

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Inflación tendencial por debajo del 9%
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Inflación subyacente: construcción, relevancia y perspectivas en Uruguay

N° 149

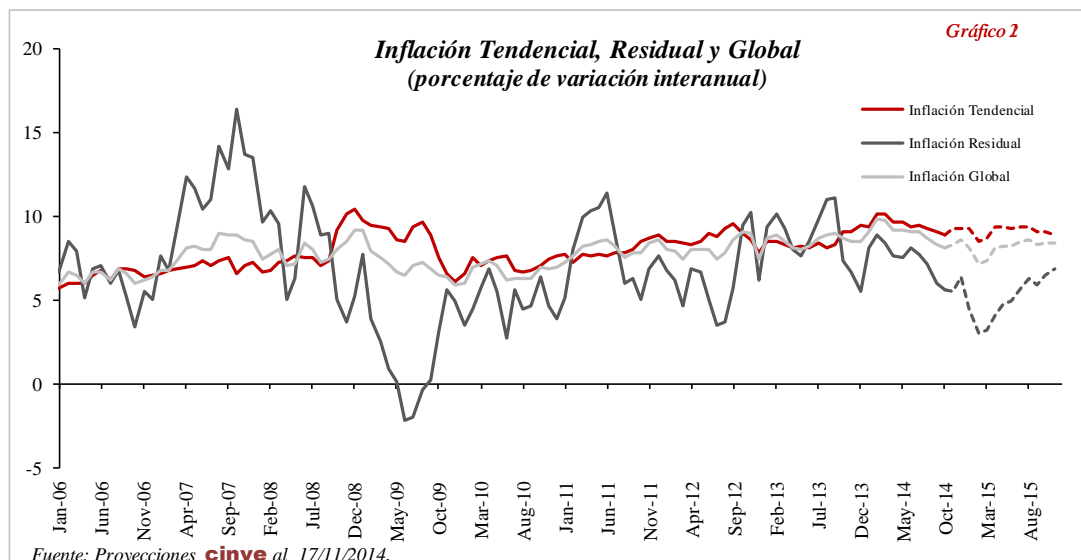
28 de Noviembre de 2014

## INFLACIÓN TENDENCIAL POR DEBAJO DEL 9%

Los precios aumentaron en octubre 0,59% según el último dato de inflación divulgado por el INE, guarismo levemente por debajo de nuestra proyección puntual (0,72%). Por otra parte, en términos interanuales la inflación alcanzó su menor valor desde mayo de 2013 (8,11%), sosteniendo la tendencia a la moderación de precios observada luego de los ajustes tarifarios realizados en marzo. No obstante, la inflación aún se encuentra holgadamente por sobre el techo de del rango meta, actualmente establecido por el BCU en 7%

A su vez, la inflación tendencial, que recoge la evolución de los precios más estables y permanentes de la economía, también ha registrado una moderación luego del pico alcanzado en marzo (10,19%). El registro mensual de este componente fue de 0,70%, mientras que el valor interanual se ubicó en 8,91%. Así, octubre fue el primer mes en más de un año en que la inflación tendencial no superó el 9%, lo cual es muy buena noticia para la evolución de precios. A pesar que la desaceleración de los precios observada durante el segundo semestre de 2014 fue inferior a la prevista algunos meses atrás, existen indicios sólidos para creer que la tendencia hacia la moderación de precios continúe y se profundice en el mediano plazo.

Por su parte, los precios transables y no transables de la economía continúan convergiendo entre sí. Mientras el registro interanual de inflación de los bienes transables marcó un crecimiento hasta ubicarse en 7,13% los precios no transables (aquellos que no se transan en los mercados internacionales) observaron una desaceleración en su crecimiento ubicándose en 8,99%, el menor registro desde agosto de 2012.



Considerando que el dato de inflación de octubre se encontró levemente por debajo de nuestra proyección puntual para dicho mes, y que el dólar ha detenido su crecimiento durante las últimas semanas, corregimos levemente a la baja nuestra proyección de inflación para 2014 a 8,6%. Asimismo, hemos corregido a la baja la proyección de inflación para 2015 a 8,5%, teniendo en cuenta la alta probabilidad de un ajuste en el precio de los combustibles en los primeros meses de 2015.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

El dato de inflación de octubre marcó un aumento de precios de 0,59%, resultado que se encuentra levemente por debajo de nuestra predicción puntual (0,72%). Este crecimiento de precios implicó que la inflación interanual se ubique en 8,11%. La racha descendente de la inflación interanual alcanza ya los ocho meses consecutivos, y el valor en el presente mes es el más bajo desde diciembre de 2012. En tanto, destacamos que la inflación tendencial se ubicó por debajo de 9% (8,91%) por primera vez en doce meses. En cuanto a los rubros de mayor crecimiento el sector que registró el mayor aumento mensual de precios fue “Prendas de vestir y calzado” (1,42%) fundamentalmente debido al comienzo de la temporada de verano. En cambio, “Alimentos no Elaborados” (que incluye carnes, frutas y verduras) registró un crecimiento muy moderado (0,25%), destacándose la contracción en los precios de frutas y verduras (-1,3%)

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

### Diagnóstico y proyecciones

En el panorama macroeconómico uruguayo reciente resalta la evolución del dólar, la cual se separa de la tendencia internacional y regional, acumulando una caída durante noviembre cercana al 3%. El contexto internacional da cuenta de un fortalecimiento de la divisa americana: en los principales mercados internacionales las paridades cambiarias pierden terreno frente al dólar. Tal es el caso del euro, el yen y la libra esterlina. Por otra parte, llama la atención el desalineamiento con lo ocurrido en los mercados regionales. Si bien actualmente existe cierto consenso entre los analistas respecto a la baja incidencia de los movimientos cambiarios en Argentina sobre el mercado uruguayo, generalmente se espera cierta correspondencia con la evolución del real. Sin embargo durante octubre el real se depreció alrededor del 5%, en tanto el peso uruguayo se apreció un 2%.

Por lo tanto, resulta evidente que la tendencia reciente en la evolución del tipo de cambio debe explicarse por factores internos. En particular, se ha marcado la existencia de la alta demanda de pesos por parte del sistema bancario, apuntalado por las operaciones de crédito y los volúmenes de Letras de Regulación Monetaria licitados por el BCU. Asimismo, no debe pasar inadvertida la incidencia que parece haber tenido la medida adoptada por el BCU el 30 de setiembre de reducir las obligaciones respecto a los fondos inmovilizados para no residentes. Indudablemente la evolución reciente del tipo de cambio quita presiones sobre el sistema de precios, y permite cerrar el año con niveles de inflación levemente por debajo de lo esperado. En cualquier caso, más allá de las explicaciones puntuales, esperamos que el dólar revierta la tendencia actual en el mediano plazo, alineándose con la evolución internacional y regional.

En materia de precios internacionales se destaca la evolución de los *commodities* energéticos. Al cierre de este informe, el barril de petróleo West Texas se situaba en 73 dólares por barril, mientras el Brent se ubicaba levemente por encima de los 72 dólares. Esta última variedad (referencia utilizada por Ancap para la fijación de tarifas) retrocedió 14% en noviembre, acumulando una reducción de 28% desde fines de agosto. En cuanto a la evolución futura, todos los indicios parecen apuntar hacia una consolidación de los precios bajos. En este sentido la reciente reunión de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo) fue clave, en ella primo la posición de los países productores de petróleo del golfo pérsico y se decidió no recortar la producción en el futuro. Algunos analistas incluso sugieren que esta decisión podría llevar a que el petróleo se desplomase hasta los 60 dólares.

La evolución conjunta de la paridad peso-dólar y el petróleo genera un amplio margen para que Ancap realice una corrección en la tarifa de los combustibles. Actualmente la paramétrica utilizada por el ente utiliza un barril de petróleo a 110 dólares y un tipo de cambio a 21,75. En función de ello nuestras estimaciones indican que en caso de darse un ajuste de precios, habría espacio para que éste fuera del entorno del 10%. Ya ha sido establecido por las autoridades que no se realizarán ajustes hasta enero, y aún queda por ver la magnitud del ajuste pautado. Al respecto, es probable que se aproveche al menos parte del margen para recomponer el frente fiscal.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Noviembre)	0.4	0.7	
Año calendario 2014	8.6	9.3	
Año calendario 2015	8.5	8.9	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 17/11/2014.

## INFLACIÓN SUBYACENTE: CONSTRUCCIÓN, RELEVANCIA Y PERSPECTIVAS EN URUGUAY

A raíz de la caída de la inflación tendencial por debajo del 9% por primera vez en más de un año, nos parece interesante comentar la importancia de este componente para el análisis del proceso inflacionario y discutir las metodologías que se emplean para su construcción.

En los últimos años han sido muchos los bancos centrales que han adoptado el *inflation targeting* como esquema de política monetaria. En función de ello es que éstos se han preocupado por obtener medidas sólidas e inequívocas del proceso inflacionario. Al respecto, los principales orígenes de diagnósticos erróneos pueden encontrarse en la estacionalidad o alta volatilidad de algunos componentes de la canasta de consumo, o bien debido a la presencia de componentes cuyos precios se fijan de manera administrada y no responden necesariamente a las condiciones de mercado.

Conceptualmente, se ha sugerido que la evolución del IPC no es el indicador más apropiado para monitorear la dinámica inflacionaria. Dicho índice se construye a partir de la ponderación de los distintos componentes que conforman una canasta que refleja las preferencias de un consumidor tipo. El peso de cada rubro del IPC recoge, por tanto estas preferencias y es consistente con el gasto agregado del hogar. Esto hace que constituya una correcta medida de la evolución del costo de vida de los individuos. No obstante, su evolución puede estar afectada por un sinnúmero de factores que no necesariamente inciden sobre el núcleo o core del proceso inflacionario en sí mismo (Quah y Vahey, 1995)<sup>1</sup>. Es así que se ha denominado inflación subyacente (núcleo o tendencial), en contraposición a la medida de inflación general o inflación *headline*, a aquellas mediciones que permiten evaluar la evolución de precios depurada de estos efectos “específicos-transitorios”, porque capturan el componente “común-persistente” de la inflación (Cutino et al., 2011)<sup>2</sup>. Si bien éstas tienen larga tradición en el contexto nacional e internacional, todavía no existe consenso respecto a cuál es la mejor aproximación al componente.

A modo de breve reseña pueden mencionarse tres enfoques. En primer lugar, aquel que opta por excluir algunos componentes del IPC cuyos movimientos se consideran particularmente erráticos. Dicha exclusión puede ser efectuada a priori o a posteriori. Un segundo enfoque recomienda la reponderación de los componentes del IPC según su variabilidad (inversamente) o su persistencia (directamente). Otras corrientes incluyen técnicas de extracción de señales, indicadores basados en análisis factorial, así como metodologías basadas en modelos macroeconómicos.

Recientemente Cutino et al. (2011) realizan un ejercicio de evaluación de las distintas alternativas de medición de la inflación subyacente, analizando la pertinencia de cada una de ellas para el caso uruguayo y un conjunto de criterios estadísticos (insesgamiento -la inflación subyacente debería ser un estimador insesgado de la inflación *headline*-, variabilidad - la inflación subyacente debe tener menor variabilidad que la *headlin*-, condición de atractor del IPC, y la capacidad de predicción de la medición de la inflación subyacente sobre la inflación futura).

El indicador elaborado y utilizado por **cinve** es un indicador de exclusión a priori, donde no se consideran los componentes de carnes, frutas y verduras, y tarifas administradas. Éste busca excluir los precios que poseen una volatilidad excesiva, así como aquellos rubros cuya evolución de precios no responde exclusivamente a las decisiones de la autoridad monetaria. El objetivo es claro: eliminar shocks de oferta de corto plazo y evitar los precios que no siguen una lógica de mercado, que por tanto no pueden ser influenciados por la política monetaria (precios fijados administrativamente). De esta manera busca aproximarse a una medida que represente más fehacientemente un concepto de inflación asociado al poder de compra del dinero. Si bien esta familia de indicadores no cumple con el criterio de variabilidad en el ejercicio de Cutino et al. (2011), ello se puede deber a que en Uruguay los precios administrados han sido utilizados como herramienta heterodoxa para el control de precios en algunos periodos. Sin embargo tiene un buen comportamiento en el resto de los indicadores, y posee otras características que lo vuelven particularmente deseable en el análisis de coyuntura: su cálculo es sencillo, tiene un fuerte poder comunicacional, posee solidez conceptual y alta relevancia en las proyecciones de corto plazo (Cutino et al., 2011).

Al evaluar a partir del nivel mostrado por la inflación subyacente en marzo de 2014 (10,19%), es posible observar que la misma ha iniciado una senda de moderación, reduciendo su crecimiento de manera sostenida hasta alcanzar en octubre 8,91%. Sin embargo, analizando la evolución de las proyecciones de inflación realizadas mes a mes para el cierre de 2014, podemos ver que las perspectivas de inflación subyacente han

<sup>1</sup> Quah, D., & Vahey, S. P. (1995). Measuring core inflation. *The Economic Journal*, 1130-1144.

<sup>2</sup> Cuitiño, F., Tramontin, F., & Vicente, L. (2011). Evaluación de indicadores de inflación subyacente para Uruguay. Documento de trabajo del Banco Central del Uruguay.

empeorado desde julio, alcanzando durante el mes de noviembre una proyección de inflación subyacente para fin de año de 9,31%.

Componente de inflación subyacente. <i>Cuadro 2</i>		
	INTERNAUAL	PROY.PARA DICIEMBRE 2014
14-Jan	9,40	8,81
14-Feb	10,11	8,87
14-Mar	10,19	9,74
14-Apr	9,70	9,03
14-May	9,70	9,25
14-Jun	9,40	8,78
14-Jul	9,49	8,73
14-Aug	9,27	9,11
14-Sep	9,12	9,10
14-Oct	8,91	9,22
14-Nov		9,31

Fuente: Proyecciones **cinve**

Como fuera sugerido por Espasa et al. (1987)<sup>3</sup>, la inflación subyacente proporciona un importante instrumento para analizar la situación inflacionaria de una economía, en tanto informa si la evolución de precios se está acelerando, desacelerando o si permanece estancada. A través de la inflación subyacente es posible analizar si la situación actual de las variaciones de precios se va a mantener en el futuro o si se revertirá. Esto puede ser realizado mediante la comparación entre la inflación subyacente en un momento del tiempo y el valor esperado a mediano plazo de la inflación *headline*.

Actualmente, tanto la predicción de inflación para 2015 (8,46%) como para 2016 (8,01%) se encuentran sensiblemente por debajo de la inflación tendencial esperada al cierre del año 2014 (9,31%). Este diagnóstico conjunto nos permite sugerir que si bien los precios observaron una desaceleración menor a la prevista algunos meses atrás, sigue siendo esperable que la moderación de precios continúe en el mediano plazo.

<sup>3</sup> Espasa, A., Matea, M. L., Manzano, M. C., & Catusus, V. (1987). La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Octubre de 2014</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.93	0.90	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.61	0.71	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.22	0.17	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.71</b>	<b>0.74</b>	
(4) ANE (12,12%)	0.25	1.30	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.22	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.68</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.72</b>	
<p>(*) Al 80% de significación.  Fuente: Datos observados: INE - Predicción: <b>cinve</b></p> <p>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.</p>			

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
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.72	10.62	6.95	9.31	11.05	2.35	-0.80	6.39	8.63
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	8.15	9.91	8.20	8.91	10.39	1.68	5.46	6.95	8.46
<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>	8.4	11.0	8.2	9.5	9.9	6.2	0.6	7.3	8.9
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	8.6	9.8	8.9	9.1	8.2	1.1	4.5	5.2	8.2

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 17/11/2014.

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									
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%)
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	0.96	0.63	1.80	0.92	2.37	0.09	0.00	1.26	1.00
10/14	0.93	0.61	0.22	0.71	0.25	0.22	0.01	0.21	0.59
11/14	0.70	0.90	-0.07	0.70	-0.79	0.00	0.00	-0.42	0.43
12/14	0.59	0.60	0.09	0.53	-0.36	-10.35	0.00	-3.68	-0.47
01/15	0.45	1.17	1.72	0.90	1.90	12.84	2.00	5.35	1.93
02/15	0.51	1.01	1.09	0.79	-0.22	1.31	3.40	0.80	0.79
03/15	0.92	0.95	0.38	0.87	0.79	0.00	0.00	0.41	0.76
04/15	0.97	0.63	0.14	0.73	0.72	0.00	0.00	0.38	0.65
05/15	0.66	0.64	0.31	0.61	-0.24	0.00	0.00	-0.13	0.44
06/15	0.59	0.57	0.12	0.53	-0.30	0.00	0.00	-0.16	0.37
07/15	0.67	0.76	2.84	0.95	1.96	0.00	0.00	1.02	0.97
08/15	0.45	1.15	0.34	0.74	2.44	0.00	0.00	1.29	0.87
09/15	0.70	0.63	0.81	0.68	1.63	0.00	0.00	0.87	0.73

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 17/11/2014.

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%)
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	8.02	10.71	7.80	9.12	10.14	2.96	-0.79	6.05	8.36
10/14	8.29	10.14	6.96	8.91	10.03	1.99	-0.78	5.65	8.11
11/14	8.51	10.72	7.02	9.26	9.79	2.08	-0.79	5.56	8.35
12/14	8.72	10.62	6.95	9.31	11.05	2.35	-0.80	6.39	8.63
01/15	8.84	10.25	7.30	9.25	10.74	-1.69	-1.40	4.51	8.08
02/15	8.40	8.74	8.28	8.53	5.99	-0.85	1.94	3.01	7.16
03/15	8.57	9.19	7.38	8.69	4.65	0.32	5.40	3.25	7.35
04/15	8.88	9.71	10.45	9.41	6.44	0.15	5.40	4.10	8.11
05/15	8.77	9.70	10.46	9.36	7.70	0.29	5.40	4.78	8.24
06/15	8.71	9.71	10.46	9.33	8.10	0.19	5.38	4.93	8.26
07/15	8.75	9.79	10.23	9.36	7.91	2.69	5.38	5.76	8.50
08/15	8.73	10.06	9.33	9.36	8.76	2.81	5.47	6.28	8.62
09/15	8.45	10.05	8.26	9.11	7.98	2.73	5.47	5.87	8.33

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 17/11/2014.

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