

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Nº 147

24 de Setiembre de 2014

## Contenido:

- Descendió la inflación interanual
- Actualización del diagnóstico de inflación
- Resumen de las proyecciones

### DESCENDIÓ LA INFLACIÓN INTERANUAL: ¿INICIO DE UNA SENDA DECRECIENTE?

La inflación en el mes de agosto se situó en 0,75%, levemente por debajo de lo esperado (0,95%). Dicho aumento de precios implicó que la inflación interanual cayera por debajo de 9% por primera vez en el año, ubicándose en 8,75%. De hecho, el descenso de la inflación interanual registrado durante este mes representa la mayor caída desde la realización de ajustes tarifarios en el mes de marzo. No obstante, debe tenerse presente que la inflación aún se encuentra ampliamente por encima del rango meta fijado por las autoridades (3%-7%).

Asimismo, la inflación tendencial (medida que registra la evolución de los precios más estables de la economía, ya que excluye los rubros considerados como más volátiles de la canasta: carnes, frutas y verduras, y tarifas públicas) también registró una caída importante en su comparación interanual, ubicándose en 9,27% (había sido de 9,49% en julio). El descenso registrado en el componente tendencial de la inflación sin dudas constituye un buen indicio para la consolidación de la moderación inflacionaria en los próximos meses. Sin embargo su nivel aún se encuentra en guarismos elevados, evidenciando la persistencia de presiones inflacionarias. Por tanto, la dinámica inflacionaria debería mantenerse como un foco de atención para la autoridad monetaria.

Por su parte, la variación interanual en el nivel de precios de los rubros transables (aquellos que se comercializan internacionalmente) ha mostrado caídas significativas desde el mes de mayo cuando se ubicaba en 8,7%, encontrándose hoy en 7,62%. Es interesante notar que estos rubros continúan observando una trayectoria decreciente aún en un contexto de presiones alcistas sobre el tipo de cambio. En tanto, los rubros no transables mostraron un incremento de precios de 9,66%, muy por encima del registro de inflación y permanecen como el rubro con mayor incidencia en la evolución creciente de precios.

Además, el dato de IPC de agosto incluyó en su medición el efecto de las deducciones de IVA por compras con dinero electrónico establecidas en la Ley de Inclusión Financiera (LIF). De acuerdo al comunicado publicado por el INE éstas tuvieron un efecto en el nivel de precios de 0,2 pp., impacto algo superior al previsto en nuestras proyecciones pasadas (0,15 pp.).

De esta manera, teniendo en cuenta el efecto de la LIF, las correcciones por la sobreestimación del último dato de inflación (asociada fundamentalmente a componentes volátiles) así como algunos ajustes tarifarios durante setiembre, se corrigen levemente a la baja las proyecciones de inflación, esperándose que la misma se encuentre en torno a 8,7% en 2014.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Setiembre)	0.9	0.8
Año calendario 2014	8.7	9.1
Año calendario 2015	8.6	8.8

Fuente: Proyecciones CINVE al 15/09/2014.

### La Ley de Inclusión Financiera tuvo su efecto

Como ya fue mencionado, dentro del último dato de inflación ya se consideró el impacto resultante de la Ley de Inclusión Financiera (LIF), por la rebaja de IVA a aquellas transacciones comerciales efectuadas con medios electrónicos de pago. Dicho impacto fue calculado como resultado de una encuesta (previa a la implementación de la Ley) a una parte de la misma muestra sobre la que se releva el IPC, indagando sobre el porcentaje de ventas cobrado con tarjetas de crédito, débito y débito automático, que sería aquel afectado por lo determinado en la LIF. La encuesta fue realizada antes de la implementación de la LIF, entre diciembre de 2013 y marzo de 2014. A partir de esta información se calculó un factor de ajuste para cada producto de la canasta de IPC. El mismo refleja la proporción promedio pagada con estos medios electrónicos y de esa manera incorpora a la medición de precios la rebaja promedio efectiva. De acuerdo a lo estimado por el INE y presentado en el último comunicado de inflación, el impacto final sobre el nivel de precios de dichas rebajas ponderadas por el peso total de los pagos electrónicos en el total de compras conllevó una reducción de 0,2 pp. del nivel de precios.

Recientes notas de prensa han afirmado que ha variado la proporción de uso de pagos con tarjeta (de débito y crédito), incluso de manera muy importante en algunos casos, con la puesta en práctica de la LIF. Dado que la encuesta sobre la que el INE se basó para efectuar la estimación de impacto de la LIF fue previa a su implementación, su impacto (a la baja) sobre los precios está seguramente subestimado. Por tanto, no se descarta que durante los próximos meses el INE continúe ajustando el impacto de la LIF sobre la inflación, buscando reflejar de manera más fidedigna la realidad actual.

### *Incertidumbre sobre el tipo de cambio y posibles escenarios.*

Luego de un periodo de extraordinaria estabilidad del tipo de cambio, desde comienzos del mes de agosto se ha registrado una fuerte depreciación del dólar. Si bien este aumento se observa en un contexto donde la divisa norteamericana se fortaleció en casi todos los mercados emergentes, en Uruguay se observan también algunos factores propios que pueden dotar de mayor intensidad este fenómeno.

En primer lugar, se señala que los precios de los *commodities* agropecuarios continúan en una senda decreciente. Puntualmente, los *commodities* relevantes para el país<sup>1</sup> registraron en su conjunto una caída de 15,6% respecto a diciembre de 2013. La caída se dio de manera generalizada en todos los productos, con la única excepción de la carne. En particular, los precios de la soja y el maíz registraron caídas superiores al 20% en términos interanuales, explicadas fundamentalmente por las expectativas acerca de la obtención de cosechas récord en los Estados Unidos. De continuar observándose este proceso, la disponibilidad de divisas provenientes de los flujos de exportación podría verse resentida, provocando nuevas presiones al alza sobre el dólar.

En el plano internacional la Reserva Federal de los Estados Unidos continúa el plan de desmantelamiento gradual de su programa de estímulos monetarios, lo cual conlleva a esperar que el dólar continúe fortaleciéndose a nivel mundial. Por su parte, en el frente regional, Argentina no parece encontrar una salida sencilla al problema del default. El acceso a crédito se mantiene restringido, y las necesidades de financiamiento impulsaran a una creciente emisión de dinero, conllevando mayores expectativas de devaluación. Brasil por su parte registró un descenso en sus niveles de actividad por segundo mes consecutivo, haciendo más probable que se fije una política monetaria más expansiva. Esto generaría presiones adicionales en la cotización del dólar en dicho país, y probablemente también en Uruguay, en pos de no perjudicar la competitividad, la cual ya se sitúa bastante deteriorada.

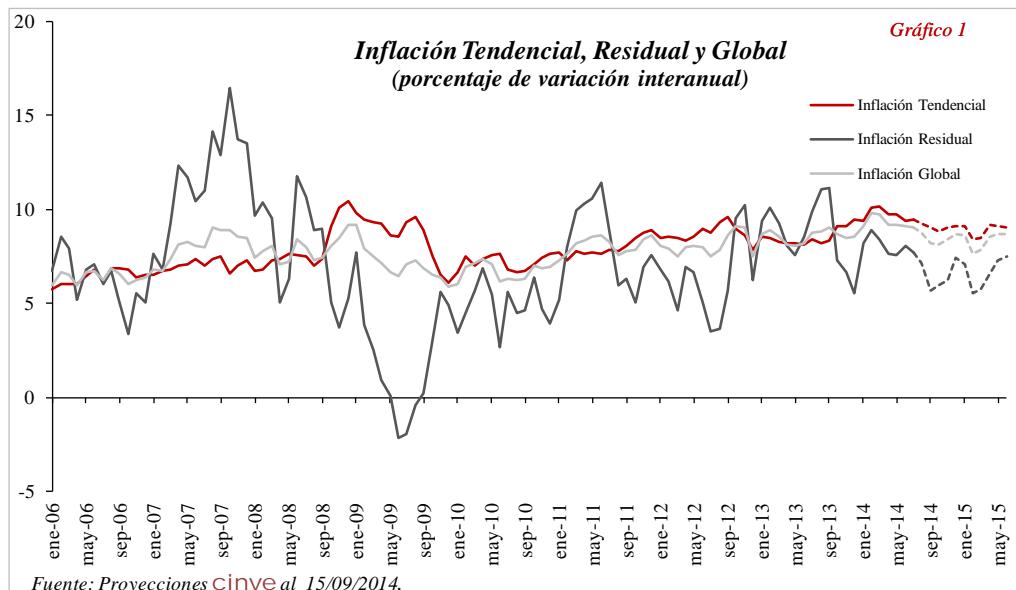
En suma, los factores antes mencionados previenen sobre un futuro de mayor depreciación del tipo de cambio, asociada tanto a presiones internacionales más firmes y de mediano plazo así como a otras vinculadas a la región que imprimen mayor volatilidad y ruido a dicho proceso. El efecto potencial de modificaciones en el escenario de tipo de cambio sobre el nivel de precios no es menor, debido al importante traspaso que existe entre shocks en el tipo de cambio y la inflación. Tal efecto dependerá en gran medida de cómo jueguen las influencias antes mencionadas. En el próximo informe se discutirán en profundidad estos escenarios.

<sup>1</sup> Índice Elaborado por CPA-Ferrere. Incluye: Soja, Carne, Trigo, Arroz, Lácteos y Celulosa.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

El dato de inflación de agosto pautó un incremento de precios de 0,75%, lo cual implicó una reducción de la inflación interanual de casi tres décimas respecto a la registrada en julio, ubicándose en 8,75%. Al igual que en julio, los componentes de mayor incidencia en el aumento de precios fueron "Alimentos y bebidas no alcohólicas" y "Salud": en conjunto explicaron 0,38 pp. del incremento de precios. Por su parte, la inflación tendencial evidenció un aumento mensual de 0,74%, alineada con nuestra proyección (0,79%). En la comparación a 12 meses la inflación tendencial se ubicó en 9,27%, reafirmando la reducción observada desde febrero.

Para acceder a nuestro análisis completo del último dato de inflación (agosto), [hacer click aquí](#)



El escenario central para la elaboración de nuestras proyecciones presenta algunas novedades desde el frente internacional. Por su parte, en materia de política interna también es necesario realizar algunas precisiones respecto a los ajustes tarifarios, tanto efectuados como previstos.

En el primer caso, se destaca la situación de Brasil, cuyo nivel de actividad retrocedió por segundo trimestre consecutivo, entrando así en la denominada "recesión técnica". Si bien el mercado no espera reducciones de las tasas de interés en el mediano plazo y la inflación está sobre el rango objetivo, el viraje hacia una política monetaria más expansiva se vuelve cada vez más probable, produciendo presiones adicionales sobre el tipo de cambio. En el mismo sentido, los indicadores de actividad norteamericanos continúan mostrando solidez, lo cual podría llevar a la Reserva Federal a anunciar cambios en los retiros de estímulos, ya sea conllevando una mayor magnitud o un *timing* más temprano en los mismos. De todos modos, por el momento el aumento de las tasas de referencia se mantiene programado para mediados de 2015. Por último, los precios de *commodities* relevantes para Uruguay siguen una trayectoria descendente, a excepción de la carne que en creció 5,3% términos interanuales. Si bien esto último generará presiones en el nivel de precios interno en los próximos meses, a nivel de transables estos movimientos de precios afectarían a la baja su incremento esperado.

En el caso de las tarifas de servicios públicos o administrados han aparecido varias novedades y algunas incertidumbres. En primer lugar, a comienzos de setiembre se pautó un incremento en los servicios de transporte: la tarifa de taxímetro aumentó 7%, el boleto de ómnibus urbano 5%, el sub-urbano cerca de 10% y el interdepartamental 6%, totalizando una suba global próxima al 6%. Por otra parte, en declaraciones de prensa el Ministro de Industria, Energía y Minería afirmó que UTE estaría en condiciones de efectuar un ajuste de precios adicional al realizado en julio, del orden del 5%. Esta rebaja se vincularía al aumento de la generación de energía eólica y al crecimiento de su peso en la generación eléctrica total. De esta forma, el anuncio implicaría que en el correr de 2014 y 2015 las reducciones de dicha tarifa deberían ser cercanas al 30%. Sin embargo, al día de hoy no existen elementos firmes para prever las reducciones concretas para 2014 y por tanto se decidió no incluirlos aún en nuestras proyecciones de inflación. De todas formas, es importante tener presente que de efectivizarse dichas medidas, las mismas podrían tener un impacto cercano a 0,2 pp. en el nivel de precios.

Finalmente, la depreciación reciente del tipo de cambio ha llamado la atención acerca de la adecuación de los actuales precios del combustible en nuestro país. En este sentido, se cree que la caída en el nivel de precios del petróleo (actualmente el barril de petróleo Brent, referencia de ANCAP, se encuentra por debajo de DLS 100) ha compensado los aumentos de la divisa americana. En particular, se observa que de acuerdo a la paramétrica de ANCAP el ajuste necesario para dicha adecuación sería inferior al 1%, lo cual no parece representar un monto de suficiente envergadura como para que el cambio en el precio del combustible se efectivice en el corto plazo.

### RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

*Cuadro Estadístico 1.*

#### *Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Agosto de 2014*

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.47	0.40	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.91	1.03	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	1.17	1.45	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.74	0.79	
(4) ANE (12,12%)	1.63	2.77	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.12	-0.01	<i>n.c.</i>
(6) SERVPub (4,28%)	-0.09	-0.02	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	0.79	1.43	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	0.75	0.95	

(\*) Al 80% de significación.

Fuente: Datos observados: INE - Predicción: [cinve](#)

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVAd: Servicios de precios Administrados.

SERVpub: Servicios de empresas públicas (telefonía y agua corriente).

SERVnoA: Servicios de precios no Administrados.

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Bienes Energéticos.

Cuadro Estadístico 2

### Predicciones de inflación, variación dic./dic. y promedios anuales

Mes/Año	Índices de los Precios del Consumo								
	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
Dic 2011/ Dic 2010	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
Dic 2012/ Dic 2011	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
Dic 2013/ Dic 2012	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
Dic 2014/ Dic 2013	8.28	10.60	7.00	9.10	13.23	2.00	-0.81	7.42	8.71
Dic 2015/ Dic 2014	7.89	9.88	8.19	8.77	9.50	7.11	5.46	8.19	8.64
<hr/>									
Prom 2011/ Prom 2010	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
Prom 2012/ Prom 2011	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
Prom 2013/ Prom 2012	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
Prom 2014/ Prom 2013	8.27	11.05	8.23	9.43	10.27	6.13	0.64	7.40	8.93
Prom 2015/ Prom 2014	8.15	9.70	9.02	8.91	9.54	5.69	4.54	7.52	8.57

Fuente: Proyecciones elaboradas por [cinve](#) al 15/09/2014.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

Cuadro Estadístico 3

Mes/Año	Predicciones de inflación, tasas de variación mensual								
	Índices de los Precios del Consumo								
	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
08/13	0.98	0.79	1.30	0.94	2.55	0.14	0.09	1.33	1.04
09/13	1.16	0.78	1.64	1.06	3.08	2.18	0.02	2.31	1.36
10/13	0.68	1.13	1.01	0.91	0.34	1.18	0.00	0.58	0.82
11/13	0.50	0.37	-0.12	0.37	-0.57	-0.09	0.01	-0.32	0.20
12/13	0.39	0.69	0.16	0.49	-1.49	-10.58	0.01	-4.44	-0.72
01/14	0.34	1.51	1.39	0.95	2.19	17.48	2.62	7.25	2.44
02/14	0.91	2.42	0.17	1.46	4.25	0.45	0.01	2.27	1.66
03/14	0.77	0.53	1.22	0.72	2.08	-1.17	-3.28	0.17	0.58
04/14	0.68	0.15	-2.65	0.07	-0.97	0.17	0.00	-0.44	-0.06
05/14	0.76	0.66	0.31	0.67	-1.41	-0.13	0.00	-0.77	0.32
06/14	0.65	0.56	0.12	0.56	-0.68	0.10	0.01	-0.31	0.35
07/14	0.63	0.68	3.06	0.92	2.14	-2.44	0.01	0.23	0.75
08/14	0.47	0.91	1.17	0.74	1.63	-0.12	-0.09	0.79	0.75
09/14	0.70	0.70	1.90	0.84	1.80	0.00	0.00	0.94	0.87
10/14	0.89	0.66	0.17	0.71	1.60	0.00	0.00	0.84	0.74
11/14	0.60	0.79	-0.07	0.60	-0.15	0.00	0.00	-0.08	0.44
12/14	0.58	0.57	0.09	0.52	0.16	-10.38	0.00	-3.39	-0.42
01/15	0.53	1.17	1.89	0.96	1.79	18.31	2.00	6.94	2.35
02/15	0.50	1.01	1.09	0.79	-0.25	1.26	3.40	0.76	0.78
03/15	0.84	0.97	0.38	0.85	0.75	0.00	0.00	0.39	0.73
04/15	0.90	0.62	0.18	0.69	0.70	0.00	0.00	0.36	0.61
05/15	0.63	0.62	0.31	0.59	-0.22	0.00	0.00	-0.12	0.42
06/15	0.51	0.56	0.12	0.49	-0.30	0.00	0.00	-0.16	0.33
07/15	0.77	0.75	2.85	1.00	1.88	0.00	0.00	0.98	0.99

Fuente: Predicciones elaboradas por [cinue](#) al 15/09/2014.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

Cuadro Estadístico 4

Predicciones de inflación, tasas de variación interanual									
Mes/Año	Índices de los Precios del Consumo								
	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
08/13	6.41	9.88	9.23	8.17	12.62	12.77	2.55	11.03	8.86
09/13	6.81	9.87	9.20	8.35	12.48	13.09	2.55	11.11	9.02
10/13	7.28	10.66	11.15	9.12	9.40	6.47	2.55	7.33	8.67
11/13	7.65	10.28	10.93	9.12	8.09	6.47	2.56	6.68	8.51
12/13	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
01/14	7.94	10.76	10.40	9.40	6.15	12.40	5.25	8.17	9.10
02/14	8.35	12.01	10.33	10.11	9.75	9.77	4.21	8.93	9.82
03/14	8.42	11.93	11.00	10.19	10.69	8.32	0.74	8.39	9.73
04/14	8.47	11.63	7.71	9.70	9.14	8.37	0.74	7.63	9.18
05/14	8.67	11.40	7.71	9.70	9.18	8.15	0.73	7.56	9.18
06/14	8.40	10.99	7.58	9.40	10.30	8.10	0.73	8.08	9.08
07/14	8.78	10.74	7.77	9.49	11.91	5.39	-0.59	7.73	9.06
08/14	8.23	10.87	7.63	9.27	10.91	5.11	-0.77	7.15	8.75
09/14	7.74	10.79	7.91	9.03	9.53	2.87	-0.79	5.71	8.21
10/14	7.96	10.27	7.01	8.82	10.91	1.67	-0.79	5.99	8.12
11/14	8.08	10.73	7.07	9.07	11.38	1.77	-0.79	6.25	8.38
12/14	8.28	10.60	7.00	9.10	13.23	2.00	-0.81	7.42	8.71
01/15	8.49	10.22	7.53	9.11	12.79	2.71	-1.41	7.11	8.61
02/15	8.05	8.70	8.52	8.38	7.93	3.54	1.93	5.53	7.68
03/15	8.13	9.18	7.61	8.51	6.52	4.76	5.39	5.75	7.84
04/15	8.36	9.69	10.73	9.20	8.31	4.58	5.39	6.61	8.56
05/15	8.22	9.65	10.73	9.11	9.62	4.73	5.39	7.31	8.67
06/15	8.07	9.64	10.73	9.04	10.04	4.62	5.38	7.47	8.66
07/15	8.22	9.72	10.50	9.12	9.76	7.23	5.37	8.28	8.92

Fuente: Predicciones elaboradas por CINVE al 15/09/2014.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.