

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Fuerte repunte de la inflación tendencial
- Crece la persistencia de la inflación en Uruguay
- Actualización del diagnóstico de inflación

Nº 155

26 de Mayo de 2015

FUERTE REPUNTE DE LA INFLACIÓN TENDENCIAL

En abril la inflación alcanzó 0,57%. Dicho guarismo se ubicó levemente por debajo de nuestra proyección puntual (0,67%) y ligeramente por encima de la mediana de las expectativas recogidas por el BCU (0,50%). De esta forma la inflación interanual registró un previsible aumento durante el mes de abril. Mientras la inflación interanual de marzo se ubicaba en 7,55%, durante el mes de abril escaló hasta 8,23%. Como fuera mencionado, dicho aumento era esperable una vez que los inusuales incrementos de precios registrados durante enero, febrero y marzo de 2014 como producto de la fuerte sequía sufrida en el país dejan de tomar parte en la comparación interanual. Asimismo, no creemos que la inflación registre una reversión de los movimientos observados durante abril, y consideramos improbable que pueda converger al rango meta establecido por el BCU (3%-7%) en el mediano plazo.

Por su parte, el componente tendencial de la inflación (que excluye de la medición la evolución de precios de la carne, frutas y verduras, y tarifas públicas) creció durante abril 0,82%, estrechamente en línea con lo previsto (0,81%). De la misma forma que la inflación *headline*, el componente tendencial registró un fuerte aumento en la comparación interanual durante el mes de abril, ubicándose actualmente en 9,36%. Al excluir los movimientos erráticos, y las fluctuaciones de precios originadas por decisiones administrativas, el componente tendencial constituye una mejor medida, respecto a la inflación *headline*, de las presiones inflacionarias de mediano plazo presentes en la economía. En este sentido, resulta preocupante observar aumentos en los niveles de inflación tendencial luego que dicho componente hubiera registrado una importante desaceleración durante el segundo semestre de 2014. Ello representa claros indicios que las presiones inflacionarias se mantienen en la economía uruguaya y del alto grado de persistencia del proceso. Por tanto, consideramos que en un contexto de tensión entre las prioridades macroeconómicas, el proceso inflacionario debería continuar en el centro de las preocupaciones.

A su vez, el importante aumento registrado por el tipo de cambio (TC) durante abril produjo un significativo crecimiento en los precios de los componentes transables de la economía (aquellos que se comercian con el resto del mundo). En concreto, la depreciación de 4,26% registrada durante abril habría propiciado el incremento de 1% del componente transable de precios. Algunos ejemplos del aumento de precios vinculado a la depreciación fueron las Manufacturas durables y los Servicios transables que registraron incrementos de precios de 2,3% y 3,1%, respectivamente. Por su lado, el componente no transable de precios registró un crecimiento sustantivamente más bajo, éste se ubicó en 0,24%. Por tanto, al mes de abril la inflación transable fue 7,38% en términos interanuales y la inflación no transable alcanzó 8,9% en la misma comparación.

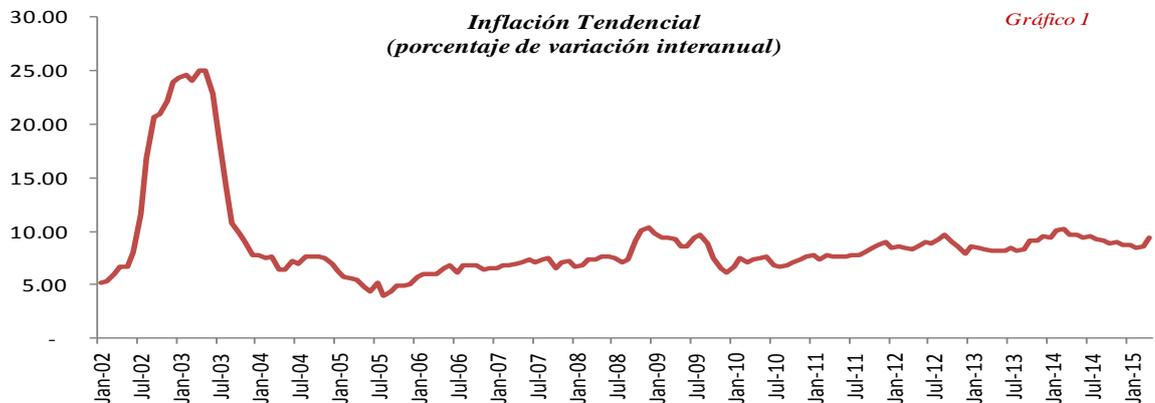
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			<i>Cuadro 1</i>
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Mayo)	0.51	0.63	
Año calendario 2015	8.7	9.2	
Año calendario 2016	8.3	8.9	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 15/5/2015.

Por último, es pertinente mencionar que luego de un proceso de revisión de la situación macroeconómica relevante para 2016, se corrigen levemente al alza nuestras expectativas de depreciación para el mencionado año, ubicándose actualmente en 8,3%. Teniendo en cuenta esa consideración, y la ligera divergencia respecto a nuestro pronóstico durante abril, la actual proyección de inflación para 2015 y 2016 se ubican en 8,7% y 8,3%, respectivamente.

Crece la persistencia de la inflación en Uruguay

Durante el mes de abril el componente tendencial de la inflación registró un importante aumento, volviendo a ubicarse en niveles superiores al 9%. Si evaluamos la trayectoria reciente, se aprecia que desde el segundo semestre de 2011 dicho componente se ha mantenido por encima del 8% prácticamente durante todo el periodo. Por otra parte, si bien la inflación tendencial registró un proceso de sostenida moderación desde marzo de 2014, cuando se alcanzó un pico de 10,2%, este proceso parece haber finalizado. En este sentido, cabe resaltar que actualmente esperamos que el componente tendencial se mantenga cercano al 9% en los próximos 18 meses. En concreto, nuestros modelos de proyección indican que la inflación tendencial finalizaría 2015 en 9,2% y 2016 en 8,9%.



Como fuera mencionado, la evolución registrada por el componente tendencial de la inflación está mostrándose como un problema de compleja resolución. En particular interesa puntualizar que actualmente no existe evidencia que permita prever una moderación en la persistencia del fenómeno inflacionario. Por el contrario, no ha resultado posible lograr que los niveles de inflación converjan a los objetivos de política. Puntualmente, 2014 representó el cuarto año consecutivo en que la inflación finalizó por encima del rango meta fijado por el BCU.

Para arrojar más luz sobre el problema, a continuación se presenta una medición de la evolución de la persistencia inflacionaria. En términos generales, la persistencia inflacionaria brinda una idea de la inercia del proceso, reflejando de esta forma la capacidad de las autoridades para incidir sobre él de manera eficiente.

Si bien existen diferentes maneras de medir la persistencia inflacionaria, aquí se sigue una idea simple que vincula la persistencia a la forma en que eventos pasados influyen sobre los niveles presentes a través de la autocorrelación de primer orden. De esta manera se utiliza la estimación del coeficiente de una estructura AR(1) impuesta sobre el componente tendencial de la inflación como aproximación a la "memoria" o persistencia de la inflación. Ello resulta por demás razonable en tanto la magnitud del coeficiente expresa la velocidad con lo que se diluyen los shocks transitorios en el proceso (para los lectores interesados en el tema sugerimos ver Fuhrer, 2009¹).

No obstante, dado que aquí tratamos de obtener una idea de la evolución de la persistencia inflacionaria es necesario obtener una secuencia de estimaciones del coeficiente del componente AR(1), para luego poder evaluar como éste ha evolucionado en el tiempo. Para ello se estiman 160 ecuaciones en ventanas móviles, comprendiendo la primera de ellas el periodo 1995.01 – 2002.01. El gráfico 2 presenta la serie de coeficientes estimados, representando la persistencia de la inflación desde ese periodo.



En el gráfico anterior es posible observar la sostenida disminución de la persistencia inflacionaria desde el inicio

¹ Fuhrer, J. C. (2009). Inflation persistence. <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/55645/1/614766257.pdf>

del periodo hasta 2009, momento en el que se registra una caída abrupta del indicador. A pesar de ello, como mencionan Domínguez et al. (2012)², los fenómenos ocurridos durante 2009 tuvieron la capacidad de disminuir la persistencia transitoriamente, y a partir de 2010 comienza un ciclo de marcado y continuo crecimiento en los niveles de persistencia. De hecho nuestras estimaciones indican que a partir de 2013 la persistencia inflacionaria se ubica en niveles altos y similares a los registrados durante 2002. De allí es posible concluir que existen elementos en el contexto macroeconómico actual que inciden de manera negativa sobre la dinámica del proceso inflacionario, aumentando su rigidez y restando margen para que las autoridades puedan incidir de manera efectiva sobre la inflación.

Determinar cuáles son las razones detrás del reciente aumento de la persistencia inflacionaria excede largamente los objetivos del presente informe. No obstante se pueden deslizar algunas consideraciones que deben tenerse en cuenta a la hora de discutir el problema.

En primer lugar, un tema que surge casi inmediatamente al analizar la persistencia inflacionaria es el *pass-through* salarial (transferencia de la variación de salarios a la variación de precios) y el mecanismo de formación de salarios. Desde 2005 la negociación salarial está estructurada a través de convenios tripartitos por actividad económica; estas negociaciones establecen además el mecanismo a través del cual se ajustan los salarios. A su vez, el mecanismo de indexación que éstos asuman influirá sobre la persistencia de la inflación. En esta línea, se considera que el ajuste de los salarios en base a la inflación pasada implica un aumento en la persistencia de la inflación dificultando el control de la misma. Por el contrario, los ajustes por inflación esperada permitirían anclar las expectativas según el objetivo inflacionario oficial, alcanzando aumentos del salario real similares y menores niveles de inflación, evitando de esta forma las presiones inflacionarias. Actualmente en Uruguay los salarios ajustan en parte por un componente de inflación esperada, y luego realizan un ajuste por la diferencia entre la inflación observada y esperada, que a efectos prácticos tiene consecuencias similares a la indexación a la inflación esperada. No obstante, resulta razonable que en tanto no exista credibilidad del objetivo oficial de inflación, los sindicatos decidan proteger el salario real a través de una indexación total a la inflación pasada.

En segundo lugar interesa destacar que podrían existir distintas consecuencias de un mismo proceso de ajustes salariales según sea la estructura competitiva del mercado involucrado. En principio, en mercados imperfectos, caracterizados por una fuerte concentración del mercado en unas pocas empresas, los sindicatos pueden obtener de manera sencilla aumentos de salarios ya que los empresarios son conscientes de su capacidad para fijar de manera relativamente libre los precios. De esta forma, pueden ceder ante la demanda de los trabajadores y luego trasladar a precios los aumentos salariales, permitiéndose mantener su nivel de ganancias. En cualquier caso, creemos que en el futuro debería explorarse con mayor profundidad el efecto de las estructuras de mercado en la formación de precios en el Uruguay.

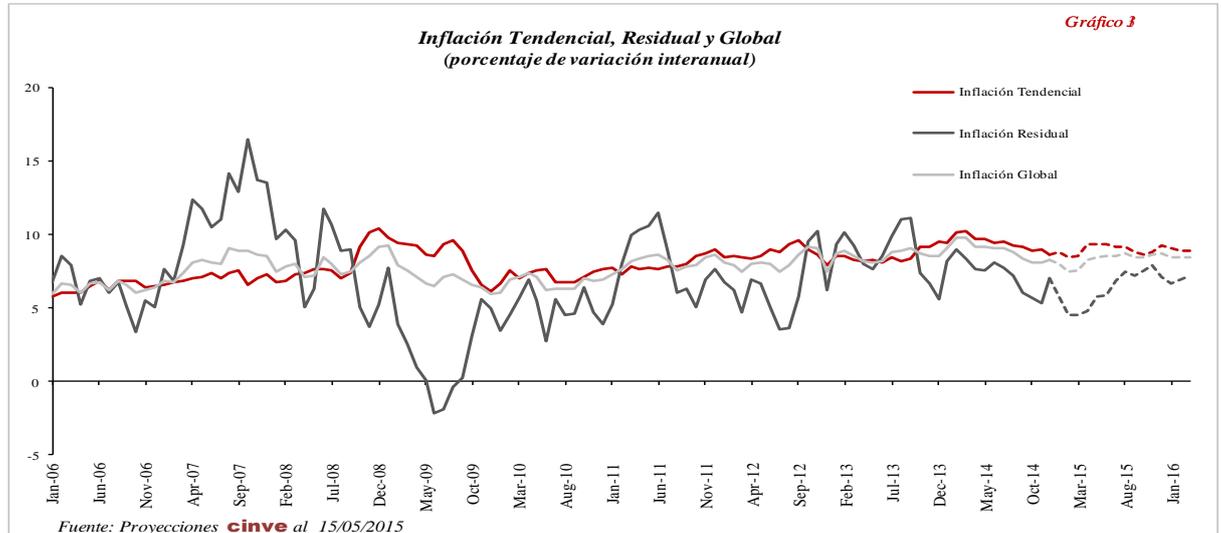
En suma, el reciente aumento de la persistencia inflacionaria constituye una señal negativa para la economía, dejando en evidencia ciertas dificultades que encontrarán las autoridades para lograr la convergencia a sus objetivos. Por otro lado, si bien aquí no exploramos formalmente las causas de la persistencia inflacionaria, se reconoce que entre otros factores, mejorar la competencia en los mercados y lograr modificaciones en la estructura de la negociación salarial, promoviendo ajustes que eviten los mecanismos de indexación a la inflación observada, podría ayudar disminuir la persistencia. No obstante, para posibilitar dicho cambio en la estructura de formación de salarios, lograr credibilidad en los objetivos inflacionarios resulta un pre-requisito.

² Domínguez, M., Lanzilotta, B., Rego, S., Regueira, P., & Rodríguez, S. Persistencia inflacionaria y pass through salarial: diagnóstico y causalidad. http://www.cinve.org.uy/wp-content/uploads/2012/11/Articulo-Dominguez-et-al_cinve.pdf

ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

En abril el IPC registró un crecimiento de 0,57%, levemente por debajo de lo previsto (0,67%). Cabe destacar que las mayores discrepancias respecto a lo previsto se registraron en los Alimentos No Elaborados, que presentaron una tendencia de precios decreciente. En tanto, la inflación interanual trepó desde 7,55% a 8,23%, trayectoria que resultó alineada con lo esperado. Entre los distintos componentes del IPC, se destaca el crecimiento registrado por las Manufacturas, las cuales alcanzaron un crecimiento de 1,6%. Al interior de dicho componente, tanto las Manufacturas Durables como las No Durables tuvieron incrementos sustanciales. Por otra parte los Alimentos no Elaborados mostraron una importante disminución del nivel de precios (-0,5%). Ello se debió principalmente a la contracción registrada por las frutas y verduras (-1,4%) y a que las carnes mantuvieron su nivel de precios constante.

Para acceder a nuestro análisis completo del último dato de inflación (abril 2015), [hacer click aquí](#)



En materia cambiaria, a nivel global el dólar parece recuperarse en las últimas semanas, luego que durante el mes de abril y la primera semana de mayo registrara una sostenida depreciación respecto a las principales monedas. Puntualmente, mientras entre el 4 de abril y el 10 de mayo el dólar se depreció 3,7%, desde entonces habría recuperado el terreno perdido. Por su parte en Brasil, principal referencia para el mercado de cambios uruguayo, el real ha seguido de cerca la evolución del dólar a nivel global, y el mismo se ha depreciado 3,9% desde el 10 al 24 de mayo. Actualmente, las expectativas marcan que la paridad del real con el dólar se situaría a fin de año en 3,2 reales.

En Uruguay, luego de la recuperación registrada por el peso sobre finales de abril, producto de la mayor intervención de las autoridades monetarias en el mercado *forward* y el cambio en las imposiciones de encajes a los títulos en pesos de no residentes, el tipo de cambio continuó la tendencia alcista registrada en marzo y abril. Así, en lo que va del mes de mayo el peso uruguayo registra una depreciación de 1,7%.

Por otra parte, los precios internacionales de los *commodities* alimenticios siguen siendo desalentadores. El trigo registró un relativo avance en Chicago, aunque las expectativas de siembra siguen siendo muy bajas en Uruguay. Por su lado la soja tuvo un nuevo retroceso como consecuencia de que en su última estimación, la USDA proyectara para 2015 los mayores niveles de stock en casi una década. Asimismo, el barril de petróleo Brent se ubica en niveles similares a los alcanzados hacia finales de abril, aunque en promedio el valor de mayo sería 8% superior. Por último, el mercado interno de carne ha mostrado un cambio en la tendencia descendente registrada hasta abril. En este sentido, durante el mes de mayo el precio del novillo ha aumentado 3,8%, presionando el precio al consumo de la carne.

Finalmente, en adición a la desaceleración del consumo interno observada durante la última entrega de Cuentas Nacionales en el mes de marzo (aunque permanece como la partida de mayor incidencia en la actividad), los recientes datos del empleo muestran nuevos signos de enfriamiento en el mercado laboral. En concreto, los datos divulgados el 22 de mayor por el INE indican que la tasa de empleo en el primer trimestre de 2015 fue 1,1 p.p. menor a igual trimestre de 2014 y la tasa de desempleo fue 0,3 p.p. más alta en la misma comparación. No obstante, las previsiones de crecimiento del salario real son aún elevadas, y se mantienen cercanas al 3%.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Abril de 2015</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	1.14	1.12	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.65	0.72	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.16	0.04	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.82	0.83	
(4) ANE (12,12%)	-0.50	0.38	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.16	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.21	0.20	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.57	0.67	
(*) 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>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	8.6	11.0	5.4	9.2	10.6	2.5	3.3	7.1	8.7
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	7.8	10.1	8.7	8.9	8.8	3.3	2.0	6.3	8.3
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	8.5	10.7	4.3	9.0	10.4	1.5	2.7	6.3	8.3
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	7.9	10.2	7.5	8.9	10.0	3.6	2.0	6.8	8.4

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 15/05/2015.

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									
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%)
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	0.40	1.94	0.86	1.11	0.95	1.65	0.00	1.05	1.10
03/15	1.06	0.73	0.48	0.85	0.39	0.03	0.00	0.22	0.70
04/15	1.14	0.65	0.16	0.82	-0.50	0.16	0.01	-0.21	0.57
05/15	0.73	0.61	0.30	0.63	0.25	0.00	0.00	0.13	0.51
06/15	0.65	0.68	0.12	0.60	-0.41	0.00	0.00	-0.22	0.41
07/15	0.52	0.72	1.25	0.69	2.21	0.00	0.00	1.17	0.80
08/15	0.38	1.23	0.28	0.73	2.66	0.00	0.00	1.42	0.90
09/15	0.53	0.70	0.83	0.64	1.84	0.00	0.00	0.99	0.72
10/15	0.79	0.43	0.17	0.57	1.04	0.00	0.00	0.57	0.57
11/15	0.60	0.57	0.18	0.54	-0.68	0.00	0.00	-0.37	0.32
12/15	0.67	0.83	-0.39	0.63	0.25	-11.71	0.00	-3.64	-0.39
01/16	0.43	1.14	1.71	0.88	2.38	13.26	2.00	5.54	1.95
02/16	0.41	1.42	1.35	0.95	0.33	3.75	0.00	1.37	1.05
03/16	0.93	0.90	0.34	0.85	0.79	0.00	0.00	0.43	0.75

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/05/2015.

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%)
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	8.09	9.86	4.21	8.40	9.31	-0.60	-0.11	4.48	7.43
03/15	8.40	10.07	3.44	8.54	7.50	0.60	3.29	4.52	7.55
04/15	8.90	10.62	6.43	9.36	8.01	0.59	3.29	4.77	8.23
05/15	8.86	10.57	6.43	9.32	9.83	0.73	3.29	5.72	8.44
06/15	8.86	10.69	6.43	9.37	10.13	0.63	3.28	5.82	8.51
07/15	8.74	10.74	4.55	9.11	10.21	3.14	3.27	6.81	8.56
08/15	8.64	11.09	3.63	9.11	11.32	3.27	3.36	7.48	8.72
09/15	8.18	11.17	2.64	8.81	10.75	3.18	3.36	7.20	8.42
10/15	8.03	10.96	2.59	8.65	11.63	2.95	3.36	7.58	8.39
11/15	8.28	11.05	2.58	8.80	12.24	2.99	3.34	7.89	8.58
12/15	8.56	10.99	5.35	9.24	10.62	2.52	3.34	7.09	8.74
01/16	8.19	10.69	6.09	9.03	10.83	1.84	2.01	6.62	8.45
02/16	8.20	10.13	6.61	8.86	10.14	3.94	2.01	6.96	8.40
03/16	8.06	10.31	6.46	8.86	10.58	3.91	2.01	7.18	8.45

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/05/2015.

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