

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- ¿Fin a la moderación inflacionaria?
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Nuevas medidas de política económica elevarán inflación

N° 132

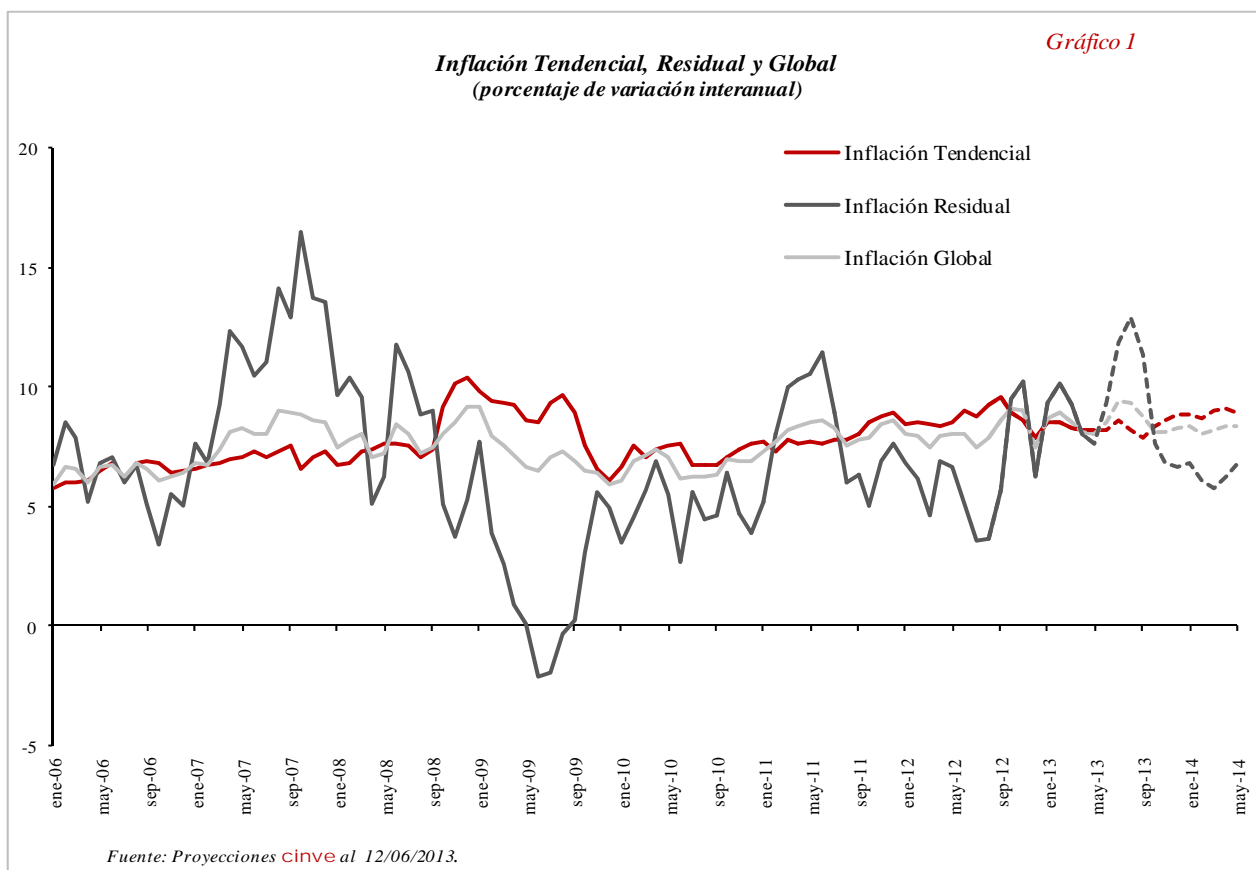
25 de Junio de 2013

¿FIN A LA MODERACION INFLACIONARIA?

El dato de inflación de mayo determinó un incremento en los precios de 0,32% en línea con lo esperado, indicando un escenario de desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios. Esta desaceleración se produce a la luz de la consolidación de un escenario doméstico de menor actividad y un escenario externo que se mantuvo relativamente estable a pesar de la deflación importada desde Argentina. En esta línea, la inflación tendencial también señala la moderación en la evolución de los precios, aunque el mantenimiento de este componente en torno a 8,2% indica que su nivel sigue siendo elevado.

En lo que refiere a la inflación por su origen transable o no transable, se destaca que los mayores incrementos de precios se fueron causados por el componente relacionado a los bienes y servicios que no se comercian internacionalmente y que definen su precio en función de la oferta y demanda de mercado. En este sentido, si bien los precios de los productos no transables crecieron considerablemente, éste no habría sido derivado del dinamismo de la demanda interna, que de hecho se desacelera en línea con la actividad económica general, sino que se debería a arreglos institucionales que impactan en rubros como el servicio doméstico, entre otros. Por tanto es de esperar que en los próximos meses las presiones sobre los no transables se reduzcan, de la mano de un desempeño económico general que se modera respecto a años anteriores.

Por el lado de los transables el mes corriente podría implicar un cambio abrupto en la tendencia que se ha venido observando en los últimos tiempos. Es que el escenario internacional de relativa estabilidad y el desdoblamiento cambiario en Argentina han permitido reducir las presiones externas sobre los precios domésticos, y de esta forma aportar cierto alivio a la inflación. No obstante, el cambio de prioridades de las autoridades económicas ante la preocupación por la apreciación del peso junto al incipiente cambio de fase en el mercado financiero internacional derivarían en un incremento de los precios transables a través del incremento en el tipo de cambio. Esto pondría la inflación en un nivel superior al esperado previo a la adopción de las medidas. En la última sección de este informe profundizamos en los cambios de política económica y cuantificamos su efecto sobre la inflación esperada para 2013.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El Índice de Precios al Consumo de mayo marcó un incremento mensual de 0,32% en línea con lo esperado, dejando la inflación interanual prácticamente incambiada respecto al mes anterior (8,1%).

De acuerdo a los datos del Instituto Nacional de Estadística, las divisiones que mayor incidencia tuvieron en los incrementos de precios del pasado mes fueron aquellas relacionadas con la vivienda (0,24%) y la vestimenta (0,06%). El incremento en los precios de los bienes y servicios relacionados a la vivienda se explica por incrementos en los alquileres y por los Consejos de Salarios del servicio doméstico, que determinaron un fuerte incremento en su precio. No obstante, si bien esto se traduce en mayores incrementos de los rubros no transables, no indicaría la existencia de un incremento en las presiones de demanda, sino que se produce por arreglos institucionales específicos. Mientras tanto, los alimentos y bebidas no alcohólicas tuvieron una incidencia negativa de 0,1%, producto de la reducción en los alimentos no elaborados (carnes y legumbres y hortalizas)

Por último, la inflación tendencial que recoge la evolución del núcleo central de precios, es decir aquellos bienes y servicios depurados de componentes volátiles, se incrementó en 0,67%, dejando la medición anualizada a mayo sin cambios respecto al mes anterior (8,2%). Si bien la tónica para los meses pasados fue de cierta moderación en las presiones inflacionarias, la inflación se mantiene sistemáticamente por encima del techo del rango meta señalando la persistencia del proceso inflacionario.

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 interno se mantiene estable respecto a meses anteriores. En este sentido la economía continúa la senda de desaceleración, confirmado con el dato del primer trimestre de este año dado a conocer en los últimos días. A esto se le suma el enlentecimiento del crecimiento de los salarios, que aunque continuarán creciendo por encima del 10% nominal, reducen sus incrementos respecto al año anterior. Este escenario determina la reducción de las presiones de demanda que tuvieron especial incidencia sobre los precios domésticos durante el año pasado.

En cuanto al escenario internacional, si bien los precios internacionales se mantienen estables hasta el momento, el mercado comienza a dar señales de un cambio de fase a nivel global que podría impactar en algunas variables relevantes para Uruguay. En línea con esto, Estados Unidos empieza a dar indicios más firmes de recuperación lo que permite augurar que el escenario de alta liquidez internacional y bajas tasas de interés alcanzaría su fin en el mediano plazo. De hecho en los últimos días los anuncios de la Fed indican que los estímulos monetarios se reducirán paulatinamente desde fines de este año, esperándose que la expansión monetaria finalice durante 2014. Esto ya comienza a internalizarse en el mercado financiero a través de la apreciación generalizada del dólar y la reducción en el precio de algunos activos de refugio como el oro. A su vez, de concretarse este escenario es esperable que las tasas de interés se eleven (reduciendo la llegada de capitales), el dólar continúe apreciándose y los precios de los commodities se reduzcan. No obstante, no se esperan correcciones dramáticas en el corto plazo, lo que daría lugar a movimientos graduales (no exentos de cierta volatilidad). De todas formas, parte del incremento de las presiones externas sobre los precios domésticos, derivados de este cambio a nivel internacional se mitigaría dada la deflación en dólares importada desde Argentina, producto del desdoblamiento cambiario. En este sentido, los bienes y servicios objeto de comercio bilateral reducirían su precio.

Para el corto plazo, se espera que los precios internacionales se mantengan estables en los niveles actuales, tanto para los commodities alimenticios como para el petróleo. De hecho, si bien este último encuentra su precio por debajo de la referencia de ANCAP (U\$S 110 para el petróleo Brent), el alza reciente en el tipo de cambio habría minimizado toda posibilidad de reducir el precio de los combustibles en el mercado local.

Si bien el dato de mayo se encontró en línea con lo previsto y el escenario doméstico se mantiene incambiado, el incipiente cambio de fase internacional junto a la adopción de nuevas medidas de política económica para reducir el ingreso de capitales especulativos (que comentaremos en la siguiente sección) determinan una corrección al alza en las proyecciones para 2013, esperándose que la inflación se ubique en torno a 8,3% en diciembre de 2013.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Junio)	0.7	1.0
Próximos 12 meses (Mayo 2014)	8.4	8.9
Año calendario 2013	8.3	8.8
Año calendario 2014	7.5	8.0

Fuente: Proyecciones CINVE al 12/06/2013.

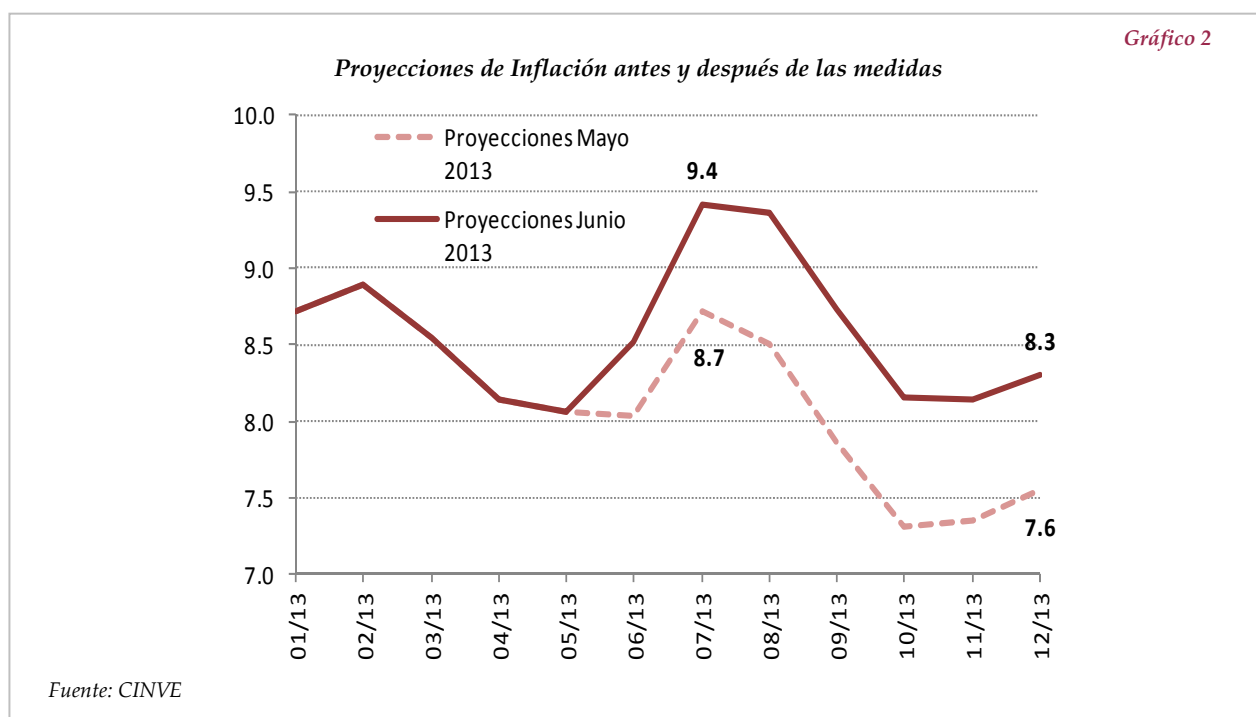
NUEVAS MEDIDAS DE POLÍTICA ECONOMICA ELEVARÁN INFLACIÓN

El jueves 6 de Junio el Comité de Coordinación Macroeconómica resolvió implementar importantes cambios en la política monetaria y nuevas medidas de política macroprudencial. Estos anuncios evidenciaron la preocupación de las autoridades por la entrada de capitales especulativos y su efecto sobre el tipo de cambio y las cuentas fiscales. Asimismo, a pesar de los cambios anunciados en la política monetaria, dichas medidas no implican mejoras en el combate contra la inflación sino que se centran en la búsqueda de detener la apreciación del peso, mitigar la pérdida de competitividad y reducir el déficit parafiscal de cara a los próximos meses.

Por un lado, la extensión del régimen de inmovilización de fondos sobre compras de no residentes a títulos emitidos por el MEF (Notas de Tesorería) y el incremento de la alícuota de inmovilización de 40% a 50% tiene como principal objetivo desalentar la llegada de capitales especulativos en busca de operaciones de *carry trade*. Estas medidas reducen la rentabilidad de las operaciones financieras de no residentes en Uruguay ya que eleva los costos de las operaciones y reduce la rentabilidad en dólares de aquellas inversiones ya realizadas.

Por otro lado, la nueva institucionalidad del régimen monetario, con el cambio de instrumento, ancho del rango meta y horizonte de evaluación de política monetaria, introduciría en el futuro mayor volatilidad en las tasas de mercado en moneda nacional y en el tipo de cambio, lo que se traduce en una mayor incertidumbre para la rentabilidad esperada ex ante y mayores costos de monitoreo para estas operaciones. En este sentido, la poca profundidad del mercado financiero uruguayo y la baja exposición de los portafolios globales hacia Uruguay, determinan que los costos de monitoreo sean aún mayores respecto a otros mercados.

En línea con lo anterior, en los días previos al anuncio de las medidas y luego de su adopción se observó una tendencia marcada hacia el fortalecimiento del dólar. Este fenómeno se dio a nivel internacional y pudo verse exacerbado a nivel local ante el anuncio de las medidas ya comentadas. En este sentido el tipo de cambio se apreció fuertemente desde mediados de mayo y su volatilidad se ha incrementado. Si bien esta alza en el tipo de cambio recompone parcialmente la competitividad externa, su efecto sería reducido ya que, en contrapartida, también elevaría la inflación esperada para 2013.



De esta manera, el nuevo escenario previsto para el tipo de cambio determina una corrección al alza de las proyecciones de inflación, tal como señala el gráfico 2. Este fenómeno es aún más marcado en el componente tendencial, ya que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio hacia los precios domésticos es más elevado en el componente más estable de precios (inflación de núcleo) que a nivel agregado. En este sentido, la principal limitación a la apreciación del dólar en el mercado local es la evolución de la inflación.

Por último, cabe recordar que en los últimos días de junio se reúne el Comité de Política Monetaria. En esta oportunidad los anuncios del COPOM deberán ser seguidos con atención ya que se anunciarán las modificaciones en la institucionalidad del régimen de metas de inflación. Si bien el rango meta seguirá ubicándose entre 4% y 6% hasta junio del 2014, el COPOM deberá anunciar que instrumento utilizará como referencia para la política monetaria y cuál será su meta intermedia. Como ya hemos comentado, el régimen de agregados monetarios presenta algunas limitantes en lo que refiere a su transparencia, disponibilidad de información y entendimiento por parte de los agentes, entre otros aspectos que dificultan el monitoreo y seguimiento de las instancias monetarias. Además, la evidencia empírica¹ señala que los agregados monetarios tienen baja incidencia para controlar la inflación cuando esta se ubica por debajo del 10% anual. Por tanto, este cambio de instrumento deberá ser explicitado y detallado en el próximo COPOM, tanto en lo que refiere al manejo de la política monetaria como a la comunicación con los agentes. En esta línea, una correcta rendición de cuentas sobre el desempeño monetario mediante canales de comunicación eficientes y el mantenimiento de un objetivo claro y explícito que deje de lado la discrecionalidad relativa de los últimos años en materia monetaria, serán claves para evitar que las expectativas se desanclen aún más con respecto al objetivo del BCU.

...

¹ Garda, P., Lanzilotta, B. y Mantero, R. (2006) "Agregados Monetarios e Inflación en Uruguay: ¿Una relación no lineal?" **cinve**

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.58	0.59	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.86	0.52	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.31	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.67	0.49	
(4) ANE (12,12%)	-1.45	-0.77	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.07	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.71	-0.39	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.32	0.27	
(*) 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>	8.18	10.18	6.63	8.84	10.70	2.40	2.08	6.64	8.30
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	7.05	9.56	6.09	8.00	8.40	3.22	2.00	5.82	7.48
<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>	7.02	10.03	7.97	8.37	13.56	6.54	1.66	9.22	8.58
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	7.76	9.85	6.19	8.46	8.89	3.47	2.44	6.08	7.87

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/06/2013.

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	1.33	0.79	0.11	0.96	-0.04	0.00	0.00	-0.02	0.72
07/13	0.69	0.89	2.21	0.95	2.88	0.00	1.00	1.59	1.10
08/13	0.62	1.06	0.27	0.76	2.45	0.00	0.00	1.24	0.88
09/13	0.61	0.64	0.27	0.58	1.51	0.00	0.00	0.78	0.63
10/13	0.74	0.57	0.14	0.60	1.24	0.00	0.00	0.64	0.61
11/13	0.59	0.77	0.00	0.60	-0.87	0.00	0.00	-0.45	0.34
12/13	0.34	0.55	0.00	0.39	-0.11	-10.43	0.00	-3.56	-0.58
01/14	0.71	1.19	1.94	1.05	1.58	12.67	0.00	4.80	1.94
02/14	0.42	1.14	0.00	0.68	-0.48	2.42	2.00	0.85	0.72
03/14	0.80	1.00	0.93	0.90	0.74	0.00	0.00	0.38	0.77
04/14	0.82	0.46	0.00	0.58	1.43	0.00	0.00	0.74	0.62
05/14	0.62	0.52	0.00	0.51	-0.43	0.00	0.00	-0.22	0.33
06/14	0.52	0.61	0.00	0.50	-0.18	0.00	0.00	-0.09	0.36

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/06/2013.

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	6.54	9.99	8.73	8.21	11.13	5.68	1.11	7.60	8.06
06/13	6.84	9.71	8.67	8.24	15.15	5.46	1.10	9.37	8.51
07/13	7.04	9.92	10.64	8.64	16.38	10.17	2.11	11.89	9.42
08/13	6.91	9.99	7.27	8.22	16.89	12.36	2.11	12.94	9.36
09/13	6.74	9.82	5.79	7.90	14.97	10.28	2.09	11.33	8.73
10/13	7.28	9.99	6.75	8.34	12.81	2.61	2.09	7.60	8.15
11/13	7.75	10.05	6.67	8.58	11.14	2.71	2.09	6.82	8.14
12/13	8.18	10.18	6.63	8.84	10.70	2.40	2.08	6.64	8.30
01/14	8.38	10.03	6.56	8.86	10.00	4.16	2.08	6.80	8.35
02/14	8.26	9.88	6.31	8.72	8.58	3.72	3.08	6.06	8.06
03/14	8.38	10.32	6.65	8.99	8.06	3.56	3.03	5.75	8.18
04/14	8.58	10.37	6.30	9.07	9.14	3.43	3.03	6.26	8.36
05/14	8.62	10.00	5.98	8.89	10.27	3.36	3.02	6.77	8.37
06/14	7.75	9.81	5.87	8.40	10.12	3.36	3.02	6.70	7.98

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/06/2013.

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