



SE ANTICIPA QUE LA INFLACIÓN SUPERE EL RANGO META DURANTE LA SEGUNDA MITAD DE 2024.

Síntesis

En enero el IPC aumentó un 1,5%. A nivel anual, la variación del IPC fue del 5,09%, cifra virtualmente similar al 5,1% de diciembre. Se pronostica un aumento del 0,7% en febrero, algo por debajo de la inflación mensual de un año atrás del 1,0%.

Para 2024, se anticipa una disminución en el valor interanual hasta abril, pero a partir de julio se superaría el rango meta.

Para el 2025 la inflación aumentará hasta cerrar el año con un valor de 7,1 alcanzando su valor más elevado de 7,2%, en noviembre.

El dato de enero

El incremento mensual del IPC en enero se situó en 1,5%, en tanto que la proyección de **cinve** fue de 1,8%. 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 nuestra proyección y la variación observada se debe a una sobrestimación del núcleo de los no transables que tuvo un incremento de 1,0% con respecto al mes anterior, frente a una proyección de 1,6%.

Medido en términos anuales, la variación del IPC fue de 5,09%, que la ubica muy próxima a la variación interanual de diciembre de este año (5,1%). 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 enero.

	Mensual		12 meses	
	Var.	Incid.	Var.	Incid.
IPC	1.53%		5.1%	
Transables	0.12%	0.06%	2.7%	1.3%
No Transables	3.0%	1.6%	7.6%	3.9%
Subyacente	0.7%	0.5%	4.7%	3.4%
Residual	3.9%	1.1%	6.4%	1.8%
Suby No Trans	1.3%	0.5%	6.6%	2.4%
INE - IPC con excl. 1/	1.4%	1.3%	4.3%	3.9%

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.

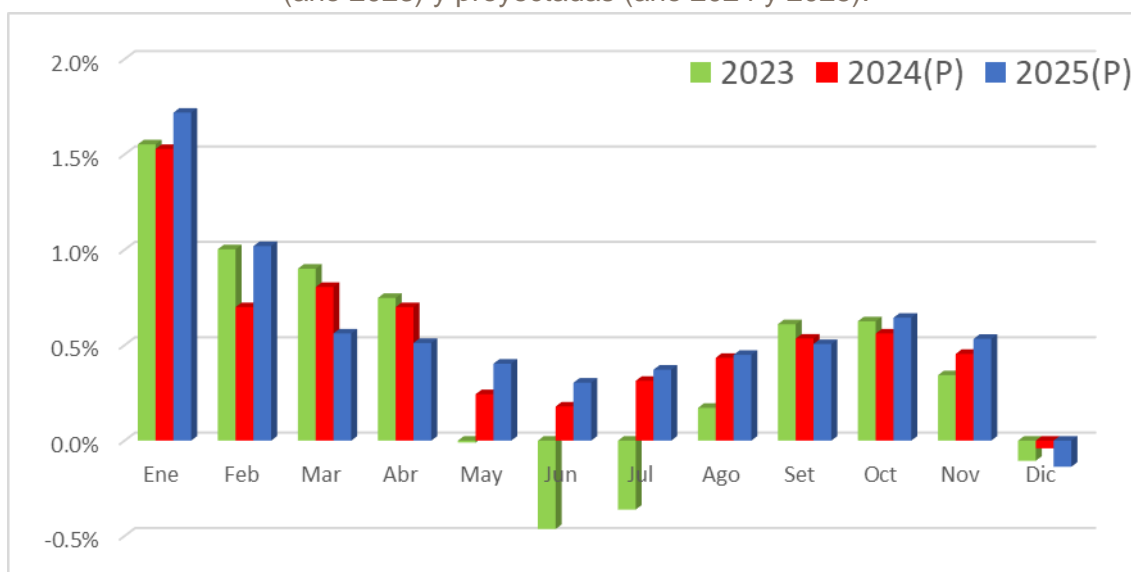
2/ Dado que se han empalmado series a partir del cambio de base de octubre de 2022, las sumas de las incidencias pueden no coincidir con la variación del agregado.

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

Proyecciones de inflación

A partir de la actualización de nuestras proyecciones, nuestro pronóstico para el mes de febrero es que los precios registrarán un aumento de aproximadamente 0,7% (ver Figura 2), cifra inferior a la inflación de 12 meses atrás, que fue de 1%. Por este efecto, la variación interanual a febrero se ubicaría en 4,8%, por debajo de la variación de enero y aun permaneciendo dentro del rango meta.

Figura 2. IPC - Variaciones mensuales (en %) observadas (año 2023) y proyectadas (año 2024 y 2025).

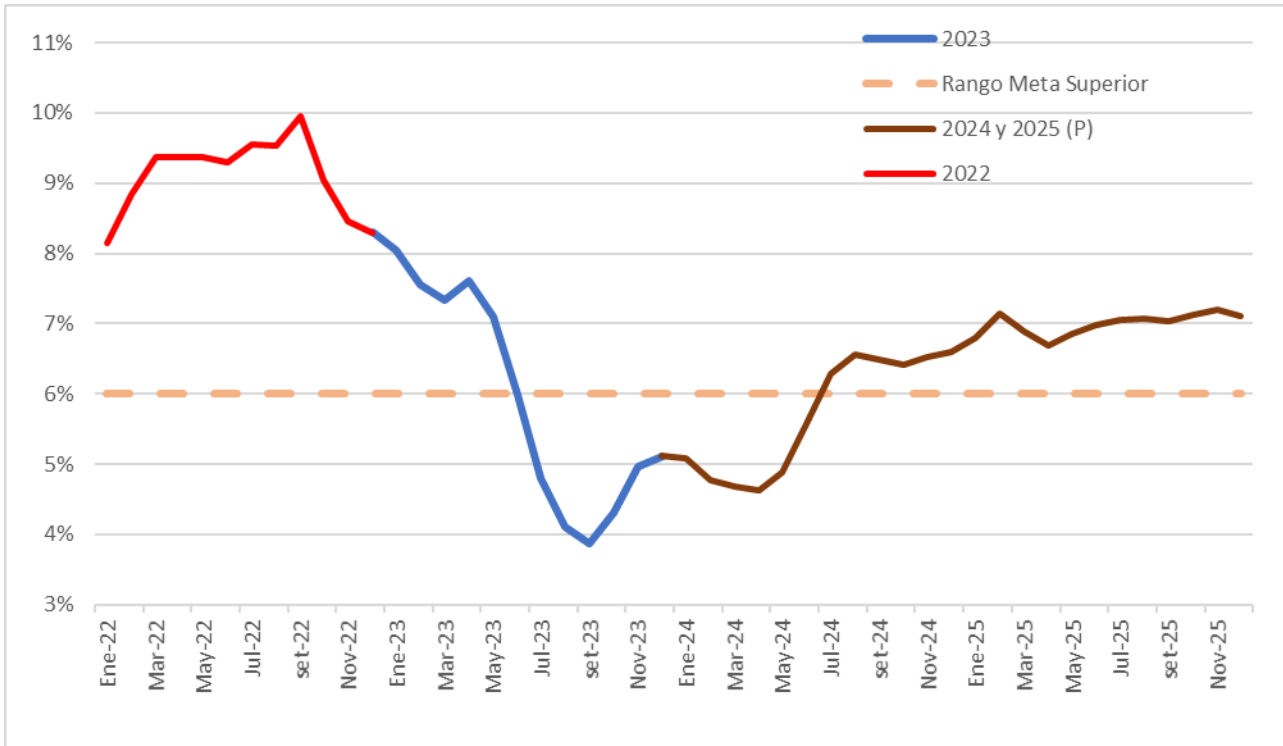


Fuente: INE para datos observados de IPC. Proyecciones de cinve.

Para 2024 pronosticamos que la inflación se mantendrá mensualmente en valores más bajos que en 2023 hasta abril, pero a partir de mayo y hasta agosto la inflación estaría por encima de los guarismos

registrados un año atrás, ubicándose por encima del rango meta del BCU a partir del segundo semestre. Mientras que al finalizar el año 2025, la inflación se ubicaría en 7,1%, y alcanzará su valor más elevado en el mes de noviembre, 7,2%.

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



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

Incidencia de la política monetaria

En su sesión del pasado 22 de febrero el Comité de Política Monetaria (COPOM), del BCU, decidió mantener la tasa de interés de referencia en 9%. En las 5 sesiones anteriores el COPOM había decidido reducciones de la tasa de interés, en algunas ocasiones de 75 puntos básicos.

El Comunicado no es explícito sobre el peso de los distintos factores en esta decisión. Se menciona la probable trayectoria de las tasas de interés en EE.UU. (que retardarían el comienzo de su reducción), mejores niveles de actividad en Brasil y una gran incertidumbre en Argentina. Estos componentes incidirían directa o indirectamente en mayores presiones inflacionarias sobre Uruguay, pero, con la excepción de Argentina, no deberíamos esperar impactos significativos.

La situación en Argentina es, ciertamente, de una alta incertidumbre. El nuevo gobierno está impulsando una drástica recomposición del resultado fiscal en el marco de una inflación con trayectoria descendente, pero todavía en niveles mensuales muy elevados. El punto clave es si se logrará reducir la inflación suficientemente rápido como para que no sea necesaria una nueva devaluación que origine otro salto del tipo de cambio oficial. A los factores inciertos en el plano económico, se suman los problemas a nivel político, en particular la relación del Gobierno Nacional con las provincias.

En nuestra opinión, no deberíamos esperar una influencia significativa de Argentina sobre los precios al consumo de Uruguay, al menos en los próximos meses. Como hemos argumentado en otros Informes,

una variable clave para el desvío del consumo hacia Argentina es la brecha entre los tipos de cambio oficial y financieros (blue, CCL). Esta brecha, que llegó a más del 100% en los últimos tiempos del gobierno de Alberto Fernández, actualmente está próxima al 25%, desestimulando o frenando en parte este desvío.

El Comunicado del COPOM menciona el nivel de actividad en Uruguay, que continuaría en crecimiento en los trimestres siguientes. Coincidimos con el BCU en el sentido que parte del crecimiento actual se fundamenta en la recomposición de la actividad agropecuaria (y, parcialmente, manufacturera) una vez que se superaron los efectos adversos de la sequía. A ello se debe agregar efectos extraordinarios derivados de la puesta en marcha de la planta de UPM, y el fin del mantenimiento de la refinería de petróleo. En ese sentido, el incremento de la actividad económica no debería considerarse como un factor contribuyente a una mayor inflación.

En tercer lugar, el Comunicado menciona la trayectoria positiva de las expectativas de los agentes: “El promedio de las tres mediciones de expectativas de inflación que monitorea el Banco Central continúa en descenso y se encuentra en mínimos históricos (6,41%), acercándose al techo del rango meta (3%-6%). En particular, la mediana de la encuesta de los analistas se mantuvo en 6%”. Sin grandes cambios respecto a meses pasados.

Como resumen, el Comunicado establece que el COPOM “... realizó una valoración positiva de la permanencia de la inflación en el rango, de la convergencia gradual de las expectativas hacia el centro del rango objetivo y del funcionamiento general de los canales de transmisión de la política monetaria.” Con estos argumentos podría haberse esperado una nueva rebaja de la tasa de interés. Sin embargo, el COPOM optó por mantener la tasa en terreno contractivo. Las minutas de la reunión del COPOM quizás arrojen luz sobre esta decisión de interrumpir la dinámica de descenso de la tasa.

En particular, el hecho de mantener la tasa de interés de referencia en 9% (y el correspondiente alineamiento de las tasas en moneda nacional) frente a una tasa de referencia de 5,25 – 5,50% en dólares, implica que se mantendrá también elevado el diferencial de tasas, manteniendo el incentivo para posiciones en moneda nacional en los portafolios de los agentes financieros. Es decir, se mantiene el incentivo desde la política monetaria para valores a la baja, o al menos estables, del tipo de cambio en Uruguay.

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-23	1.6%	8.0%	-0.1%	5.5%	3.4%	9.5%	0.8%	7.3%	3.7%	7.9%
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%	5.1%
Jul-23	-0.4%	4.8%	-0.7%	0.6%	-0.1%	8.4%	-0.2%	4.9%	-0.9%	3.7%
Ago-23	0.2%	4.1%	0.2%	0.0%	0.1%	7.8%	0.3%	4.2%	-0.3%	3.2%
set-23	0.6%	3.9%	0.7%	0.4%	0.5%	7.2%	0.5%	4.1%	0.8%	3.1%
Oct-23	0.6%	4.3%	0.9%	1.7%	0.4%	7.0%	0.6%	4.3%	0.6%	4.6%
Nov-23	0.3%	5.0%	0.3%	2.5%	0.6%	7.7%	0.4%	4.8%	0.5%	5.9%
Dic-23	-0.1%	5.1%	0.0%	2.4%	-0.2%	7.9%	0.3%	4.9%	-1.0%	6.2%
Ene-24	1.5%	5.1%	0.1%	2.7%	3.0%	7.6%	0.7%	4.7%	3.9%	6.4%
Feb-24	0.7%	4.8%	0.6%	3.0%	0.8%	6.7%	0.7%	4.9%	0.7%	4.9%
Mar-24	0.8%	4.7%	0.7%	3.2%	0.5%	5.8%	0.7%	5.1%	0.2%	3.4%
Abr-24	0.7%	4.6%	0.7%	3.3%	0.5%	5.4%	0.6%	5.1%	0.6%	2.6%
May-24	0.2%	4.9%	0.5%	3.5%	0.2%	5.9%	0.5%	5.3%	0.1%	3.5%
Jun-24	0.2%	5.6%	0.3%	4.2%	0.1%	6.5%	0.3%	5.6%	-0.2%	5.0%
Jul-24	0.3%	6.3%	0.3%	5.3%	0.3%	6.9%	0.4%	6.2%	0.1%	6.1%
Ago-24	0.4%	6.6%	0.4%	5.6%	0.5%	7.3%	0.5%	6.4%	0.3%	6.7%
set-24	0.5%	6.5%	0.5%	5.4%	0.6%	7.4%	0.6%	6.5%	0.4%	6.3%
Oct-24	0.6%	6.4%	0.7%	5.2%	0.4%	7.4%	0.6%	6.5%	0.4%	6.1%
Nov-24	0.5%	6.5%	0.6%	5.5%	0.4%	7.2%	0.4%	6.5%	0.5%	6.1%
Dic-24	0.0%	6.6%	0.7%	6.2%	-0.1%	7.3%	0.5%	6.7%	-0.3%	6.8%
Ene-25	1.7%	6.8%	0.5%	6.6%	3.1%	7.3%	1.0%	7.1%	3.9%	6.8%
Feb-25	1.0%	7.1%	0.6%	6.6%	0.7%	7.2%	0.6%	7.0%	0.6%	6.7%
Mar-25	0.6%	6.9%	0.7%	6.7%	0.4%	7.1%	0.7%	7.0%	0.2%	6.7%
Abr-25	0.5%	6.7%	0.7%	6.6%	0.4%	7.0%	0.6%	7.0%	0.4%	6.4%
May-25	0.4%	6.9%	0.5%	6.6%	0.3%	7.1%	0.5%	7.0%	0.1%	6.5%
Jun-25	0.3%	7.0%	0.4%	6.7%	0.2%	7.2%	0.5%	7.2%	-0.1%	6.6%
Jul-25	0.4%	7.0%	0.3%	6.8%	0.4%	7.3%	0.4%	7.2%	0.2%	6.6%
Ago-25	0.4%	7.1%	0.4%	6.8%	0.5%	7.3%	0.5%	7.2%	0.3%	6.7%
set-25	0.5%	7.0%	0.5%	6.8%	0.5%	7.3%	0.5%	7.2%	0.4%	6.7%
Oct-25	0.6%	7.1%	0.8%	6.9%	0.5%	7.3%	0.6%	7.2%	0.6%	7.0%
Nov-25	0.5%	7.2%	0.6%	7.0%	0.4%	7.4%	0.5%	7.2%	0.6%	7.1%
Dic-25	-0.1%	7.1%	0.7%	7.1%	-0.1%	7.5%	0.5%	7.3%	-0.3%	7.1%

cinve – Informe de Inflación - N° 261 – Febrero 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-23	1.6%	8.0%	3.1%	10.7%	1.1%	11.7%	0.4%	2.1%	4.6%	5.2%	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%	-2.7%	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	0.2%	4.1%	-1.4%	6.5%	0.0%	6.0%	-0.1%	-0.4%	0.7%	-2.5%	0.6%	5.6%
set-23	0.6%	3.9%	0.3%	3.5%	1.5%	6.3%	0.1%	-0.8%	1.8%	0.5%	0.3%	5.6%
Oct-23	0.6%	4.3%	-0.4%	4.2%	0.4%	6.1%	1.2%	0.1%	2.0%	4.0%	0.5%	5.6%
Nov-23	0.3%	5.0%	0.3%	6.5%	-0.1%	5.6%	0.1%	0.9%	0.2%	4.3%	0.9%	6.4%
Dic-23	-0.1%	5.1%	1.6%	7.4%	0.5%	5.6%	-0.3%	0.9%	-5.1%	4.0%	0.4%	6.5%
Ene-24	1.5%	5.1%	2.7%	7.0%	1.2%	5.7%	-0.4%	0.1%	5.5%	4.9%	1.4%	6.7%
Feb-24	0.7%	4.8%	0.9%	4.3%	1.1%	6.3%	0.3%	0.4%	0.3%	3.9%	0.8%	6.5%
Mar-24	0.8%	4.7%	0.8%	0.9%	0.7%	6.5%	0.6%	0.7%	0.0%	4.0%	0.6%	6.5%
Abr-24	0.7%	4.6%	0.8%	-0.9%	0.8%	6.3%	0.8%	1.2%	0.3%	4.3%	0.4%	6.4%
May-24	0.2%	4.9%	0.2%	0.8%	0.2%	6.1%	0.5%	1.8%	0.3%	4.5%	0.4%	6.6%
Jun-24	0.2%	5.6%	-0.8%	3.1%	0.2%	6.1%	0.3%	2.5%	0.4%	6.2%	0.4%	6.8%
Jul-24	0.3%	6.3%	0.1%	5.1%	0.5%	7.1%	0.1%	3.3%	0.4%	6.8%	0.4%	7.1%
Ago-24	0.4%	6.6%	0.3%	7.0%	0.4%	7.6%	0.2%	3.6%	0.3%	6.3%	0.6%	7.0%
set-24	0.5%	6.5%	0.6%	7.3%	0.6%	6.6%	0.3%	3.8%	0.3%	4.8%	0.6%	7.4%
Oct-24	0.6%	6.4%	0.6%	8.4%	0.5%	6.7%	0.9%	3.6%	0.3%	3.1%	0.5%	7.5%
Nov-24	0.5%	6.5%	0.3%	8.4%	0.4%	7.3%	0.5%	4.0%	0.3%	3.1%	0.5%	7.1%
Dic-24	0.0%	6.6%	2.1%	8.8%	0.5%	7.3%	0.4%	4.7%	-3.6%	4.8%	0.4%	7.2%
Ene-25	1.7%	6.8%	1.7%	7.8%	1.1%	7.1%	0.1%	5.3%	6.8%	6.1%	1.8%	7.5%
Feb-25	1.0%	7.1%	0.5%	7.4%	1.0%	7.1%	0.3%	5.3%	0.3%	6.1%	0.7%	7.4%
Mar-25	0.6%	6.9%	0.6%	7.2%	0.8%	7.2%	0.5%	5.2%	0.3%	6.4%	0.5%	7.4%
Abr-25	0.5%	6.7%	0.2%	6.6%	0.8%	7.2%	0.7%	5.2%	0.3%	6.4%	0.4%	7.4%
May-25	0.4%	6.9%	0.2%	6.6%	0.4%	7.3%	0.5%	5.2%	0.3%	6.4%	0.4%	7.4%
Jun-25	0.3%	7.0%	-0.5%	6.9%	0.3%	7.4%	0.4%	5.2%	0.3%	6.4%	0.5%	7.6%
Jul-25	0.4%	7.0%	0.2%	7.1%	0.5%	7.5%	0.2%	5.2%	0.3%	6.4%	0.4%	7.7%
Ago-25	0.4%	7.1%	0.4%	7.2%	0.4%	7.5%	0.3%	5.2%	0.3%	6.4%	0.6%	7.7%
set-25	0.5%	7.0%	0.7%	7.3%	0.5%	7.4%	0.3%	5.3%	0.3%	6.4%	0.6%	7.6%
Oct-25	0.6%	7.1%	1.1%	7.9%	0.6%	7.5%	1.0%	5.3%	0.3%	6.4%	0.5%	7.6%
Nov-25	0.5%	7.2%	0.6%	8.2%	0.6%	7.7%	0.5%	5.3%	0.3%	6.4%	0.6%	7.6%
Dic-25	-0.1%	7.1%	2.0%	8.2%	0.6%	7.8%	0.4%	5.3%	-3.5%	6.4%	0.5%	7.7%

¿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

Equipo de Coyuntura de CINVE.

Coordinador: Fernando Lorenzo

Investigadores: Adrián Fernández, Bibiana Lanzilotta, Silvia Rodríguez, Gonzalo Zunino

Asistentes de Investigación: Juan Ignacio Fernández, Paula Martínez, Julieta Pessina, Agustina Romero
