

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Medidas exitosas en controlar los precios
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Las medidas y su impacto en el corto plazo

N° 142

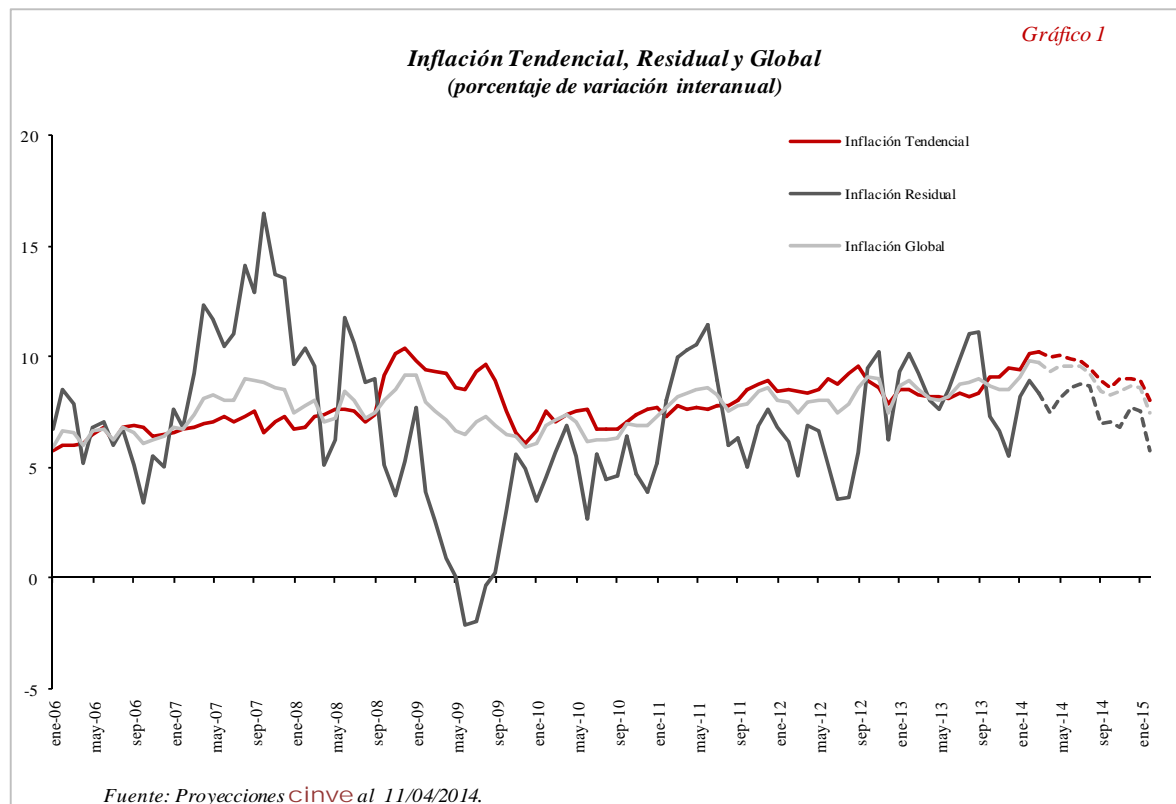
28 de Abril de 2014

## MEDIDAS EXITOSAS EN CONTROLAR LOS PRECIOS

El dato de inflación de marzo marcó un incremento de 0,58% respecto a febrero, por encima de lo esperado. Esto determinó que la inflación interanual ceda muy levemente, ubicándose en 9,7%, y alejó parcialmente los riesgos de alcanzar la meta implícita de 10% en el corto plazo. En este sentido, las medidas que rigen desde marzo (en particular la exoneración al cargo fijo de UTE y Antel y la rebaja de 5 de Oro) fueron determinantes en la reducción del alza de precios del mes pasado ya que, de no haber sido implementadas, la inflación se habría ubicado en torno a 0,9%, dejando la inflación interanual por encima de 10%. Por su parte, las legumbres y hortalizas continuaron incrementando su precio, a pesar de que se esperaba una reducción de estos rubros luego de los problemas climáticos acaecidos en enero y febrero, explicando en gran medida el error de proyección en marzo. De todas formas se espera que estos productos reviertan parte de los incrementos de los últimos meses durante abril.

Más allá del relativo éxito de las medidas en afectar la inflación global, continúa preocupando la evolución del componente tendencial. De hecho, la inflación de núcleo volvió a incrementarse levemente en marzo, en línea con nuestra proyección, ubicándose en 10,2% en términos interanuales. Dicho componente, que depura la inflación de rubros volátiles (alimentos frescos) y servicios públicos - y por tanto arroja una señal de mediano plazo - continúa emitiendo una señal de alerta sobre la estabilidad de precios, máxime que las medidas implementadas tienen un efecto muy parcial sobre su trayectoria. De hecho el nivel ampliamente desviado por encima del rango meta confirma que las presiones inflacionarias se mantienen y son de carácter permanente.

Por tanto, como comentamos en anteriores ocasiones, las medidas implementadas no atacan los fundamentos del proceso inflacionario inherentes al núcleo de precios pero permiten ganar tiempo y alivianar los registros de inflación de los próximos meses. De esta forma se evitarían al menos dos efectos que podrían ser aún más nocivos para la estabilidad de precios: la pérdida de la última ancla en términos de "objetivo de inflación" (la meta implícita del 10%) y la posible renegociación de acuerdos salariales, en especial en el sector público, además de un menor pago por indexación salarial a mediados de este año.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El IPC de marzo registró un incremento mensual de 0,58% respecto al mes anterior, dejando el registro interanual en 9,7%. Si bien se esperaba un menor incremento de precios en marzo, el error de estimación se ubicó principalmente en los rubros de alimentos frescos (legumbres y hortalizas) que continuaron incrementando su precio luego del shock climático de enero y febrero. De todas formas cabe esperar que desde abril se produzcan bajas en los precios de estos productos dada la recomposición de stocks posterior a los problemas climáticos y producto de la eliminación del IVA a la importación y venta de frutas y verduras.

De todas formas se debe señalar que las medidas implementadas para el combate del alza de precios fueron determinantes en la reducción del registro interanual. De hecho el INE destaca en su comunicado que los rubros “Comunicaciones”, “Vivienda” y “Recreación y cultura” tuvieron reducciones de precios en marzo producto de la eliminación del IVA al cargo fijo en Antel y UTE y la rebaja del 5 de Oro, respectivamente. En contrapartida, aquellos rubros que mayor incidencia positiva tuvieron en el alza de precios fueron “Alimentos y bebidas no alcohólicas” producto del incremento en legumbres, carnes y otros alimentos y “Transporte” asociado al alza en el boletos urbano, suburbano e interdepartamental.

### 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, la tendencia global a la apreciación del dólar se mantiene aunque a distintos ritmos en función de los fundamentos macroeconómicos específicos de los países emergentes. Este fenómeno continuaría a medida que Estados Unidos recupere dinamismo en su nivel de actividad. En este sentido el *tapering* de los estímulos monetarios podría finalizar en 2014, esperándose que recién durante 2015 se produzca el *tightening* (incremento en las tasas de interés desde el 0%-0,25% actual) según dejaron entrever las autoridades económicas de la FED. Sin embargo, dado que los niveles de desempleo e inflación se ubican muy cerca de los objetivos estipulados para el mantenimiento del programa de compra de activos, se anunció la posibilidad de incorporar nuevos parámetros en las futuras decisiones de la FED para determinar la gradualidad de la quita de los estímulos.

En el plano de los precios internacionales, si bien la tendencia continúa siendo bajista sobre los alimentos y los energéticos, los últimos meses pautaron interrupciones transitorias en dicho comportamiento, producto de la crisis de Crimea. Es especialmente el caso del trigo y el maíz, donde ambas materias primas sufrieron incrementos ante las dudas sobre la oferta ucraniana de estos bienes. De todas formas, se espera que la evolución de los precios se encuentre más vinculada a los fundamentos de oferta y demanda, esperándose una reducción que se procesaría de forma paulatina en lo que resta del año.

A nivel local, el escenario de desaceleración económica continúa aunque de forma más moderada a la esperada. De hecho, el dato del último trimestre del año 2013 pautó una aceleración trimestral del crecimiento aunque ésta se sustenta en componentes transitorios cuyo efecto fue puntual en el último trimestre del año. De todas formas, la demanda interna continúa siendo el principal motor de la actividad, en especial el consumo privado que se enlentece aunque muy levemente. Por tanto las presiones domésticas sobre los precios persistirán durante 2014 aunque moderándose junto a la lenta desaceleración económica.

Dado lo anterior, la definición de las medidas tarifarias y su impacto en el IPC de marzo, pautan que las proyecciones de inflación se mantengan incambiables para 2014. En este sentido se espera que la inflación se ubique en 8,7% al cierre de 2014, respecto a diciembre de 2013. De todas formas se debe notar que estas estimaciones asumen que las medidas regirán desde marzo y que su duración abarcará todo 2014, al menos en lo que refiere a la reducción del IVA a UTE y Antel y el subsidio a la cuota mutual.

<i>Cuadro 1</i>		
<b>Proyecciones de inflación</b> (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Abril)	0.1	0.3
Próximos 12 meses (Marzo 2015)	7.8	8.3
Año calendario 2014	8.7	9.0
Año calendario 2015	8.2	8.6

*Fuente: Proyecciones cinve al 11/04/2014.*

## LAS MEDIDAS Y SUS IMPACTOS EN EL CORTO PLAZO

Tal como se esperaba, las medidas anunciadas por el Gobierno el mes pasado tuvieron un relativo éxito en lograr su objetivo: aliviar los incrementos de precios mensual y de esta forma alejar la inflación interanual del “límite” del 10%. Como comentábamos en el Informe de Inflación anterior (Nº 141, Marzo 2014<sup>1</sup>) estas medidas no atacaban los fundamentos del proceso inflacionario pero permitían ganar tiempo a la espera de medidas de fondo o que el proceso de desaceleración económica incida en la formación de precios. No obstante el relativo éxito de las medidas tiene, al menos, dos elementos positivos a destacar. Por un lado permite alejar los riesgos de alcanzar la meta implícita de 10% en el corto plazo, lo cual parece actuar como una barrera psicológica anclando las expectativas inflacionarias en un contexto de pérdida de credibilidad del objetivo bancocentralista. Por otro lado, y un elemento no menor en el esquema de negociación salarial e indexación de los contratos laborales, la reducción de los registros inflacionarios hacia junio reduce los correctivos existentes por el desfase entre inflación observada y el componente esperado para el semestre o año de cierre. Si bien este elemento no abarca a todos los sectores, sí existe un número importante de grupos cuyo componente de corrección por indexación será menor al que hubiera ocurrido si las medidas no se hubieran implementado.

¿Cuáles fueron las medidas implementadas y cuáles fueron o serán sus impactos? Por un lado, se reglamentó la ley Nº 19.197 que faculta al Poder Ejecutivo a quitar el IVA sobre el servicio básico de la telefonía fija y sobre el cargo fijo y la tarifa básica residencial de la energía eléctrica (UTE). Asimismo, exonera de IVA a la importación y venta de frutas y verduras (aunque rige sólo para algunos productos: papa, cebolla, morrón y zanahorias) y otorga un crédito fiscal a las mutualistas con el objetivo de evitar los ajustes estacionales en las cuotas que se producen habitualmente en julio. Si bien todas estas medidas rigen desde el 1º de marzo, sólo la exoneración del IVA en las tarifas públicas tuvo un efecto en el IPC de marzo, representando poco más de una décima menos de inflación en cada caso. El efecto del crédito fiscal evitaría los aumentos de la cuota mutual que habitualmente se produce en julio, representando aproximadamente entre dos y tres décimas menos de inflación, siempre que no se produzcan ajustes en la cuota mutual. Por el lado de las frutas y verduras no es posible cuantificar el impacto de la exoneración del IVA dado que se trasladará de forma distinta en función del producto, aunque si habría tenido un impacto en la recomposición de stocks (mediante importación) en algunos productos, y de esta manera ayudaría a normalizar el mercado. De todas formas se espera que la reversión del shock sobre los precios de las legumbres y hortalizas comience a partir de abril.

Además de la ley comentada anteriormente se alcanzaron dos medidas adicionales en este marco de combate al alza de precios. Por un lado se lograron acuerdos de precios con supermercadistas, almacenes e industriales para mantener los precios de una canasta de bienes hasta fines de mayo. Esta canasta representa aproximadamente 10,5% de la canasta relevada en el IPC y cerca del 50% en el rubro alimentos elaborados. Si bien esta medida es de difícil monitoreo y puede derivar en sobreajustes pre y post entrada en vigencia, podría ayudar a evitar nuevas subas de estos componentes (asociados a la canasta básica). A esto se le suma la “rebaja” de 33% en el precio del 5 de Oro cuyo impacto en el IPC de marzo fue de una décima a la baja en la inflación mensual. De todas formas, como esta rebaja entró en vigencia a partir del 19 de marzo también incidirá en la medición de abril reduciendo en casi dos décimas dicho registro, ya que el 5 de Oro pesó 65% en los Juegos de Azar (que representan 1,46% de la canasta relevada).

Por último, además de estas medidas no tradicionales para afectar los precios en el corto plazo, la última reunión del COPOM ratificó el sesgo contractivo de la política monetaria de cara al trimestre que comienza. En este sentido, se determinó un rango indicativo para el crecimiento trimestral del agregado monetario M1 ampliado (que incluye la emisión en poder del público, los depósitos a la vista y en caja de ahorro en pesos) de 10-13% para segundo trimestre. Esto significa que dicho agregado crecerá a menor ritmo que durante los trimestres previos, lo que, bajo ciertos supuestos, se traduciría en un menor crecimiento de la oferta de dinero. Sin embargo, esta constituye la segunda reunión consecutiva en la que se observa que la cantidad de dinero crece por debajo de las metas indicativas propuestas por la autoridad monetaria. Esto podría estar indicando un cambio en la preferencia por la liquidez por parte de los agentes, sobre todo asociada al alto costo de fondeo implícito en las tasas de mercado de corto plazo (y su volatilidad) y a los requerimientos de encajes obligatorios. Dado esto, el menor crecimiento esperado de la cantidad de dinero para el trimestre actual no necesariamente implicaría una política monetaria más contractiva por parte del BCU sino que indicaría cambios en la creación secundaria de dinero (a través del multiplicador monetario, sobre el cual el accionar del BCU tiene parcial incidencia), en especial por una mayor preferencia por mantener dinero por parte de los agentes ante la dificultad de prever las tasas de interés de corto plazo y evitar de esta forma descualces de liquidez.

<sup>1</sup> [http://www.cinve.org.uy/wp-content/uploads/2014/03/II\\_141\\_-2014\\_03.pdf](http://www.cinve.org.uy/wp-content/uploads/2014/03/II_141_-2014_03.pdf)

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Marzo de 2014

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.77	0.87	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.53	0.45	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	1.22	1.42	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.72	0.75	
(4) ANE (12,12%)	2.08	0.14	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-1.17	-1.16	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	-3.28	-4.37	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	0.17	-0.96	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	0.58	0.33	

(\*) 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%)
<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>	8.50	10.77	4.82	9.03	12.43	4.21	-0.74	7.73	8.71
<b><i>Dic 2015/ Dic 2014</i></b>	7.27	9.96	8.76	8.58	8.12	6.11	5.46	7.11	8.22
<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>	8.55	11.00	8.12	9.53	10.54	7.36	0.67	7.97	9.14
<b><i>Prom 2015/ Prom 2014</i></b>	7.63	9.94	7.04	8.54	8.43	6.17	4.58	7.12	8.18

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 11/04/2014.

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

# Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

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	0.34	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	0.95	-0.31	0.20	0.33	-1.21	0.00	0.00	-0.62	0.10
05/14	0.88	0.69	0.18	0.72	-0.10	0.00	0.00	-0.05	0.53
06/14	0.85	0.72	0.15	0.71	-0.74	0.00	0.00	-0.38	0.45
07/14	0.74	0.89	0.18	0.74	1.40	0.00	0.00	0.71	0.73
08/14	0.21	1.17	0.22	0.62	2.40	0.00	0.00	1.23	0.76
09/14	0.43	0.63	0.83	0.56	1.46	0.00	0.00	0.76	0.61
10/14	0.81	0.61	0.17	0.65	1.22	0.00	0.00	0.64	0.65
11/14	0.79	0.82	-0.07	0.71	-0.99	0.00	0.00	-0.52	0.41
12/14	0.51	0.61	0.09	0.51	-0.04	-10.65	0.00	-3.65	-0.49

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/04/2014.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

# Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

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%)
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	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	8.76	11.12	10.86	9.99	8.88	8.19	0.74	7.43	9.35
05/14	9.08	10.93	10.72	10.04	10.38	8.12	0.73	8.15	9.57
06/14	9.04	10.69	10.61	9.91	11.43	7.95	0.72	8.59	9.59
07/14	9.53	10.68	7.72	9.80	12.24	7.88	-0.61	8.76	9.55
08/14	8.69	11.10	6.56	9.45	12.07	7.73	-0.70	8.65	9.25
09/14	7.91	10.93	5.71	8.92	10.31	5.42	-0.72	7.00	8.43
10/14	8.05	10.36	4.83	8.64	11.27	4.20	-0.72	7.06	8.24
11/14	8.37	10.85	4.88	9.01	10.81	4.30	-0.73	6.85	8.46
12/14	8.50	10.77	4.82	9.03	12.43	4.21	-0.74	7.73	8.71

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/04/2014.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.