

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación tendencial muestra alta persistencia
- Revisión de la política monetaria en la era de agregados
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 152

27 de Febrero de 2015

INFLACIÓN TENDENCIAL MUESTRA ALTA PERSISTENCIA

La inflación del mes de enero se ubicó en 2,22%, levemente por encima de lo esperado (1,96%). Si bien dicho aumento fue uno de los más importantes registrados en un mes de enero en muchos años, éste fue inferior al valor registrado durante 2014 (2,44%). En función de ello es que la inflación interanual se redujo, alcanzando el 8,02%. Con ello se retomó el proceso de moderación de la inflación luego del aumento observado en diciembre. A su vez, a modo de referencia, es interesante notar que dicho guarismo constituye el valor más bajo de la inflación interanual registrado desde diciembre de 2012. Aún así, es preciso recordar que la inflación se ha ubicado de manera persistente por encima del rango meta (3%-7%).

Por su parte, el análisis de la inflación tendencial (medida a través de la exclusión de los rubros del IPC relacionados a las carnes, frutas y verduras, precios energéticos y tarifas públicas) también muestra un aumento considerable en el mes de enero (1,07%), aunque menor que el de la inflación *headline*. Por otra parte, el seguimiento de la inflación tendencial en términos interanuales demuestra un alto grado de persistencia. A pesar que desde febrero de 2014 dicho indicador ha presentado sostenidas reducciones, éste se ha ubicado sistemáticamente por encima de 8% durante 3 años consecutivos, alcanzando picos sobre 10% en ocasiones puntuales. Adicionalmente, nuestras proyecciones actuales no nos indican que pueda procesarse una reducción considerable de la misma en el mediano plazo. En concreto esperamos que la inflación tendencial se ubique en 8,8% en 2015 y 8,5% en 2016. Dicho proceso resulta llamativo habida cuenta del carácter contractivo que ha asumido la política monetaria en los últimos trimestres y la leve desaceleración del nivel de actividad.

En otro orden, al mes de enero la variación interanual en el nivel de precios de los rubros transables (aquellos que se comercializan internacionalmente) pautó un crecimiento de 6,64%. De esta manera consolida el proceso de desaceleración observado durante todo 2014 ya que en enero de 2014 el mismo valor se situaba en 8,8%. Por otra parte, los rubros que se comercializan internamente continúan siendo los de mayor crecimiento, al tiempo que evidencian una relativa aceleración. En el mes de enero la inflación interanual de los rubros no transables se ubicó en 9,22%, por encima del 8,88% alcanzado en diciembre.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			Cuadro I
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Febrero)	0.78	0.88	
Año calendario 2015	8.2	8.8	
Año calendario 2016	8.0	8.5	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 13/02/2015.

Por último, debemos resaltar que el aumento de las tarifas públicas (en particular las energéticas) tuvo un rol destacado en el aumento de precios de enero. Las tarifas de energía eléctrica aumentaron 32,6% respecto a diciembre, producto de la reversión en el programa UTE Premia y el incremento adicional de 3,6% respecto al nivel previo. Este crecimiento más que compensó la caída observada en los combustibles, la cual se ubicó en su globalidad en -1,4%. Asimismo, OSE realizó un ajuste al alza de sus tarifas de 9,2%. Mientras el aumento de los precios energéticos impactó 1,2 pp. sobre la inflación, el aumento de OSE tuvo una incidencia de 0,1 pp.

De esta manera, en tanto el dato de inflación de enero se ubicó por encima de lo previsto, hemos decidido elevar mínimamente nuestro pronóstico de inflación para 2015 y 2016. En concreto se espera que 2015 cierre el año con una inflación de 8,2%, y 2016 lo haga en 8%.

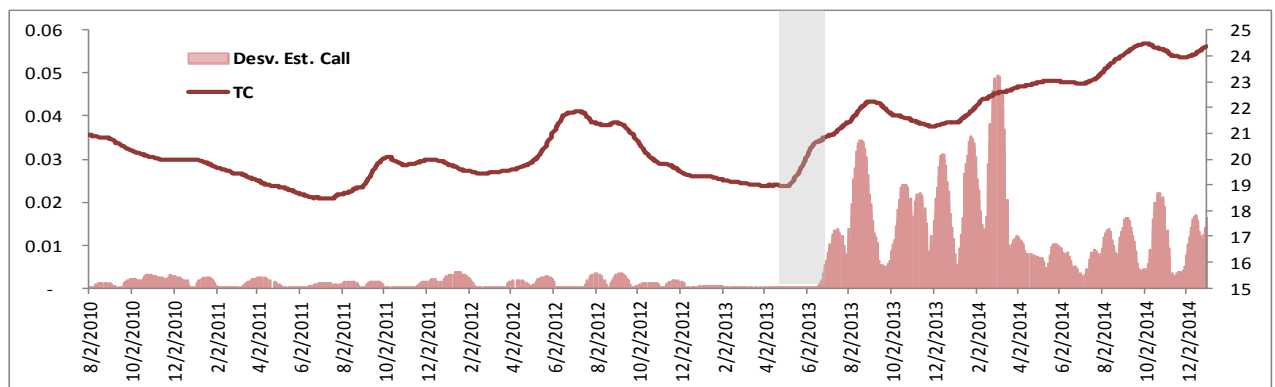
Revisando la política monetaria en la era de agregados.

Cerrado 2014 y un año y medio después del cambio de instrumento de política, parece relevante realizar una evaluación descriptiva de la política monetaria. A continuación se analiza la evolución de alguno de los principales indicadores.

En junio de 2013 se operaron importantes cambios en la política monetaria. En tal ocasión se decidió en primer lugar extender el régimen de inmovilización de fondos que regía para los títulos del BCU a las notas de tesorería en poder de no residentes al tiempo que se incrementó el porcentaje de fondos inmovilizados de 40% a 50%. Por otra parte, se amplió el rango meta de la inflación interanual (pasando de 4%-6% a 3%-7%) aunque se mantuvo fijo el centro del mismo (5%) y se extendió el horizonte de política de 18 a 24 meses. Por último, se modificó el instrumento de política. A partir de julio de 2013 se dejó de utilizar la tasa call interbancaria como referencia (tasa por préstamos interbancarios a un día) y se pasó al manejo de agregados monetarios. Se fijó el M1' o M1 ampliado (compuesto por la emisión de dinero en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro del público en el sistema bancario) como instrumento y se estableció una referencia indicativa de su crecimiento. En la primer sesión del COPOM bajo este nuevo esquema, la referencia de crecimiento fue de 12,5% a 13%.

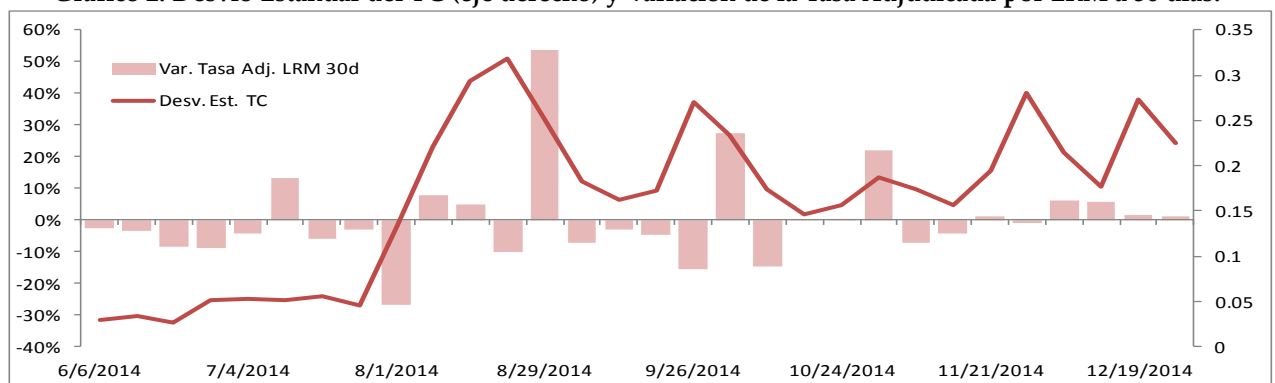
Con estas medidas se pretendía desalentar la entrada de capitales para evitar que continuara el proceso de fortalecimiento de peso uruguayo que se venía registrando hasta ese momento, efecto del *carry trade*. Asimismo a partir del cambio de instrumento se esperaba que las tasas de interés tuvieran un comportamiento sensiblemente más volátil. Como se puede apreciar en el Gráfico 1 ambos procesos se han manifestado desde entonces.

Gráfico 1. Tipo de Cambio (eje derecho) y desvío estándar de la Tasa Call Interbancaria a un día (eje izquierdo).



No obstante, cuando se hizo notorio que el proceso de apreciación del peso estaba llegando a su fin y que la evolución del tipo de cambio (TC) se encontraba en una senda creciente, rápidamente se revirtió la medida relativa a la inmovilización de fondos¹, dejándola sin efecto para las notas de tesorería y disminuyendo el porcentaje a 30% para los valores del BCU. Asimismo, desde que empezó a procesarse el cambio de ciclo en la evolución del TC, la autoridad monetaria se ha mostrado particularmente atenta a evitar subas abruptas del dólar, limitando con ello la volatilidad en el TC. Ejemplo de ello son algunas de las intervenciones más importantes que se han realizado a través del mercado primario de Letras de Regulación Monetaria (LRM). Adjudicando tasas más altas, el BCU reduciría la liquidez del mercado quitando presión sobre la compra de divisas. El Gráfico 2 muestra precisamente la correspondencia entre eventos de fuertes aumentos en la volatilidad del TC y saltos discretos en las tasas adjudicadas por LRM a 30 días.

Gráfico 2. Desvío Estándar del TC (eje derecho) y Variación de la Tasa Adjudicada por LRM a 30 días.



Así podemos observar que en tres periodos de aumento abrupto en la volatilidad del TC en la segunda mitad de

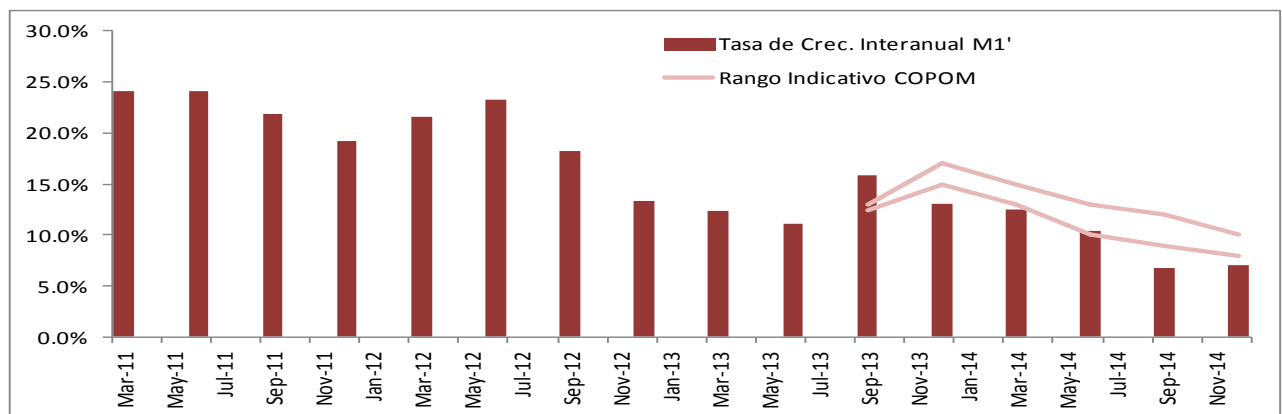
¹ La medida se revirtió en la reunión del COPOM del 30 de setiembre de 2014.

2014 (últimos días de agosto, setiembre y octubre) se registraron fuertes variaciones positivas en las tasas adjudicadas por LRM a 30 días. En concreto, el 26 de agosto el BCU adjudicó una tasa de 14%, 54% más alta que una semana atrás, el 29 de setiembre aumentó las tasas adjudicadas en un 27%, y el 27 de octubre las aumentó 22%.

A partir de entonces no se han registrado grandes variaciones en dichas tasas. Sin embargo sí se han visto nuevos picos en la volatilidad del TC. Los últimos días del mes de noviembre marcaron un evento de alta volatilidad en el TC, pero no se apreciaron cambios significativos en las tasas adjudicadas. Así, a diferencia de los eventos anteriores, durante noviembre se procesó una apreciación del peso uruguayo.

Por otra parte, la gestión de liquidez del BCU ha buscado continuar una senda contractiva desde la puesta en práctica de los agregados monetarios como instrumento de política. Así, luego de un trimestre de ajuste al nuevo instrumento cuando el rango indicativo de crecimiento del M1' aumentó de 12,50%-13% a 15%-17%, en las siguientes reuniones el COPOM ha fijado el rango de crecimiento del M1' a la baja período tras período. En diciembre de 2013 éste se fija en 13%-15%, en marzo 2014 en 10%-13%, en junio en 9%-12%, en julio en 8%-10% y en diciembre 7%-9%. A su vez, como puede observarse en el Gráfico 3 el crecimiento interanual del M1' no sólo se ha reducido considerablemente respecto a trimestres anteriores, sino que se ha ubicado generalmente por debajo del rango indicativo pautado. Ello ha sido justificado por las autoridades en función a las consideraciones realizadas en cuanto a la evolución de la demanda de dinero. Sin duda, las complejidades en la estimación de la demanda de dinero hacen que la evolución de los agregados monetarios y la inflación sea más compleja que lo que podría esperarse. En cualquier caso la evolución reciente del M1' es un indicio del sesgo contractivo de la política.

Gráfico 3. Tasa de Crecimiento Interanual del M1' y rangos indicativos establecidos por el COPOM.



En este contexto, podría pensarse que las intervenciones del BCU sobre la evolución del TC pueden estar destinadas a evitar movimientos excesivamente erráticos en el tipo de cambio en función de las distorsiones que ello puede generar (*fear of floating*), o por el contrario a amortiguar la depreciación del peso por temor al traspaso que ésta pueda tener sobre los precios, habida cuenta del importante *pass-through* del TC al nivel de precios, tanto en velocidad como en magnitud. En nuestra opinión el BCU ha decidido mantener las restricciones de liquidez conforme a un sesgo contractivo de la política monetaria, lo cual ha implicado que la evolución del dólar en Uruguay muestre una senda menos empinada que en otros países. Sin embargo en cada oportunidad que los agentes han podido se han volcado hacia la divisa americana afectando con ello la evolución de la demanda de dinero. A esto la autoridad monetaria ha respondido de manera congruente a sus objetivos inflacionarios, restringiendo el crecimiento de la oferta de dinero, lo cual se evidencia en la frecuente evolución del M1' por debajo de los rangos indicativos.

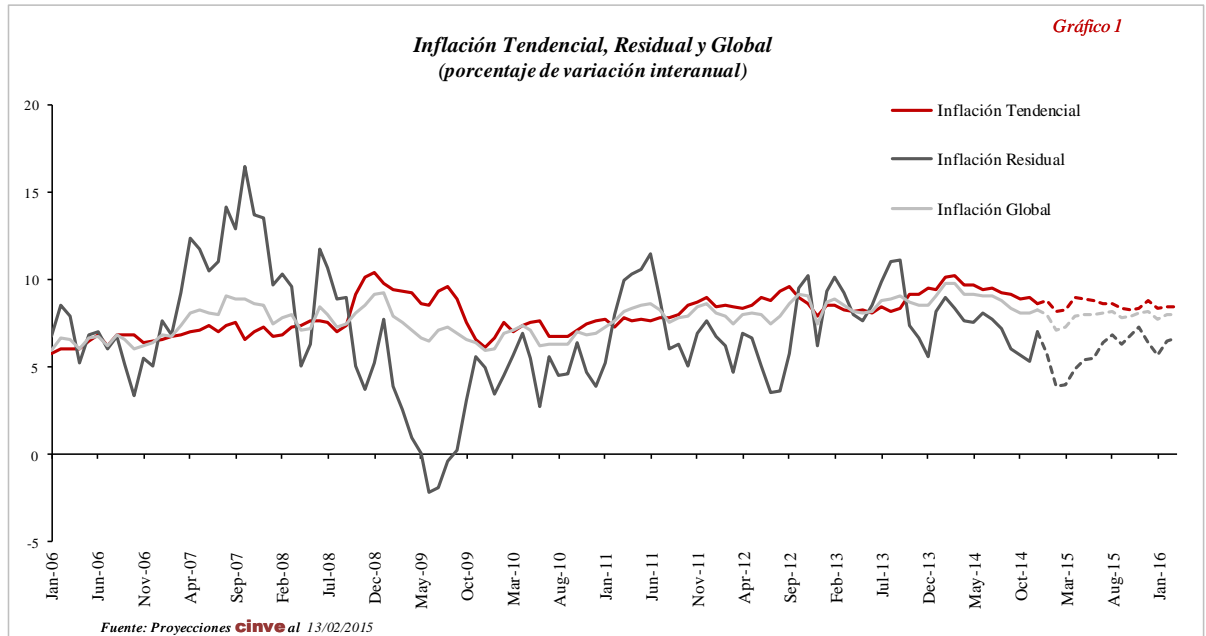
Sin embargo, la confirmación del carácter contractivo de la política monetaria no se ha correspondido con una caída sostenida de la inflación de núcleo (o aquella sobre la que el BCU debería tener un mayor control). En principio, esto se puede deber a varias razones. En primer lugar puede haber una razón técnica. Es posible que las medidas habitualmente utilizadas para medir la inflación tendencial (indicadores de exclusión) no estén captando correctamente la evolución del núcleo inflacionario, o bien que se necesite un periodo más largo del tiempo para que movimientos de la inflación tendencial puedan ser captados por los indicadores de exclusión. Por otra parte, la persistencia inflacionaria puede deberse a razones estrictamente económicas. Por un lado existe evidencia reciente para Uruguay que el M1' no tiene un impacto significativo sobre la inflación tendencial, y que sólo tiene un efecto limitado sobre las expectativas inflacionarias de los agentes.

En ese marco, es que se ha creado el espacio para que medidas heterodoxas generaran shocks transitorios de precios aplicadas en momentos oportunos puedan desactivar el espiral indexatorio y obtener efectos permanentes sobre la inflación.

ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

El dato de inflación del mes de enero marcó incremento de precios de 2,22%, valor por encima de lo previsto (1,96%), y sobre la mediana de las expectativas de los analistas relevados por el Banco Central (1,8%). Por su parte, la inflación tendencial registró un crecimiento de 1,07%, superior a nuestra proyección para el mes (0,78%). El mayor aumento de precios se registró en los rubros energéticos (14,02%), en línea con lo previsto (13,54%). Asimismo, se destaca el incremento de precios observado en los servicios vinculados a la empresas públicas (3,33%) y los "Alimentos no Elaborados" (2,19%). El único rubro que registró una contracción en enero fue "Prendas de Vestir y Calzado", cuyos precios cayeron -0,65%.

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



EVALUACIÓN DEL CONTEXTO INFLACIONARIO

El tipo de cambio en Uruguay parece no despegar. A pesar de la fuerte suba observada en la paridad real dólar (que se ha depreciado más de 6% en 2015), el TC en la plaza local no ha mostrado un crecimiento significativo. Después de que en enero registrara un crecimiento interesante (1,5%), en febrero ha operado algunos días con subas importantes, pero ha retrocedido en los días finales del mes. En concreto, no esperamos que la depreciación mensual promedio de febrero respecto a enero sea superior a 0,5%. La particular evolución que el dólar está siguiendo en Uruguay está asociada a la falta de liquidez de pesos que quita presión sobre el mercado de cambios. No obstante, en caso que ésta cese, el crecimiento del TC podría empezar a asumir otra intensidad. Además, la presidenta de la Reserva Federal Janet Yellen advirtió recientemente que en las próximas reuniones de la FED empezará a evaluarse la suba de tasas reunión tras reunión, considerando principalmente la evolución del mercado laboral estadounidense. Estos elementos plantean un escenario de relativa incertidumbre sobre la cotización futura del dólar en el mundo, y por tanto, en Uruguay. De todas formas, por el momento mantenemos nuestras perspectivas de depreciación para 2015 en 10%, aunque se encuentran en situación de revisión.

En otro frente de alta volatilidad, el petróleo parece haber recuperado algo del terreno perdido. Luego de alcanzar mínimos durante enero, cuando el barril Brent se ubicó por debajo de los 50 dólares (USD), en febrero éste ha mostrado algunas subas importantes. Actualmente el mismo se ubica cerca de los 60 USD. Se espera que en el transcurrir de 2015 el petróleo siga recuperando posiciones para cerrar el año cerca de los 70 USD por barril. De manera congruente a esta dinámica tampoco esperamos disminuciones de los combustibles en el corto plazo.

Por su parte el panorama tarifario parece estar aclarándose. Luego de las subas de enero, se espera que en febrero aumenten las tarifas de la energía eléctrica cerca de 3%, totalizando así la suba de 6,9% establecida por UTE. A su vez las tarifas del transporte colectivo metropolitano aumentaron alrededor de 4%, lo cual también se encuentra incorporado en nuestro escenario esperado.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Febrero de 2014</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.77	0.43	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.42	1.07	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	1.00	1.07	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	1.07	0.78	
(4) ANE (12,12%)	2.19	2.37	3.3%
(5) ENE (8,33%)	14.02	13.54	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	3.33	2.71	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	6.00	5.87	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	2.22	1.96	
(*) 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 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>	8.17	10.48	3.90	8.65	12.88	1.21	-0.78	6.98	8.26
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	8.0	10.6	5.0	8.76	9.4	2.4	3.3	6.4	8.2
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	7.4	9.7	8.1	8.5	9.1	3.3	2.0	6.4	8.0
<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>	8.32	10.98	7.96	9.40	10.04	6.13	0.65	7.29	8.88
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	8.0	10.3	4.4	8.6	9.5	1.4	2.7	5.8	7.9
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	7.6	9.8	6.9	8.5	9.5	3.5	2.0	6.5	8.0

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 13/02/2015.

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%)
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	0.41	0.88	-3.01	0.22	1.72	-11.30	0.01	-2.92	-0.53
01/15	0.77	1.42	1.00	1.07	2.19	14.02	3.33	6.00	2.22
02/15	0.37	1.35	1.18	0.88	-0.26	1.73	0.00	0.44	0.78
03/15	0.79	1.05	0.37	0.85	0.59	0.00	0.00	0.31	0.72
04/15	0.86	0.60	0.00	0.66	0.75	0.00	0.00	0.40	0.59
05/15	0.63	0.60	0.30	0.58	-0.52	0.00	0.00	-0.28	0.37
06/15	0.56	0.56	0.12	0.51	-0.40	0.00	0.00	-0.21	0.34
07/15	0.55	0.76	1.29	0.72	2.08	0.00	0.00	1.10	0.81
08/15	0.45	1.20	0.29	0.76	2.22	0.00	0.00	1.18	0.86
09/15	0.65	0.64	0.82	0.66	1.46	0.00	0.00	0.78	0.69
10/15	0.80	0.58	0.17	0.64	1.33	0.00	0.00	0.72	0.66
11/15	0.61	0.53	0.19	0.53	-0.47	0.00	0.00	-0.25	0.34
12/15	0.68	0.81	-0.79	0.57	0.14	-11.70	0.00	-3.72	-0.44

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/02/2015.

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%)
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	8.17	10.48	3.90	8.65	12.88	1.21	-0.78	6.98	8.26
01/15	8.64	10.38	3.51	8.77	12.88	-1.77	-0.09	5.74	8.02
02/15	8.06	9.23	4.55	8.15	8.00	-0.52	-0.11	3.85	7.09
03/15	8.08	9.79	3.67	8.29	6.42	0.65	3.29	3.99	7.23
04/15	8.27	10.29	6.49	8.93	8.27	0.48	3.29	4.86	7.93
05/15	8.13	10.23	6.49	8.84	9.25	0.62	3.29	5.39	8.00
06/15	8.03	10.22	6.48	8.79	9.55	0.52	3.27	5.49	7.99
07/15	7.95	10.30	4.65	8.57	9.49	3.03	3.27	6.40	8.06
08/15	7.93	10.62	3.74	8.59	10.11	3.15	3.36	6.81	8.17
09/15	7.60	10.63	2.75	8.32	9.14	3.07	3.36	6.30	7.83
10/15	7.45	10.60	2.69	8.24	10.32	2.84	3.35	6.85	7.90
11/15	7.71	10.64	2.69	8.38	11.15	2.88	3.34	7.28	8.11
12/15	8.00	10.56	5.04	8.76	9.42	2.42	3.33	6.40	8.21

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 13/02/2015.

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