

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

- Inflación se modera levemente
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Consideraciones de política monetaria para este año

N° 130

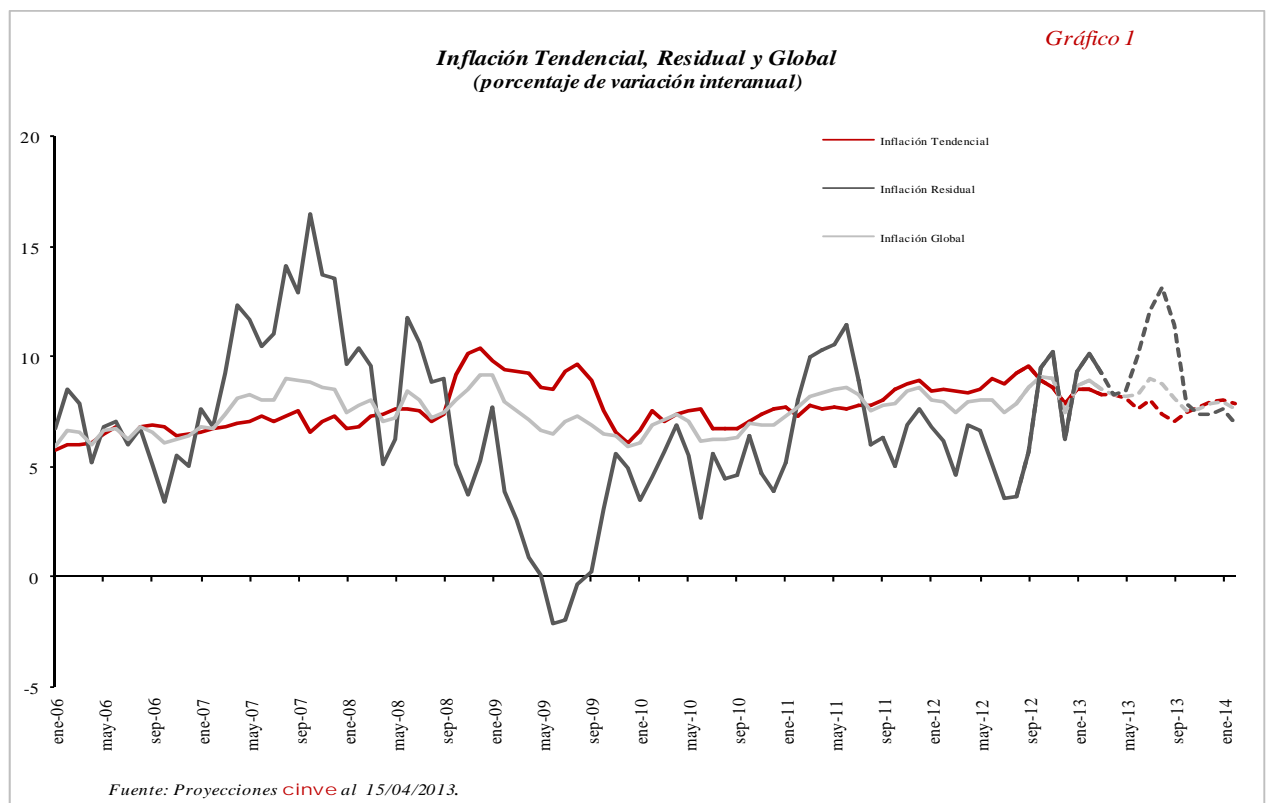
24 de Abril de 2013

## INFLACIÓN SE MODERA LEVEMENTE

El registro inflacionario de marzo implicó un incremento de 0,66% en el nivel de precios, determinando una moderación de la inflación interanual, que se ubicó en 8,5%. Este dato comprende varias implicancias. Por un lado, que la inflación se encuentra persistentemente por encima de la meta inflacionaria fijada por el Comité de Coordinación Macroeconómica, señalando la dificultad para reducir las presiones inflacionarias. Por otro, que superadas las distorsiones asociadas a las medidas de fines de 2012 y los ajustes estacionales habituales en los primeros meses del año, el dato de marzo es alentador ya que indica cierta moderación de las presiones inflacionarias, fenómeno que continuaría durante 2013.

En línea con lo anterior, el último dato de inflación constituye uno de los primeros indicios de una moderación en los incrementos de precios que se daría gradualmente a lo largo del año. De todas maneras, dicha moderación no contempla el cumplimiento del objetivo inflacionario durante 2013 y 2014. No obstante, se espera una menor tensión sobre el sistema de precios, permitiendo una recomposición de los desequilibrios externos a través de la depreciación del peso. Este fenómeno, ya comentado en informes anteriores, dependerá de numerosos factores tales como el contexto externo y sobre todo de que la inflación se encuentre en niveles cercanos a 8%, lo que ocurriría durante el segundo semestre de este año.

Adicionalmente, desde abril comienza a regir un alza de 5% en los encajes marginales sobre los depósitos en pesos y en dólares. Esta medida busca encarecer el crédito y, de esta forma, reducir la demanda interna a través de un menor incremento en el consumo privado. Si bien esta resolución intenta reducir las presiones de demanda y permite afectar transacciones en moneda extranjera (lo que no es posible mediante la utilización de la TPM), su alcance y efectividad no parecen ser significativos en el control de las presiones inflacionarias. En línea con lo anterior, si bien el crédito habría crecido en los primeros meses del año, éste no parece ser la principal fuente del dinamismo de la demanda interna. En este sentido, los incrementos salariales en términos reales junto a un mercado laboral con alta utilización de recursos implican que el consumo privado continúe creciendo por encima del nivel de actividad de la economía.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El dato de IPC de marzo indicó una inflación de 0,66%, en línea con nuestra proyección mensual. Esto determinó que la inflación interanual se ubique en 8,5%, marcando una moderación en dicha medición lo que constituye una buena señal de cara a los próximos meses. Dicha moderación era esperable dado la relativa estabilidad del escenario externo y la desaceleración de la actividad económica general. Este escenario se mantendría durante los próximos meses, en los que se espera que esta moderación en los registros inflacionarios mensuales continúe, permitiendo la desaceleración de los incrementos de precios, aunque este fenómeno será lento y no augure cumplimientos de la meta inflacionaria durante 2013 y 2014.

En lo que refiere al escenario de precios relativos, marzo marcó que los precios transables y no transables tuvieron incrementos similares. Por el lado de los bienes transables no se esperan presiones adicionales en los próximos meses, salvo la ocurrencia de shocks externos sobre los precios internacionales o cambios en la política monetaria-cambiaria (que se esperan para el segundo semestre dado los desequilibrios externos y la moderación de la inflación proyectada). Por el lado de los no transables, la moderación de los incrementos de precios se sustenta en la desaceleración de la economía y el menor ritmo de crecimiento de los salarios reales, lo que repercutirá en la demanda interna.

Por último, la inflación tendencial mensual fue de 0,65%, la cual estuvo en línea con lo esperado. Esto implica una leve moderación del registro tendencial interanual que se ubicó en 8,3%, señalando que las presiones inflacionarias persisten y que se necesitarán nuevos esfuerzos y mayor sincronización de la política económica para lograr encauzar el proceso inflacionario.

### Diagnóstico y proyecciones

*Como es habitual en esta sección analizamos el contexto actual y las perspectivas para los próximos meses de las principales variables que inciden sobre los precios a nivel nacional. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.*

A nivel interno, si bien las presiones inflacionarias se mantienen, determinando que la inflación se mantenga largamente por encima del techo del rango meta establecido por el BCU, el escenario doméstico se encuentra marcado por la desaceleración de la actividad económica lo que, junto a los menores incrementos salariales previstos para 2013, determinaría una moderación de la demanda interna. Esto reduciría las presiones internas a través de menores incrementos en el poder adquisitivo de los hogares y un leve deterioro del mercado laboral, reduciendo de esta forma las presiones originadas por el lado de la demanda interna.

El escenario externo aún mantiene ciertos rasgos de incertidumbre sobre todo por la lenta recuperación de Estados Unidos, la agresiva política monetaria japonesa y algunos nuevos problemas para la Unión Europea con el tratamiento de la crisis bancaria en Chipre. De todas formas este escenario configura cierta estabilidad relativa dado la alta liquidez internacional y bajas tasas de interés que sostiene un dólar débil a nivel mundial. En cambio, por el lado brasilero un rebrote inflacionario podría acarrear una corrección al alza de las tasas de interés lo que podría derivar en una cierta depreciación del peso (por una reorientación de capitales hacia Brasil). Este escenario, junto a la gradual reducción de presiones inflacionarias de los próximos meses, determinaría que se recomponga parcialmente la competitividad hacia fin de año, a través de un incremento en el tipo de cambio dólar-peso.

Por el lado de los precios internacionales, éstos mantienen una estabilidad relativa y perspectivas incambiadas para el corto y mediano plazo, siempre que no aparezcan nuevos brotes de incertidumbre y se mantenga el escenario de alta liquidez internacional y dólar débil. Ante esto, los cambios en los precios podrían provenir de shocks externos que pudieran afectar la oferta, al igual que aconteció en 2012 con la sequía en Estados Unidos. Por tanto el escenario de precios internacionales no presenta cambios en lo que refiere a las materias primas alimenticias. El petróleo en cambio parecería retomar cierta tendencia a la baja producto de una mayor oferta a nivel mundial, aunque se mantiene la volatilidad en el precio. De todas formas tanto el precio del petróleo Brent como el tipo de cambio se encuentran por debajo de la referencia de ANCAP lo que podría dar lugar a una rebaja en los combustibles en los próximos meses. Sin embargo dicha decisión dependerá de las perspectivas para ambas variables y de consideraciones fiscales dado el déficit global y del ente en particular.

Dado que el dato de inflación de marzo se encontró en línea con lo esperado y el escenario previsto para 2013 se mantiene sin cambios significativos, nuestras proyecciones para fin de año se mantienen incambiadas en 7,8%. Cabe señalar que estas estimaciones contemplan la repetición del plan "UTE Premia" en las mismas condiciones que en diciembre pasado. Por tanto en el caso de cambiar la magnitud o el alcance del plan, las proyecciones para 2013 y 2014 se verán modificadas.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Abril)	<b>0.6</b>	0.6
Próximos 12 meses (Marzo 2014)	<b>7.7</b>	8.0
Año calendario 2013	<b>7.8</b>	8.0
Año calendario 2014	<b>7.6</b>	7.9

Fuente: Proyecciones cinve al 15/04/2013.

## CONSIDERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA PARA ESTE AÑO

En marzo, se reunió el Comité de Política Monetaria, con el objetivo de evaluar los riesgos inflacionarios y decidir sobre el sesgo de la política monetaria de cara al segundo trimestre del año. Como se esperaba, el COPOM resolvió mantener la tasa de referencia de política monetaria en 9,25%, respondiendo a cierta dualidad de propósitos, contemplando la disyuntiva entre estabilidad de precios y competitividad. Cabe señalar que esta disyuntiva no es nueva, por el contrario, se arrastra desde principios de 2012 al comenzar el desalineamiento cambiario con respecto a Brasil, principal socio comercial en términos de bienes. En este sentido, mientras Uruguay transitó un período de aceleración de la inflación y apreciación de la moneda (encarecimiento en dólares) lo que acarreoó una política monetaria más restrictiva a través de alzas en la TPM, Brasil reorientó su política monetaria intentando reactivar la economía, defendiendo la competitividad y fomentando el consumo y la actividad.

Por tanto la decisión del último COPOM señala la preocupación por este delicado equilibrio, ya que un alza en la tasa de referencia habría presionado a la baja el tipo de cambio, determinando que el Banco Central deba intervenir en el mercado cambiario (como lo ha venido haciendo durante 2013) para suavizar la apreciación del peso. Estas intervenciones, junto a las posteriores esterilizaciones a través de la emisión de LRM impulsan el déficit fiscal vía incremento de la cuenta intereses, reduciendo el margen de maniobra para realizar políticas contra-cíclicas en un escenario de desaceleración económica.

Por otro lado, Brasil comienza a reorientar su política monetaria ya que la inflación se torna una preocupación de las autoridades. De hecho, la inflación de marzo se ubicó por encima del techo del rango meta de inflación (2,5%-6,5%) lo que implicó una contracción monetaria a través de un incremento en la tasa Selic de 25 pbs. Esto señalaría un vuelco en la política monetaria de Brasil, que se espera continúe durante 2013 de acuerdo a las expectativas relevadas por el BCB que indican que la Selic se ubicaría en 8,25% a fin de año. Este cambio en la política monetaria de Brasil podría tener efectos indirectos para Uruguay.

Por un lado, el alza en la Selic podría reorientar parcialmente la llegada de capitales extranjeros, haciendo más atractivo el mercado brasileño. Esto implicaría una cierta apreciación del real y menores presiones sobre el peso uruguayo, permitiendo de esta forma reducir la brecha cambiaria con Brasil y mejorar la competitividad de los productos uruguayos en ese mercado. En contrapartida, esta contracción monetaria en Brasil podría tener efectos negativos sobre el nivel de actividad, enlenteciendo la recuperación del nivel de actividad luego del magro desempeño durante 2011 y 2012.

En otro orden de cosas, en los próximos meses tendrá lugar la próxima ronda de negociación salarial en la cual se definirán los ajustes de salarios de numerosos sectores de actividad. En informes anteriores hemos discutido los efectos de los salarios sobre las presiones domésticas y sobre la inflación y la falta credibilidad del objetivo inflacionario sobre la negociación de los convenios colectivos. Precisamente, este último punto será clave en los lineamientos de negociación a considerar y por tanto tendrá incidencia en los ajustes salariales del segundo semestre y los siguientes años. Esto determina que desde los sindicatos se discuta la meta inflacionaria proyectada y se busquen metas alternativas o se discutan otras fórmulas de ajustes salariales que mantengan el crecimiento del salario real.

Esta discusión sobre la negociación salarial y las metas de precios implícitas en las mismas es un ejemplo más de la pérdida de credibilidad del objetivo inflacionario. Esto implica numerosos problemas: reduce la efectividad de la política monetaria, desalinea las expectativas con respecto al objetivo y genera distorsiones en la formación de precios. Ante esto sería deseable mejorar los canales de comunicación y explicitar los objetivos de las autoridades ante una inflación desviada sistemáticamente por encima del techo del rango meta. En este sentido, sería deseable discutir cuál es la inflación óptima de Uruguay y sobre cuál debería ser la meta inflacionaria efectiva de modo de anclar expectativas. Máxime recordando que las decisiones del BCU de los últimos años no suelen condecirse con el objetivo inflacionario actual sino con una meta implícita de ubicar la

# INFORME de INFLACIÓN

---

inflación alejada del 10% (por ejemplo, en escenarios de mayores riesgos de sobrepasar dicho registro se ha recurrido a diversas medidas no siempre de índole monetaria como los acuerdos de precios y política tarifaria, entre otras).

\*\*\*

*Cuadro Estadístico 1.*

*Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Marzo de 2013*

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.70	0.72	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.60	0.78	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.61	0.17	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.65	0.68	
(4) ANE (12,12%)	1.22	0.26	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.16	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.05	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	0.67	0.13	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	0.66	0.55	
(*) 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									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(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%)
<i>Dic 2010/ Dic 2009</i>	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<b><i>Dic 2013/ Dic 2012</i></b>	<b>6.82</b>	<b>9.66</b>	<b>6.65</b>	<b>7.99</b>	<b>12.31</b>	<b>2.18</b>	<b>2.06</b>	<b>7.40</b>	<b>7.84</b>
<b><i>Dic 2014/ Dic 2013</i></b>	<b>6.97</b>	<b>9.34</b>	<b>6.11</b>	<b>7.87</b>	<b>9.72</b>	<b>3.23</b>	<b>2.00</b>	<b>6.56</b>	<b>7.56</b>
<i>Prom 2010/ Prom 2009</i>	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<b><i>Prom 2013/ Prom 2012</i></b>	<b>6.28</b>	<b>9.76</b>	<b>7.87</b>	<b>7.90</b>	<b>14.35</b>	<b>6.39</b>	<b>1.65</b>	<b>9.55</b>	<b>8.31</b>
<b><i>Prom 2014/ Prom 2013</i></b>	<b>7.09</b>	<b>9.46</b>	<b>6.36</b>	<b>8.00</b>	<b>10.61</b>	<b>3.41</b>	<b>2.43</b>	<b>6.96</b>	<b>7.74</b>

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 15/04/2013.

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

Predicciones de inflación, tasas de variación mensual									
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%)
07/12	0.50	0.69	0.39	0.57	1.80	-4.28	0.01	-0.69	0.27
08/12	0.74	1.00	3.42	1.15	2.00	-1.95	0.00	0.30	0.93
09/12	0.78	0.79	1.67	0.88	3.21	1.89	0.01	2.24	1.21
10/12	0.24	0.41	-0.76	0.20	3.17	7.47	0.00	4.13	1.15
11/12	0.15	0.71	0.07	0.37	0.62	-0.10	0.00	0.28	0.35
12/12	-0.06	0.43	0.04	0.16	0.29	-10.16	0.01	-3.41	-0.73
01/13	0.53	1.32	2.00	1.03	2.22	10.77	-0.01	4.65	1.90
02/13	0.53	1.28	0.24	0.81	0.82	2.85	1.01	1.55	0.99
03/13	0.70	0.60	0.61	0.65	1.22	0.16	0.05	0.67	0.66
04/13	0.62	0.76	0.14	0.62	1.01	0.00	0.00	0.51	0.59
05/13	0.61	0.43	0.00	0.47	-0.32	0.00	0.00	-0.16	0.31
06/13	0.56	0.58	0.00	0.50	-0.37	0.00	0.00	-0.19	0.33
07/13	0.52	0.78	2.85	0.90	1.90	0.00	1.00	1.11	0.95
08/13	0.26	0.98	0.27	0.56	2.51	0.00	0.00	1.28	0.74
09/13	0.55	0.64	0.27	0.56	1.40	0.00	0.00	0.72	0.60
10/13	0.74	0.56	0.12	0.59	1.51	0.00	0.00	0.78	0.64
11/13	0.60	0.77	0.00	0.60	-0.38	0.00	0.00	-0.20	0.40
12/13	0.40	0.56	0.01	0.43	0.20	-10.45	0.00	-3.39	-0.52
01/14	0.67	1.21	2.00	1.05	1.81	12.69	0.00	4.90	1.98
02/14	0.42	1.14	0.00	0.68	-0.38	2.43	2.00	0.89	0.73
03/14	0.82	0.63	0.93	0.75	0.80	0.00	0.00	0.41	0.67
04/14	0.83	0.75	0.00	0.70	1.48	0.00	0.00	0.77	0.72
05/14	0.59	0.51	0.00	0.49	-0.16	0.00	0.00	-0.08	0.34
06/14	0.51	0.56	0.00	0.47	0.01	0.00	0.00	0.01	0.36

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/04/2013.

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 anual									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(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%)
07/12	8.26	9.98	6.77	8.79	3.63	4.13	2.13	3.55	7.48
08/12	8.60	10.01	9.51	9.29	5.44	1.91	2.09	3.66	7.88
09/12	8.80	10.17	10.88	9.60	8.24	3.86	2.10	5.71	8.64
10/12	7.92	9.99	9.65	8.97	10.64	11.43	2.10	9.52	9.11
11/12	7.34	10.09	8.89	8.64	12.22	11.29	2.02	10.22	9.03
12/12	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
01/13	6.64	10.46	9.36	8.52	15.20	4.94	1.87	9.37	8.72
02/13	6.75	10.66	7.97	8.50	14.79	7.92	1.07	10.11	8.89
03/13	6.80	9.91	8.64	8.30	12.83	8.03	1.12	9.26	8.54
04/13	6.64	10.09	8.67	8.30	12.03	6.34	1.09	8.29	8.30
05/13	6.56	9.89	8.20	8.12	13.05	5.48	1.09	8.46	8.21
06/13	6.05	9.39	8.03	7.65	16.76	5.25	1.09	10.06	8.24
07/13	6.07	9.49	10.67	8.00	16.88	9.96	2.09	12.06	8.98
08/13	5.57	9.46	7.31	7.38	17.46	12.15	2.09	13.16	8.77
09/13	5.33	9.30	5.83	7.03	15.41	10.07	2.08	11.48	8.10
10/13	5.86	9.46	6.76	7.45	13.55	2.42	2.08	7.89	7.56
11/13	6.33	9.52	6.68	7.70	12.42	2.52	2.08	7.38	7.62
12/13	6.82	9.66	6.65	7.99	12.31	2.18	2.06	7.40	7.84
01/14	6.97	9.54	6.65	8.01	11.86	3.95	2.07	7.67	7.93
02/14	6.86	9.39	6.40	7.87	10.52	3.52	3.07	6.97	7.65
03/14	7.00	9.42	6.74	7.98	10.06	3.36	3.02	6.69	7.66
04/14	7.22	9.41	6.59	8.07	10.57	3.36	3.02	6.97	7.79
05/14	7.19	9.50	6.59	8.09	10.75	3.36	3.02	7.05	7.83
06/14	7.14	9.48	6.58	8.06	11.17	3.36	3.02	7.25	7.86

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/04/2013.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.  
 SERVnoA: Servicios No Administrados  
 SerVAd: Servicios Administrados  
 ANE: Alimentos No Elaborados.  
 ENE: Energéticos.  
 SERVPub: Servicios administrados públicos.