



SE PROYECTA QUE EL AÑO 2023 CERRARÁ DENTRO DEL RANGO META, AUNQUE SE MANTIENEN RIESGOS AL ALZA

Síntesis

Finalmente, el dato de julio de inflación fue un descenso de 0,4%, habilitando que el cálculo de 12 meses quedara comprendido dentro del rango meta del BCU, por segundo mes consecutivo.

Dentro de una tónica general de desaceleración de la inflación, descensos de frutas y verduras, y otros precios “residuales” condujeron a esta variación negativa. Esperamos que continúen incrementos moderados mensuales hasta octubre.

Sin embargo, distintos factores que hemos planteado en informes anteriores (los incrementos salariales, mayor devaluación del peso, eventual incremento de precios internacionales) cambiarían la pauta de la inflación.

La inflación presentaría una forma de V en 2023, con una tendencia creciente en 2024, cerrando dicho año con un guarismo de 7,2% de acuerdo a nuestras proyecciones.

El dato de julio

El incremento mensual del IPC en julio se situó en -0,36%, mientras que la proyección de **cinve** fue de 0,5%, similar a las proyecciones de los analistas que responden la encuesta del Banco Central. Nuestro pronóstico surgió, como es habitual, del modelo de inflación y se fundamentaba parcialmente en la trayectoria de algunos precios volátiles, como las frutas y verduras.

La diferencia entre la proyección y el dato real se explica por una sobrestimación del rubro no transables y transables (el sector de los no transables tuvo una caída de 0,1% con respecto al mes anterior, frente a una proyección de 0,5%, mientras que los transables tuvo una caída de 0,7%, frente a nuestra proyección de 0,3%).

Medido en términos anuales, la variación del IPC fue de 4,8%, siendo esta menor a la variación interanual de junio (5,9%). En la figura 1 se presentan las variaciones mensuales y de los últimos 12 meses para los principales agrupamientos del IPC.

Figura 1. IPC de mayo.

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

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.

2/ Dado que se han empalmado series a partir del cambio de base de octubre de 2022, las sumas de las incidencias pueden no coincidir con la variación del agregado.

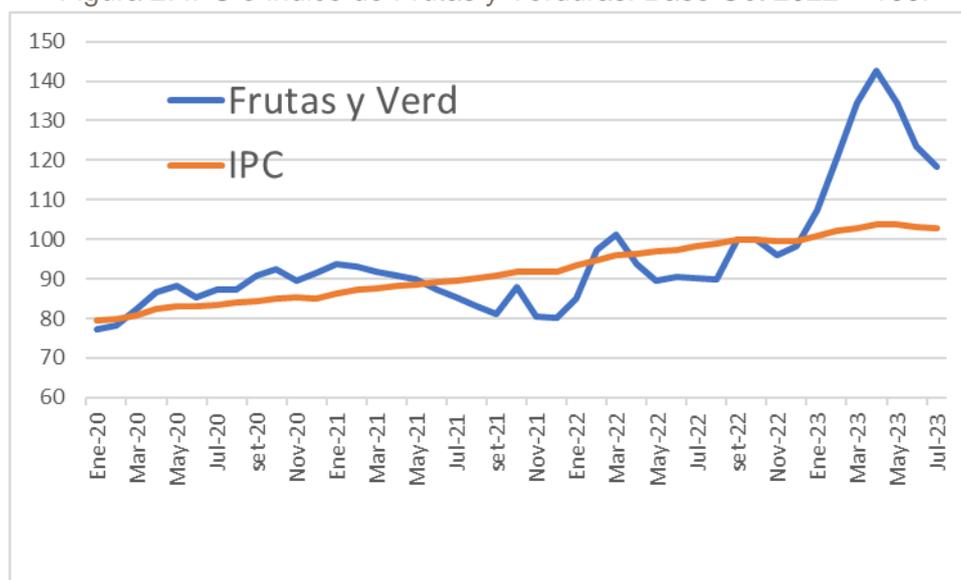
Fuente: Cálculos propios en base al IPC del INE. Definición de componentes en Notas Metodológicas.

Más allá de los agrupamientos de precios, cabe mencionar tres factores con directa incidencia en la evolución del precio del mes pasado.

Como se mencionó, los sub-rubros de frutas y verduras tuvieron una disminución de 2,0% y 5,4% respectivamente, con una incidencia conjunta de una décima de por ciento. Esta disminución corresponde a un nuevo ajuste del sub-rubro debido a los elevados incrementos a principios del año, derivados de la sequía.

Como se aprecia en el gráfico siguiente, Figura 2, todavía existe cierto margen para el ajuste de las frutas y verduras para acercarse en tendencia a la evolución del IPC, como ha sido su comportamiento tradicional.

Figura 2. IPC e índice de Frutas y Verduras. Base Oct 2022 = 100.



Fuente: INE.

Un segundo factor, también extraordinario, correspondió a la rebaja transitoria de impuestos sobre el agua embotellada por la emergencia hídrica, que llevó a una disminución promedio en el mes de 24,1%, de acuerdo al INE.

La disminución de los precios al consumidor del agua embotellada habría tenido una incidencia de casi dos décimas de por ciento en el IPC¹. El pasado 23 de agosto se decretó el fin de la emergencia hídrica, que conlleva la reposición de los niveles tributarios previos a la medida. Es decir, para el mes de agosto podría esperarse una incidencia al alza en el IPC de similar magnitud, esta vez con signo positivo.

Finalmente, se registró en julio una nueva reducción del precio del dólar, de 0,7%, a continuación del descenso de 1,7% en junio. Este fue uno de los principales impulsores del descenso de los precios de transables, de 0,7%.

Incidencia de Argentina en la inflación uruguaya

La evolución del tipo de cambio en Uruguay y, especialmente, la coyuntura argentina, ha generado un importante diferencial de precios entre las dos economías, contribuyendo con efectos deflacionistas (de reducción de precios) en Uruguay.

Si la situación, especialmente en la frontera, era crítica hasta julio, la devaluación de más del 20% que implementó el gobierno argentino a mediados de mes, la habría empeorado. Esta devaluación, a través del incremento del dólar oficial, tiene una incidencia directa sobre los precios importados (bienes finales e insumos) y se prevé un repunte de la ya alta inflación minorista en Argentina para el mes de agosto.

El problema es que los tipos de cambio ligados a los turistas uruguayos también reaccionaron, prácticamente con la misma alza que el dólar oficial. Con lo que la brecha entre ambas cotizaciones, que es el principal factor de “atractivo” para las compras en Argentina, se ha mantenido.

Una actualización de las estimaciones que realiza la Universidad Católica ha concluido que luego de la devaluación la brecha precios (entre las ciudades de Salto en Uruguay y Concordia en Argentina) llega al 200%.

A partir de este incentivo derivado de los precios, se ha prácticamente triplicado el flujo de turistas uruguayos hacia Argentina. El Ministerio de Turismo de Uruguay estimó que, durante el primer semestre de 2023, el turismo de uruguayos hacia Argentina se situó en 1,9 millones de personas que viajaron hacia ese país, con un gasto total de casi 600 millones de dólares. Esta cifra representa casi el triple de los números registrados en el mismo período del año anterior, cuando 509 mil turistas uruguayos visitaron Argentina y gastaron 184 millones de dólares.

Este incremento ha incidido en una “balanza” turística prácticamente equilibrada, cuando normalmente es superavitaria para Uruguay.

¹ La incidencia de la disminución tributaria del agua embotellada en el gasto efectivo para una familia promedio fue seguramente mucho mayor, debido al aumento del consumo derivado de la crisis hídrica. Téngase en cuenta que el IPC, un índice de precios tipo Laspeyres, mantiene fijas las cantidades consumidas (del período base).

El efecto de reducción de la demanda interna (prácticamente en su totalidad, en el consumo de las familias) puede asumirse en más de US\$ 800 millones anuales, si se duplica el incremento experimentado en el 1er semestre, lo que representa 1,4 puntos porcentuales del PIB.

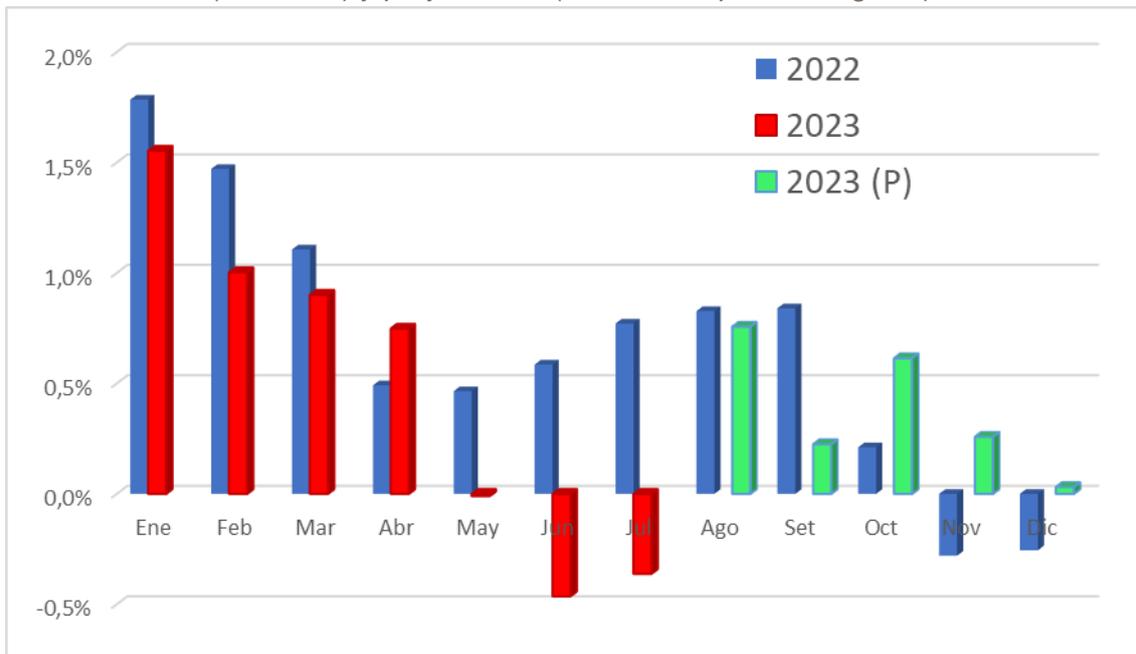
Más allá del efecto total, el efecto sobre los precios uruguayos es claramente diferencial. Si bien existe evidencia anecdótica que los bajos precios en Argentina han incentivado el consumo por parte de uruguayos de bienes no transables en la vecina orilla, el efecto mayor se observa en los precios transables.

En ese sentido, resulta relevante la baja experimentada por el rubro Ropa y Calzado del IPC durante julio, de 2,6%, superior a la apreciación del peso uruguayo. Si bien se mencionan otros factores (como el adelanto de la liquidación de invierno por las temperaturas más cálidas) es probable que la situación argentina haya tenido un papel relevante en estos movimientos de precios.

Proyecciones de inflación

A partir de la revisión de nuestras proyecciones, nuestro pronóstico para el corriente mes de agosto es de un aumento de aproximadamente 0,8% (ver Figura 3). De igual manera el valor proyectado para el mes de agosto es similar comparado con su valor de 12 meses atrás que fue de 0,83%.

Figura 3. IPC - Variaciones mensuales (en %) observadas (año 2022) y proyectadas (año 2023 a partir de agosto).



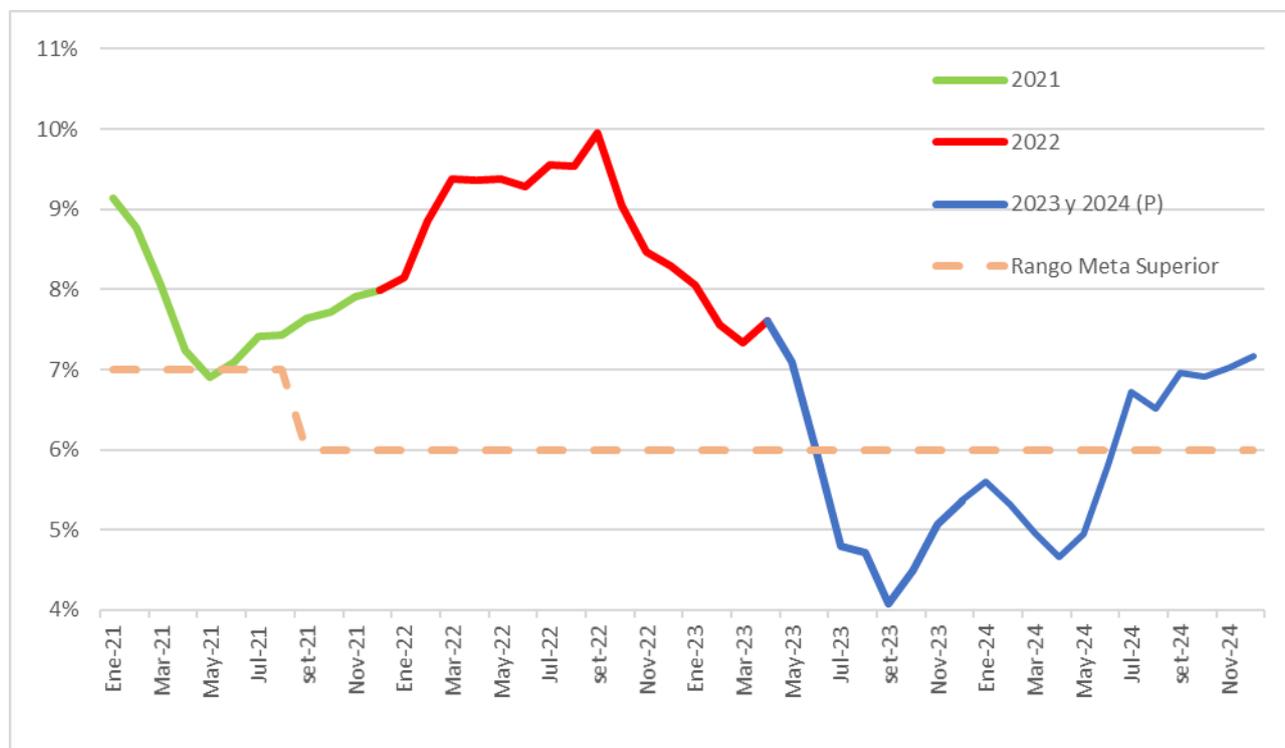
Fuente: INE para datos observados de IPC. Proyecciones de cinve.

Como se mencionó en informes anteriores esperamos que el comportamiento del IPC siga un patrón en forma de “V” durante el año 2023, donde el mínimo interanual se da en mes de setiembre (4,1%) y un cierre de año con una variación interanual de 5,4%. Pero como puede observarse en la Figura siguiente, indican que durante la segunda mitad de 2024 estaría por fuera del rango meta de inflación.

Distintos factores que hemos planteado en informes anteriores (los incrementos salariales, mayor devaluación del peso, eventual incremento de precios internacionales) cambiarían la pauta de la inflación.

En el apartado siguiente se discuten riesgos derivados de los precios internacionales sobre nuestros pronósticos.

Figura 3. IPC - Variación interanual (en %) y límite superior rango meta del BCU



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

Factores de riesgo en la proyección anterior

La proyección anterior puede estar afectada por distintos eventos, tanto con riesgo de aumentos de los valores proyectados, como de reducción.

En términos de riesgos al alza, cabe mencionar la evolución al alza de las commodities energéticas, especialmente el petróleo. Distintos factores geopolíticos y de comportamiento de los cárteles exportadores estaría incidiendo en una tendencia creciente de estos precios.

En sentido contrario, puede mencionarse el efecto deflacionista a nivel global derivado del enlentecimiento de la economía china. El Producto Interior Bruto (PIB) de China aumentó 0,8% en el segundo trimestre, lo que supone una disminución de 1,4 puntos con respecto al dato registrado en los tres primeros meses del año. Esto pone en duda el objetivo de crecimiento del gobierno chino para 2023, que se había fijado en un “modesto” 5%.

Este enlentecimiento se explica por caídas tanto de la demanda interna como externa. A ello se suma importantes problemas en el sector inmobiliario que podría llevar a una fuerte caída del precio de activos y mayores efectos recesivos. Esta disminución de la demanda china ya ha comenzado a incidir en algunos precios de *commodities*, especialmente alimentos y, en general, agrícolas. Sin embargo, como comentábamos antes, parece no haber influido lo suficiente sobre *commodities* energéticas o de metales.

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	0,7%	7,6%	0,7%	4,0%	0,9%	10,8%	0,6%	6,9%	1,4%	8,8%
May-23	0,0%	7,1%	0,3%	3,3%	-0,3%	10,2%	0,3%	6,4%	-0,7%	7,9%
Jun-23	-0,5%	6,0%	-0,4%	2,1%	-0,5%	9,3%	0,0%	5,9%	-1,7%	5,2%
Jul-23	-0,4%	4,8%	-0,7%	0,6%	-0,1%	8,4%	-0,2%	4,9%	-0,9%	3,7%
Ago-23	0,8%	4,7%	0,2%	0,0%	1,1%	8,8%	0,5%	4,3%	1,1%	4,7%
set-23	0,2%	4,1%	0,2%	-0,1%	0,3%	8,0%	0,5%	4,3%	-0,5%	3,2%
Oct-23	0,6%	4,5%	0,6%	0,9%	0,6%	8,0%	0,6%	4,4%	0,6%	4,7%
Nov-23	0,3%	5,1%	0,5%	1,9%	0,1%	8,1%	0,3%	4,8%	0,1%	5,6%
Dic-23	0,0%	5,4%	0,5%	2,4%	-0,4%	8,2%	0,4%	5,1%	-0,9%	6,0%
Ene-24	1,8%	5,6%	0,4%	2,9%	3,1%	7,9%	0,8%	5,1%	4,2%	6,5%
Feb-24	0,7%	5,3%	0,4%	3,0%	1,0%	7,2%	0,8%	5,3%	0,6%	4,9%
Mar-24	0,6%	5,0%	0,8%	3,4%	0,4%	6,2%	0,6%	5,4%	0,5%	3,7%
Abr-24	0,4%	4,7%	0,7%	3,3%	0,3%	5,6%	0,4%	5,2%	0,5%	2,8%
May-24	0,3%	4,9%	0,5%	3,5%	0,1%	6,0%	0,4%	5,3%	0,0%	3,6%
Jun-24	0,4%	5,8%	0,4%	4,4%	0,3%	6,9%	0,5%	5,8%	0,1%	5,4%
Jul-24	0,5%	6,7%	0,5%	5,6%	0,5%	7,5%	0,6%	6,6%	0,3%	6,7%
Ago-24	0,6%	6,5%	0,5%	5,9%	0,7%	7,1%	0,6%	6,7%	0,5%	6,0%
set-24	0,6%	7,0%	0,7%	6,4%	0,6%	7,4%	0,6%	6,9%	0,6%	7,2%
Oct-24	0,6%	6,9%	0,7%	6,5%	0,5%	7,3%	0,6%	6,8%	0,5%	7,1%
Nov-24	0,4%	7,0%	0,5%	6,6%	0,2%	7,5%	0,5%	7,0%	0,1%	7,2%
Dic-24	0,2%	7,2%	0,5%	6,5%	-0,1%	7,8%	0,5%	7,1%	-0,7%	7,4%

cinve – Informe de Inflación - Nº 254 – Julio 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	0,7%	7,6%	2,7%	16,3%	1,0%	9,1%	0,3%	2,8%	0,0%	0,7%	0,5%	7,7%
May-23	0,0%	7,1%	-1,6%	15,7%	0,4%	9,2%	-0,1%	1,9%	0,1%	-0,3%	0,3%	7,2%
Jun-23	-0,5%	6,0%	-3,0%	11,1%	0,3%	8,7%	-0,4%	1,7%	-1,2%	-2,6%	0,1%	6,7%
Jul-23	-0,4%	4,8%	-1,9%	8,2%	-0,6%	6,9%	-0,6%	0,1%	-0,2%	-3,1%	0,2%	6,2%
Ago-23	0,8%	4,7%	1,6%	9,8%	0,0%	6,1%	0,2%	-0,1%	1,2%	-2,1%	0,7%	5,7%
set-23	0,2%	4,1%	-0,7%	5,7%	0,4%	5,2%	0,5%	-0,2%	-0,9%	-1,6%	0,6%	6,0%
Oct-23	0,6%	4,5%	1,0%	7,8%	0,3%	4,8%	0,9%	0,3%	0,4%	0,2%	0,6%	6,1%
Nov-23	0,3%	5,1%	-0,1%	9,9%	0,5%	5,0%	0,6%	1,6%	0,2%	0,4%	0,2%	6,2%
Dic-23	0,0%	5,4%	1,0%	10,1%	0,4%	4,9%	0,4%	2,3%	-4,1%	1,2%	0,4%	6,3%
Ene-24	1,8%	5,6%	2,4%	9,4%	1,0%	4,7%	0,1%	2,0%	6,9%	3,4%	1,5%	6,6%
Feb-24	0,7%	5,3%	0,6%	6,4%	0,8%	5,0%	0,3%	2,3%	0,3%	2,3%	1,0%	6,7%
Mar-24	0,6%	5,0%	1,2%	3,4%	0,7%	5,2%	0,6%	2,7%	0,3%	2,6%	0,4%	6,5%
Abr-24	0,4%	4,7%	0,5%	1,1%	0,7%	4,9%	0,8%	3,2%	0,3%	3,0%	0,3%	6,3%
May-24	0,3%	4,9%	0,0%	2,6%	0,4%	4,9%	0,5%	3,8%	0,3%	3,2%	0,2%	6,2%
Jun-24	0,4%	5,8%	-0,1%	5,7%	0,4%	5,1%	0,3%	4,5%	0,3%	4,7%	0,5%	6,6%
Jul-24	0,5%	6,7%	0,5%	8,2%	0,7%	6,4%	0,3%	5,4%	0,3%	5,3%	0,5%	7,0%
Ago-24	0,6%	6,5%	0,7%	7,3%	0,6%	7,0%	0,3%	5,6%	0,3%	4,4%	0,7%	7,0%
set-24	0,6%	7,0%	1,1%	9,2%	0,7%	7,4%	0,5%	5,5%	0,3%	5,6%	0,6%	7,0%
Oct-24	0,6%	6,9%	0,9%	9,1%	0,5%	7,6%	0,8%	5,4%	0,3%	5,5%	0,5%	6,9%
Nov-24	0,4%	7,0%	-0,1%	9,1%	0,4%	7,5%	0,5%	5,4%	0,3%	5,6%	0,4%	7,2%
Dic-24	0,2%	7,2%	1,1%	9,1%	0,4%	7,5%	0,3%	5,3%	-3,6%	6,2%	0,6%	7,4%

¿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