial (1+2+3)	ANE (4)	ENE (5)	SERVPub (6)	TAB (7)	Inflación residual (4+5+6+7)	Inflación (1+2+3+4+5+6+7)
Ene-22	1.92	1.63	0.76	0.44	2.76	0.84	1.51	10.42	2.63	5.35	4.46	1.78
Feb-22	0.91	2.09	0.68	1.02	0.73	0.84	5.38	1.76	0.01	0.65	3.19	1.47
Mar-22	1.25	0.95	1.18	0.85	0.05	0.90	2.90	0.72	0.00	0.13	1.66	1.11
Abr-22	0.81	0.14	0.98	0.69	1.20	0.87	-2.22	2.15	0.01	0.09	-0.52	0.49
May-22	0.69	0.22	0.63	0.75	0.62	0.68	-0.92	1.20	0.02	0.03	-0.11	0.46
Jun-22	0.76	0.39	0.57	0.55	0.25	0.52	0.91	1.12	0.00	-0.11	0.76	0.59
Jul-22	0.64	0.72	0.70	0.64	0.78	0.68	1.25	0.12	0.00	0.00	0.65	0.68
Ago-22	0.50	0.95	0.56	0.78	0.42	0.64	1.67	0.25	0.00	0.00	0.90	0.71
set-22	0.77	0.72	0.79	0.66	1.15	0.77	0.76	1.05	0.00	0.00	0.68	0.75
Oct-22	0.83	0.28	0.85	0.43	0.00	0.57	0.53	1.07	0.00	0.00	0.57	0.57
Nov-22	0.70	0.31	0.62	0.74	0.09	0.61	-0.21	1.19	0.00	0.00	0.24	0.51
Dic-22	-0.46	0.49	0.37	0.60	0.34	0.47	1.52	-7.22	0.00	0.00	-1.33	-0.01
Ene-23	2.45	1.24	0.46	0.48	1.42	0.58	2.11	10.94	6.00	6.80	5.44	1.87
Feb-23	0.60	0.95	0.55	1.10	0.29	0.77	0.82	1.20	0.00	0.00	0.75	0.76
Mar-23	0.66	0.80	0.76	0.70	1.10	0.77	1.03	0.27	0.00	0.00	0.59	0.72
Abr-23	0.54	0.50	0.79	0.59	0.20	0.63	0.29	0.27	0.00	0.00	0.22	0.52
May-23	0.46	0.49	0.58	0.71	0.20	0.60	0.25	0.09	0.00	0.00	0.15	0.47
Jun-23	0.37	0.15	0.42	0.38	0.15	0.37	-0.17	0.27	0.00	0.00	-0.01	0.27
Jul-23	0.55	0.78	0.33	0.58	1.46	0.57	1.67	0.27	0.00	0.00	0.91	0.66
Ago-23	0.46	0.92	0.34	0.82	0.44	0.57	1.88	0.09	0.00	0.00	0.97	0.68
set-23	0.65	0.73	0.64	0.56	1.15	0.66	1.34	0.27	0.00	0.00	0.75	0.69
Oct-23	0.60	0.39	0.73	0.55	0.00	0.57	0.52	0.27	0.00	0.00	0.34	0.50
Nov-23	0.42	0.32	0.58	0.51	0.92	0.59	-0.56	0.28	0.00	0.00	-0.21	0.37
Dic-23	-0.62	0.62	0.46	0.82	0.24	0.60	0.60	-7.20	0.00	0.00	-1.73	-0.03

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 21/07/2022.

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	Inflación transable	Inflación no transable	BENE (1)	SERVNoA (2)	SERVA (3)	Inflación tendencial (1+2+3)	ANE (4)	ENE (5)	SERVPub (6)	TAB (7)	Inflación residual (4+5+6+7)	Inflación (1+2+3+4+5+6+7)
Ene-22	10.83	5.34	9.50	7.75	8.68	8.61	4.80	10.10	2.87	12.92	6.94	8.15
Feb-22	10.85	6.73	9.63	7.55	8.41	8.54	10.86	11.86	2.81	6.44	9.67	8.85
Mar-22	11.04	7.61	9.57	7.77	8.57	8.63	13.97	12.57	2.81	6.58	11.41	9.38
Abr-22	10.89	7.73	9.31	8.47	8.62	8.85	11.43	14.88	2.82	6.51	10.78	9.37
May-22	10.65	7.99	9.17	9.02	9.00	9.08	9.49	16.13	2.84	6.51	10.16	9.37
Jun-22	10.46	8.01	9.27	8.87	9.14	9.07	10.14	13.77	2.83	6.42	9.87	9.29
Jul-22	10.42	8.41	9.39	8.83	9.32	9.13	11.82	12.55	2.82	6.44	10.36	9.46
Ago-22	9.71	8.87	9.44	9.02	7.92	9.07	12.43	10.01	2.71	6.44	9.95	9.31
set-22	9.84	9.36	9.58	8.99	9.27	9.27	12.92	11.39	2.70	6.16	10.55	9.62
Oct-22	9.38	8.80	9.40	8.57	9.12	8.99	9.88	12.61	2.69	6.17	9.42	9.11
Nov-22	9.54	9.21	9.33	8.54	8.89	8.92	11.92	13.49	2.69	6.17	10.66	9.39
Dic-22	9.70	9.23	9.05	8.46	8.68	8.74	13.68	13.84	2.68	6.18	11.57	9.48
Ene-23	10.27	8.81	8.73	8.51	7.26	8.46	14.35	14.37	6.06	7.64	12.62	9.58
Feb-23	9.93	7.60	8.59	8.60	6.79	8.39	9.40	13.75	6.04	6.95	9.95	8.81
Mar-23	9.28	7.44	8.14	8.45	7.91	8.25	7.41	13.24	6.04	6.81	8.80	8.40
Abr-23	8.98	7.83	7.94	8.34	6.85	8.00	10.18	11.15	6.03	6.72	9.61	8.43
May-23	8.73	8.11	7.89	8.30	6.41	7.90	11.48	9.94	6.00	6.68	9.89	8.44
Jun-23	8.31	7.86	7.72	8.12	6.31	7.74	10.28	9.01	6.00	6.80	9.06	8.10
Jul-23	8.23	7.93	7.33	8.05	7.02	7.62	10.75	9.18	6.00	6.80	9.35	8.08
Ago-23	8.18	7.90	7.09	8.09	7.04	7.54	10.98	9.01	6.00	6.80	9.43	8.05
set-23	8.06	7.91	6.93	7.98	7.04	7.42	11.62	8.18	6.00	6.80	9.51	7.98
Oct-23	7.82	8.03	6.80	8.11	7.04	7.42	11.60	7.33	6.00	6.80	9.26	7.92
Nov-23	7.51	8.04	6.76	7.86	7.93	7.39	11.21	6.35	6.00	6.80	8.77	7.76
Dic-23	7.34	8.18	6.85	8.10	7.82	7.53	10.19	6.38	6.00	6.80	8.33	7.74

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 21/07/2022.

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)