

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación continúa moderándose
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Anuncios de cambios monetarios y cambiarios

N° 131

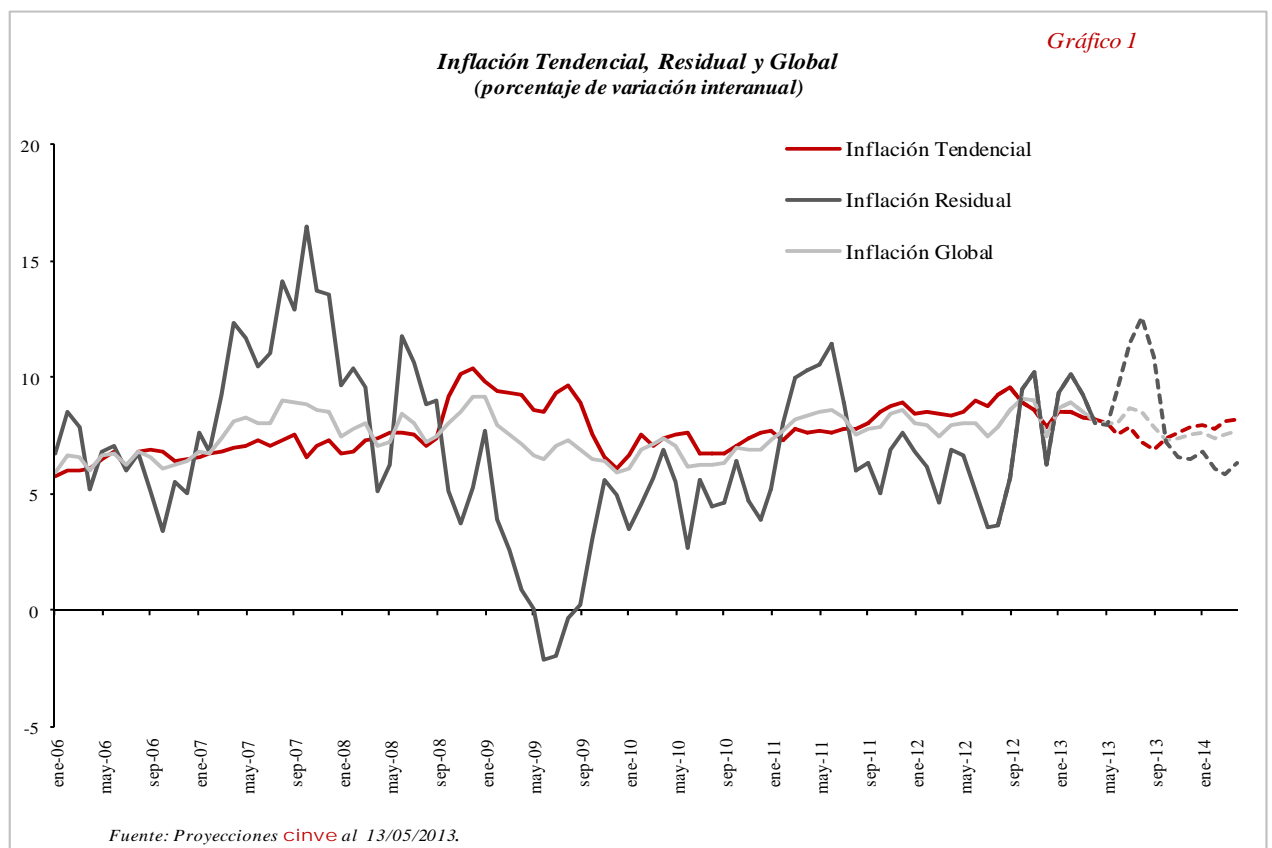
27 de Mayo de 2013

INFLACIÓN CONTINÚA MODERÁNDOSE

A principios de mes se conoció el dato de inflación de abril que determinó un incremento de 0,45%, moderando la inflación interanual (8,1%). A su vez, el componente tendencial, señal más estable de la evolución de los precios ya que excluye componentes volátiles, energéticos y precios de tarifas públicas, también se moderó por segundo mes consecutivo, indicando que, tal como se esperaba, la inflación comienza a dar señales de ceder levemente. En este comportamiento influyen variables internas y externas, asociadas a la desaceleración de la economía y a la relativa estabilidad del escenario externo, que permiten reducir la magnitud de las presiones inflacionarias.

Este comportamiento esbozado en los últimos dos meses, continuaría en tendencia durante el resto del año. De todas formas, se debe hacer notar que durante julio y agosto, la inflación interanual volverá a incrementarse transitoriamente producto de que este año no se repetirá el plan de ahorro energético ("Tu Ahorro Vale Doble") dado que las condiciones hídricas permitirían generar energía normalmente. Esto implica que durante estos meses, se incorpora para la medición de doce meses un mes de inflación normal mientras se excluye un mes de inflación afectado a la baja por la reducción de la tarifa eléctrica. De todas formas, excluyendo estos meses la inflación continuaría moderándose producto de la desaceleración de la actividad que ya se aprecia en numerosos sectores de actividad. Asimismo, esta moderación se apreciaría aún más en la inflación tendencial, señalando que las presiones inflacionarias internas pierden fuerza, mientras las externas se mantienen débiles.

En lo que sigue de este informe comentamos en detalle el dato de inflación del mes pasado y realizamos, como es habitual, un diagnóstico del proceso inflacionario para luego presentar las proyecciones para este año. En la última sección de este informe, discutimos sobre la posibilidad manejada en los medios de que existan, en los próximos meses, modificaciones en el régimen de política monetaria actual y la inclusión de otras medidas ante los nuevos desafíos vigentes (entrada de capitales por *carry trade* y fuerte deterioro de la competitividad con todos los destinos relevantes).



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

Los precios de abril, medidos a través del IPC, se incrementaron en 0,45% con respecto a marzo, levemente por debajo de nuestra proyección puntual. Esto determinó que la inflación interanual se sitúe en 8,1%, continuando la moderación comenzada el mes pasado. Este enlentecimiento en el incremento de los precios era esperable, dado el fin de los ajustes estacionales del primer bimestre y por la incidencia de factores internos y externos que reducen la intensidad de las presiones inflacionarias.

Según el INE, las divisiones que mayor incidencia tuvieron durante el mes pasado fueron los alimentos y bebidas no alcohólicas, la vestimenta y la vivienda. En cambio, las que menores incrementos tuvieron fueron las bebidas alcohólicas y tabaco, el transporte, las comunicaciones y recreación y cultura. Analizando el dato de abril del punto de vista de los precios transables y no transables, se destaca la moderación de los incrementos en ambos rubros, en línea con las menores presiones internas y la estabilización del escenario externo. Asimismo, la inflación y el desdoblamiento cambiario en Argentina ya estarían impactando a la baja en algunos rubros transables (servicios turísticos, entre otros), a través de la deflación en dólares.

Por último, la inflación tendencial, correspondiente al núcleo de bienes y servicios cuyo precio es más estable, se moderó en abril, ubicándose en 8,2% en términos interanuales. Esta moderación constituye una buena señal sobre un leve enfriamiento de las presiones inflacionarias y una menor tensión en el sistema de precios. De todas formas, este componente se mantiene persistentemente por encima del rango meta, aunque desacelerándose.

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.

El escenario externo se mantiene prácticamente estable: el dólar se ha mantenido en torno a \$19 durante los últimos meses y los precios internacionales parecen estabilizarse en niveles levemente inferiores, tanto para los alimentos como para el petróleo. Este escenario determina menores presiones externas, a pesar de que la incertidumbre internacional se mantiene y podría aportar mayor volatilidad a los precios, en especial ante la ocurrencia de algún shock. En línea con esto, se espera que los precios se mantengan estables mientras que el tipo de cambio tendría una leve alza, dado que la desaceleración de la inflación permitiría recomponer el desequilibrio externo.

Adicionalmente, la evolución del petróleo y su mantenimiento por debajo del precio de referencia para ANCAP, permitirían reducir las tarifas de combustibles en los próximos meses. Sin embargo, dicha decisión y su timing tendrían en cuenta también la necesidad de recomponer las cuentas fiscales y la trayectoria esperada de la inflación para los próximos meses.

La mayor innovación para el escenario internacional proviene desde Argentina. En este sentido, el desdoblamiento cambiario, que alcanzó una brecha de casi 100% entre el tipo de cambio oficial y el paralelo (*blue*), ha derivado en una elevada deflación en dólares. Dado los vínculos comerciales, tanto en bienes como en servicios con dicho país, es esperable que dicha deflación en Argentina sea "importada" hacia Uruguay, al menos en los rubros objeto de comercio bilateral. Esto determinaría menores presiones externas sobre algunos productos transables.

A nivel interno, la desaceleración de la actividad económica general, los menores incrementos salariales previstos para 2013 y el menor dinamismo del mercado laboral implicarían una reducción de las presiones de demanda que hicieron mella durante los años anteriores, sobre todo sobre los rubros no transables. En este sentido, el enfriamiento de la economía reduciría los incrementos de precios, ayudando a moderar la inflación.

La incorporación del dato de abril (levemente por debajo de lo previsto) y el mantenimiento del escenario doméstico e internacional determinan que las proyecciones para 2013 se corrijan levemente a la baja, ubicándose en 7,6%¹.

¹ Cabe señalar que estas estimaciones contemplan la repetición del plan "UTE Premia" en las mismas condiciones que en diciembre pasado. Por tanto en el caso de cambiar la magnitud o el alcance del plan, las proyecciones para 2013 y 2014 se verán modificadas.

Cuadro 1		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Mayo)	0.3	0.5
Próximos 12 meses (Abril 2014)	7.7	8.2
Año calendario 2013	7.6	7.9
Año calendario 2014	7.6	8.1

Fuente: Proyecciones *cinve* al 13/05/2013.

ANUNCIOS DE CAMBIOS CAMBIARIOS Y MONETARIOS

En los últimos días ha trascendido a través de la prensa la posibilidad de que existan en los próximos meses anuncios sobre cambios concernientes a la política monetaria y otras medidas que atiendan algunos sucesos de recientes intensificación como el ingreso de capitales especulativos. Estos anuncios abarcarían varios aspectos, desde medidas macroprudenciales hasta posibles modificaciones dentro del esquema monetario actual de objetivo de inflación. En lo que sigue analizaremos las primeras, mientras que los posibles cambios en materia monetaria serán comentados someramente a la espera de anuncios más firmes por parte de las autoridades.

El contexto internacional de bajas tasas de interés, muy moderado crecimiento económico en algunos casos (Estados Unidos y Japón) y recesión técnica en otros (Eurozona) implican que el mercado financiero internacional presente un elevado grado de liquidez. Esto ha derivado en que los agentes financieros hayan orientado estos fondos hacia los mercados emergentes en general, entre los que se encuentra Uruguay. Si bien esto viene ocurriendo desde hace algún tiempo este fenómeno se ha intensificado desde 2012. Esta intensificación se asocia a numerosas causas fundamentales y otras más transitorias, sin embargo es posible que el desfase entre la política monetaria de Brasil y Uruguay haya derivado en un diferencial de tasas que incentivó la llegada de capitales a Uruguay, algunos de ellos reduciendo parcialmente su exposición a Brasil. Sin embargo, dado el tamaño del mercado de capitales local, una mayor llegada de capitales por *carry trade* se traduce en presiones a la baja sobre el tipo de cambio, que si bien son positivas en términos de reducir presiones inflacionarias transables, tienen su contraparte en la pérdida de competitividad de los bienes y servicios nacionales.

En respuesta a esta mayor llegada de capitales y a las presiones sobre el mercado cambiario que producía dicho fenómeno, el BCU tomó dos medidas en agosto y setiembre de 2012. La primera resolvió reinstaurar la posibilidad de comprar títulos denominados en moneda nacional con dólares, evitando sumar presiones innecesarias a la apreciación del peso que se habían generado con la prohibición anterior. En segundo lugar, y tal vez la medida de mayor impacto, constó en instaurar un encaje obligatorio sobre el monto de activos de deuda emitidos por el BCU (en especial LRM) adquiridos por no residentes. Esto determinaba que el 40% del monto adquirido por estos fondos quedaría inmovilizado en el BCU, lo que implicaría costos adicionales y desincentivaría su participación en el mercado de títulos local.

Si bien la medida fue efectiva en reducir la llegada de capitales especulativos a títulos emitidos por el BCU, ésta trataba de forma diferencial los títulos del BCU y los títulos emitidos por el MEF. Por tanto, el *carry trade* se reorientó a títulos de características similares pero emitidos por la Tesorería, haciendo que el desafío de política persistiera y que las presiones sobre la moneda local fueran constantes. En esta línea es que es posible que en los próximos días, el esquema de inmovilización se extienda a estos títulos no contemplados en primera instancia. Al menos a aquellos títulos emitidos por el Gobierno Central de más corto plazo y de emisión local (no globales, aunque por lo general éstos son de más largo plazo y no son objeto de especulación por parte de estos fondos). Esto reduciría, al menos en parte, el ingreso de capitales especulativos permitiendo en última instancia una depreciación del peso y una recomposición parcial de los precios relativos y la competitividad externa. De hecho, luego de que trascendieran estas medidas el mercado ha comenzado a convalidar un tipo de cambio más alto, adelantando en alguna medida los movimientos de política macroprudencial trascendidos.

En este sentido, un menor ingreso de capitales reduciría la necesidad de intervención del BCU en el mercado de cambios a través de la compra de dólares, con el consiguiente incremento de las reservas y emisión de títulos de regulación monetaria. Si bien la acumulación de reservas actúa como un seguro ante posibles shocks negativos, su contrapartida implica un costo fiscal adicional. Este costo, asociado a la cuenta intereses (pagados por los títulos de deuda) bajaría ya que sería menor la cantidad de dinero a esterilizar por parte del BCU, ante la menor compra de dólares.

Por otro lado, también se ha comentado que podría haber innovaciones en lo que refiere a la implementación del régimen monetario de metas de inflación. En este punto, aún no parece haber definiciones pero es posible que se observen cambios en los instrumentos de política, en el rango meta u otros aspectos formales. De todas formas, no se espera un cambio en la institucionalidad del régimen que, si bien no ha logrado ubicar la inflación dentro del rango meta en más del 75% del tiempo, ha permitido mantener la inflación por debajo del 10%, lo que hemos discutido con anterioridad como una meta no declarada.

Comentar sobre los efectos de estas medidas no es posible por el momento, ya que se desconocen cuáles serán, pero de todas formas existen algunas puntualizaciones por hacer. Si el objetivo de su implementación fuera optimizar el funcionamiento del esquema de metas de inflación y lograr recomponer la credibilidad perdida en los últimos años, se deberá trabajar en la generación de una buena reputación, y esto se logra mediante la declaración y sostenimiento de un objetivo claro y explícito. En este sentido el rol de la comunicación y la transparencia serán primordiales. Ya no basta con anunciar un cambio o una nueva medida sino se trata de explicitar sus motivos y objetivos, su funcionamiento y características para empezar a recuperar los canales de transmisión de política y generar una comunicación clara y fluida con los agentes. Es por esto que, más allá de las medidas adoptadas y los cambios previstos al esquema actual, su efectividad, sin entrar en discusiones técnicas, dependerá fuertemente de cómo se comuniquen los cambios y como los internalicen los agentes. Para reducir los desvíos en interpretación es que la transparencia y efectividad en la transmisión de la información deberán primar, salvo que los resultados esperados sean otros a los discutidos anteriormente.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.64	0.62	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.42	0.76	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.33	0.14	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.51	0.62	
(4) ANE (12,12%)	0.43	1.01	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.13	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.26	0.51	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.45	0.59	
(*) 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 2010/ Dic 2009</i>	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
<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>	6.72	9.49	6.85	7.89	10.52	2.33	2.06	6.52	7.56
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	7.12	9.62	6.07	8.06	9.29	3.23	2.00	6.30	7.64
<i>Prom 2010/ Prom 2009</i>	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
<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>	6.22	9.58	8.02	7.82	13.32	6.49	1.65	9.08	8.13
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	7.17	9.66	6.34	8.12	9.62	3.44	2.43	6.45	7.71

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 13/05/2013.

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	0.59	0.52	0.00	0.49	-0.77	0.00	0.00	-0.39	0.27
06/13	0.54	0.63	0.02	0.52	-0.50	0.00	0.00	-0.25	0.33
07/13	0.44	0.73	2.82	0.84	1.86	0.00	1.00	1.08	0.90
08/13	0.22	1.00	0.27	0.55	2.57	0.00	0.00	1.30	0.74
09/13	0.59	0.66	0.27	0.58	1.38	0.00	0.00	0.71	0.61
10/13	0.76	0.58	0.14	0.61	1.32	0.00	0.00	0.68	0.63
11/13	0.61	0.79	0.00	0.62	-0.55	0.00	0.00	-0.28	0.39
12/13	0.39	0.57	0.00	0.42	0.09	-10.44	0.00	-3.47	-0.54
01/14	0.74	1.19	1.91	1.06	1.77	12.67	0.00	4.91	1.99
02/14	0.44	1.16	0.00	0.69	-0.35	2.42	2.00	0.92	0.75
03/14	0.82	0.99	0.93	0.90	0.79	0.00	0.00	0.41	0.78
04/14	0.82	0.49	0.00	0.59	1.42	0.00	0.00	0.74	0.62
05/14	0.62	0.54	0.00	0.51	-0.27	0.00	0.00	-0.14	0.35
06/14	0.52	0.61	0.00	0.50	-0.04	0.00	0.00	-0.02	0.37

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/05/2013.

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									
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%)
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	6.56	9.61	8.40	8.03	11.90	5.61	1.09	7.95	8.01
06/13	6.03	9.17	8.24	7.58	15.42	5.39	1.09	9.47	8.04
07/13	5.97	9.22	10.87	7.86	15.49	10.10	2.09	11.43	8.72
08/13	5.42	9.22	7.49	7.23	16.14	12.29	2.09	12.55	8.51
09/13	5.22	9.08	6.01	6.90	14.09	10.21	2.08	10.86	7.86
10/13	5.76	9.26	6.97	7.35	12.04	2.55	2.08	7.19	7.31
11/13	6.25	9.34	6.89	7.61	10.74	2.64	2.08	6.59	7.35
12/13	6.72	9.49	6.85	7.89	10.52	2.33	2.06	6.52	7.56
01/14	6.95	9.35	6.76	7.93	10.03	4.09	2.07	6.79	7.65
02/14	6.85	9.22	6.51	7.81	8.75	3.65	3.07	6.12	7.39
03/14	6.98	9.64	6.84	8.08	8.29	3.49	3.02	5.84	7.52
04/14	7.18	9.72	6.49	8.17	9.36	3.36	3.02	6.34	7.71
05/14	7.21	9.74	6.49	8.19	9.90	3.36	3.02	6.60	7.79
06/14	7.18	9.72	6.48	8.17	10.41	3.36	3.02	6.85	7.84

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/05/2013.

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