



INFLACIÓN CERRARÍA EL AÑO EN EL ENTORNO DE 8%

La inflación interanual cayó en 0,6 pp., ubicándose en 8,5% en noviembre. Para diciembre se proyecta una inflación mensual de -0,5%, producto de la aplicación del UTE Premia, pero también de deflaciones esperadas para ciertos bienes por la caída del tipo de cambio de buena parte del mes de diciembre. La inflación presentaría una tendencia a la baja hasta setiembre de 2023, llegando a 6,3%, luego de lo cual repuntaría, cerrando el año en 7,7%. **Cinve** se encuentra revisando sus modelos por el cambio de base del IPC, y en pocas semanas se presentarán proyecciones actualizadas.

El dato de diciembre

El efecto de la aplicación de UTE Premia, así como otros factores, generará una disminución en el IPC (deflación) en el corriente mes de diciembre. Como referencia, en diciembre de 2021 la variación del IPC fue de -0,1%. En este año, se observan otros factores, ligados a bienes elaborados y algunos alimentos no elaborados (menores precios del ganado), en un contexto de fuerte caída del tipo de cambio que duró buena parte del mes (no obstante las oscilaciones del tipo de cambio en la última semana).

El hecho de que la deflación en diciembre de 2022 tendría un mayor valor que en el año pasado conduciría a un nuevo descenso de la inflación interanual, posibilitando un cierre del año por debajo del 8%.

El dato de noviembre, por ser el primero con la nueva base del Índice de Precios del Consumo (IPC) que calcula el Instituto Nacional de Estadística (INE), es difícil de contrastar proyecciones anteriores con el dato observado.

La metodología de proyección de **cinve** se basa en series extensas, y es sensible a cambios en las ponderaciones, como los que ocurrieron con el cambio de base. Esto ha implicado un proceso de reconstrucción de las series de agregados de precios que utilizan nuestros modelos predictivos, de manera de reflejar las variaciones que hubiesen tenido los distintos componentes del IPC con las nuevas ponderaciones, junto a una revisión de los propios modelos.

Esta revisión se encuentra en proceso y se espera que una primera versión operativa pueda ser aplicada para nuestras proyecciones de enero, las que serán difundidas en las próximas semanas.

El presente documento presenta las proyecciones que se obtienen a partir de los modelos (y series) utilizadas para octubre, incorporando de la nueva base solamente las ponderaciones de los agregados.

Las estimaciones de probabilidades en las secciones subsiguientes se basan en errores de predicción pasados, utilizando la base anterior del IPC, y pueden haber perdido vigencia con el cambio de base. De todas formas, se presentan como “mejor aproximación posible” de la distribución de probabilidad de la proyección de la inflación.

cinve – Informe de Inflación N° 247

Diciembre de 2022

Proyecciones

Las proyecciones de cinve han sido corregidas significativamente a la baja, como puede apreciarse 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

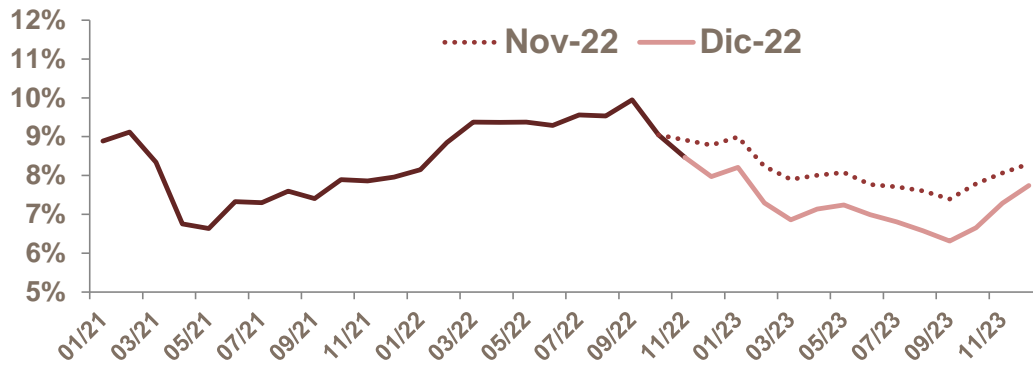
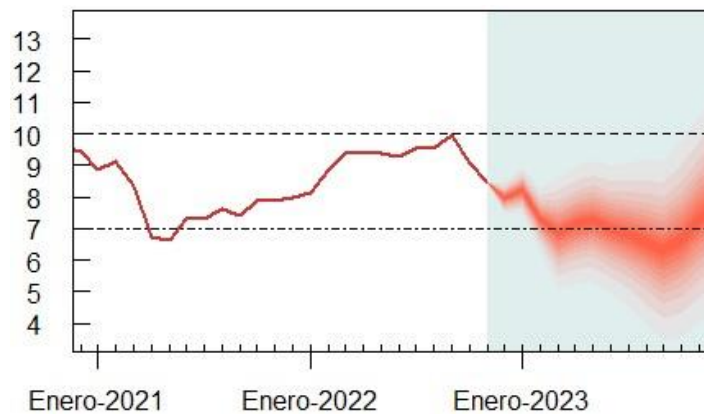


Gráfico 2: Proyección de la inflación interanual (en %) e incertidumbre (Fan Chart)

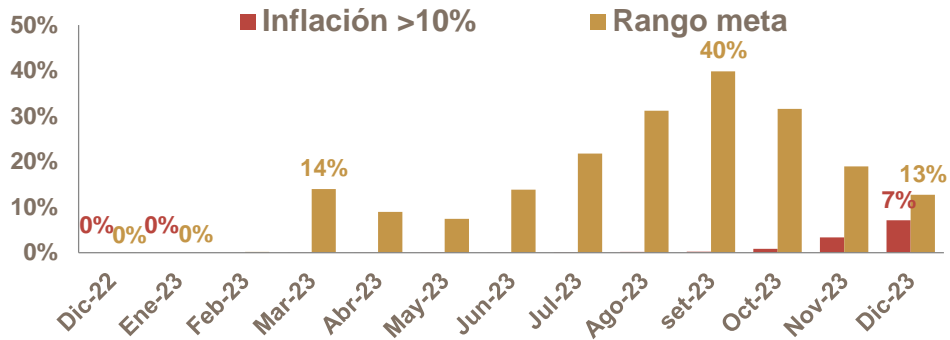


cinve – Informe de Inflación N° 247

Diciembre de 2022

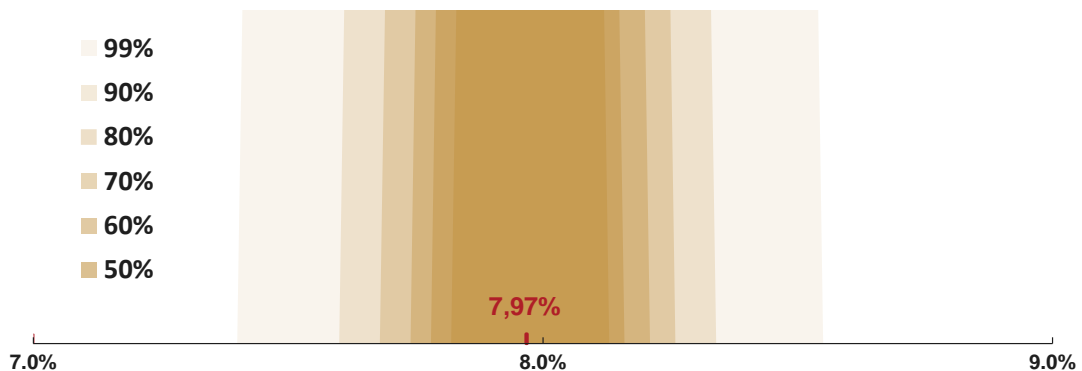
Como puede observarse en el Gráfico 3, las estimaciones de **cinve** indican que la probabilidad de que la inflación ingrese al rango meta (3%-6%) son virtualmente nulas hasta marzo de 2023, cuando saltan al 14%. Luego de esto caen hasta mayo y vuelven a aumentar, alcanzando un máximo de 40% en setiembre, para después caer y cerrar el año en 13%. Por su parte, la probabilidad de superar la barrera de 10% se mantiene prácticamente en 0 durante la mayor parte del período considerado y sólo alcanza al 7% en diciembre de 2023.

Gráfico 3: Probabilidad de que la inflación interanual se ubique dentro del rango meta (3-6%) o supere el 10%



Fuente: Proyecciones **cinve** al 30/12/2022

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



cinve – Informe de Inflación N° 247

Diciembre de 2022

Análisis Coyuntural

El 30 de diciembre se realizó la última reunión del año del Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central del Uruguay (BCU). En esta reunión se decidió un nuevo aumento de la Tasa de Política Monetaria (TPM), esta vez de 25 pbs (0,25%), menor a las subas anteriores, de 50 pbs. Además, y más importante, el COPOM indicó que "... no se avizoran nuevos aumentos de la tasa de interés ...", supeditado al monitoreo y a eventuales cambios en el contexto local e internacional.

De esta forma, y condicional al desarrollo futuro de la inflación, el BCU detiene el aumento de la TPM y, con ello, la tendencia al alza experimentada por las tasas de interés en moneda nacional, con el importante efecto, como hemos indicado, a la revalorización del peso uruguayo.

El comunicado es explícito sobre las razones que llevaron al cambio en la magnitud de la suba de la TPM (25 pbs en lugar de 50 pbs): "...las proyecciones de inflación de los servicios del BCU están descendiendo algo más rápido que lo esperado en el trimestre anterior ...". Es decir, el descenso que experimentó la inflación, desde un pico de 9,6% en setiembre hasta niveles inferiores al 8%, acercándose a los guarismos observados a fines de 2021.

El comunicado no es tan claro sobre las razones para anunciar el cambio en la trayectoria futura de las tasas de referencia. Sin embargo, es posible realizar algunos comentarios.

En primer lugar, el nuevo nivel de la tasa, de 11,5%, resulta casi cuatro puntos superior a la inflación proyectada para diciembre. El BCU ha indicado que operativamente es necesaria una tasa real de al menos tres puntos porcentuales para que ésta actúe sobre las expectativas y la inflación efectiva. En nuestros pronósticos, esperamos un mínimo sobre mediados de año en el orden de 6,6%, por lo que en una aplicación mecánica de esta regla los próximos movimientos de la TPM deberían ser a la baja. En cualquier caso, si se insiste con esta política de contracción de la actividad económica para disminuir la inflación, una aplicación prudente debería implicar esperar a los movimientos de la inflación en el segundo semestre. Nuestras proyecciones indican una reversión de la trayectoria.

En segundo lugar, cabe preguntarse si esta decisión del BCU no ha estado influida por reclamos de numerosos actores (exportadores, industriales, etc.) y analistas, del efecto "revaloratorio" de esta política sobre el peso uruguayo. Es decir, si bien en principio la revaluación del peso uruguayo responde a múltiples factores, sin duda uno de los principales es el diferencial de tasas de interés entre la moneda nacional y la moneda extranjera, incentivando el cambio de portafolio y restando demanda neta de dólares en el mercado cambiario uruguayo.

Si se coincide con este diagnóstico, el elemento relevante es el diferencial de tasas. Más allá que en el plano internacional, pueden esperarse algunos aumentos adicionales en las tasas en dólares, el diferencial actual (que de hecho ha aumentado con la suba de 25 pbs) continúa siendo elevado en la comparación con 2021 y del año en curso. En otras palabras, aunque no se produzcan nuevos aumentos, con el nivel actual de la TPM continuará el incentivo para el cambio de portafolio y la consiguiente presión a la baja en la cotización del dólar.

Finalmente, algunas consideraciones de la eficiencia de la política aplicada. El BCU correctamente observa la desaceleración de la inflación ocurrida en los últimos meses y, de acuerdo al comunicado, ajusta la política en consonancia. Como hemos argumentado en numerosas oportunidades, el principal disparador del repunte inflacionario, desde mediados de 2021 han sido los numerosos shocks de precios internacionales. En un principio, el traslado a los precios internos del fuerte incremento de nuestros precios de exportación (principalmente carnes), y de otros precios internacionales (petróleo). Luego, a partir de febrero de este año, la guerra en Ucrania. El punto importante es que el cambio en la trayectoria de la inflación desde setiembre también puede atribuirse, principalmente, a nuevos shocks internacionales, esta vez a la baja.

Esta situación puede cambiar sobre el final del año 2023, donde factores internos (entre ellos, los incrementos previstos en los salarios) pueden revertir su importancia como motor de la inflación. El BCU se enfrentará, probablemente, a un dilema, sobre el curso que deberían seguir las tasas de interés.

cinve – Informe de Inflación N° 247

Diciembre 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	0.63	2.89	0.76	0.44	2.76	0.84	1.51	10.42	2.63	5.35	4.46	1.78
Feb-22	0.98	1.93	0.68	1.02	0.73	0.84	5.38	1.76	0.01	0.65	3.19	1.47
Mar-22	1.35	0.88	1.18	0.85	0.05	0.90	2.90	0.72	0.00	0.13	1.66	1.11
Abr-22	0.88	0.13	0.98	0.69	1.20	0.87	-2.22	2.15	0.01	0.09	-0.52	0.49
May-22	0.75	0.20	0.63	0.75	0.62	0.68	-0.92	1.20	0.02	0.03	-0.11	0.46
Jun-22	0.82	0.37	0.57	0.55	0.25	0.52	0.91	1.12	0.00	-0.11	0.76	0.59
Jul-22	0.88	0.66	1.11	0.55	1.69	0.92	0.39	0.56	0.01	0.04	0.36	0.77
Ago-22	0.62	1.03	0.67	1.12	1.84	1.01	0.52	0.26	0.00	0.10	0.34	0.83
set-22	0.48	1.18	0.89	0.38	0.59	0.63	3.31	-0.76	0.00	0.07	1.42	0.84
Oct-22	-0.14	0.54	0.59	0.70	0.11	0.58	-1.15	-0.85	0.02	0.01	-0.81	0.21
Nov-22	-0.51	-0.04	-0.21	0.01	0.20	-0.08	-1.91	-0.04	0.12	-0.07	-0.75	-0.28
Dic-22	0.09	-1.21	-0.12	0.56	0.39	0.22	-0.27	-6.78	0.00	0.00	-2.34	-0.55
Ene-23	0.44	3.66	0.25	0.91	1.35	0.63	2.08	8.59	6.00	6.80	5.29	2.01
Feb-23	0.46	0.76	0.52	1.01	0.12	0.70	0.91	0.15	0.00	0.00	0.40	0.61
Mar-23	0.73	0.67	0.80	0.65	1.30	0.77	1.25	0.15	0.00	0.00	0.54	0.70
Abr-23	1.08	0.41	0.86	0.48	0.25	0.64	0.83	2.05	0.00	0.00	0.99	0.75
May-23	0.74	0.38	0.61	0.64	0.06	0.58	0.87	0.62	0.00	0.00	0.54	0.57
Jun-23	0.53	0.16	0.38	0.40	0.15	0.37	0.24	0.62	0.00	0.00	0.30	0.35
Jul-23	0.57	0.63	0.26	0.67	1.00	0.50	1.84	0.26	0.00	0.00	0.81	0.60
Ago-23	0.44	0.79	0.29	0.84	0.42	0.54	1.70	0.26	0.00	0.00	0.76	0.61
set-23	0.63	0.56	0.59	0.48	1.23	0.60	1.23	0.27	0.00	0.00	0.58	0.59
Oct-23	0.63	0.42	0.71	0.71	0.00	0.65	0.40	0.27	0.00	0.00	0.25	0.53
Nov-23	0.46	0.17	0.59	0.39	0.86	0.52	-0.46	0.09	0.00	0.00	-0.16	0.31
Dic-23	0.57	-0.85	0.45	0.89	0.24	0.63	0.70	-6.65	0.00	0.00	-1.87	-0.13

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 30/12/2022.

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° 247

Diciembre 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	11.47	5.20	9.50	7.75	8.68	8.61	4.80	10.10	2.87	12.92	6.94	8.15
Feb-22	11.48	6.48	9.63	7.55	8.41	8.54	10.86	11.86	2.81	6.44	9.67	8.85
Mar-22	11.68	7.30	9.57	7.77	8.57	8.63	13.97	12.57	2.81	6.58	11.41	9.38
Abr-22	11.51	7.41	9.31	8.47	8.62	8.85	11.43	14.88	2.82	6.51	10.78	9.37
May-22	11.24	7.65	9.17	9.02	9.00	9.08	9.49	16.13	2.84	6.51	10.16	9.37
Jun-22	11.03	7.67	9.27	8.87	9.14	9.07	10.14	13.77	2.83	6.42	9.87	9.29
Jul-22	11.20	8.04	9.83	8.72	10.31	9.38	10.88	13.05	2.83	6.48	10.05	9.56
Ago-22	10.51	8.62	10.00	9.28	10.42	9.72	10.22	10.52	2.72	6.58	9.03	9.53
set-22	10.27	9.64	10.25	8.94	11.19	9.76	13.50	9.90	2.71	6.38	10.44	9.95
Oct-22	8.65	9.42	9.78	8.81	11.17	9.50	8.60	9.00	2.73	6.41	7.81	9.04
Nov-22	7.45	9.45	8.81	7.99	11.05	8.67	8.73	8.52	2.86	6.33	7.97	8.46
Dic-22	7.02	8.85	8.00	7.87	10.89	8.23	8.49	9.37	2.85	6.33	7.74	7.97
Ene-23	6.81	9.65	7.45	8.38	9.37	8.01	9.10	7.56	6.23	7.80	8.59	8.21
Feb-23	6.27	8.39	7.28	8.38	8.70	7.86	4.48	5.86	6.22	7.10	5.66	7.29
Mar-23	5.62	8.18	6.87	8.17	10.05	7.72	2.81	5.26	6.21	6.97	4.49	6.86
Abr-23	5.83	8.48	6.74	7.94	9.03	7.47	6.02	5.16	6.20	6.88	6.08	7.13
May-23	5.83	8.67	6.72	7.83	8.43	7.36	7.93	4.56	6.18	6.84	6.77	7.24
Jun-23	5.53	8.45	6.52	7.66	8.32	7.20	7.22	4.04	6.18	6.96	6.29	6.99
Jul-23	5.20	8.41	5.63	7.80	7.59	6.75	8.76	3.73	6.17	6.92	6.77	6.80
Ago-23	5.01	8.15	5.23	7.50	6.08	6.26	10.04	3.74	6.16	6.81	7.22	6.57
set-23	5.17	7.48	4.91	7.61	6.76	6.23	7.82	4.81	6.16	6.73	6.33	6.31
Oct-23	5.98	7.35	5.04	7.62	6.65	6.30	9.51	5.98	6.13	6.72	7.46	6.65
Nov-23	7.01	7.58	5.88	8.02	7.35	6.94	11.12	6.12	6.00	6.80	8.10	7.29
Dic-23	7.52	7.98	6.49	8.37	7.19	7.37	12.21	6.27	6.00	6.80	8.63	7.74

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 30/12/2022.

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)