

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación interanual parece haber llegado a su piso
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El juego político y la inflación

Nº 148

22 de Octubre

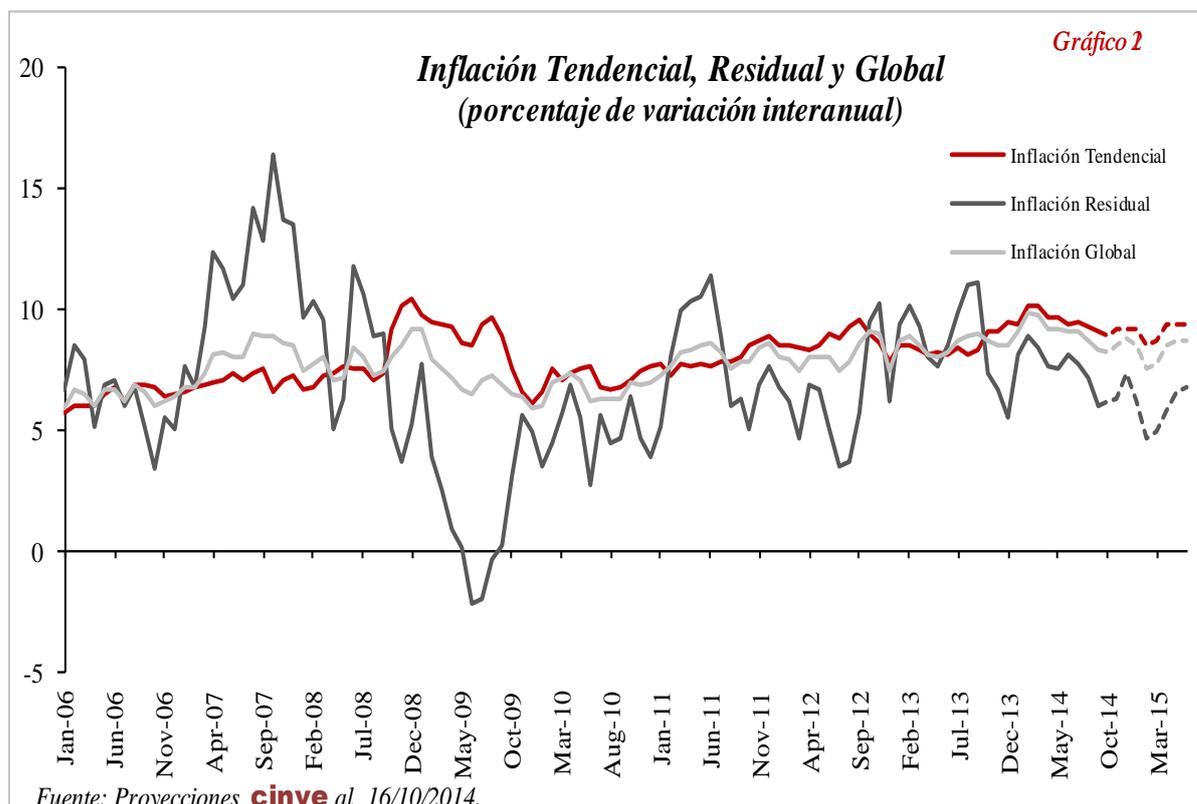
INFLACIÓN INTERANUAL PARECE HABER LLEGADO A SU PISO

El aumento de precios en setiembre fue de 1% según el último dato de IPC divulgado por el INE, resultado levemente por encima de nuestra proyección puntual (0,87%). Este registro implicó la continuación de la senda decreciente de la inflación interanual que se ubicó en el mes de setiembre en 8,25%, siendo el registro más bajo desde junio de 2013. A pesar de ello, este guarismo aún se mantiene holgadamente sobre la meta estipulada por el BCU (actualmente el techo del rango meta de inflación se encuentra en 7%).

Por su parte, la inflación tendencial (la cual captura la evolución de los precios más estables de la economía, excluyendo carnes, frutas y verduras y las tarifas públicas) ha observado una trayectoria similar. A pesar que el dato mensual fue relativamente alto en setiembre (0,95%), la inflación tendencial alcanzó su menor nivel durante el año 2014 ubicándose en 9,12%. Este componente de la inflación constituye un buen termómetro de las presiones inflacionarias estructurales de la economía, por tanto su disminución es un muy buen indicio. No obstante creemos que no existe demasiado espacio para que continúe disminuyendo durante el presente año.

Por otro lado, la dinámica de precios transables (aquellos bienes y servicios que se comercializan con el exterior) observó una fuerte desaceleración en términos interanuales. En particular el aumento de precios interanual en estos rubros alcanzó un 7,01% en el mes de setiembre, frente al 8,13% registrado dos meses antes. Mientras tanto los rubros no transables de la economía se mantienen creciendo por encima de los transables. En concreto se observó en setiembre un crecimiento interanual de 9,44% del agregado de este componente.

Teniendo en cuenta que nuestra proyección puntual de inflación para el mes de setiembre se encontró levemente por debajo del dato, modificamos ligeramente la proyección de inflación para 2014 a 8,8%, recogiendo en parte las mayores expectativas de depreciación para el presente año. Asimismo, hemos realizado una corrección en las expectativas de depreciación para el año 2015. En este sentido, nuestro escenario central indica que la depreciación alcanzaría el 10% (frente al 7% previo), lo cual sería compatible con un aumento de precios de 8,8%.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

En el mes de setiembre, el dato de inflación pauteó un incremento de 1% en el nivel de precios, resultado mínimamente superior a nuestra proyección puntual (0,87%). Dicha variación conllevó una nueva merma en el resultado interanual, que en esta ocasión se situó en 8,36%. Es de notar que es el séptimo mes consecutivo en que dicho guarismo se reduce, aunque aún se encuentra por encima del rango meta fijado por la autoridad monetaria (3% - 7%). Los mayores incrementos se dieron en los rubros de Transporte (2,04%) y Alimentos y bebidas no alcohólicas (1,82%), siendo mayor la incidencia de estos últimos. En el incremento del transporte cabe destacar la suba en la tarifa del taxímetro así como en los boletos de ómnibus, en tanto al interior de los alimentos la mayor suba se dio a nivel de legumbres y hortalizas.

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

Diagnóstico y proyecciones

En el frente cambiario, octubre ha mostrado algunas novedades respecto al panorama de meses anteriores. En primer lugar, la medida de reducir las obligaciones respecto a los fondos inmovilizados para no residentes (a 0% para la deuda emitida por el Gobierno Central y al 30% para los emitidos por el BCU) tomada por el Comité de Coordinación Macroeconómica el 30 de setiembre parece haber logrado su objetivo de estabilizar el tipo de cambio. Luego de registrar una depreciación de 3,5% en setiembre, el dólar interbancario billete ha retrocedido en los primeros veinte días de octubre un 0,7%.

Sin embargo, la caída del tipo de cambio durante el mes octubre no puede ser analizada sin tomar en cuenta la principal referencia para el mercado cambiario uruguayo: Brasil. En este caso los movimientos de la paridad del real con el dólar americano han estado fuertemente marcados por las vicisitudes de la campaña electoral del país norteamericano. La lógica del mercado parece atribuir mayores expectativas al triunfo de Aécio Neves, y ante resultados de encuestas favorables a este candidato, el real se fortaleció durante los primeros días de octubre; en ese contexto el peso uruguayo acompañó la tendencia del país vecino. Por el contrario, el repunte de Dilma Rousseff en las encuestas en la última semana y la consolidación de un panorama de empate técnico en el balotaje, incidieron para una fuerte caída de las acciones y un nuevo repunte de la divisa americana. A pesar de ello el dólar continuó moderándose en Uruguay, indicando que dicho proceso puede tener algunos componentes idiosincráticos de peso. Asimismo, en Argentina el dólar paralelo continúa cediendo y acortando la brecha respecto al oficial como producto de la renovación de las autoridades del Banco Central Argentino y el fortalecimiento de las medidas de control que conllevó dicha modificación.

Por otra parte los *commodities* continúan descendiendo y aumenta la posibilidad de una futura rebaja en los costos de producción. La cosecha de soja en Estados Unidos imprimió en la semana pasada nuevas presiones a la baja luego del repunte observado por la demora en la cosecha, y aún no es claro si ya se llegó al piso o queda espacio para la senda bajista. En tanto el petróleo se encuentra operando en sus mínimos desde 2011, por debajo de los USD 90, debido a las menores expectativas de demanda por parte de China y las posibilidades de recesión en la Unión Europea. Este escenario ha llevado a algunos de los principales exportadores de petróleo ha anunciar que esperan continuar observando bajos valores.

Las repercusiones de tales movimientos no se han hecho esperar en el plano local. Ante la actual situación cambiaria y el precio internacional del petróleo (la referencia actual de Ancap es 110 dólares el barril Brent, y 21,75 para el dólar) existiría espacio para que se realicen recortes en el precio del combustible de al menos 7%. Sin embargo es arriesgado apresurarse a establecer cuál será la trayectoria futura del petróleo y en función de dicha consideración el directorio de Ancap ha optado por esperar por su estabilización, descartando una rebaja inmediata. Por otra parte, no es sencillo determinar cómo será utilizado el espacio generado por la caída del petróleo; si bien una rebaja podría ayudar en materia de inflación o lograr una mayor recomposición de precios relativos sin presionar la inflación, mantener las tarifas actuales o realizar una rebaja inferior a la correspondiente permitiría realizar una recuperación en el plano fiscal por intermedio de mejores resultados en las empresas públicas.

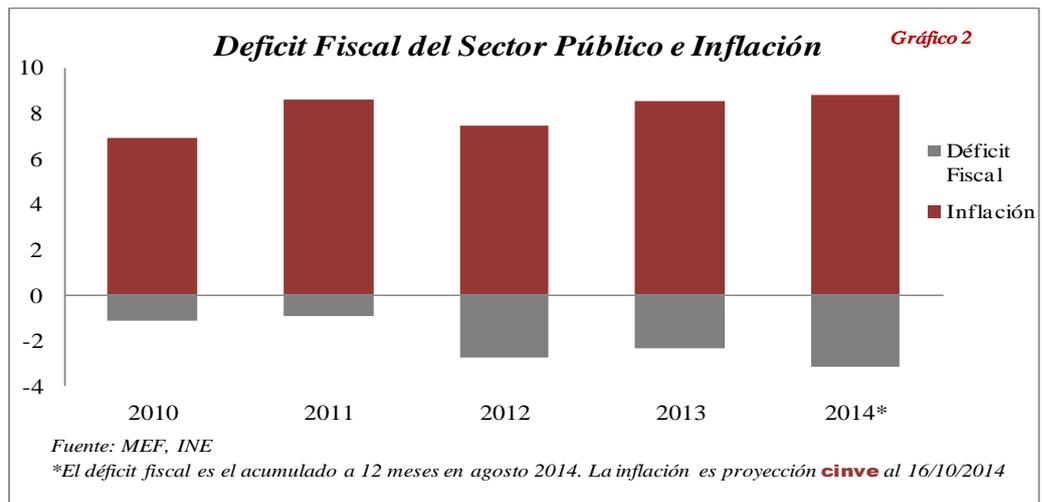
	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Octubre)	0.7	0.7	
Año calendario 2014	8.8	9.2	
Año calendario 2015	8.8	9.1	

Fuente: Proyecciones cinve al 16/10/2014.

EL JUEGO POLÍTICO Y LA INFLACIÓN

A una semana de las elecciones nacionales y habiendo recorrido un largo tramo de campaña electoral en la cual no faltaron los debates técnicos en el área económica, nos parece pertinente realizar un aporte sobre uno de los temas que aparecen sistemáticamente a la hora de discutir respecto a la economía del país: la inflación.

A pesar que desde 2004 Uruguay registra niveles de inflación de un dígito (periodo más largo en la historia), la dificultad para hacer converger la inflación a los objetivos de política (actualmente se ubica algo más de un punto porcentual por encima del rango meta fijado por el BCU), sumado al proceso de incremento moderado de la inflación desde 2010, ha situado esta problemática como uno de los principales temas de política económica. Paralelamente, la economía uruguaya ha procesado durante los últimos años cierto deterioro de sus cuentas públicas. En particular se espera que para 2014 el déficit fiscal del sector público sea superior a 3% del PIB. Este contexto ha llevado a diversos analistas y asesores políticos a responsabilizar la situación fiscal por los altos niveles inflacionarios observados.



A nivel teórico los vínculos entre resultado fiscal e inflación pueden ser agrupados en dos grandes categorías. Por un lado, encontramos las explicaciones que señalan al incremento de la oferta monetaria como fuente de financiamiento de los déficits fiscales (“monetización del déficit”). Por otro, las que encuentran el nexo con los precios a través del fortalecimiento de la demanda agregada. En el primer grupo, destacan las teorías monetarista de la inflación y la teoría fiscal del nivel de precios (Ardente y Zunino, 2014)¹. La teoría monetarista asume que existe un nivel de actividad real de equilibrio y que el nivel de precios queda endógenamente determinado por la cantidad de dinero nominal. En la medida en que aumentara la oferta monetaria destinada a financiar los déficits fiscales existentes, éstos serían los responsables del aumento de precios. La teoría fiscal de precios propone que el valor descontado de los superávits futuros debe ser igual al valor corriente de la Deuda Pública; en caso que éste sea superior entonces la inflación debe aumentar como forma de recuperar el equilibrio a través de un mayor señoreaje. Dentro del segundo grupo, Ardente y Zunino, destacan el enfoque Neo-Keynesiana para explicar el vínculo inflación-déficit fiscal mediante el crecimiento de la demanda.

Si bien son múltiples las voces que han llamado a ajustar las cuentas fiscales en pos de un mayor control inflacionario, son escasísimos los estudios que exploran la relación empírica existente entre déficit fiscal e inflación en Uruguay. Se destacan dos trabajos recientes que recogen visiones alternativas de dicho proceso y que comentaremos a continuación.

En primer lugar, en un estudio del FMI sobre la situación económica de Uruguay, Tovar (2013)² busca cuantificar el nexo entre déficit fiscal y precios, estudiando los efectos del primero sobre la demanda agregada. Este trabajo utiliza un modelo donde la variable a explicar es la inflación y las variables explicativas son el resultado primario del gobierno central y una medida del núcleo de precios. Para el periodo 2004-2012 el autor encuentra que un incremento de 1% en el resultado primario del gobierno central tendría un efecto acumulado de 0,45 puntos porcentuales en la inflación luego de un año. Asimismo, establece que shocks importantes en el gasto público tienen un efecto sustancial en la inflación, puntualizando que en los periodos posteriores a estos shocks la inflación fue 1,2 puntos porcentuales superior a que si no hubiesen existido. A partir de estas observaciones el autor sugiere que una política fiscal más austera puede ser útil para seguir una trayectoria descendente de inflación.

¹ Ardente, A., Zunino, G. (2014). Efectos de la política fiscal sobre la inflación en el Uruguay. Jornadas Académicas 2014, Facultad de Ciencias Económicas y Administración, Universidad de la República

² Tovar, C. (2013). “Fiscal Policy and Inflation in Uruguay: Exploring the Nexus” Selected Issues. Fondo Monetario Internacional.

Sin embargo, Ardente y Zunino (2014) cuestionan la robustez de los resultados alcanzados por Tovar (2013).³ Para superar algunos problemas metodológicos que identifican en el trabajo de Tovar, estos autores estiman la relación entre inflación y el resultado fiscal primario del Sector Público no Financiero a través de un modelo de vectores autorregresivos estructurales (SVAR), donde incluyen como variables el resultado primario, el índice de precios al consumo, la tasa de desempleo y cantidad de dinero (M1). Es interesante notar que estas últimas dos variables intentan recoger los distintos links teóricos entre déficit fiscal e inflación: mientras el M1 capta el vínculo con la monetización del déficit, la tasa de desempleo capta el vínculo con la demanda agregada.

Estos autores encuentran evidencia de un canal de resultado fiscal a precios, tanto desde el lado de la demanda agregada como a través de la oferta monetaria. No obstante, encuentran que la respuesta de la inflación ante variaciones del resultado fiscal es significativamente más baja que en el caso de Tovar (2013)⁴. En concreto una mejora de un 1% en el resultado fiscal implicaría una reducción de 0,2 puntos porcentuales en la inflación, al cabo de 20 meses. Adicionalmente, observan que un shock fiscal en un determinado momento tiende a reducirse con el transcurrir del tiempo⁵, lo cual implicaría que si se deseara realizar un ajuste de un 1% en el largo plazo, el ajuste inicial debería ser sensiblemente superior.

En suma, las investigaciones recientes antes reseñadas nos dan pie para concluir que el reciente deterioro de las cuentas fiscales habría tenido un efecto muy reducido en la trayectoria inflacionaria. Adicionalmente es posible afirmar que la utilización del gasto público como instrumento para hacer converger la inflación al rango objetivo no es en los hechos practicable, ya que se necesitaría un ajuste fiscal del orden del 10% para obtener un efecto significativo sobre la inflación. Por tanto, afirmaciones en sentido contrario que tienen lugar en un mes de fuerte impronta electoral, deben ser leídas y entendidas en el marco del juego político.

³ Ardente y Zunino (2014) sugieren que la variable resultado primario del Gobierno Central podría interactuar con la variable inflación, tanto desde el punto de vista teórico como consecuencia del análisis empírico para Uruguay. Asimismo plantean la posibilidad que existan variables omitidas en la modelización, como brecha de producto o índices de salarios que determinan la dinámica de precios y tiene una alta correlación con el déficit primario del Gobierno Central. Ambas consideraciones implican que el modelo presente problemas de endogeneidad, afectando la consistencia de las estimaciones.

⁴ El efecto del resultado fiscal sobre la inflación encontrado en Ardente y Zunino (2014) no fue significativo al 95%.

⁵ La reducción del resultado fiscal podría ser menor a la operada originalmente debido una disminución de la recaudación como consecuencia de la reducción del nivel de actividad inducida por la contracción fiscal, o debido al menor señoreaje recaudado por la disminución en la inflación.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.96	0.70	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.63	0.70	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	1.80	1.90	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.92	0.84	
(4) ANE (12,12%)	2.37	1.80	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.09	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.26	0.94	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	1.00	0.87	
(*) 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
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.53	10.63	6.89	9.22	13.07	2.09	-0.81	7.36	8.78
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	8.36	10.05	8.36	9.08	10.64	4.40	5.46	7.97	8.82
<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>	8.37	11.05	8.19	9.47	10.34	6.16	0.64	7.45	8.97
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	8.55	9.81	9.03	9.14	9.81	3.34	4.54	6.86	8.59

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 16/10/2014.

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%)
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	0.47	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	0.90	0.71	0.17	0.74	1.30	0.00	0.00	0.68	0.72
11/14	0.60	0.85	-0.07	0.63	-0.36	0.00	0.00	-0.19	0.43
12/14	0.53	0.56	0.09	0.49	-0.03	-10.37	0.00	-3.48	-0.46
01/15	0.50	1.17	1.93	0.95	1.80	15.59	2.00	6.11	2.15
02/15	0.56	1.02	1.09	0.82	-0.19	1.29	3.40	0.80	0.81
03/15	0.93	0.96	0.38	0.88	0.77	0.00	0.00	0.40	0.76
04/15	0.98	0.64	0.18	0.74	0.74	0.00	0.00	0.39	0.66
05/15	0.66	0.64	0.31	0.61	-0.14	0.00	0.00	-0.07	0.45
06/15	0.60	0.57	0.12	0.53	-0.24	0.00	0.00	-0.12	0.37
07/15	0.68	0.77	2.64	0.94	2.01	0.00	0.00	1.05	0.97
08/15	0.45	1.16	0.44	0.75	2.41	0.00	0.00	1.27	0.88

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 16/10/2014.

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%)
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	8.78	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	8.26	10.24	6.90	8.93	11.18	1.76	-0.79	6.16	8.25
11/14	8.38	10.77	6.96	9.22	11.42	1.86	-0.79	6.30	8.50
12/14	8.53	10.63	6.89	9.22	13.07	2.09	-0.81	7.36	8.78
01/15	8.70	10.25	7.46	9.21	12.65	0.45	-1.41	6.23	8.47
02/15	8.33	8.74	8.44	8.51	7.85	1.28	1.93	4.70	7.57
03/15	8.50	9.20	7.53	8.69	6.47	2.48	5.39	4.94	7.76
04/15	8.82	9.75	10.66	9.42	8.31	2.31	5.39	5.81	8.54
05/15	8.71	9.73	10.66	9.36	9.71	2.45	5.39	6.56	8.68
06/15	8.65	9.74	10.67	9.34	10.20	2.34	5.38	6.75	8.71
07/15	8.71	9.84	10.22	9.36	10.05	4.90	5.37	7.63	8.95
08/15	8.69	10.11	9.42	9.38	10.89	5.03	5.46	8.14	9.08

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 16/10/2014.

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