



LA INFLACIÓN SE ALEJA DEL PISO DEL RANGO META

Síntesis

En agosto, el IPC aumentó un 0,29%, en línea con el proyectado por **cinve** (0,3%). La variación anual del IPC se situó en 5,7%.

Las proyecciones de inflación para el mes de setiembre indican que la misma se ubicará en 0,3%. A nivel interanual la inflación se ubicaría en 5,4%. Durante lo que resta del año 2024 y en 2025, se espera que la inflación continúe dentro del rango meta; no obstante, al finalizar el año 2025 la inflación se encontraría muy cerca del extremo superior del rango.

La incertidumbre debida a factores internos se incrementa al finalizar este año, y especialmente durante el último año del pronóstico, debido a las potenciales modificaciones que puedan concretarse en la política monetaria durante el primer año del nuevo gobierno y los efectos que tendría la aprobación de la reforma constitucional que se plebiscita en octubre.

Existen factores externos que incrementan la incertidumbre, como son el impacto de la reducción de la tasa de interés en 50 puntos básicos definida por la FED la influencia del diferencial de precios con Argentina que, aunque se ha reducido, persiste la inestabilidad. A éstos deben agregarse los riesgos provenientes de los conflictos entre Ucrania y Rusia, así como la posibilidad de una escalada de la guerra en Medio Oriente, que podrían afectar los precios de *commodities* claves para Uruguay, como el petróleo.

El dato de agosto

El incremento mensual del IPC en agosto se situó en 0,3%, lo que estuvo en línea con la proyección de **cinve**, de 0,3%. Esta proximidad entre el dato observado y el proyectado se dio en la inflación subyacente, en tanto se sobreestimó ligeramente la inflación residual del mes.

En términos anuales, se registró una variación del IPC del 5,6%, lo que representa un aumento respecto a la variación interanual de julio del presente año, de 5,5%. En un contexto de reducción de la inflación, esta variación superó ampliamente a la registrada en agosto de 2023, que fue algo superior a 4%. 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 agosto

	Mensual		12 meses	
	Var.	Incid.	Var.	Incid.
IPC	0.3%		5.7%	
Transables	0.3%	0.1%	3.9%	1.9%
No Transables	0.2%	0.1%	7.3%	3.8%
Subyacente	0.3%	0.2%	5.3%	3.8%
Residual	0.1%	0.0%	6.5%	1.8%
Suby No Trans	0.5%	0.2%	6.2%	2.3%
INE - IPC con excl. 1/	0.4%	0.4%	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.

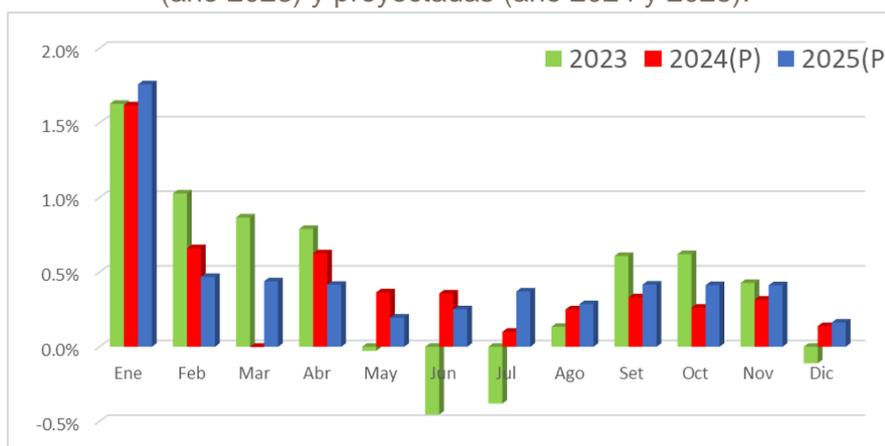
Proyecciones de inflación

La actualización de nuestras proyecciones indica que en setiembre los precios registrarían un aumento de aproximadamente 0,3% (ver Figura 2), cifra sustancialmente inferior a la inflación 12 meses atrás, que fue de 0,6%. Por este efecto, la variación interanual de setiembre de 2024 se ubicaría en 5,4%, un guarismo superior a la variación que se registró en setiembre de 2023, de 3,8%.

A partir del nuevo pronóstico, durante 2025 la inflación continuaría dentro del rango meta; no obstante, sobre el final del año 2025 se acercaría nuevamente al límite superior del rango.

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

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

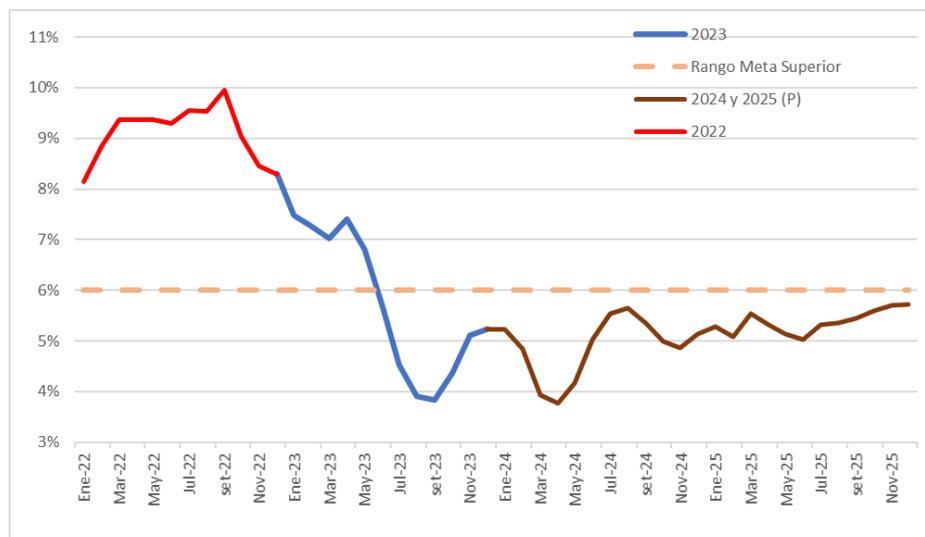


Fuente: INE para datos observados de IPC. Proyecciones de **cinve**.

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

En términos interanuales, la inflación durante los restantes meses de 2024 se ubicará dentro del rango meta, cerrando el año con un valor próximo al 5%. Durante el 2025 la inflación continuaría dentro del rango meta, pero estaría por encima del guarismo de cierre de 2024, en 5,7%.

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

Finalmente, la Reserva Federal de EE.UU. resolvió una disminución de la tasa de referencia de la política monetaria de 50 puntos básicos, y, lo que es más importante, el Comité de Política Monetaria señaló nuevas reducciones en el futuro próximo. Con lo cual refrendamos el supuesto de que puede reducirse en 1,5 puntos básicos durante 2024, por ejemplo, en forma de tres bajas de medio punto básico. En cuyo caso la tasa pasaría del valor actual de 5,25/5 % a 3,75/4%.

Como ya hemos argumentado, 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). La lógica del BCU para mantener la tasa en estos niveles tiene relación con la todavía alta inflación, por encima del punto medio del rango, y “peligrosamente” cercana al techo. Ello conduce a definir una tasa de política monetaria “contractiva”, con independencia de las tasas en dólares.

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.

En los últimos días se ha observado una devaluación significativa del dólar, luego de la decisión de la Fed, cuando, por el razonamiento anterior, deberíamos esperar un comportamiento de venta de dólares y descenso de su cotización. El punto es que en la “ecuación” del carry-trade también juega el “riesgo”, mezcla de riesgo país con la incertidumbre asociada al valor del tipo de cambio en el momento de deshacer la operación. Se ha planteado por analistas y operadores de mercado que el riesgo de la aprobación del plebiscito de la Seguridad Social estaría impulsando a inversores extranjeros a deshacer tempranamente operaciones de carry-trade, con la consiguiente presión sobre el tipo de cambio. El nombramiento del Ec. Gabriel Oddone como ministro de Economía de un eventual gobierno del FA, que se produjo el 24 del corriente, se habría adelantado para hacer frente a estos movimientos de mercado.

Estos movimientos son difíciles de interpretar y será necesario aguardar algunos días más para concluir si se trata de una corrección permanente o simplemente de operaciones puntuales. En cualquier caso, para nuestros pronósticos hemos considerado que se optará por el camino del medio en la política monetaria, 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. Ello incidirá en una devaluación del tipo de cambio que hemos supuesto de 4,9% en el año 2024, y de 5,1% en 2025.

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.

cinve – Informe de Inflación - N° 268 – Setiembre 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*
