

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Nuevo panorama cambiario e inclusión financiera
- Actualización del diagnóstico de inflación
- Resumen de las proyecciones

N° 146

26 de Agosto de 2014

## NUEVO PANORAMA CAMBIARIO Y EFECTOS DE LA INCLUSIÓN FINANCIERA SOBRE LA INFLACIÓN

El dato de inflación de julio pautó un aumento mensual de 0,75% en el nivel de precios, el cual se encontró alineado con nuestra proyección puntual (0,69%). Este incremento implicó que la inflación interanual se ubicara en 9,1%, manteniéndose estable respecto al mes anterior. De todos modos, la disminución de la inflación interanual observada desde febrero es muy moderada y aún se encuentra holgadamente sobre el techo del rango meta fijado por el BCU (7%).

En particular, la inflación tendencial (que recoge la evolución del núcleo más estable de precios al excluir los rubros más volátiles de la canasta de productos como carnes, frutas y verduras y tarifas públicas) alcanzó en julio un nivel de 9,5% en la comparación interanual, creciendo levemente respecto al mes anterior. Evidentemente niveles de inflación tendencial sobre 9% dan indicios de una situación donde las presiones inflacionarias persisten en el mediano plazo a pesar de la política monetaria contractiva seguida por las autoridades. Por otra parte, los rubros no transables de la economía (en contraposición a los transables que son aquellos que se negocian con el exterior) continúan siendo los que más presiones producen sobre los precios, aunque desde inicios de 2013 esta tendencia parece estar observando una reversión parcial. Esto estaría asociado a la incipiente depreciación del peso y la moderación en los incrementos salariales.

Asimismo, desde finales de julio y en lo que va de agosto las presiones alcistas del tipo de cambio han operado con singular intensidad. Desde inicios de mes la depreciación cambiaria ha alcanzado 2,2%, totalizando una suba superior al 11% en el año. La corrección de las perspectivas respecto de la evolución del tipo de cambio en 2014 y 2015 ha provocado un ajuste al alza de nuestras proyecciones de inflación. En contraposición, la puesta en marcha de la exoneración del IVA establecida en la Ley de Inclusión Financiera representa un mecanismo de reducción en el nivel de precios que debería ser incluido en nuestras proyecciones de inflación. Por tanto, la proyección de inflación para el cierre del presente año se eleva a 8,9%, mientras que para 2015 se ubica prácticamente incambiada en 8,6%.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Agosto)	0.9	0.8	
Año calendario 2014	8.9	9.1	
Año calendario 2015	8.6	8.5	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 21/08/2014.

### Mínimos efectos de la ley de Inclusión Financiera

Como se mencionó previamente la reciente puesta en práctica de la Ley de Inclusión Financiera estipula la aplicación de la deducción de 2% del IVA en las compras realizadas para consumo final, siempre y cuando éstas se realicen utilizando "tarjetas de débito, instrumentos de dinero electrónico u otros instrumentos análogos"<sup>1</sup>. A su vez, se establecen rebajas adicionales y transitorias del IVA para aquellas compras inferiores a UI 4.000 realizadas con tarjetas de débito u otros instrumentos análogos durante los dos primeros años según el siguiente esquema: 2% adicional durante el primer año y 1% adicional para el segundo. Asimismo y únicamente para los dos primeros años de vigencia de la ley se permitirán exoneraciones de 2% durante el primer año y 1% durante el segundo para las compras inferiores a UI 4.000 realizadas con tarjeta de crédito. Estas exoneraciones entraron en vigencia a partir del 1º de agosto de 2014 e implican una reducción en los precios que los consumidores pagan por los bienes y servicios adquiridos mediante medios electrónicos, por tanto dicho efecto será incorporado en la medición de los precios al consumidor.

Desde nuestra perspectiva la determinación del efecto de la Ley de Inclusión Financiera en el conjunto de precios de la economía presenta algunas dificultades, tanto para su medición concreta como para la incorporación en los

<sup>1</sup> Ley N° 19.210 del 29/4/2014

modelos de proyección. En primer lugar, al igual que con cualquier política de incentivos desconocemos a priori cuál será el impacto de las rebajas sobre el uso de tarjetas por parte de los hogares. Informaciones preliminares de prensa indican que ya en las primeras semanas de vigencia de la medida el número de transacciones con tarjetas de débito se habrían multiplicado por seis. Seguramente este proceso se acentúe en los próximos meses. En segundo término, las exoneraciones dependen de la tasa de IVA a la que se encuentren gravados los bienes y servicios (básica y mínima); adicionalmente existe un conjunto de bienes que se encuentra totalmente exento del impuesto<sup>2</sup>, y por tanto no serían pasibles de ninguna exoneración. A pesar de ello, a fin de lograr simplicidad en el sistema se permitió establecer un régimen ficto para que las transacciones realizadas entre agosto 2014 y julio 2015 que involucren bienes gravados (o no) a distintas tasas se vean beneficiadas por un descuento único. Sin embargo, éste aplica únicamente para las farmacias, quioscos, librerías, papelerías y expedición de artículos comestibles e incluso algunos artículos se encuentran explícitamente excluidos de este régimen como la compra de moneda extranjera y los combustibles<sup>3</sup>.

Para el correcto análisis del efecto de la exoneración tributaria del IVA sobre el dato de inflación deberíamos incorporar el peso específico de la utilización de tarjetas de crédito y débito en el total de las ventas finales de cada producto o servicio en concreto, para de esa forma poder imputar el descuento que efectivamente corresponde a cada uno. Desde luego no se encuentra disponible información con este nivel de desagregación, y en consecuencia las estimaciones deben realizarse utilizando supuestos asociados al descuento aplicado y la penetración de tarjetas de débito y crédito. Por tanto, para la determinación del impacto de la ley sobre los precios se consideraron estimaciones previas a su puesta en vigencia (donde su empleo era muy poco significativo) y el porcentaje de descuento correspondiente a cada uno de los grupos de bienes y servicios en los que desagregan nuestros modelos de proyección de precios. De esta forma, nuestras estimaciones que constituyen una primera aproximación al impacto de la ley de inclusión financiera sobre la trayectoria de los precios indican la existencia de un efecto a la baja en la inflación de 2014, que no superaría los 0,2 puntos porcentuales

De todas formas una vez que el dato oficial de inflación sea divulgado contaremos con suficiente información para realizar un análisis minucioso de la situación.

---

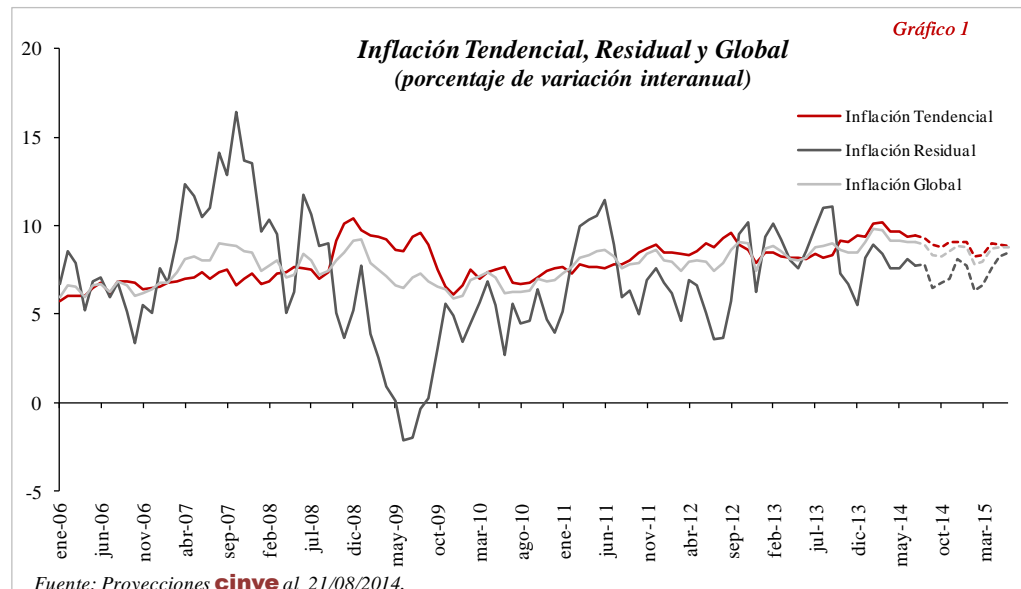
<sup>2</sup> Artículo 19, Título 10 del Texto Ordenado.

<sup>3</sup> Decreto N° 203/014

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

La inflación mensual en junio fue de 0,75%, lo cual implica un crecimiento interanual de los precios de 9,1%. De acuerdo al INE los componentes que más explicaron este fenómeno son por segundo mes consecutivo las Bebidas Alcohólicas y Tabaco, y los aumentos en los precios de la división Salud. Luego de los ajustes tarifarios de enero y febrero, se ha observado que el componente tendencial de la inflación ha crecido por encima del IPC global (0,92% y 0,75% respectivamente en julio) mostrando evidencia concreta de que aún persisten las presiones al alza en los precios, y que el actual fenómeno inflacionario tiene fundamentos más estructurales que transitorios.

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



Algunos eventos trascendentes han surgido desde que fueron realizadas nuestras últimas proyecciones. En particular, desde inicios del mes de agosto se ha observado una fuerte depreciación cambiaria (cercana al 2,5%) totalizando una suba de 11% en el año. Aunque esta evolución representa una suba considerable del tipo de cambio, también ha llamado la atención debido a la extraordinaria estabilidad que la divisa americana había mostrado durante los meses previos a la escalada en el mercado local. En cualquier caso, este nuevo panorama modifica nuestras expectativas sobre la evolución futura del tipo de cambio, y consecuentemente se esperan mayores presiones inflacionarias por esta vía en el corto y mediano plazo.

Hoy en día el escenario de tipo de cambio presenta cierto nivel de incertidumbre y aún resta ver que acontece en el plano regional e internacional. En el primer caso, es esperable que la incertidumbre acerca del futuro de Argentina continúe generando fluctuaciones en el mercado de cambios (doméstico y vecino) por algún tiempo, mientras que el magro desempeño económico de Brasil podría provocar una modificación en el rumbo de su política monetaria en el futuro, dotándola de un sesgo más expansivo que dinamice la economía y en consecuencia conlleve cierta depreciación cambiaria. En el plano internacional, si bien los indicadores de empleo e inflación de Estados Unidos muestran mejoras por encima de las previstas, todavía no existen indicios concretos para pensar en un adelanto en la suba de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Además, las autoridades continúan afirmando que ésta se mantendrá en sus niveles actuales por un tiempo considerable luego de finalizado su programa de compra de activos. Sin embargo, es importante monitorear la evolución de la inflación y el mercado laboral norteamericano, ya que de observarse una mejora continua de estas variables, superior a la prevista por la Reserva Federal, podría desencadenarse un aumento de la tasa de interés antes de lo previsto (mediados de 2015). De todos modos un escenario (plausible) del dólar alcanzando los \$24,5 al cierre de este año, es aún compatible con niveles de inflación por debajo del 9%.

Por otro lado los precios de las materias primas agrícolas siguen su trayectoria descendente, vinculada fundamentalmente a las buenas condiciones de oferta en Estados Unidos. Por su parte, el petróleo Brent (referencia de ANCAP) continúa a la baja por segundo mes consecutivo, acercándose rápidamente al entorno de los US\$ 100 por barril; esta caída debería ser suficiente para evitar posibles ajustes tarifarios de los combustibles en el corto plazo asociados al aumento del tipo de cambio. No obstante, los conflictos bélicos en Ucrania e Irak imprimen gran volatilidad a la evolución de este *commodity* y ante una eventual escalada en el precio del petróleo los ajustes de tarifas se volverían necesarios, generando aumentos en el nivel de precios.

Por su parte, en el frente interno se mantienen las presiones inflacionarias a pesar que la economía continúa desacelerándose. La demanda interna sigue creciendo sustentada en el consumo de los hogares, apuntalado por

# INFORME de INFLACIÓN

---

un mercado laboral tonificado que mantiene bajos niveles de desempleo e incrementos en los salarios reales. Finalmente, creemos que la puesta en marcha de la exoneración del IVA tendrá un efecto limitado en el nivel de precios. De hecho, no esperamos observar un impacto mayor a 0,2 puntos porcentuales en la inflación durante 2014, aunque aún queda por analizar la metodología oficial a ser utilizada para recoger este impacto

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Junio de 2014</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.63	0.64	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.68	0.73	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	3.06	3.02	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.92</b>	<b>0.94</b>	
(4) ANE (12,12%)	2.14	1.82	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-2.44	-2.91	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>0.23</b>	<b>-0.10</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.75</b>	<b>0.69</b>	
(*) Al 80% de significación. Fuente: Datos observados: INE - Predicción: <b>cinve</b>			
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
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.32	10.79	6.16	9.11	14.44	2.11	-0.74	8.09	8.87
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	7.38	9.75	8.45	8.51	10.52	7.11	5.46	8.76	8.57
<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
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8.26	11.11	7.96	9.42	10.85	6.18	0.67	7.72	9.00
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	7.84	9.74	8.51	8.73	10.83	5.77	4.58	8.23	8.61

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 21/08/2014.

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%)
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	0.68	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	0.40	1.03	1.45	0.79	2.77	-0.01	-0.02	1.43	0.95
09/14	0.61	0.69	0.82	0.67	2.02	0.00	0.00	1.06	0.77
10/14	1.02	0.64	0.17	0.76	1.64	0.00	0.00	0.87	0.79
11/14	0.70	0.82	-0.07	0.66	-0.30	0.00	0.00	-0.16	0.46
12/14	0.55	0.61	0.09	0.52	0.00	-10.38	0.00	-3.45	-0.43
01/15	0.47	1.19	1.73	0.92	1.83	18.31	2.00	6.94	2.33
02/15	0.38	0.98	1.24	0.73	-0.04	1.26	3.40	0.87	0.77
03/15	0.79	0.92	0.38	0.80	0.92	0.00	0.00	0.48	0.72
04/15	0.87	0.61	0.17	0.68	0.84	0.00	0.00	0.44	0.62
05/15	0.63	0.61	0.31	0.58	-0.20	0.00	0.00	-0.11	0.42
06/15	0.54	0.55	0.13	0.50	-0.29	0.00	0.00	-0.15	0.34

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 21/08/2014.

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									
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%)
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	8.47	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	8.79	10.80	7.73	9.51	11.56	4.88	-0.59	7.37	9.00
08/14	8.00	11.14	7.89	9.30	11.40	4.74	-0.69	7.28	8.81
09/14	7.30	10.96	6.92	8.79	9.65	2.50	-0.71	5.66	8.02
10/14	7.42	10.39	6.04	8.50	11.05	1.31	-0.71	5.94	7.88
11/14	7.52	10.84	6.09	8.74	11.12	1.40	-0.71	6.00	8.07
12/14	7.60	10.72	6.02	8.73	12.82	1.66	-0.73	7.10	8.35
01/15	7.70	10.35	6.40	8.67	12.32	2.34	-1.32	6.75	8.19
02/15	7.10	8.78	7.53	7.87	7.66	3.16	2.01	5.27	7.23
03/15	7.11	9.20	6.63	7.95	6.42	4.38	5.48	5.58	7.37
04/15	7.31	9.70	9.72	8.60	8.51	4.20	5.48	6.59	8.11
05/15	7.16	9.65	9.73	8.51	9.87	4.34	5.48	7.31	8.22

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 21/08/2014.

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