



LIGERO AUMENTO DE LAS PROYECCIONES

En julio la inflación anual aumentó y se observó el nivel más alto en veinte meses. El valor mensual alcanzó a 0,8%, un guarismo algo superior a nuestra proyección puntual y a la mediana de expectativas recabadas por el BCU (ambas de 0,7%). El dato anual (interanual) aumentó levemente, en 0,3 pp., siendo ahora de 9,6%, el valor más alto desde noviembre de 2020.

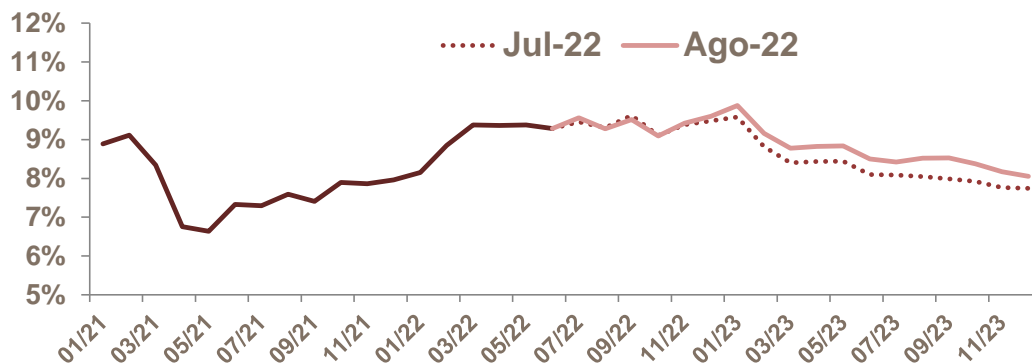
Nuestras proyecciones indican que el dato anual se mantendrá oscilando entre 9% y los niveles actuales para el resto del año. Será necesario esperar al primer trimestre de 2023 para eventualmente observar valores de inflación inferiores al 9%. Para el corriente mes de agosto, se espera un valor puntual de 0,59%, con un intervalo (al 50% de probabilidad) entre 0,44% y 0,74%.

Las proyecciones asumen una baja moderada en los precios de las *commodities* (de exportación, petróleo, etc.) en el resto del año, pese a que se observa un comportamiento relevante a la baja en algunos productos en las últimas semanas, lo que se analiza más adelante. Si se mantuviera este comportamiento podríamos observar un valor sensiblemente inferior para la inflación de 2022 y 2023, como se discutió en nuestro [Informe de Inflación de julio](#): con un descenso del petróleo de 30% frente a 21% (y actualmente el descenso alcanzó a 22%) y con un valor del dólar de \$ 42, se tendría un cierre del año tres décimas por debajo de nuestra proyección.

PROYECCIONES

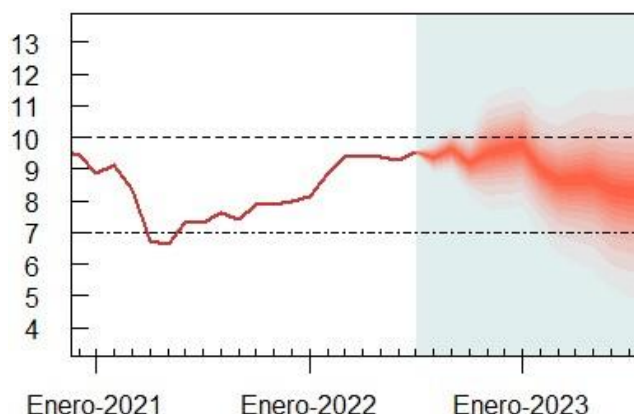
Considerando un escenario internacional de bajas moderadas, el valor observado en julio ha incidido en una leve corrección al alza de nuestras proyecciones, como puede observarse en el **Gráfico 1**. El **Gráfico 2** ilustra la incertidumbre asociada a las proyecciones, incorporando intervalos de probabilidad entre 50% y 99%.

Gráfico 1: Modificación de la trayectoria prevista de inflación interanual



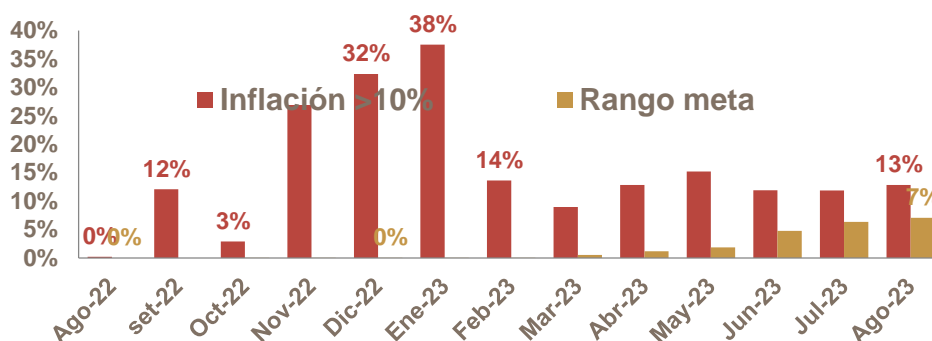
cinve - Informe de Inflación N° 243 – Agosto de 2022

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



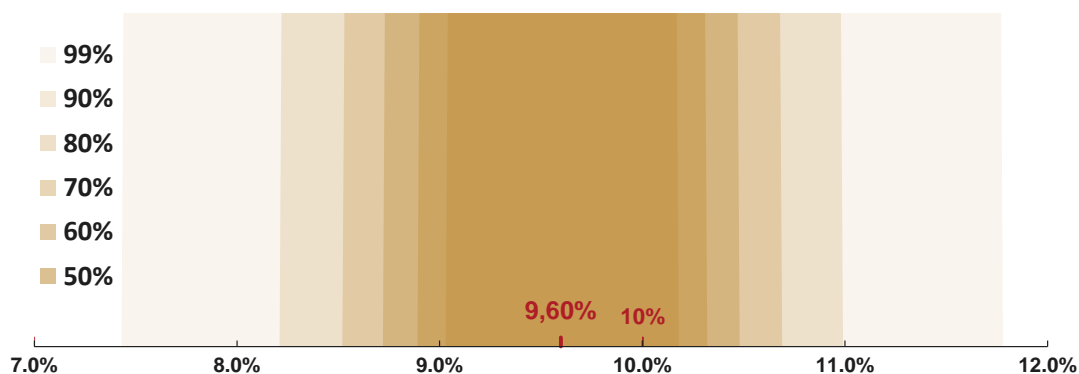
Como puede observarse en el Gráfico 3, las estimaciones de **cinve** indican que la probabilidad de que la inflación ingrese al rango meta (3%-7% hasta agosto 2022, 3%-6% a partir de setiembre) son virtualmente nulas hasta ya entrado 2023, y aumentan en los primeros ocho meses de ese año, aunque permaneciendo siempre por debajo de 10%. La probabilidad de superar la barrera de 10% es casi nula en agosto y sube a 12% en setiembre; luego de esto cae a 3% y aumentan en noviembre y diciembre, cerrando 2022 en 32%. Luego de esto aumenta en enero de 2023 y cae hasta un 14% en febrero, estabilizándose luego en niveles similares.

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



Fuente: Proyecciones **cinve** al 11/08/2022

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



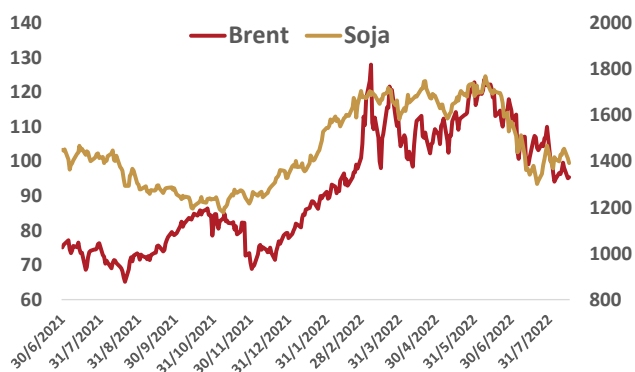
ANÁLISIS COYUNTURAL – ¿Se moderan las presiones inflacionarias a nivel internacional?

Los últimos meses han mostrado señales de moderación de algunas de las presiones inflacionarias de alcance internacional, y agosto en particular trajo noticias “alentadoras” en la economía más importante del mundo, así como de algunos precios internacionales claves, como el petróleo.

Los precios de las *commodities* alcanzaron un máximo a comienzos de mayo y cayeron significativamente en junio, julio y, en algunos casos, en el corriente mes. Ello puede observarse para el petróleo en el Gráfico 5, que había llegado a niveles de US\$ 110 el barril a mediados de mayo, y el dato actual es de US\$ 95, un 14% por debajo. De hecho, el precio actual se ubica por debajo del nivel previo a la invasión rusa a Ucrania.

En el gráfico se incluye también la evolución del precio de la soja en el mercado estadounidense, que presenta prácticamente la misma evolución desde mediados de mayo. La soja es relevante como producto de exportación uruguaya, pero también como *proxy* del precio internacional de la carne (ya que es una alternativa para la alimentación del ganado).

Gráfico 5: Precio *commodities* seleccionadas



Fuente: Elaboración propia

Asimismo, se ha observado una disminución de los “cuellos de botella”, y de la escasez de artículos estratégicos en las cadenas de producción globales, como los semiconductores, utilizados en diferentes tipos de manufacturas, desde celulares hasta automóviles.

En este contexto, los datos para el mes de julio de la inflación estadounidense indicaron una reducción del guarismo interanual de 9,1% a 8,5%, reflejando un mix de comportamientos. Por un lado, los precios de la

gasolina tuvieron un efecto significativo a la baja, explicado por los movimientos en el precio del crudo que ya mencionamos. Dada la naturaleza de este precio, no es claro cuál sería su comportamiento en los meses próximos.

Considerando la inflación subyacente (excluyendo alimentos y energía), que puede interpretarse como una medida de la tendencia actual, el dato de julio se mantuvo en aproximadamente 5% anual, un valor muy elevado y alejado del valor meta (de 2%) de la Reserva Federal de EE.UU.

Este dato de inflación de julio debe ponerse en el contexto general de la economía estadounidense, con indicadores de “enfriamiento” (como los dos trimestres consecutivos de descenso del PIB, aunque en valores marginales), índices de confianza de los consumidores en baja, etc. Pero, al mismo tiempo, un mercado de trabajo todavía muy tonificado, con niveles de desocupación en mínimos históricos.

La Reserva Federal se va a enfrentar a un panorama complejo, pero las señales permiten concluir en la continuidad de la tendencia al alza en las tasas de interés, quizás con un paso más moderado.

Finalmente, algunas líneas sobre los efectos de estos movimientos en la economía de Uruguay. Si bien es posible que nuestros productos de exportación (carne, soja) queden afectados por estas tendencias globales, si se concreta esta tendencia a la baja seguramente quitará presión a la inflación uruguaya vía los precios de los bienes transables. Como puede observarse en los cuadros de Anexo, a comienzos de año la inflación de transables se ubicaba por encima de 10%, mientras que los no transables estaban prácticamente en la mitad. Nuestra proyección para fines de 2022 es que ambos grupos reducirán la brecha en menos de un punto, y se invertirá el comportamiento para 2023.

Nuestras proyecciones asumen una baja moderada en los precios de las *commodities* (de exportación, petróleo, etc.) en el resto del año. Si se mantuviera la tendencia observada en las últimas semanas, podríamos observar un valor sensiblemente inferior para la inflación de 2022 y 2023, acercándose la inflación a fin de este año en valores cercanos a 9%.

cinve - Informe de Inflación N° 243 – Agosto de 2022

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	0.82	0.72	1.11	0.55	1.69	0.92	0.39	0.56	0.01	0.04	0.36	0.77
Ago-22	0.37	0.83	0.51	0.72	0.34	0.59	1.15	0.13	0.00	0.00	0.60	0.59
set-22	0.64	0.72	0.82	0.68	1.27	0.81	0.61	0.10	0.00	0.00	0.33	0.68
Oct-22	0.92	0.35	0.91	0.45	0.00	0.60	0.99	1.06	0.00	0.00	0.79	0.65
Nov-22	0.76	0.34	0.73	0.77	0.09	0.67	-0.13	1.08	0.00	0.00	0.25	0.56
Dic-22	-0.34	0.51	0.50	0.63	0.35	0.54	1.75	-7.32	0.00	0.00	-1.24	0.06
Ene-23	2.54	1.47	0.52	0.85	1.39	0.77	2.24	11.19	6.00	6.80	5.58	2.04
Feb-23	0.68	0.95	0.68	1.11	0.30	0.83	0.91	1.06	0.00	0.00	0.75	0.81
Mar-23	0.71	0.80	0.81	0.71	1.12	0.80	1.09	0.27	0.00	0.00	0.62	0.75
Abr-23	0.56	0.51	0.81	0.60	0.20	0.65	0.31	0.27	0.00	0.00	0.23	0.53
May-23	0.47	0.49	0.59	0.71	0.20	0.60	0.27	0.09	0.00	0.00	0.16	0.48
Jun-23	0.37	0.17	0.42	0.39	0.15	0.38	-0.15	0.28	0.00	0.00	0.00	0.28
Jul-23	0.56	0.85	0.32	0.68	1.45	0.61	1.70	0.28	0.00	0.00	0.92	0.69
Ago-23	0.48	0.91	0.33	0.84	0.43	0.57	1.90	0.10	0.00	0.00	0.98	0.68
set-23	0.65	0.73	0.64	0.56	1.16	0.66	1.34	0.28	0.00	0.00	0.76	0.69
Oct-23	0.60	0.40	0.73	0.55	0.00	0.56	0.53	0.28	0.00	0.00	0.35	0.51
Nov-23	0.41	0.33	0.58	0.52	0.91	0.59	-0.54	0.19	0.00	0.00	-0.22	0.37
Dic-23	-0.64	0.62	0.45	0.79	0.24	0.58	0.59	-7.25	0.00	0.00	-1.74	-0.04

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/08/2022.

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)

cinve - Informe de Inflación N° 243 – Agosto de 2022

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	10.62	8.41	9.83	8.72	10.31	9.38	10.88	13.05	2.83	6.48	10.05	9.56
Ago-22	9.77	8.74	9.83	8.84	8.80	9.26	10.90	10.38	2.71	6.48	9.32	9.28
set-22	9.77	9.23	10.00	8.83	10.30	9.51	11.22	10.71	2.70	6.20	9.53	9.51
Oct-22	9.41	8.74	9.88	8.44	10.16	9.26	8.72	11.92	2.70	6.21	8.65	9.09
Nov-22	9.63	9.19	9.93	8.43	9.92	9.25	10.83	12.67	2.70	6.21	9.90	9.42
Dic-22	9.93	9.23	9.79	8.38	9.72	9.14	12.82	12.89	2.69	6.22	10.90	9.60
Ene-23	10.60	9.07	9.53	8.82	8.26	9.06	13.63	13.68	6.07	7.68	12.09	9.87
Feb-23	10.36	7.85	9.53	8.92	7.79	9.05	8.81	12.91	6.05	6.99	9.43	9.16
Mar-23	9.76	7.70	9.13	8.78	8.94	8.95	6.90	12.41	6.05	6.85	8.32	8.77
Abr-23	9.48	8.09	8.95	8.68	7.87	8.71	9.68	10.35	6.03	6.76	9.14	8.82
May-23	9.24	8.39	8.91	8.64	7.42	8.62	10.99	9.14	6.01	6.72	9.43	8.84
Jun-23	8.82	8.14	8.75	8.47	7.32	8.46	9.82	8.23	6.01	6.84	8.61	8.50
Jul-23	8.54	8.28	7.90	8.61	7.06	8.12	11.24	7.93	6.00	6.80	9.23	8.42
Ago-23	8.66	8.37	7.70	8.74	7.16	8.11	12.07	7.89	6.00	6.80	9.63	8.52
set-23	8.67	8.37	7.50	8.62	7.04	7.95	12.89	8.08	6.00	6.80	10.10	8.53
Oct-23	8.33	8.43	7.31	8.73	7.04	7.92	12.38	7.25	6.00	6.80	9.62	8.37
Nov-23	7.95	8.42	7.15	8.45	7.92	7.83	11.92	6.30	6.00	6.80	9.11	8.17
Dic-23	7.62	8.53	7.11	8.63	7.80	7.87	10.63	6.38	6.00	6.80	8.56	8.05

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/08/2022.

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)