



CON SUPUESTOS A LA BAJA DEL DÓLAR, LA INFLACIÓN NO SUPERARÍA EL RANGO META DURANTE 2024.

Síntesis

En febrero el IPC aumentó en 0,6%, cercano a la proyección de CINVE y de otros analistas, con una ligera reducción de la variación interanual (respecto del dato observado en febrero).

Para marzo es de esperar un valor superior a 1% por el incremento de precios volátiles (frutas y verduras, probablemente combustibles), a pesar de la disminución significativa del dólar en el mes.

Revisando nuestras proyecciones del dólar para el año, asumiendo un comportamiento estable (o, aún, de nuevas reducciones), la inflación en valores interanuales podría ubicarse en el entorno del máximo del rango objetivo del BCU.

El dato de febrero

El incremento mensual del IPC en febrero se situó en 0,64%, en tanto que la proyección de **cinve** fue de 0,7%. 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 de los transables que tuvo un incremento de 0,4% con respecto al mes anterior, frente a una proyección de 0,6%.

En términos anuales, se registró una variación del IPC del 4,7%, lo que representa una disminución con respecto a la variación interanual de enero del presente año, la cual fue del 5,1%. Además, es importante señalar que esta variación fue inferior a la registrada en febrero de 2023, que alcanzó a 7,6%. 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 febrero.

| | Mensual | | 12 meses | |
|------------------------|---------|--------|----------|--------|
| | Var. | Incid. | Var. | Incid. |
| IPC | 0.64% | | 4.7% | |
| Transables | 0.4% | 0.18% | 2.8% | 1.3% |
| No Transables | 0.9% | 0.5% | 6.8% | 3.5% |
| Subyacente | 0.7% | 0.5% | 4.9% | 3.5% |
| Residual | 0.6% | 0.2% | 4.8% | 1.4% |
| Suby No Trans | 0.9% | 0.3% | 6.5% | 2.4% |
| INE - IPC con excl. 1/ | 0.6% | 0.5% | 4.5% | 4.0% |

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.

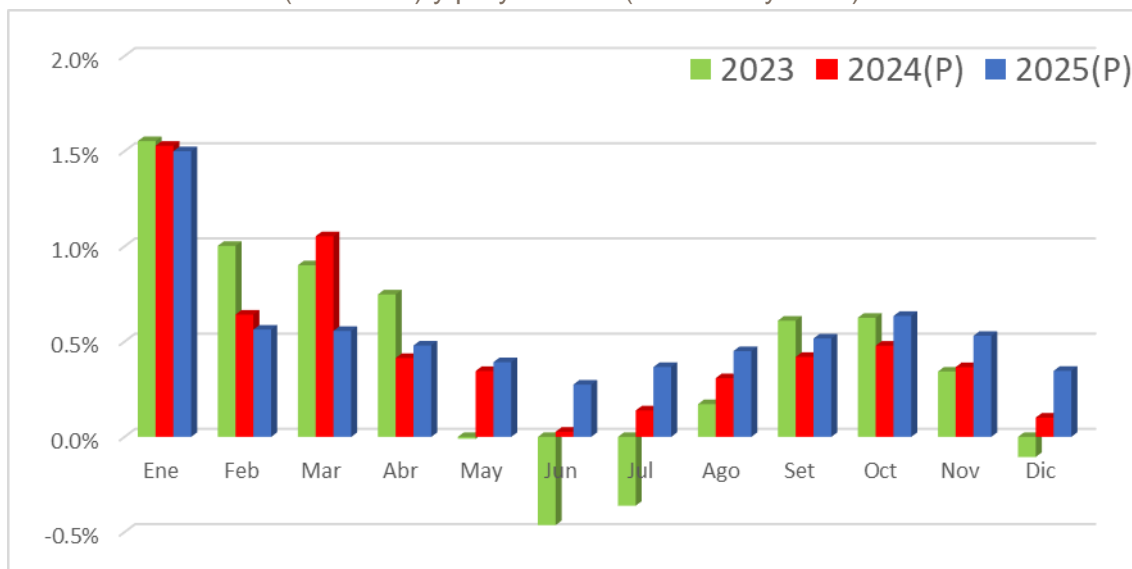
Fuente: Cálculos propios en base al IPC del INE. Definición de componentes en Notas Metodológicas.

Proyecciones de inflación

A partir de la actualización de nuestras proyecciones, nuestro pronóstico para el mes de marzo es que los precios registrarán un aumento de aproximadamente 1,1% (ver Figura 2), cifra levemente superior a la inflación de 12 meses atrás, que fue de 0,9%. Básicamente la evolución de precios volátiles (frutas y verduras, combustibles) más que compensarían el efecto “deflacionista” de la caída del dólar en el mes.

Por este efecto, la variación interanual a marzo se ubicaría en 4,9%, por arriba de la variación de febrero, y aun permaneciendo dentro del rango meta.

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

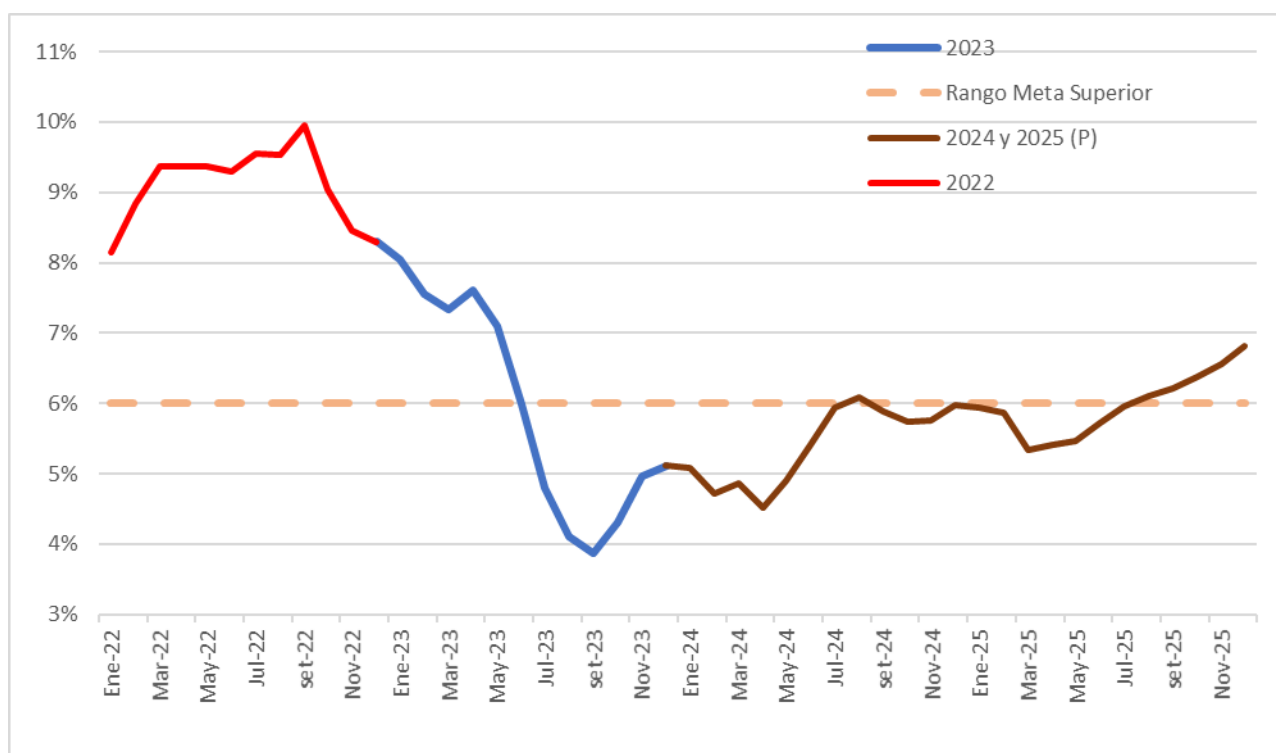


Fuente: INE para datos observados de IPC. Proyecciones de cinve.

Para el año 2024 pronosticamos que la inflación tendrá variaciones mensuales superiores a las observadas en el 2023, esto es considerando el periodo comprendido entre los meses de mayo hasta agosto. A diferencia de la inflación proyectada entre mayo y agosto, en los meses de setiembre y octubre se observa una evolución opuesta a los meses anteriores. En noviembre se proyecta valores muy similares y en diciembre el año cierra con una proyección de inflación superior a la del mismo mes en el 2023.

En términos interanuales, la inflación en el segundo semestre se ubicará en valores cercanos al techo del rango meta, pero ha aumentado significativamente la probabilidad de que durante todo el año 2024 pueda cumplirse con el objetivo del BCU. En ello influye el cambio de supuesto sobre la trayectoria del dólar, como se comenta más adelante. Durante el 2025 se proyecta que la inflación se encuentre por arriba del rango a partir de julio, cerrando el año en 6,8%

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



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

Revisión de supuestos sobre tipo de cambio

Durante el mes de marzo se ha observado un comportamiento a la baja en la cotización del dólar. Es posible que finalice el mes con una caída punta a punta cercano a 4%. En nuestros modelos trabajamos con el tipo de cambio promedio del mes, que estaría disminuyendo 2%.

No conocemos los factores que pueden estar influyendo en la evolución específica de los últimos días. Como tendencia, estos movimientos deberían reflejar, en nuestra opinión, la percepción del mercado, alimentada por varios analistas, de que el dólar se mantendrá estable en 2024 o, inclusive, presentando nuevas bajas.

Como hemos comentado en informes anteriores, suponemos que el dólar se comporta en forma “exógena” a otros precios de la economía. Y continuamos convencidos que el principal factor “de tendencia” que incide en el dólar es la política monetaria, en particular el diferencial de tasas de interés. Revisado nuestros supuestos previos, consideramos que el BCU va a mantener una política de tasas altas (en comparación con las correspondientes en dólares), lo que mantiene la preferencia de los agentes por activos en moneda nacional (tanto en pesos corrientes como UI o UP) en detrimento de activos en moneda extranjera, presionando así el dólar a la baja en el mercado de cambios.

En ese sentido, las recientes declaraciones del Presidente del BCU, Diego Labat, han sido claras de que la autoridad monetaria ha detenido las bajas en la Tasa de Política Monetaria (TPM). Obviamente en sus declaraciones (y en los distintos comunicados del COPOM) se pone énfasis en que un alineamiento de la inflación (en particular, de las expectativas) con los objetivos del BCU podría conducir a una reanudación de la rebaja de tasas.

Sin embargo, como planteamos en este informe, en nuestra opinión la inflación se mantendrá en valores entorno al límite superior del rango meta, de 6%, para 2024. Ello no le daría margen para el BCU para una reducción relevante de la TPM.

Este cambio en la proyección del tipo de cambio tendrá un efecto levemente a la baja sobre la inflación en 2024, incrementando la probabilidad de que ésta se sitúe dentro del rango meta durante todo el año (aunque próximo al techo). Algunos precios internacionales (como los energéticos) tendrían un efecto inflacionario. Y se mantendrían en niveles por encima del rango las variaciones interanuales de los precios no transables.

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](#).

¿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
