



LA INFLACIÓN CONTINUARÁ DENTRO DEL RANGO META

Síntesis

En julio, el IPC aumentó un 0,1%, un valor sustancialmente más bajo que el proyectado por **cinve** (0,4%), mientras que la variación anual del IPC se situó en 5,45%.

Las proyecciones de inflación para agosto indican que la misma se ubicará en 0,3%. A nivel interanual se prevé que la inflación alcanzará a 5,7%. Durante lo que resta del año 2024 y en 2025, se espera que la inflación continúe dentro del rango meta.

La incertidumbre debida a factores internos (asociados a las próximas elecciones nacionales) se incrementa durante el último año del pronóstico, debido a las potenciales modificaciones que puedan concretarse en la política monetaria con el nuevo gobierno.

En el corto plazo, pesan factores externos como las definiciones que pueda tomar la FED respecto a la tasa de interés. Aunque se ha moderado la influencia del diferencial de precios con Argentina la inestabilidad aún persiste y se extenderá durante los próximos meses.

Los riesgos provenientes de los conflictos tanto entre Ucrania y Rusia como la guerra en Medio Oriente persisten y potencialmente podrían afectar los precios de commodities claves para Uruguay, como el petróleo.

El dato de julio

El incremento mensual del IPC en julio se situó en 0,1%, cifra superior a la proyección de **cinve** que fue de 0,4%. Al considerar la desagregación en inflación subyacente y residual, la sobreestimación se dio en ambos agregados, pero fundamentalmente en la inflación residual. La sorpresa se explica por la caída no esperada de los precios de los Alimentos no elaborados, fundamentalmente frutas y verduras.

En términos anuales, se registró una variación del IPC del 5,45%, lo que representa un leve aumento respecto a la variación interanual de junio del presente año, de 5%. En un contexto de reducción de la inflación, esta variación interanual fue superior a la registrada en julio de 2023, que alcanzó a 4,5%. 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 julio

	Mensual		12 meses	
	Var.	Incid.	Var.	Incid.
IPC	0.1%		5.5%	
Transables	0.0%	0.02%	3.8%	1.8%
No Transables	0.1%	0.1%	7.1%	3.7%
Subyacente	0.4%	0.3%	5.3%	3.8%
Residual	-0.6%	-0.2%	6.0%	1.7%
Suby No Trans	0.4%	0.1%	6.2%	2.3%
INE - IPC con excl. 1/	0.2%	0.2%	4.6%	4.1%

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

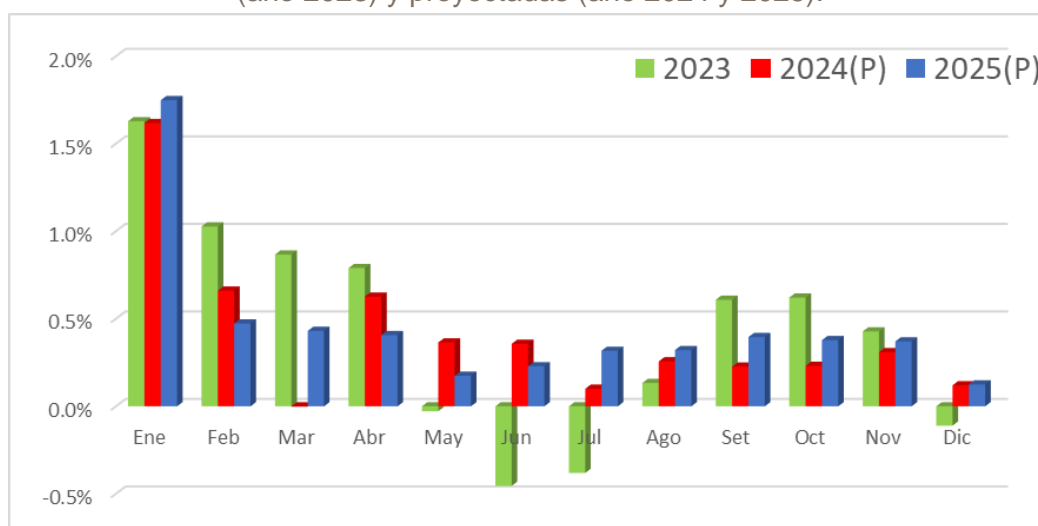
La actualización de nuestras proyecciones indica que en agosto los precios registrarían un aumento de aproximadamente 0,3% (ver Figura 2), cifra superior a la inflación de 12 meses atrás, que fue de 0,1%.

Por este efecto, la variación interanual de agosto de 2024 se ubicaría en 5,7%, un guarismo sustancialmente superior a la variación que se registró en agosto de 2023, de 3,9%.

A partir del nuevo pronóstico realizado, en agosto y durante 2025 la inflación continuaría dentro del rango meta, aunque sobre el final del año estará más cercana al límite superior del rango.

Figura 2. IPC - Variaciones mensuales (en %) observadas

(año 2023) y proyectadas (año 2024 y 2025).

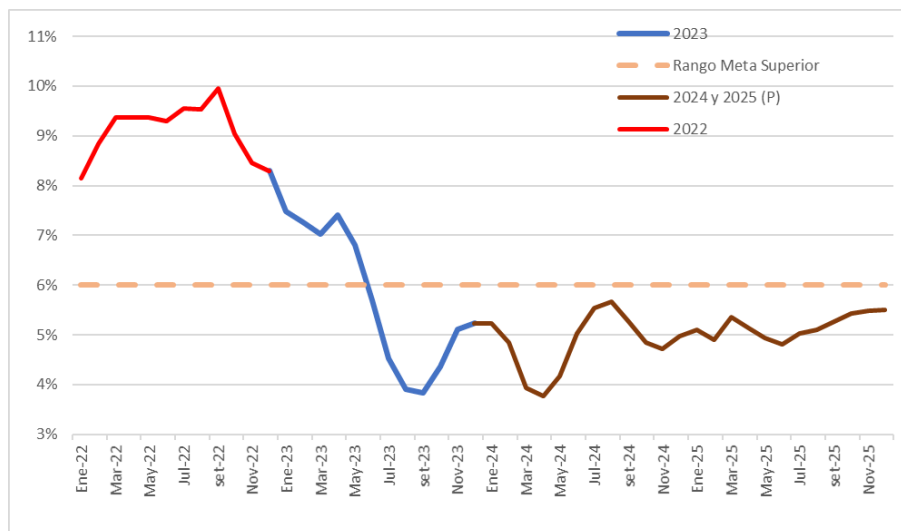


Fuente: INE para datos observados de IPC. Proyecciones de cinve.

A partir de agosto los pronósticos indican que la inflación durante los meses de setiembre a noviembre tendrá una variación mensual inferior a la observada en esos meses de 2023.

En términos interanuales, la inflación durante los restantes meses de 2024 se ubicará dentro del rango meta, cerrando el año con una inflación próxima al 5%. Durante el 2025 la inflación también continuaría dentro del rango meta, finalizando algo por encima que la inflación de 2024, en 5,5.

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



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

Marco para las proyecciones durante 2024 y 2025

Existen distintos aspectos que deben tenerse en cuenta como marco para las proyecciones en un horizonte de corto y mediano plazo.

Como es conocido, el 1ero. de marzo de 2025 asumirá un nuevo gobierno, donde las dos opciones que presentan mayores chances de acuerdo a las encuestas corresponden al Frente Amplio y a la coalición actual de gobierno, encabezada probablemente por el Partido Nacional. Ello implica la definición del equipo económico: Ministro de Economía, y Directorio del Banco Central (que en última instancia se puede nombrar exclusivamente por mayoría de las Cámaras).

En el caso del Frente Amplio, no están aún claro los detalles de política que será aplicada, por ejemplo, en términos de tipo de cambio. En el caso del Partido Nacional, el hecho de que ya ha sido nominado el Cr. Diego Labat permite pensar que la política económica (y la política monetaria en particular) no presentarían grandes cambios. Para la elaboración de estas proyecciones, se ha supuesto una devaluación del peso uruguayo para 2024 (dic-dic) de alrededor de 4%. A medida que se tengan anuncios de política se irán corrigiendo éste y otros supuestos.

En el marco externo, cabe realizar tres precisiones. Existen, en primer lugar, grandes incertidumbres que pueden afectar (al alza o a la baja) a las presiones inflacionarias a nivel internacional. Nos referimos a la guerra Rusia – Ucrania, a la situación de Medio Oriente, entre otros. En segundo lugar, se observan algunas presiones bajistas a nivel internacional (más allá de la situación de Argentina). En particular, se observa una menor demanda de China que ha repercutido en descensos del precio de la soja, por ejemplo. Esa presión bajista no se habría trasladado a otros precios, como la carne, lo que resulta hasta cierto punto sorprendente dado que la soja es uno de los principales insumos para la alimentación a corral.

En tercer lugar, ya no quedan dudas de que la Reserva Federal va a impulsar una baja de tasas de interés durante lo que resta de 2024. En todo caso, la discusión y la evaluación de los analistas gira en torno a la rapidez y la profundidad con que se dará esta baja.

Algunos consideran que puede reducirse en 1,5 puntos básicos, por ejemplo, en forma de tres bajas de medio punto básico. En cuyo caso la tasa pasaría de 5,25/5 % a 3,75/4%. En cualquier caso, ello representaría una importante “brecha” con la tasa de referencia de la política monetaria uruguaya, que se encuentra en 8,5% (se mantuvo sin cambios en la reunión del COPOM del pasado 23 de agosto).

En un contexto mucho más favorable a la política monetaria, con la inflación dentro del rango meta, el BCU se enfrentará nuevamente a un dilema: bajar la tasa de referencia para evitar una brecha significativa y el consiguiente incentivo al *carry trade* (con la caída del tipo de cambio). O bien mantenerla en fase contractiva para compensar eventuales presiones inflacionaria: obsérvese que en el mejor de los casos la inflación se ubicaría en el techo del rango meta.

Consideramos que se optará por el camino del medio, con la posibilidad de descensos de la tasa de interés de referencia del BCU de entre 1 y 1,5% en lo que resta de 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](#).

cinve – Informe de Inflación - N° 267 – Agosto de 2024

	IPC		Transables		No Transables		Subyacente		Residual	
	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m	Mens	12m
Ene-23	1.6%	7.5%	-0.1%	5.5%	3.4%	9.5%	0.8%	7.3%	3.7%	7.9%
Feb-23	1.0%	7.3%	0.3%	5.1%	1.7%	9.4%	0.6%	7.4%	2.2%	7.0%
Mar-23	0.9%	7.0%	0.4%	4.1%	1.3%	9.8%	0.5%	7.0%	1.7%	7.0%
Abr-23	0.8%	7.4%	0.7%	4.0%	0.9%	10.8%	0.6%	6.9%	1.4%	8.8%
May-23	0.0%	6.8%	0.3%	3.3%	-0.3%	10.2%	0.3%	6.4%	-0.7%	7.9%
Jun-23	-0.5%	5.7%	-0.4%	2.1%	-0.5%	9.3%	0.0%	5.9%	-1.7%	5.1%
Jul-23	-0.4%	4.5%	-0.7%	0.6%	-0.1%	8.4%	-0.2%	4.9%	-0.9%	3.7%
Ago-23	0.1%	3.9%	0.2%	0.0%	0.1%	7.8%	0.3%	4.2%	-0.3%	3.2%
set-23	0.6%	3.8%	0.7%	0.4%	0.5%	7.2%	0.5%	4.1%	0.8%	3.1%
Oct-23	0.6%	4.4%	0.9%	1.7%	0.4%	7.0%	0.6%	4.3%	0.6%	4.6%
Nov-23	0.4%	5.1%	0.3%	2.5%	0.6%	7.7%	0.4%	4.8%	0.5%	5.9%
Dic-23	-0.1%	5.2%	0.0%	2.4%	-0.2%	7.9%	0.3%	4.9%	-1.0%	6.2%
Ene-24	1.6%	5.2%	0.1%	2.7%	3.0%	7.6%	0.7%	4.7%	3.9%	6.4%
Feb-24	0.7%	4.8%	0.4%	2.8%	0.9%	6.8%	0.7%	4.9%	0.6%	4.8%
Mar-24	0.0%	3.9%	-0.2%	2.1%	0.2%	5.6%	0.1%	4.4%	-0.3%	2.8%
Abr-24	0.6%	3.8%	0.7%	2.2%	0.5%	5.2%	0.5%	4.4%	0.9%	2.3%
May-24	0.4%	4.2%	0.2%	2.1%	0.5%	6.1%	0.2%	4.3%	0.7%	3.8%
Jun-24	0.4%	5.0%	0.4%	2.9%	0.3%	7.0%	0.4%	4.8%	0.1%	5.7%
Jul-24	0.1%	5.5%	0.1%	3.8%	0.1%	7.1%	0.4%	5.3%	-0.6%	6.0%
Ago-24	0.3%	5.7%	0.2%	3.8%	0.3%	7.4%	0.3%	5.3%	0.2%	6.5%
set-24	0.2%	5.3%	0.4%	3.5%	0.1%	6.9%	0.4%	5.2%	-0.3%	5.4%
Oct-24	0.2%	4.8%	0.5%	3.1%	0.0%	6.5%	0.4%	5.0%	-0.3%	4.5%
Nov-24	0.3%	4.7%	0.5%	3.3%	0.2%	6.0%	0.3%	4.9%	0.3%	4.3%
Dic-24	0.1%	5.0%	0.7%	4.0%	-0.4%	5.9%	0.3%	5.0%	-0.5%	4.8%
Ene-25	1.7%	5.1%	0.5%	4.4%	2.9%	5.8%	1.0%	5.3%	3.7%	4.7%
Feb-25	0.5%	4.9%	0.4%	4.4%	0.6%	5.4%	0.5%	5.1%	0.4%	4.5%
Mar-25	0.4%	5.4%	0.5%	5.1%	0.4%	5.6%	0.5%	5.5%	0.3%	5.0%
Abr-25	0.4%	5.1%	0.6%	5.0%	0.3%	5.3%	0.5%	5.5%	0.2%	4.3%
May-25	0.2%	4.9%	0.3%	5.0%	0.1%	4.8%	0.3%	5.5%	-0.2%	3.4%
Jun-25	0.2%	4.8%	0.3%	4.9%	0.2%	4.7%	0.3%	5.4%	0.0%	3.3%
Jul-25	0.3%	5.0%	0.3%	5.1%	0.3%	5.0%	0.4%	5.4%	0.2%	4.0%
Ago-25	0.3%	5.1%	0.3%	5.2%	0.4%	5.0%	0.3%	5.5%	0.4%	4.2%
set-25	0.4%	5.3%	0.4%	5.2%	0.4%	5.3%	0.4%	5.4%	0.4%	4.9%
Oct-25	0.4%	5.4%	0.6%	5.3%	0.2%	5.6%	0.4%	5.4%	0.4%	5.6%
Nov-25	0.4%	5.5%	0.5%	5.3%	0.2%	5.7%	0.3%	5.4%	0.4%	5.8%
Dic-25	0.1%	5.5%	0.7%	5.3%	-0.3%	5.7%	0.4%	5.4%	-0.5%	5.7%

¿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: *Iahel Rocca, Emilia Pereyra, Federico Riella, Eva Schroeder*
