

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Inflación continúa moderándose
- Petróleo a precios bajos ¿Llegó para quedarse?
- Resumen de las proyecciones

N° 150

17 de Diciembre de 2014

## INFLACIÓN CONTINÚA MODERÁNDOSE

La inflación de noviembre se situó en 0,15%, por debajo de lo esperado (0,43%). En comparación con mismo mes de un año atrás, el crecimiento de los precios fue 8,0%. La inflación ha disminuido persistentemente desde la puesta en práctica de las medidas heterodoxas de control de precios en marzo del presente año. Debemos recordar que en ese mes la inflación interanual se ubicó en 9,7%, acercándose peligrosamente a la barrera "no formal" del 10%, y enviando una señal de alerta a las autoridades monetarias. A pesar de la moderación observada en el crecimiento de precios durante los últimos meses, debe tenerse presente que la inflación aún se encuentra por fuera del rango meta fijado por el BCU (3%-7%).

Por su parte, el componente tendencial de la inflación (medida que excluye la evolución de los precios más volátiles de la canasta como carnes, frutas y verduras, así como los precios administrados) se ubicó en 8,9%. Este componente también ha mostrado una significativa moderación a partir de marzo de 2014, que ha sido incluso mayor a la prevista durante gran parte del segundo semestre. Ello constituye una señal concreta respecto a la disminución de las presiones inflacionarias estructurales de la economía, aunque su nivel y persistencia siga alertando sobre las presiones existentes en la economía uruguaya.

Por otro lado, los rubros transables moderaron su crecimiento de precios en el mes de noviembre respecto a lo observado en el mes anterior, registrando un crecimiento mensual de 0,26%. Esta desaceleración probablemente esté vinculada al retroceso en la cotización del dólar observado durante noviembre y permitió disminuir la inflación interanual de los rubros transables hasta 7%. Por su lado, los rubros no transables (es decir aquellos que no se comercializan internacionalmente) han mostrado una leve reducción en su ritmo de crecimiento, aunque aún continúan siendo los rubros de mayor incidencia en el aumento de precios. En concreto, la inflación de los no transables alcanzó en términos interanuales el 8,9%.

Así, las innovaciones derivadas del último dato de inflación observado y la información más precisa sobre algunos ajustes tarifarios que se encuentran próximos en el tiempo, conducen a que las proyecciones actualizadas de precios conlleven una ligera corrección a la baja. En concreto, se espera que la inflación se ubique en 8,3% al cabo de 2014 y en 8,2% en 2015.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			<i>Cuadro 1</i>
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Agosto)	-0.51	0.42	
Año calendario 2014	8.3	8.9	
Año calendario 2015	8.2	8.7	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 17/12/2014.

## *Petróleo a precios bajos ¿llegó para quedarse?*

En la primera quincena de diciembre el barril de petróleo Brent (referencia de ANCAP para la fijación del precio de los combustibles) cayó aproximadamente 10 dólares operando cerca de los 60 dólares por barril. En tanto, la variedad West Texas retrocedió algo menos de 12 dólares para ubicarse por debajo de los 60 dólares por primera vez desde mediados de 2009. En los últimos dos meses ambas variedades han visto disminuir su precio de manera precipitada, alcanzando reducciones cercanas al 35% respecto a los valores observados a inicios de octubre. En este contexto cabe preguntarse cuáles son las perspectivas respecto a la evolución futura del precio del petróleo.

Para tener una visión más clara respecto a la situación actual es importante recordar que el mercado global de petróleo dista de ser un mercado atomizado. A grandes rasgos, un tercio de la producción total de petróleo se encuentra en manos del cartel de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Asimismo, se estima que el 81% de las reservas mundiales de petróleo se encuentran ubicadas en países de la OPEP, con destacada importancia de Venezuela y Arabia Saudita.

Es por este posicionamiento dominante de los países pertenecientes a la OPEP que las decisiones de producción del cartel tienen una alta influencia en los precios del petróleo. Entonces ¿cómo se explica que durante el último encuentro de la OPEP (27 de noviembre) no se haya decidido implementar reducciones en la producción diaria con el fin de contrarrestar las caídas de precios observadas? Según diversos analistas la razón es que nos encontramos ante el inicio de una guerra de precios del petróleo. Esto se debe a que recientemente la OPEP ha visto amenazada su hegemonía en el mercado mundial debido a los aumentos de producción previstos. En particular, los originados en Estados Unidos (con aumentos proyectados de 1,41 y 0,94 millones de barriles por día para 2014 y 2015, respectivamente), pero también en otros países como México, Brasil y Canadá. Sin embargo, la gran mayoría de estos aumentos de producción están sustentados por la proliferación de explotaciones de hidrocarburos no tradicionales (a través de las técnicas como el *hydraulic fracturing* y *horizontal drilling*) o sobre plataformas marítimas, cuyos costos de extracción son significativamente más altos que los necesarios para la explotación del petróleo en los países miembros de la OPEP.

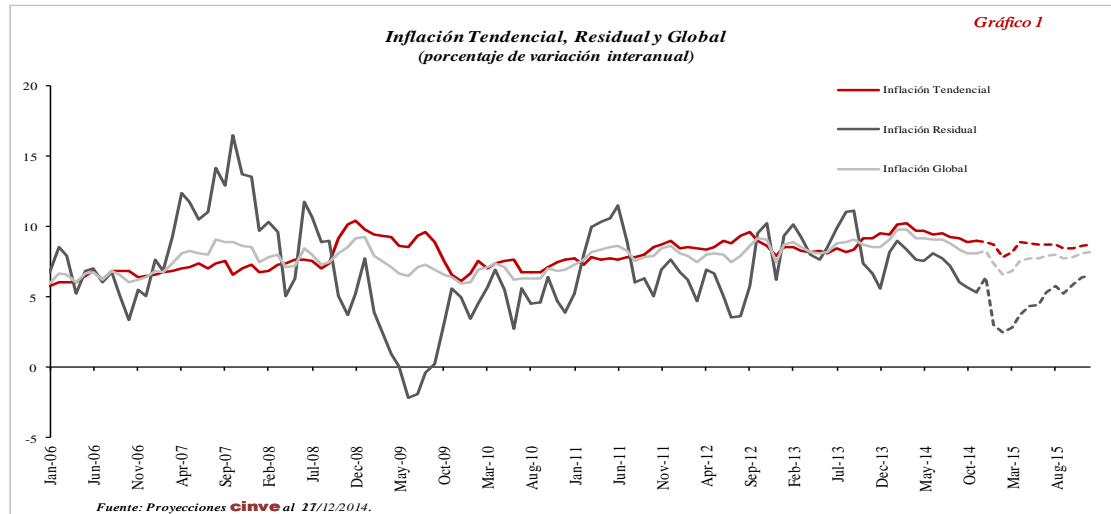
Por lo tanto, la actual situación caracterizada por la caída de los precios del petróleo parece ser acompañada y avalada por una política deliberada y agresiva de los países de la OPEP para competir contra las nuevas formas de extracción de hidrocarburos. No es aún del todo evidente cuales son los niveles de precios por barril que se necesitan para realizar extracciones de hidrocarburos no tradicionales de manera rentable, ni son en todos los casos los mismos. Pero lo cierto es que muchos de estos emprendimientos estarían en riesgo de sostenerse con niveles de precios inferiores a los 60 dólares por barril, recomponiendo el posicionamiento de los países de la OPEP.

De esta manera los bajos niveles de precios observados actualmente no parecen deberse únicamente a factores circunstanciales. Por el contrario, éstos se encuentran apuntalados por una política premeditada de los productores de petróleo más importantes. En su estrategia se encuentra como foco central la disputa del mercado global ante la aparición de las explotaciones de hidrocarburos no tradicionales y por ello no esperamos observar una reversión en la caída de los precios del petróleo en el corto plazo. En el frente interno está situación genera espacios para que se produzca una reducción de tarifas públicas. Sin embargo su concreción y potencial magnitud corresponderá a la órbita política.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

La inflación en noviembre se ubicó en 0,15%. El dato estuvo por debajo de nuestra proyección para el mes (0,42%), en gran parte debido a una caída mayor a la prevista del tipo de cambio. El incremento interanual de precios fue de 8,05%. Por su parte, el ítem de “Alimentos y Bebidas no alcohólicas” tuvo una incidencia negativa en el crecimiento global de los precios, fundamentalmente debido a la sensible baja en los precios de las frutas y verduras, que observaron una contracción mensual de 3,5%. A su vez, la inflación tendencial registró en noviembre un incremento de 0,4%, algo inferior a nuestra proyección mensual (0,7%).

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



Durante el mes de noviembre el tipo de cambio en Uruguay observó una trayectoria divergente respecto a la mayoría de los mercados globales, apreciándose de manera importante (alrededor de un 1,3% en el promedio mensual). Esto se ligó principalmente a ciertas restricciones de liquidez sufridas por los bancos de plaza que se mostraron ávidos por pesos, presionando a la baja el mercado de cambios. Sin embargo, durante las últimas semanas estas tensiones parecen haber cedido y el tipo de cambio se encuentra creciendo a ritmo sostenido. Esta última dinámica se condice con la trayectoria internacional de fortalecimiento del dólar.

Por su parte, el contexto externo presenta más incertidumbres que certezas. En especial los mercados globales se han visto duramente golpeados por las incógnitas respecto a la evolución del precio del petróleo. De esta forma tanto las bolsas americanas como europeas y asiáticas cerraron con pérdidas durante las pasadas semanas. Al mismo tiempo, la caída en los precios del crudo ayudó a fortalecer la divisa americana en los principales mercados, destacándose los avances registrados en Rusia y Brasil.

En el plano regional, en Brasil el dólar mostró un fortalecimiento muy importante, observando un aumento de 7% en los primeros días de diciembre. Esto ha llevado a los analistas a corregir sus expectativas respecto a la paridad real-dólar para 2015. Actualmente se espera una depreciación cercana al 6%. Por su parte, las expectativas de crecimiento del vecino norteño continúan ajustándose a la baja y el Bovespa ha caído de manera sostenida durante el último mes, la inflación se mantiene en niveles altos e imprime un corte contractivo a la política monetaria. Además, en Argentina la incertidumbre es aún mayor. El bajo nivel de aceptación al pago anticipado del Boden 2015 (2% de los tenedores aceptó el pago), los escasos montos de canje del Boden 2015 por Bonar 2024 (377 millones de dólares de 6.000 millones de circulante) y la baja emisión de Bonar 2024 (286 millones de dólares, cuando la meta se ubicaba en 2.000 millones) significaron un revés para la política económica argentina y ponen en evidencia las restricciones de liquidez a las que se enfrentan actualmente. Todo ello agrega incertidumbre respecto a la evolución futura de las principales variables macroeconómicas, y presiona para la pronta resolución del litigio que enfrentan con los *holdouts*. Enero va a ser un mes clave.

Finalmente, en el frente interno cabe efectuar algunas precisiones respecto a los ajustes tarifarios que están siendo tomados en cuenta para la construcción de nuestro escenario macroeconómico esperado. En primer lugar, tal como se viene realizando durante los últimos años, prevemos un efecto sobre los precios del programas de bonificaciones UTE premia, el cual calculamos será de magnitud similar a años anteriores. Ello llevaría a un resultado deflacionario para el mes de diciembre. En tanto las tarifas volverían a la normalidad durante el mes de enero. Asimismo, según han manifestado públicamente las autoridades del ente, UTE realizaría un ajuste de tarifas durante el mes de febrero. Éste se encontraría por debajo de la inflación (estimamos esté cercano al 8%). Por último, nuestras proyecciones actuales incorporan una reducción de las tarifas de ANCAP durante el mes de enero de 5%, ajustándose a las declaraciones recientes de los directores del ente. Es pertinente aclarar que si bien nuestras estimaciones indican que existiría espacio para realizar un ajuste algo mayor, es posible que parte de ese margen sea utilizado para recomponer el frente fiscal.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Noviembre de 2014</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.37	0.70	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.49	0.90	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.19	-0.07	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.40</b>	<b>0.70</b>	
(4) ANE (12,12%)	-1.22	-0.79	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.04	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>-0.65</b>	<b>-0.42</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.15</b>	<b>0.43</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 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>	8.2	10.0	7.2	8.9	10.6	3.0	-0.8	6.4	8.3
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	8.0	9.4	8.9	8.7	9.9	1.0	5.5	6.5	8.2
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	7.5	9.0	8.9	8.3	9.4	3.5	2.0	6.6	7.9
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.3	10.9	8.3	9.4	9.8	6.3	0.6	7.2	8.9
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	7.9	9.0	9.3	8.6	7.7	0.0	4.6	4.6	7.6
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	7.8	9.0	8.8	8.4	9.9	3.8	2.3	6.8	8.1

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 15/09/2014.

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%)
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	0.37	0.49	0.19	0.40	-1.22	-0.04	0.01	-0.65	0.15
12/14	0.45	0.47	0.09	0.42	-0.35	-9.77	0.00	-3.49	-0.51
01/15	0.34	1.17	1.67	0.84	1.87	8.14	2.00	3.87	1.54
02/15	0.51	0.88	0.17	0.63	-0.25	4.22	3.40	1.73	0.89
03/15	0.90	0.96	1.47	0.99	0.96	0.00	0.00	0.50	0.87
04/15	0.95	0.60	0.15	0.71	0.82	0.00	0.00	0.43	0.64
05/15	0.64	0.62	0.31	0.59	-0.22	0.00	0.00	-0.12	0.42
06/15	0.58	0.56	0.12	0.52	-0.45	0.00	0.00	-0.24	0.34
07/15	0.56	0.76	3.02	0.93	2.07	0.00	0.00	1.08	0.96
08/15	0.46	1.14	0.42	0.74	2.19	0.00	0.00	1.16	0.84
09/15	0.67	0.64	0.81	0.68	1.53	0.00	0.00	0.81	0.71
10/15	0.81	0.62	0.17	0.65	1.44	0.00	0.00	0.77	0.68

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/09/2014.

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%)
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	8.15	10.27	7.30	8.94	9.32	2.04	-0.77	5.30	8.05
12/14	8.21	10.04	7.23	8.87	10.58	2.96	-0.79	6.35	8.28
01/15	8.22	9.66	7.52	8.75	10.23	-5.23	-1.39	3.00	7.33
02/15	7.79	8.01	7.52	7.85	5.48	-1.68	1.95	2.46	6.52
03/15	7.92	8.48	7.79	8.14	4.31	-0.52	5.41	2.79	6.82
04/15	8.22	8.96	10.89	8.84	6.20	-0.68	5.41	3.69	7.57
05/15	8.09	8.92	10.89	8.76	7.48	-0.55	5.41	4.37	7.69
06/15	8.01	8.92	10.89	8.72	7.73	-0.65	5.40	4.45	7.68
07/15	7.93	9.01	10.85	8.72	7.65	1.83	5.39	5.34	7.91
08/15	7.92	9.25	10.02	8.73	8.24	1.96	5.48	5.72	8.01
09/15	7.61	9.26	8.95	8.47	7.35	1.87	5.48	5.25	7.69
10/15	7.48	9.27	8.89	8.40	8.63	1.64	5.48	5.85	7.79

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/09/2014.

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