



MAYOR INCERTIDUMBRE POR EFECTO DE LA SEQUÍA, Y CAMBIOS MENORES EN LAS PROYECCIONES

Síntesis

El dato de febrero (incremento de 1,0%, con una inflación en los 12 meses de 7,6%) se ubicó en línea con las proyecciones de cinve y de otros analistas, y resulta de importantes incrementos en frutas y verduras, frente a menores crecimientos en rubros menos volátiles.

La proyección de la inflación de cierre de 2023 se mantiene en el entorno de 8% (7,8%, frente a 8,3% en 2022) pero estará especialmente condicionada por el comportamiento de los rubros volátiles; es decir, por la resolución de la situación de sequía y la normalización posterior de la oferta.

Nuestro supuesto es que el BCU mantendrá una tendencia de estabilidad o, inclusive, la posibilidad de una disminución de la Tasa de Política Monetaria, durante 2023, a pesar de que los valores de inflación permanecerían fuera del rango objetivo.

Ello determinaría una reducción de las presiones a la revaluación del peso uruguayo, y podría observarse una devaluación frente al dólar al cierre del año, aunque todavía por debajo de los guarismos inflacionarios.

El dato de marzo

El incremento mensual del IPC en el pasado mes de marzo se situó en 0,9%, similar a la proyección de **cinve** de 0,95%. La precisión en la proyección mensual de la inflación, en nuestro caso, surge de una compensación de errores en frutas y verduras (que aumentaron 11,8% con respecto al mes anterior, frente a nuestra proyección de 5,2%), mientras que la inflación subyacente fue sobre-estimada con una incidencia contraria de valor similar. En los hechos, el valor anual (variación interanual) mantuvo su tendencia decreciente, pasando de 7,6% en febrero, al 7,3% en marzo.

Figura 1. IPC – marzo de 2023.

	Mensual		12 meses	
	Var.	Incid.	Var.	Incid.
IPC	0,9%		7,3%	
Transables	0,4%	0,2%	4,1%	2,0%
No Transables	1,3%	0,7%	9,8%	5,0%
Subyacente	0,5%	1,4%	7,0%	5,0%
Residual	1,7%	2,1%	7,0%	2,0%
Suby No Trans	0,7%	0,9%	8,0%	2,9%
INE - IPC con excl. 1/	0,4%	2,2%	6,6%	5,9%

1/ Corresponde al Índice de Precios del Consumidor excluyendo Frutas y verduras frescas, y combustibles, IPC-CE, calculado por el INE, o Índice con Exclusiones. Los cálculos de variaciones a 12 meses son propios, empalmado las series correspondientes.

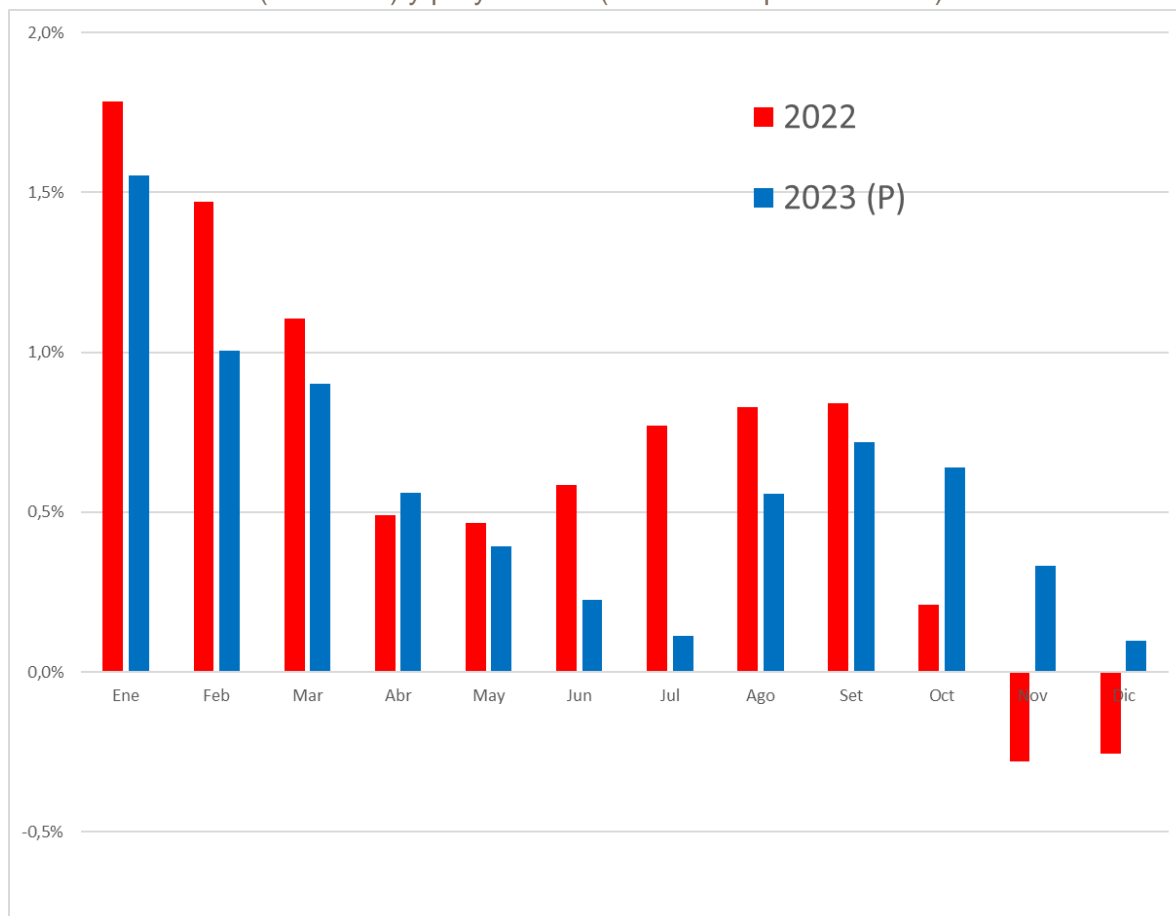
Fuente: Cálculos propios en base al IPC del INE. Ver definición de componentes en Notas Metodológicas.

Nota: La suma de las incidencias puede no coincidir con la variación del total ya que esta última surge de una serie empalmada a partir de octubre 2022 por el cambio de base.

Proyecciones

La inflación proyectada para el mes de abril es de 0,6%, un valor ligeramente superior al compararlo con su valor de doce meses atrás (abril de 2022) que fue de 0,5%, como puede comprobarse en el gráfico 2 siguiente. Este leve aumento en la variación mensual (respecto al guarismo un año atrás) conduce a un leve incremento del cálculo interanual. De todos modos, como surge del gráfico mencionado, a partir del mes de octubre de 2023 se experimentaría un aumento de la inflación en términos interanuales.

Figura 2. IPC - Variaciones mensuales (en %) observadas (año 2022) y proyectadas (año 2023 a partir de abril).



Fuente: INE para datos observados de IPC. Proyecciones de cinve.

La inflación podría situarse dentro del rango meta de inflación establecido por el BCU en algunos meses de este año. Como se ha comentado, el intervalo de predicción a 6 meses incluye para varios niveles de confianza al valor techo del rango meta (6%). Sin embargo, la probabilidad de que la inflación se ubique por debajo del techo es reducida a finales de año, cuando se produciría el “rebote” de la inflación anual.

Como se comenta más adelante, el comportamiento del sub-rubro frutas y verduras en el resto de 2023 podría tener una importante incidencia (de varias décimas de por ciento) en el cierre del año. Asumiendo que se revertiría la mayor parte del incremento de los últimos tres meses para frutas y verduras, el cierre del año se ubicaría en 7,3%, valor inferior a nuestra estimación previa (de 7,8%).

Frutas y Verduras

Dada la trayectoria observada en los últimos meses por las frutas y verduras frescas, corresponde una breve referencia a estos precios y al procedimiento empleado para su proyección.

Como es sabido, el sub-rubro tuvo un importante incremento en los últimos meses por efecto de la sequía, de 28,5% acumulado en los tres primeros meses del año, frente a 3,6% en el IPC general. El efecto de frutas y verduras sobre el índice general alcanza a casi un punto porcentual (0,9% para ser exacto).

En las series históricas se observa en general un comportamiento de reversión de los incrementos de precios extraordinarios para estos rubros (en general, alimentos no elaborados) en los meses siguientes a la ocurrencia del “choque”, comportamiento que es recogido en nuestros modelos. Pero en las presentes circunstancias no es posible aceptar este patrón como el más adecuado, ya que dependerá del efectivo comportamiento climático, y de la recomposición de los márgenes una vez que se normalice la oferta. Por otra parte, la posibilidad de importación de frutas y verduras ante la escasez por la sequía y otros factores, tampoco facilita la tarea de pronóstico, ya que, al corresponder a acontecimientos raros en el pasado, no se tiene experiencia de su incidencia en los precios al público.

En definitiva, nuestros modelos arrojan un incremento importante en el año para este sub-rubro, de casi 30%, la mayor parte del cual ya se ha experimentado en los primeros meses. De hecho, en nuestras proyecciones el sub-rubro llegaría a un guarismo máximo cercano a 50% (variación interanual) en mayo. Todas las proyecciones están sujetas a revisión, pero las correspondientes a estos bienes requieren una atención especial. Y se realizarán las adecuaciones pertinentes una vez que se tenga nueva información.

Hipótesis sobre la TPM y proyección del tipo de cambio

Se considera que la cotización del dólar, luego de caer casi 12% durante 2022, presentaría una leve tendencia al alza en el horizonte de pronóstico, de alrededor de 3% anual. Con este supuesto el dólar promedio de diciembre 2023 se ubicaría levemente por encima de \$40, y ligeramente superior a \$41 en diciembre 2024.

Pese a esta tendencia ascendente, la devaluación se situaría por debajo de la inflación uruguaya, frente a una inflación en dólares de EE.UU. que podría ubicarse alrededor de 4% en el año. De esta forma, por la vía de competitividad-precio la economía uruguaya continuaría retrocediendo, al menos en la comparación con EE.UU.

En este comportamiento del dólar jugará un papel relevante la política monetaria del BCU. Como hemos planteado en distintas oportunidades, en nuestra opinión el diferencial de tasas en moneda nacional frente a las tasas en dólares es el principal determinante (aunque no el único) para el cambio de portafolio de los agentes (primordialmente residentes) y con ello la presión a la baja en el dólar.

En nuestra opinión, la política monetaria se mostrará más flexible durante 2023. Si bien nosotros preveíamos el mantenimiento de la TPM para la reunión del COPOM de abril, alertábamos que: “... pese a que en nuestras proyecciones la inflación a finales de 2023 sólo registraría una leve disminución comparando con diciembre de 2022, sería posible esperar un cambio en la pauta de tasas de interés del BCU, dados los anuncios realizados en sucesivos comunicados del COPOM.” La decisión de reducir la TPM en 0,25% en la última reunión permite concluir que ésta sería la trayectoria esperada para el resto del año.

Notas Metodológicas

Nuevas series y modelos

La metodología de proyección de **cinve** se basa en series extensas, y es sensible a modificaciones en las ponderaciones de los componentes del IPC, como los que ocurrieron con el cambio de base reciente (nuevo índice con base octubre de 2022 = 100). 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 con las nuevas ponderaciones.

El cambio de las series conlleva una revisión de los propios modelos, tanto en relación a los componentes dinámicos como con las variables exógenas, así como los efectos calendarios e intervenciones por *outliers*.

El presente documento presenta las proyecciones que se obtienen a partir de nuevos modelos. Continuaremos el proceso de revisión de las especificaciones e iremos incorporando nuevas versiones en sucesivos informes.

Intervalos de predicción

Las estimaciones de probabilidades de cumplimiento de nuestros pronósticos requieren la generación de historia sobre errores de pronóstico con los modelos, lo que actualmente no es posible de realizar para los nuevos. Por ello, las incluidas en este informe se basan en errores de predicción utilizando los modelos previos, como “mejor aproximación posible” de la distribución de probabilidad de las proyecciones de inflación.

Definición de componentes

Se clasifican como Transables las carnes, los alimentos elaborados, otros servicios transables (pasajes de avión, etc.), y los productos manufacturados del IPC, a lo que se agregan los combustibles.

Los bienes y servicios No Transables incluyen los restantes ítems del IPC: frutas y verduras, tabaco, servicios administrados, educación, otros Servicios no transables y energía eléctrica.

Aquellos ítems del IPC con precios más volátiles, o que corresponden a precios de empresas públicas, se agrupan en el llamado componente Residual. En la definición de **cinve** incluye: alimentos no elaborados (frutas y verduras, y carne), combustibles, energía eléctrica y servicios de empresas públicas (agua y comunicaciones).

Si se excluyen estos precios volátiles y administrados, se construye un componente que se aproxima a la tendencia más permanente, denominado Núcleo de Inflación (en inglés, *core inflation*). En definitiva, este componente queda integrado por los productos manufacturados, alimentos elaborados y los servicios con precios no administrados, o administrados y brindados por privados (transporte y salud, por ejemplo).

El Instituto Nacional de Estadística, a partir de la nueva base, ha comenzado a publicar valores de un Índice de Inflación Subyacente, excluyendo frutas y verduras frescas, y combustibles. Ver [aquí](#).

Proyecciones

	IPC		Transables		No Transables		Subyacente		Residual	
	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m
Ene-22	1,8%	8,2%	0,2%	12,2%	3,0%	5,4%	0,7%	9,2%	3,8%	7,4%
Feb-22	1,5%	8,8%	0,7%	12,2%	1,8%	6,4%	0,5%	8,6%	3,0%	10,5%
Mar-22	1,1%	9,4%	1,3%	12,2%	0,9%	7,0%	0,9%	8,5%	1,7%	12,1%
Abr-22	0,5%	9,4%	0,8%	11,9%	0,0%	7,0%	0,7%	8,5%	-0,3%	11,6%
May-22	0,5%	9,4%	0,9%	11,7%	0,2%	7,2%	0,7%	8,7%	0,1%	11,1%
Jun-22	0,6%	9,3%	0,8%	11,3%	0,4%	7,1%	0,5%	8,7%	0,9%	10,2%
Jul-22	0,8%	9,6%	0,8%	11,1%	0,7%	7,5%	0,8%	8,9%	0,5%	10,2%
Ago-22	0,8%	9,5%	0,8%	10,3%	0,7%	7,9%	0,9%	9,3%	0,2%	8,6%
set-22	0,8%	9,9%	0,3%	10,0%	1,1%	8,6%	0,6%	9,3%	0,9%	9,4%
Oct-22	0,2%	9,0%	-0,4%	7,7%	0,6%	8,5%	0,5%	8,5%	-0,8%	7,0%
Nov-22	-0,3%	8,5%	-0,5%	6,4%	0,0%	8,6%	-0,1%	7,7%	-0,8%	7,0%
Dic-22	-0,3%	8,3%	0,0%	5,8%	-0,5%	9,1%	0,2%	7,2%	-1,3%	8,0%
Ene-23	1,6%	8,0%	-0,1%	5,4%	3,4%	9,5%	0,8%	7,3%	3,7%	7,8%
Feb-23	1,0%	7,6%	0,3%	5,1%	1,7%	9,4%	0,6%	7,4%	2,2%	7,0%
Mar-23	0,9%	7,3%	0,4%	4,1%	1,3%	9,8%	0,5%	7,0%	1,7%	7,0%
Abr-23	0,6%	7,4%	0,4%	3,7%	0,5%	10,4%	0,6%	6,9%	0,2%	7,5%
May-23	0,4%	7,3%	0,5%	3,3%	0,3%	10,5%	0,6%	6,7%	-0,1%	7,4%
Jun-23	0,2%	6,9%	0,4%	2,8%	0,1%	10,2%	0,3%	6,6%	0,0%	6,4%
Jul-23	0,1%	6,2%	0,5%	2,5%	-0,2%	9,2%	0,5%	6,2%	-0,8%	5,0%
Ago-23	0,6%	6,0%	0,4%	2,1%	0,7%	9,2%	0,6%	5,9%	0,3%	5,2%
set-23	0,7%	5,8%	0,6%	2,4%	0,8%	9,0%	0,6%	5,9%	0,9%	5,2%
Oct-23	0,6%	6,3%	0,7%	3,5%	0,6%	9,0%	0,7%	6,1%	0,6%	6,7%
Nov-23	0,3%	6,9%	0,6%	4,7%	0,0%	9,1%	0,3%	6,6%	0,3%	7,9%
Dic-23	0,1%	7,3%	0,7%	5,4%	-0,4%	9,1%	0,4%	6,8%	-0,6%	8,6%
Ene-24	1,9%	7,7%	0,5%	6,1%	3,1%	8,9%	0,9%	6,8%	4,4%	9,3%
Feb-24	0,7%	7,3%	0,5%	6,3%	0,9%	8,1%	0,8%	7,1%	0,5%	7,5%
Mar-24	0,6%	7,0%	0,8%	6,7%	0,4%	7,1%	0,7%	7,2%	0,4%	6,2%
Abr-24	0,5%	6,9%	0,6%	6,9%	0,3%	6,9%	0,6%	7,2%	0,2%	6,1%
May-24	0,4%	6,9%	0,5%	6,9%	0,4%	6,9%	0,5%	7,1%	0,1%	6,4%
Jun-24	0,6%	7,3%	0,4%	7,0%	0,8%	7,6%	0,4%	7,3%	1,0%	7,4%
Jul-24	0,5%	7,8%	0,5%	6,9%	0,6%	8,5%	0,6%	7,3%	0,5%	8,8%
Ago-24	0,5%	7,8%	0,4%	7,0%	0,7%	8,5%	0,6%	7,3%	0,4%	8,9%
set-24	0,7%	7,7%	0,7%	7,1%	0,7%	8,3%	0,7%	7,3%	0,7%	8,7%
Oct-24	0,6%	7,7%	0,7%	7,1%	0,4%	8,2%	0,6%	7,3%	0,6%	8,7%
Nov-24	0,4%	7,8%	0,6%	7,1%	0,2%	8,4%	0,5%	7,4%	0,3%	8,7%
Dic-24	0,2%	7,9%	0,6%	7,1%	-0,1%	8,7%	0,5%	7,6%	-0,4%	8,9%

cinve – Informe de Inflación - N° 251 – Abril de 2023

	IPC		Alimentos No Elaborados		Alim. Elaborados + Tabaco		Manufacturados		Energia		Servicios	
	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m
Ene-22	1,8%	8,2%	1,3%	5,9%	1,4%	9,5%	0,5%	11,0%	8,8%	11,4%	0,6%	7,5%
Feb-22	1,5%	8,8%	5,2%	11,4%	1,1%	9,5%	-0,4%	9,8%	2,2%	13,6%	0,7%	7,2%
Mar-22	1,1%	9,4%	2,8%	14,0%	1,7%	10,3%	0,2%	8,1%	1,0%	14,7%	0,8%	7,4%
Abr-22	0,5%	9,4%	-2,6%	10,6%	1,5%	10,5%	0,0%	6,9%	2,5%	17,5%	0,6%	7,8%
May-22	0,5%	9,4%	-1,0%	8,6%	0,3%	10,1%	0,8%	7,1%	1,1%	18,7%	0,8%	8,2%
Jun-22	0,6%	9,3%	1,0%	9,3%	0,7%	10,5%	-0,2%	6,5%	1,2%	15,3%	0,6%	8,3%
Jul-22	0,8%	9,6%	0,7%	10,4%	1,1%	10,9%	1,0%	6,9%	0,2%	13,8%	0,6%	8,2%
Ago-22	0,8%	9,5%	0,2%	9,3%	0,9%	11,2%	0,3%	6,8%	0,2%	10,4%	1,1%	8,8%
set-22	0,8%	9,9%	3,2%	12,3%	1,2%	11,8%	0,5%	6,8%	-1,4%	9,2%	0,3%	8,6%
Oct-22	0,2%	9,0%	-1,0%	7,5%	0,6%	12,1%	0,4%	5,0%	-1,4%	7,6%	0,4%	8,0%
Nov-22	-0,3%	8,5%	-1,9%	7,7%	0,3%	11,9%	-0,7%	3,2%	0,0%	7,4%	0,1%	7,5%
Dic-22	-0,3%	8,3%	0,8%	8,8%	0,5%	11,9%	-0,3%	2,2%	-4,8%	9,4%	0,3%	7,1%
Ene-23	1,6%	8,0%	3,1%	10,7%	1,1%	11,7%	0,4%	2,1%	4,6%	5,1%	1,3%	7,8%
Feb-23	1,0%	7,6%	3,4%	8,8%	0,5%	11,0%	0,0%	2,4%	1,3%	4,3%	0,9%	8,1%
Mar-23	0,9%	7,3%	4,2%	10,3%	0,4%	9,6%	0,2%	2,5%	0,0%	3,2%	0,5%	7,8%
Abr-23	0,6%	7,4%	0,4%	13,7%	0,5%	8,6%	0,6%	3,2%	0,2%	0,9%	0,5%	7,7%
May-23	0,4%	7,3%	-0,6%	14,1%	0,4%	8,7%	0,5%	2,8%	0,4%	0,2%	0,6%	7,5%
Jun-23	0,2%	6,9%	-0,3%	12,6%	0,4%	8,3%	0,4%	3,4%	0,2%	-0,8%	0,3%	7,1%
Jul-23	0,1%	6,2%	-2,1%	9,4%	0,6%	7,8%	0,3%	2,7%	0,3%	-0,7%	0,5%	7,0%
Ago-23	0,6%	6,0%	0,4%	9,6%	0,6%	7,5%	0,3%	2,6%	0,4%	-0,6%	0,7%	6,6%
set-23	0,7%	5,8%	1,8%	8,2%	0,7%	7,0%	0,5%	2,6%	0,3%	1,1%	0,6%	6,9%
Oct-23	0,6%	6,3%	1,0%	10,3%	0,4%	6,7%	0,8%	3,1%	0,3%	2,9%	0,6%	7,1%
Nov-23	0,3%	6,9%	0,4%	12,9%	0,4%	6,8%	0,6%	4,4%	0,3%	3,3%	0,2%	7,2%
Dic-23	0,1%	7,3%	1,5%	13,8%	0,3%	6,6%	0,4%	5,1%	-4,0%	4,2%	0,4%	7,3%
Ene-24	1,9%	7,7%	3,6%	14,3%	1,0%	6,5%	0,1%	4,8%	6,8%	6,4%	1,4%	7,4%
Feb-24	0,7%	7,3%	0,3%	10,8%	0,9%	6,9%	0,2%	5,1%	0,3%	5,4%	1,0%	7,5%
Mar-24	0,6%	7,0%	0,8%	7,3%	0,9%	7,5%	0,6%	5,5%	0,3%	5,8%	0,4%	7,4%
Abr-24	0,5%	6,9%	0,2%	7,1%	0,7%	7,7%	0,8%	5,6%	0,3%	5,9%	0,4%	7,2%
May-24	0,4%	6,9%	0,0%	7,8%	0,4%	7,7%	0,5%	5,6%	0,3%	5,8%	0,5%	7,1%
Jun-24	0,6%	7,3%	1,8%	10,1%	0,4%	7,7%	0,3%	5,6%	0,3%	6,0%	0,5%	7,3%
Jul-24	0,5%	7,8%	0,7%	13,2%	0,6%	7,7%	0,3%	5,6%	0,3%	6,0%	0,6%	7,5%
Ago-24	0,5%	7,8%	0,6%	13,4%	0,6%	7,7%	0,3%	5,6%	0,3%	6,0%	0,7%	7,4%
set-24	0,7%	7,7%	1,3%	12,9%	0,8%	7,7%	0,5%	5,6%	0,3%	6,0%	0,6%	7,4%
Oct-24	0,6%	7,7%	0,9%	12,9%	0,5%	7,9%	0,8%	5,5%	0,3%	6,0%	0,5%	7,3%
Nov-24	0,4%	7,8%	0,3%	12,8%	0,4%	8,0%	0,5%	5,5%	0,3%	6,1%	0,5%	7,5%
Dic-24	0,2%	7,9%	1,6%	12,8%	0,4%	8,0%	0,3%	5,4%	-3,5%	6,6%	0,6%	7,8%

¿Qué es cinve?

El Centro de Investigaciones Económicas es una institución académica privada que inició actividades en 1975 y reúne a un conjunto de economistas y expertos en disciplinas conexas que se dedican a la investigación, el asesoramiento y la capacitación en temas económicos. Sus objetivos son promover y realizar trabajos de investigación sobre la economía nacional y regional, contribuir al desarrollo de la ciencia económica en el Uruguay y capacitar recursos humanos en las áreas de su especialidad.

Nuestra página web: www.cinve.org.uy

Mail: cinve@cinve.org.uy