

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Un año más con inflación desviada
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Se mantiene contracción pero inflación no cede

N° 139

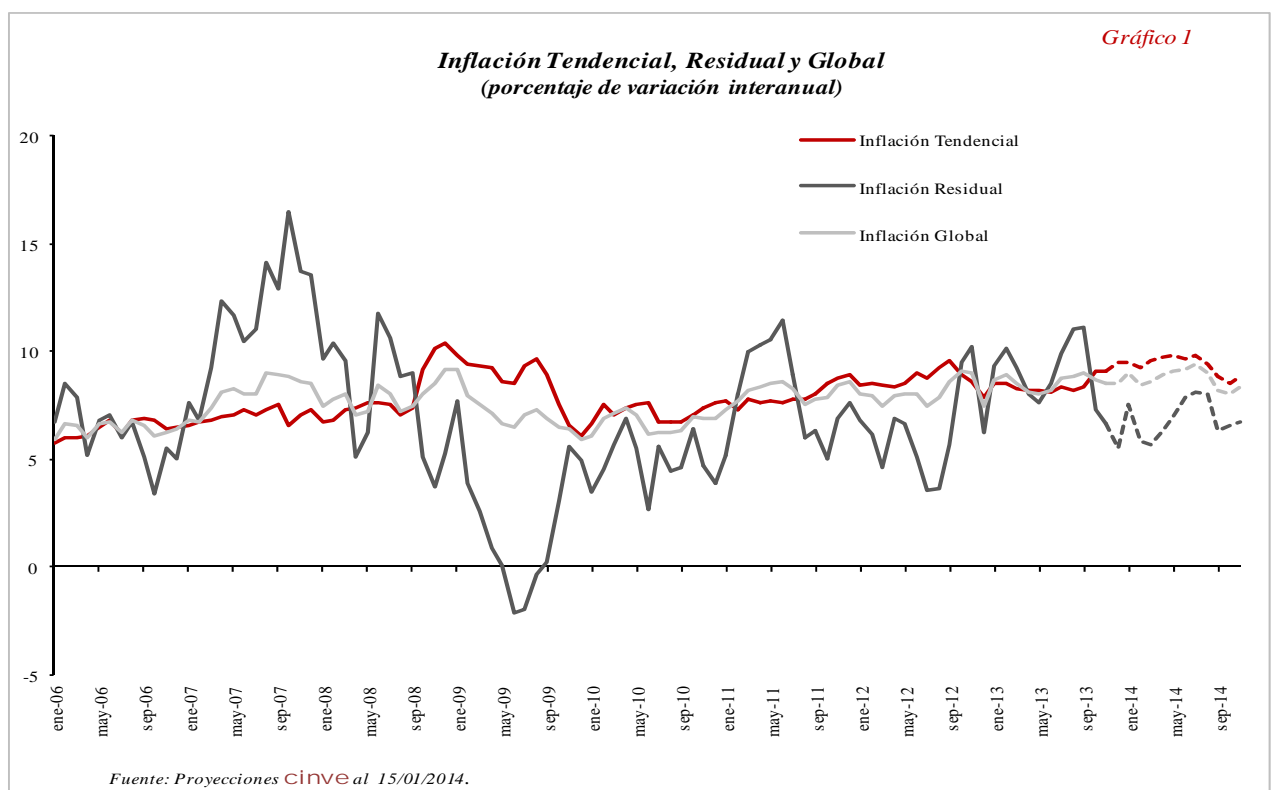
22 de Enero de 2014

## UN AÑO MÁS CON INFLACIÓN DESVIADA

Tal como se esperaba, en diciembre se procesó una reducción en el Índice de Precios al Consumo (IPC), producto de la bonificación en la tarifa de electricidad vigente para dicho mes (UTE Premio). Esto determinó una deflación transitoria de 0,72%, en línea con nuestra proyección puntual (0,73%). La inflación anual, por su parte, se ubicó en 8,5%, señalando un amplio desvío por sobre la meta inflacionaria resuelta por las autoridades. Cabe señalar que la reducción en la tarifa de energía en diciembre es de carácter transitorio, volviendo esta a los valores previos a dicho mes más un incremento adicional de 7,36%, durante el mes de enero. Este fenómeno, junto a los incrementos resueltos en OSE (7,8%) y combustibles (3%), aseguran que la medición de los precios de enero presentará un piso de aumento mensual de 1,75%.

El análisis del componente tendencial adquiere particular relevancia ya que permite tener un diagnóstico depurado de la dinámica inflacionaria, sobre todo en lo que refiere al origen de las presiones. Este componente que excluye del índice los productos cuyo comportamiento es más volátil (alimentos frescos), la canasta de bienes energéticos y otras tarifas públicas, implica una señal de mediano plazo sobre el comportamiento de la inflación. En este sentido, la inflación tendencial, que se ubicó en 9,4% a diciembre, pauta una situación complicada para lograr estabilidad de precios ya que indica un amplio desvío respecto al objetivo y elevada persistencia de la inflación de núcleo. Esta combinación implica un importante desafío en términos de política económica para alcanzar la convergencia hacia el rango meta. Asimismo, ante la apreciación nominal del dólar que se procesará a nivel global en los próximos meses y el desequilibrio en la cuenta corriente producto del encarecimiento relativo de la economía uruguaya, el proceso inflacionario actual limita las posibilidades de reacción ante nuevas alzas en el tipo de cambio. Esto implicará desafíos adicionales para manejar la disyuntiva entre el control de la inflación y la recuperación de los precios relativos respecto al exterior.

En la última sección de este informe se presenta y discute lo resuelto en la última reunión del COPOM, ocurrida a principios de este año. En este sentido, el manejo de la política monetaria mantiene su importancia en el actual contexto, tanto porque la inflación no da señales de ceder como por el nuevo contexto internacional que implicará el fortalecimiento global del dólar, el cual sería deseable acompañar si no se quiere continuar ahondando los problemas de competitividad. Ante esta tensión, el manejo de la política monetaria y otros instrumentos de política económica serán claves para evitar mayores desequilibrios.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El dato de IPC de diciembre marcó una reducción mensual en los precios de 0,72%. Esta deflación mensual, provocada por la bonificación a la tarifa de energía eléctrica asociada al plan UTE Premia, determinó que la inflación anual del 2013 se ubicara en 8,5%, ampliamente desviada por encima del techo del rango meta (4%-6%). De todas formas, esta reducción transitoria verá su reversión en el mes de enero, y por tanto tendrá el impacto opuesto sobre la medición de precios de este mes.

De acuerdo a los datos del INE los rubros asociados a la vivienda y los alimentos y bebidas no alcohólicas presentaron reducciones en sus precios durante diciembre (-6,13% y -0,32% respectivamente) explicando la deflación registrada durante el mes. En el primer caso la baja en los precios del rubro se debe principalmente a la bonificación a la tarifa de electricidad, mientras que los alimentos y bebidas no alcohólicas reducen su precio por la caída en los alimentos frescos, tanto de carnes como de frutas y verduras.

En términos anuales los rubros asociados al mercado doméstico, es decir los bienes y servicios no transables son los que presentan mayores incrementos durante el 2013. Los rubros no transables se incrementaron 9,1% durante el año pasado, en línea con la demanda interna que mantiene su dinamismo a pesar de cierto entencimiento en los últimos trimestres. Por su parte los transables, si bien tuvieron una menor incidencia durante el primer semestre del año, presentaron mayores incrementos durante la segunda mitad, en línea con el incremento del tipo de cambio nominal producto de las expectativas sobre el escenario internacional.

### Diagnóstico y proyecciones

*En esta sección analizamos el contexto actual y las perspectivas de las principales variables que inciden sobre los precios domésticos. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de las proyecciones de inflación.*

A nivel internacional el contexto aparece determinado por la reducción de la expansión monetaria en Estados Unidos, asociada al gradual retiro de los estímulos. Este fenómeno comenzó a fines del 2013 esperándose que continúe durante este año de forma paulatina, impactando al alza sobre las tasas de interés de largo plazo, el valor del dólar y los precios internacionales de las materias primas. Si bien el ritmo y profundidad dependerá de los indicadores de actividad y precios en Estados Unidos, de todas formas las expectativas están alineadas en que el dólar se apreciará globalmente y los precios de las materias primas continuarán con una tendencia a la baja, aunque en ambos casos el proceso sería gradual. Ambos procesos, altamente correlacionados, ya habrían comenzado hace algunos meses aunque con diferentes intensidades. De hecho, Uruguay encuentra en la elevada inflación una restricción para acomodar la depreciación del peso que se procesaría en los próximos meses. Esto podría implicar algunos riesgos en términos de competitividad, sobre todo respecto a Brasil que por su lento crecimiento y las restricciones de oferta que sufre, debe acelerar las ganancias de competitividad precio para estimular la demanda.

Por el lado doméstico, el escenario de desaceleración económica se confirmó con los datos de actividad del tercer trimestre. Estos revelan una economía que crece a distintas velocidades: mientras el sector externo es ampliamente deficitario, el consumo privado mantiene su dinamismo, ralentizando el proceso de desaceleración. Este fenómeno se explica principalmente por dos factores: la estabilidad del mercado laboral y el crecimiento de los salarios reales, que si bien tienen menores incrementos que durante el año anterior continuarían creciendo por encima de la productividad laboral. Por tanto, se espera que las presiones domésticas continúen incidiendo sobre el proceso inflacionario aunque su efecto mermaría de forma lenta durante 2014.

Dado lo anterior y que el cierre de 2013 fue tal cual lo previsto, se espera que la inflación en 2014 se ubique en los mismos niveles de 2013 (8,5%) señalando la persistencia del fenómeno inflacionario actual.

<i>Cuadro 1</i>		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Enero)	2.4	1.1
Próximos 12 meses (Diciembre 2014)	8.5	8.8
Año calendario 2014	8.5	8.8
Año calendario 2015	8.3	8.5

*Fuente: Proyecciones Cinve al 15/01/2014.*

## SE MANTIENE CONTRACCIÓN MONETARIA PERO INFLACIÓN NO CEDE

En los primeros días de enero tuvo lugar un nuevo encuentro del Comité de Política Monetaria (COPOM) con el objetivo de evaluar el contexto nacional e internacional, analizar la marcha de la política monetaria y definir su sesgo para los meses siguientes. Conocidos los datos de inflación del cierre del 2013, su apartamiento sobre la meta, y sobre todo la persistencia inflacionaria de los componentes más estables (inflación subyacente) así como el nivel de éstos, la política monetaria continúa encontrando como principal desafío el control del proceso inflacionario. Asimismo, un contexto internacional que da señales de cambio de fase, caracterizado por el fortalecimiento del dólar y la reducción de la liquidez internacional, implican riesgos y desafíos para la estabilidad macroeconómica. En este sentido, si bien la recuperación de Estados Unidos, el incremento de la demanda internacional y la normalización de los flujos comerciales y financieros son una buena noticia en términos macroeconómicos, acompañar de forma suave dichos cambios no será tarea sencilla y requerirá de disponer de cierta flexibilidad en términos de política económica. Y es en este sentido que la inflación desentona y actúa como una restricción para adaptarse a este esquema.

Los cambios en la política monetaria resueltos a mediados del 2013 buscaron atender nuevos desafíos en términos de estabilidad macroeconómica y lograr un mayor efecto sobre el proceso inflacionario que el alcanzado con el instrumento anterior (tasa de interés interbancaria a un día). Luego de unos primeros meses de aprendizaje por parte de los agentes involucrados (tanto privados como el propio BCU) caracterizados por una muy alta volatilidad en el mercado de dinero, la política monetaria ha consolidado un carácter más contractivo, con el objetivo de acotar las presiones inflacionarias. Esto está implícito en los mayores niveles de tasas de interés, tanto en el mercado de dinero como en la curva de rendimientos de títulos públicos y las tasas bancarias.

En cuanto al objetivo definido por el COPOM, los medios de pago (M1' definido como el circulante en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro en pesos) crecieron, según estimaciones preliminares del propio BCU, por debajo del objetivo indicativo de la autoridad (13,5%, por debajo del rango 15%-17% de referencia). Sin embargo esto no puede ser interpretado como una mayor contracción monetaria que la esperada previamente, por lo que no es posible afirmar que el BCU haya contraído aún más la cantidad de dinero. De hecho, el COPOM explicita en su comunicado que este menor crecimiento se debe a una reducción del multiplicador monetario, producto de una mayor preferencia por liquidez por parte de los agentes. Esta mayor preferencia podría sustentarse en los altos costos de fondeo de corto plazo en los que han incurrido los bancos y agentes financieros desde el abandono del instrumento anterior. Por tanto, el desvío de la referencia indicativa se debería a cambios en el multiplicador no anticipados por la programación monetaria. De hecho, la difícil previsión de estos aspectos sumados a la menor transparencia del nuevo instrumento y la falta de control directo sobre el M1 ampliado fueron algunos de los aspectos que se destacaban como menos convenientes al momento del cambio de instrumento de política monetaria.

En otro orden, el COPOM decidió mantener el sesgo contractivo de la política monetaria para el primer trimestre de este año, señalando su preocupación por el proceso inflacionario y asumiendo su compromiso con alcanzar la estabilidad de precios. De esta forma se define una referencia para el crecimiento del M1' entre 13% y 15% para el primer trimestre del 2014, que estaría en línea con la contracción evidenciada en los últimos tiempos, con la lenta convergencia de la inflación hacia el rango meta y con la referencia de crecimiento del M1' hacia 2015 (8%). No obstante, las expectativas se mantienen desviadas por encima del rango meta establecido por las autoridades. De hecho, nuestras proyecciones indican que la inflación cerraría el 2014 en niveles similares a los observados durante el 2013 indicando la persistencia del fenómeno inflacionario actual. Asimismo, la evidencia reciente<sup>1</sup> para el período 2005-2013 señala que la política monetaria ha tenido una muy limitada incidencia sobre las expectativas de inflación aunque cabe señalar que éstas responderían en mayor medida a cambios en los agregados monetarios (M1 ampliado), respecto a otros instrumentos utilizados (tasa *call* y techo del rango meta).

De todas formas, el talante más contractivo de la política monetaria aún no se ha visto reflejado en el resultado inflacionario, tal como señalan los indicadores subyacentes. Sin embargo, dado que esta política suele actuar con rezagos y que se encuentra sopesando otros objetivos, tal vez secundarios y en algunos casos contrapuestos al inflacionario, es probable que la efectividad de la política monetaria se vea limitada. A esto debe agregarse que en los próximos meses la política monetaria será testeada ante un nuevo contexto, distinto al que regía al momento de las modificaciones macroprudenciales y monetarias de mediados del año pasado, ante lo cual mitigar las presiones inflacionarias manteniendo la flexibilidad en los instrumentos será clave para afrontar los cambios que se avecinan.

<sup>1</sup> Dominguez, M., Lanzilotta, B., Rego, S. y Regueira, P. (2013) "¿Qué instrumento? El efecto de la política monetaria sobre las expectativas en Uruguay" Documento de Trabajo 04/2013. cinve

*Cuadro Estadístico 1.*

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.39	0.05	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.69	0.58	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.16	0.18	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.29</b>	
(4) ANE (12,12%)	-1.49	-0.68	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-10.58	-10.06	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>-4.44</b>	<b>-3.86</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>-0.72</b>	<b>-0.73</b>	
(*) 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 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
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<b><i>Dic 2014/ Dic 2013</i></b>	7.67	10.07	8.80	8.81	10.90	4.96	2.30	7.64	8.54
<b><i>Dic 2015/ Dic 2014</i></b>	7.21	9.82	8.56	8.48	10.92	5.00	2.00	7.73	8.30
<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
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<b><i>Prom 2014/ Prom 2013</i></b>	8.11	10.37	10.33	9.31	7.34	8.04	3.17	6.96	8.74
<b><i>Prom 2015/ Prom 2014</i></b>	7.36	9.92	8.74	8.61	11.11	5.25	2.00	7.75	8.40

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 15/01/2014.

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

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%)
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	0.64	0.42	0.33	0.51	0.43	0.13	0.00	0.26	0.45
05/13	0.58	0.86	0.31	0.67	-1.45	0.07	0.01	-0.71	0.32
06/13	0.89	0.93	0.25	0.84	-1.68	0.15	0.01	-0.79	0.43
07/13	0.28	0.90	2.87	0.84	0.68	0.07	1.34	0.56	0.77
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	0.78	1.24	1.52	1.06	1.35	17.18	2.30	6.66	2.38
02/14	0.19	1.19	0.09	0.60	-0.42	0.36	0.00	-0.08	0.43
03/14	0.84	0.89	1.63	0.95	0.97	0.00	0.00	0.48	0.84
04/14	0.87	0.49	0.20	0.63	1.82	0.00	0.00	0.90	0.70
05/14	0.79	0.76	0.18	0.71	-0.12	0.00	0.00	-0.06	0.52
06/14	0.82	0.70	0.15	0.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.52
07/14	0.58	0.80	3.32	0.99	1.57	0.00	0.00	0.78	0.94
08/14	0.18	1.03	0.29	0.55	2.48	0.00	0.00	1.25	0.72
09/14	0.48	0.59	0.89	0.58	1.34	0.00	0.00	0.68	0.60
10/14	0.75	0.60	0.24	0.63	1.62	0.00	0.00	0.83	0.68
11/14	0.74	0.78	-0.07	0.66	-0.34	0.00	0.00	-0.17	0.46
12/14	0.39	0.57	0.09	0.43	0.17	-10.75	0.00	-3.61	-0.54

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/01/2014.

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 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%)
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	6.65	9.72	8.88	8.17	11.39	6.47	1.09	8.03	8.14
05/13	6.54	9.99	8.73	8.21	11.13	5.68	1.11	7.60	8.06
06/13	6.39	9.88	8.83	8.10	13.26	5.62	1.11	8.53	8.21
07/13	6.15	10.11	11.52	8.39	12.01	10.41	2.45	9.90	8.75
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	8.41	10.46	10.54	9.51	5.28	12.11	4.93	7.58	9.03
02/14	8.04	10.36	10.38	9.28	3.98	9.39	3.87	5.85	8.43
03/14	8.20	10.68	11.49	9.62	3.72	9.22	3.83	5.65	8.62
04/14	8.45	10.75	11.35	9.75	5.15	9.09	3.83	6.32	8.89
05/14	8.68	10.65	11.21	9.79	6.57	9.02	3.81	7.01	9.11
06/14	8.59	10.39	11.10	9.63	8.39	8.85	3.80	7.86	9.20
07/14	8.91	10.28	11.58	9.79	9.35	8.78	2.44	8.10	9.38
08/14	8.05	10.54	10.47	9.37	9.28	8.62	2.34	8.01	9.04
09/14	7.33	10.33	9.65	8.86	7.44	6.30	2.32	6.29	8.22
10/14	7.41	9.75	8.82	8.56	8.80	5.07	2.32	6.56	8.07
11/14	7.67	10.20	8.87	8.87	9.06	5.17	2.31	6.72	8.34
12/14	7.67	10.07	8.80	8.81	10.90	4.96	2.30	7.64	8.54

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/01/2014.

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