

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Agregados monetarios: en busca de la reputación perdida
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El escenario internacional y sus repercusiones en Uruguay

Nº 135

30 de Setiembre de 2013

AGREGADOS MONETARIOS: EN BUSCA DE LA REPUTACIÓN PERDIDA

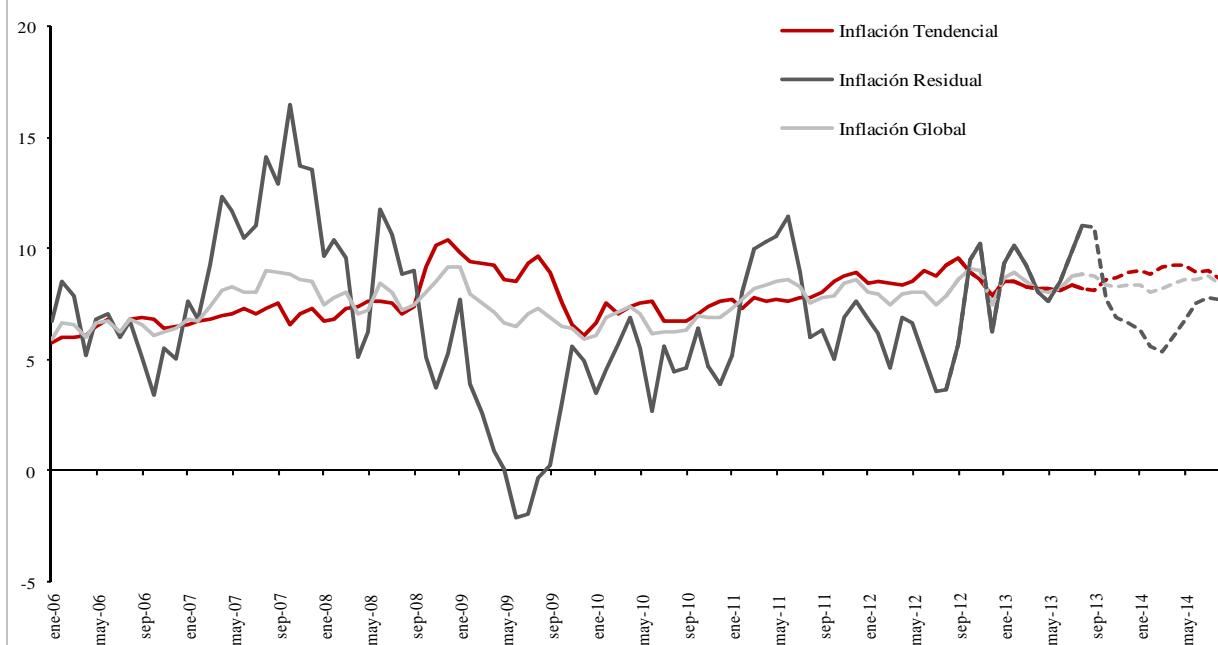
El dato de inflación de agosto determinó un incremento mensual de 1,04%, en línea con nuestra proyección puntual. Este registro elevó la inflación interanual a 8,9% aunque, al igual que el mes pasado, esto debe ser tomado con cautela dado que aún se contempla el efecto del plan de ahorro energético de 2012. Al observar el componente tendencial, que excluye la energía eléctrica, entre otros rubros volátiles u administrados, el incremento mensual se ubicó en 0,94%, reduciendo levemente la inflación tendencial interanual que se ubicó en 8,2%. En este sentido, si bien la inflación global aumentó durante agosto, el registro tendencial se redujo moderadamente. De todas formas, el control de las presiones inflacionarias continúa siendo uno de los principales desafíos macroeconómicos, siendo la elevada y persistente inflación tendencial una clara señal de esto.

En este sentido, en los próximos días tendría lugar la reunión trimestral del COPOM con el objetivo de evaluar la marcha de la política monetaria desde la reinstauración de los agregados monetarios como instrumento de política. Si bien en anteriores ediciones hemos discutido sobre este cambio en el instrumento, su funcionamiento y efectividad, luego de algunos meses es relevante hacer algunos comentarios sobre sus efectos e implicancias. Por un lado la volatilidad de la tasa de interés, si bien era esperable al introducir el cambio de instrumento, parece ser demasiado elevada. En especial, la reciente alza, además de ser un reflejo del desajuste entre oferta y demanda de dinero, indicaría que el BCU intenta cumplir con su objetivo de crecimiento del M1 ampliado a setiembre (12,5%-13% en términos interanuales respecto al tercer trimestre del 2012) para generar cierta reputación.

En línea con lo anterior, este intento por cumplir con el objetivo intermedio, y generar reputación, encontraría al menos dos obstáculos. Por un lado, si la baja liquidez (que deriva en altas tasas de interés) se extendiera en el tiempo podría generar un freno adicional a la ya enlentecida actividad económica, producto de una política monetaria más contractiva. De todas formas estos niveles de tasa de interés no parecen sostenibles en el mediano plazo. Por otro lado, la búsqueda de regenerar cierta credibilidad se topa con una inflación sistemáticamente por encima del rango meta y por expectativas desanchadas respecto al objetivo, lo que dificultaría aún más la coordinación de los agentes con las medidas del BCU.

Inflación Tendencial, Residual y Global
(porcentaje de variación interanual)

Gráfico 1



Fuente: Proyecciones cínve al 19/09/2013.

ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El Índice de Precios al Consumo de agosto tuvo un incremento de 1,04% respecto a julio. Esto determinó que la inflación interanual se ubique en 8,9%. No obstante, este registro no permite hablar de aceleración en la dinámica de precios dado que al no repetirse el plan de ahorro energético ocurrido en 2012, la inflación interanual queda artificialmente elevada. En este sentido, corresponde analizar el componente tendencial ya que excluye en su medición el precio de la energía y constituye una señal subyacente sobre la evolución de los precios más estables, depurando al índice global de comportamientos erráticos. La inflación tendencial mostró un leve descenso en términos interanuales, ubicándose en 8,2%. Por tanto, a pesar de lo esbozado por el índice global, las señales subyacentes se muestran relativamente estables y señalan que las presiones inflacionarias persisten a pesar de la desaceleración de la economía.

El análisis de los rubros no transables, es decir aquellos que pautan su precio en función de la oferta y demanda internas, muestra que estos continúan liderando los incrementos de precios a pesar de la desaceleración que viene procesando a economía. Si bien los datos de actividad conocidos a mediados de setiembre ratifican que esta desaceleración comienza a hacer mella en el consumo, la alta utilización de recursos en el mercado laboral (a pesar de cierto deterioro reciente) y el ritmo de crecimiento de los salarios, enlentecen el traspaso de la menor actividad a los precios domésticos. Por su parte, los transables sufren oscilaciones mensuales marcadas por el contexto regional e internacional. Si bien el dólar continúa presionando al alza sobre estos bienes y servicios, la pequeña baja en algunos alimentos junto al escenario de precios en dólares en la región, mitigan parcialmente el mayor nivel del tipo de cambio.

Diagnóstico y proyecciones

En esta sección analizamos el contexto actual y las perspectivas para los próximos meses de las principales variables que inciden sobre los precios a nivel nacional. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.

A nivel de precios internacionales, mientras los alimentos continúan estables y con una leve tendencia a la baja para los próximos meses, el precio del petróleo presentó un aumento en los últimos días, producto de la inestabilidad en la zona de Medio Oriente vinculada a Siria. Si bien sus fundamentos podrían indicar cierta tendencia a la baja en el mediano plazo, al igual que ocurre con los alimentos, estos acontecimientos elevan la cotización y se trasladan a los precios domésticos directa e indirectamente con algunos rezagos. En este sentido, siendo Uruguay un importador neto de petróleo era esperable que el precio de los combustibles se ajustara al alza, por el desfase tanto en el petróleo (mínimamente) como en el tipo de cambio (mayoritariamente). Por tanto, en los primeros días de setiembre se pautó un incremento en los combustibles de casi 10%. Este incremento fue acompañado de otras alzas en precios administrados, en especial los relacionados al transporte, tanto el transporte colectivo urbano y suburbano como el taxi. Si bien cada uno tuvo un incremento diferencial, es esperable que estos incrementos en tarifas y servicios administrados impacten en la inflación de forma directa e indirecta en los próximos meses.

Por su parte, el tipo de cambio continuó al alza durante agosto y la primera quincena de setiembre al influjo de los movimientos financieros internacionales. Sin embargo, en los últimos días los anuncios de la FED (sobre los que discutiremos en la próxima sección), cortaron la tendencia al alza observada en los últimos meses. Si bien se espera que esto sea un fenómeno transitorio, podría dar cierto margen para que se reduzcan las presiones externas derivadas del alza reciente en el tipo de cambio, aunque esto dependerá de cuán transitorio sea este evento y como lo perciban los agentes. Por su parte, la región continúa barata en dólares respecto a Uruguay, lo que equivale a que continúe la importación de deflación en dólares.

El escenario interno tampoco presenta innovaciones significativas respecto a meses atrás. En este sentido, continúan evidenciándose signos de desaceleración gradual de la economía económica, ratificada con los datos de PIB del segundo trimestre. En consecuencia, se espera que la próxima ronda salarial acompañe la evolución de las remuneraciones a dicho escenario de actividad, aunque su resolución parece extenderse más de lo previsto.

Finalmente, a pesar que el dato de inflación de agosto se encontró en línea con lo esperado, las correcciones en el precio de los combustibles y el transporte junto a la actualización de los determinantes exógenos implican una leve corrección al alza de las proyecciones para 2013. Por tanto, se espera que la inflación a diciembre de este año se ubique en torno a 8,3% respecto a diciembre de 2012. Mientras que para 2014 la inflación anual se reduciría levemente, cerrando el año en 8%.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Setiembre)	1.2	0.8	
Próximos 12 meses (Julio 2014)	8.7	9.0	
Año calendario 2013	8.3	8.9	
Año calendario 2014	8.0	8.6	

Fuente: Proyecciones cíneve al 19/09/2013.

EL ESCENARIO INTERNACIONAL Y SUS REPERCUSIONES EN URUGUAY

La semana pasada tuvo lugar la reunión habitual del comité de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (FOMC), cuyo encuentro suscitaba gran expectativa en el mercado financiero global. Es que desde finales de mayo, Ben Bernanke quién preside la FED, había dejado entrever que la expansión monetaria asociada a la compra de activos por parte del organismo (QEIII) llegaría pronto a su fin. Sin embargo, el anuncio posterior a la reunión de setiembre fue el opuesto, sosteniendo la inyección de liquidez en el mercado a través de la compra de títulos por 85.000 millones de dólares por mes. En este sentido, los analistas esperaban cierto recorte de los estímulos monetarios, tanto por los anuncios de mayo pasado como por la mejora en los indicadores macroeconómicos. No obstante, los argumentos de la FED para mantener el programa de compra de activos fueron que la economía aún crecía moderadamente, que el desempleo se encuentra en niveles por encima del promedio histórico y que la inflación se ubica por debajo del "objetivo" de la autoridad monetaria de Estados Unidos (2%).

En informes anteriores comentábamos sobre el impacto en Uruguay, y en los mercados emergentes en general, del inicio de un cambio de fase a nivel internacional. Impactos que comenzaban a observarse por una retracción de los flujos de capitales hacia los emergentes y la apreciación generalizada del dólar, entre otras consecuencias. Sin embargo, el anuncio del mantenimiento de los estímulos imprimió un impasse a esta tendencia. En este sentido los emergentes se mostraron muy sensibles a lo que ocurre a nivel internacional, primero depreciando fuertemente sus monedas, para luego del anuncio revertir parcialmente dicho fenómeno. No obstante esto sería transitorio ya que se debería, al menos parcialmente, a una sobrereactión de los mercados. Sin embargo, en el mediano y largo plazo la recuperación de Estados Unidos y la reversión de los flujos financieros se producirían de forma gradual aunque sin excluir cierta volatilidad ante anuncios y nuevas "sorpresa", como ésta última.

A modo de ejemplo, otro anuncio que incidió en este cambio reciente a nivel internacional y que ilustra como el mercado reacciona ante las noticias fue la renuncia de Lawrence Summers a la candidatura a la presidencia de la FED. Siendo los dos principales candidatos Summers y Janet Yellen, quien es hoy la vicepresidente de la FED, el mercado entendió que la renuncia implicaba que los estímulos se retirarían de una forma mucho más paulatina, ya que Yellen sería partidaria de priorizar la reducción del desempleo y la recuperación de la actividad, mientras Summers sería más reticente a la efectividad del QEIII. Si bien es dable pensar que el resultado de la situación económica en Estados Unidos en el largo plazo bajo cualquiera de los dos candidatos sería el mismo, son los pequeños matices entre uno y otro, lo que particularmente el mercado entendió como una mayor propensión a mantener los estímulos, al menos durante un tiempo más.

Estas consideraciones sobre el escenario internacional implican efectos directos sobre Uruguay a través del incremento en la volatilidad del tipo de cambio, la reorientación de los flujos de capitales y la tendencia a la desinflación de los precios internacionales. En especial la evolución de la relación peso-dólar y su efecto sobre la competitividad fue una de las principales razones para el cambio en el instrumento de política monetaria y la extensión e incremento de los fondos inmovilizados a no residentes, sobre todo ante la cuantiosa entrada de capitales hacia títulos de deuda uruguayos. No obstante, la contracara de esto fue la volatilidad en el mercado local, tanto en lo que refiere al tipo de cambio (además influido por la alta volatilidad internacional) como sobre la tasas de interés (y el mercado monetario). En este sentido, la falta de coordinación y de credibilidad en la política monetaria habría derivado en fuertes oscilaciones de la tasa de interés interbancaria, reflejo directo de la iliquidez en el mercado.

En línea con lo anterior, existen al menos dos consideraciones interesantes sobre la falta de liquidez en el mercado. La primera es que al elevar las tasas a las cuales se prestan dinero los bancos, y a pesar de la volatilidad, esto puede tener efecto en todo el esquema de tasas, tanto las que se cobran a familias y empresas por sus créditos, como sobre las cuales ahorran estos agentes y se pautan las colocaciones de títulos (al menos

INFORME de INFLACIÓN

desde la demanda se pedirían mayores tasas de interés). Esto podría por un lado enlentecer aún más la economía, mientras que por otro lado atraería capitales hacia títulos de deuda, más allá de los requerimientos sobre los fondos de no residentes. Este último fenómeno aportaría presiones bajistas sobre el tipo de cambio, pudiendo provocar nuevos desalineamientos en términos de competitividad.

Adicionalmente, esto último podría verse exacerbado por la falta de liquidez en el mercado. Es que ante la falta de pesos es posible que los agentes decidan vender dólares en el mercado cambiario. Este mercado más vendedor, exacerbado por la suspensión en el retiro de estímulos en Estados Unidos, derivaría en un tipo de cambio más bajo que, aunque transitorio y dependiente de lo que ocurra a nivel internacional, permitiría relajar las presiones derivadas del incremento reciente del tipo de cambio sobre la inflación a fin de año. Sin embargo, es posible que este efecto sea relativamente menor, dado la incertidumbre sobre el valor del dólar y la asimetría existente en el *pass through* de tipo de cambio a precios domésticos. En esta línea, ante escenario de alta volatilidad e incertidumbre sobre el valor futuro de la divisa es posible que los empresarios sean reticentes a ajustar a la baja sus precios ante descensos del tipo de cambio, tanto porque éstos podrían ser transitorios como por los costos asociados que generan los cambios de precios.

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Agosto de 2013

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.98	0.88	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.79	1.15	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	1.30	1.10	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.94	1.02	
(4) ANE (12,12%)	2.55	2.18	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.14	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.09	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.33	1.08	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	1.04	1.04	

(*) 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%)
Dic 2010/ Dic 2009	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
Dic 2011/ Dic 2010	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
Dic 2012/ Dic 2011	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
Dic 2013/ Dic 2012	7.47	10.25	9.80	8.89	7.67	7.03	2.52	6.65	8.35
Dic 2014/ Dic 2013	7.68	10.24	6.31	8.60	9.98	2.14	2.00	6.21	8.03
<hr/>									
Prom 2010/ Prom 2009	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
Prom 2011/ Prom 2010	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
Prom 2012/ Prom 2011	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
Prom 2013/ Prom 2012	6.69	10.09	9.25	8.39	11.68	7.93	1.87	8.81	8.49
Prom 2014/ Prom 2013	7.60	10.33	8.32	8.83	8.35	5.26	2.66	6.44	8.24

Fuente: Proyecciones elaboradas por [cinve](#) al 19/09/2013.

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%)
07/12	0.50	0.69	0.39	0.57	1.80	-4.28	0.01	-0.69	0.27
08/12	0.74	1.00	3.42	1.15	2.00	-1.95	0.00	0.30	0.93
09/12	0.78	0.79	1.67	0.88	3.21	1.89	0.01	2.24	1.21
10/12	0.24	0.41	-0.76	0.20	3.17	7.47	0.00	4.13	1.15
11/12	0.15	0.71	0.07	0.37	0.62	-0.10	0.00	0.28	0.35
12/12	-0.06	0.43	0.04	0.16	0.29	-10.16	0.01	-3.41	-0.73
01/13	0.53	1.32	2.00	1.03	2.22	10.77	-0.01	4.65	1.90
02/13	0.53	1.28	0.24	0.81	0.82	2.85	1.01	1.55	0.99
03/13	0.70	0.60	0.61	0.65	1.22	0.16	0.05	0.67	0.66
04/13	0.64	0.42	0.33	0.51	0.43	0.13	0.00	0.26	0.45
05/13	0.58	0.86	0.31	0.67	-1.45	0.07	0.01	-0.71	0.32
06/13	0.89	0.93	0.25	0.84	-1.68	0.15	0.01	-0.79	0.43
07/13	0.28	0.90	2.87	0.84	0.68	0.07	1.34	0.56	0.77
08/13	0.98	0.79	1.30	0.94	2.55	0.14	0.09	1.33	1.04
09/13	0.80	0.84	0.79	0.82	2.80	2.29	0.00	2.20	1.16
10/13	0.60	0.63	0.73	0.63	1.07	1.36	0.00	1.01	0.72
11/13	0.48	0.68	0.00	0.51	-0.93	0.00	0.00	-0.47	0.26
12/13	0.22	0.54	0.00	0.33	-0.19	-10.02	0.00	-3.60	-0.64
01/14	0.67	1.31	2.12	1.11	1.23	11.41	0.00	4.37	1.89
02/14	0.41	1.23	0.00	0.71	-0.37	2.08	2.00	0.83	0.74
03/14	0.81	0.96	0.94	0.89	0.92	0.00	0.00	0.46	0.78
04/14	0.88	0.51	0.00	0.62	1.83	0.00	0.00	0.92	0.69
05/14	0.74	0.76	0.00	0.66	-0.24	0.00	0.00	-0.12	0.47
06/14	0.58	0.71	0.00	0.57	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.43

Fuente: Predicciones elaboradas por [cinue](#) al 19/09/2013.

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 anual									
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%)
07/12	8.26	9.98	6.77	8.79	3.63	4.13	2.13	3.55	7.48
08/12	8.60	10.01	9.51	9.29	5.44	1.91	2.09	3.66	7.88
09/12	8.80	10.17	10.88	9.60	8.24	3.86	2.10	5.71	8.64
10/12	7.92	9.99	9.65	8.97	10.64	11.43	2.10	9.52	9.11
11/12	7.34	10.09	8.89	8.64	12.22	11.29	2.02	10.22	9.03
12/12	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
01/13	6.64	10.46	9.36	8.52	15.20	4.94	1.87	9.37	8.72
02/13	6.75	10.66	7.97	8.50	14.79	7.92	1.07	10.11	8.89
03/13	6.80	9.91	8.64	8.30	12.83	8.03	1.12	9.26	8.54
04/13	6.65	9.72	8.88	8.17	11.39	6.47	1.09	8.03	8.14
05/13	6.54	9.99	8.73	8.21	11.13	5.68	1.11	7.60	8.06
06/13	6.39	9.88	8.83	8.10	13.26	5.62	1.11	8.53	8.21
07/13	6.15	10.11	11.52	8.39	12.01	10.41	2.45	9.90	8.75
08/13	6.41	9.88	9.23	8.17	12.62	12.77	2.55	11.03	8.86
09/13	6.44	9.94	8.29	8.10	12.18	13.21	2.53	11.00	8.80
10/13	6.82	10.17	9.91	8.56	9.89	6.77	2.53	7.67	8.34
11/13	7.17	10.13	9.84	8.71	8.19	6.87	2.53	6.87	8.25
12/13	7.47	10.25	9.80	8.89	7.67	7.03	2.52	6.65	8.35
01/14	7.62	10.24	9.93	8.98	6.63	7.65	2.53	6.36	8.33
02/14	7.50	10.19	9.67	8.88	5.37	6.84	3.53	5.61	8.06
03/14	7.61	10.58	10.03	9.13	5.06	6.67	3.48	5.38	8.20
04/14	7.87	10.68	9.67	9.26	6.52	6.54	3.48	6.07	8.46
05/14	8.05	10.57	9.34	9.25	7.83	6.47	3.47	6.70	8.62
06/14	7.71	10.32	9.07	8.96	9.66	6.31	3.46	7.55	8.62

Fuente: Predicciones elaboradas por CINVE al 19/09/2013.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.