

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación se mantiene estable por encima del objetivo
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El último COPOM: señales difíciles de decodificar

N° 133

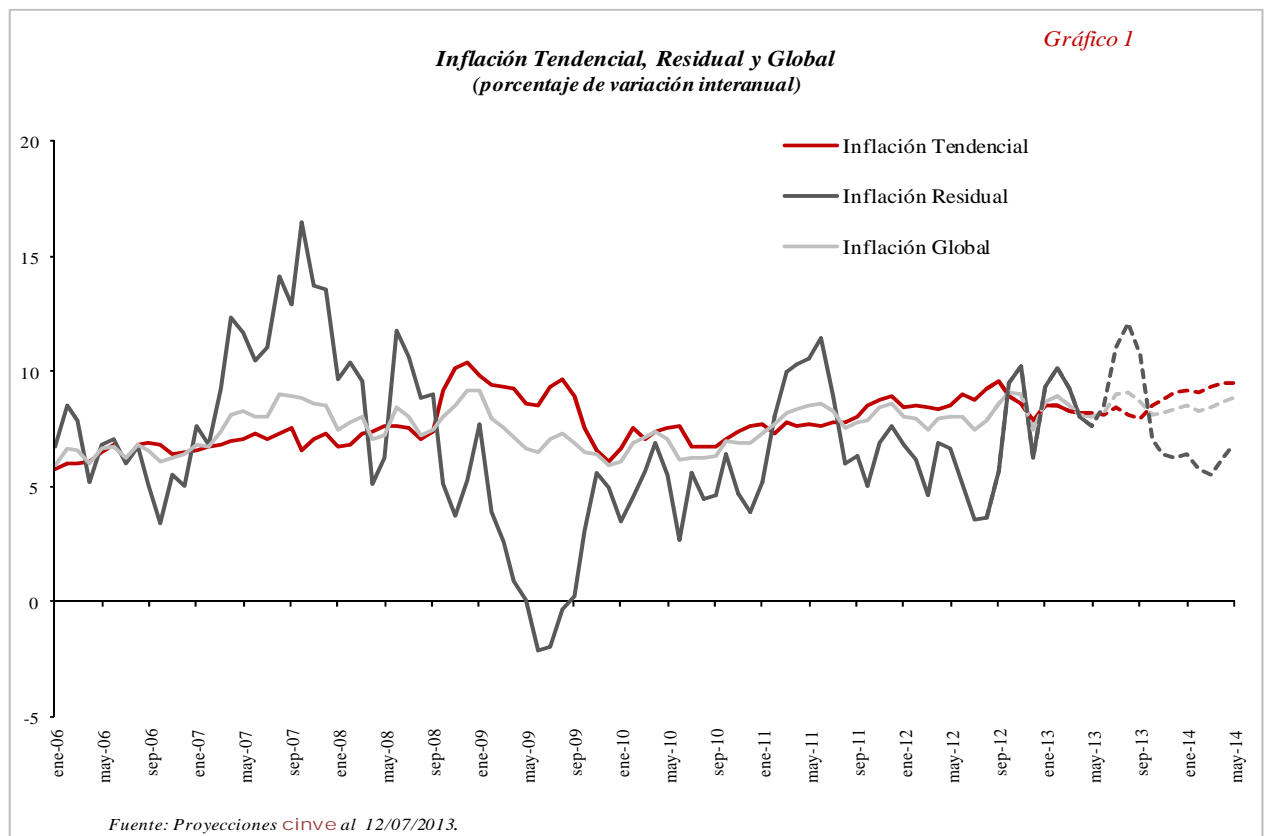
24 de Julio de 2013

INFLACIÓN SE MANTIENE ESTABLE POR ENCIMA DEL OBJETIVO

El dato de inflación de junio pautó un incremento de 0,43% en los precios, registro que se ubicó por debajo de lo esperado. Esto determinó que la inflación interanual se sitúe en 8,2%, manteniéndose estable respecto del mes pasado. No obstante, el comportamiento de la inflación mensual se vio fuertemente influenciado por el descenso de los precios en rubros volátiles, en especial de aquellos alimentos no elaborados. Estos componentes, de comportamiento intrínsecamente volátil, permitieron moderar el incremento de precios mensual.

Por otro lado, la inflación semestral cerró en 4,84%. Este registro es relevante ya que un gran número de convenios salariales fijan sus aumentos de sueldos dos veces al año (enero y julio) en función de lo ocurrido en el semestre anterior. En estos casos el correctivo por indexación salarial pautaría un incremento de 2,28% para aquellos convenios que fijaron el centro de rango meta como inflación esperada. Asimismo, esto es importante ya que en los próximos meses se negociarán los convenios de numerosos sectores de actividad y los desfases entre inflación proyectada y observada serán claves en la discusión entre sindicatos y empresarios. En este sentido, las pautas de negociación propuestas por el Poder Ejecutivo presentan dos alternativas de ajustes, una tradicional similar a la que se venía empleando en anteriores oportunidades y otra opción que apunta a ajustes nominales que consideran crecimientos sectoriales y macroeconómicos. La resolución de esta ronda, que involucra cerca de 500.000 trabajadores, será clave en lo que refiere a las presiones de demanda, en especial en un escenario de desaceleración de la economía en general.

Por último, en los últimos días de junio se conocieron los detalles de los cambios en la política monetaria. En particular, tal como se esperaba, se definió una medida ampliada de medios de pago (M1') como instrumento de referencia para la política monetaria y se puntualizó sobre las metas indicativas para dicho instrumento de cara al trimestre finalizado en setiembre (crecimiento interanual del M1' en el rango de 12,5%-13%) y para el horizonte de política definido en 24 meses (8%). En la última sección de este informe profundizamos sobre estas definiciones, discutiendo sobre las señales e interpretación de los agentes sobre el nuevo instrumento.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

La inflación mensual de Junio, medida a través del IPC, fue de 0,43%, dejando la inflación interanual relativamente estable respecto a meses anteriores (8,2%). Si bien este dato global se presenta como moderado, se produce en el marco de fuertes reducciones en los componentes más volátiles de la canasta de consumo, en especial carnes y legumbres y hortalizas. Estos rubros permitieron mitigar los efectos de las presiones internas y el traslado del alza del tipo de cambio a los precios domésticos.

En cuanto a la evolución de los precios transables (aquellos que se comercien internacionalmente), junio pautó un cambio en la tendencia observada en los últimos meses. Es que si bien se mantiene la estabilidad de los precios internacionales y el desdoblamiento cambiario en Argentina influiría a la baja sobre los precios en dólares en Uruguay (en especial en aquellos bienes y servicios objeto de comercio bilateral), la reciente alza en el tipo de cambio comienza a incidir en la dinámica de precios y genera mayores presiones sobre los bienes transables. Por su parte, los rubros no transables señalan la moderación de las presiones internas asociadas a la desaceleración de la economía. No obstante, estas presiones aún inciden en la dinámica de precios aunque se espera que continúe la moderación en los próximos meses.

En otro orden, la inflación tendencial (componente más estable de la canasta del IPC, depurado de precios volátiles y administrados) estuvo en línea con lo previsto en el mes de junio (0,84%), ubicando el registro interanual en 8,1%. Este registro se redujo muy levemente con respecto al mes anterior, señalando que las presiones inflacionarias persisten a pesar de la desaceleración de la economía. En este sentido, los recientes cambios en la política monetaria y la evolución del dólar habrían incidido al alza sobre el componente de precios más estable.

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 contexto internacional se mantiene estable con un incipiente cambio de fase en los mercados internacionales, que derivaría en un incremento de las tasas de interés internacionales, reducción de la liquidez, apreciación del dólar a nivel internacional y reducción de precios internacionales, entre otros. Si bien algunos de estos factores ya comienzan a observarse, el efecto será gradual, continuando al menos en el mediano plazo.

Por el lado de los precios internacionales de los alimentos, estos comenzarían una tendencia levemente descendente al tiempo que los contratos futuros señalan perspectivas de precios menores. Por otro lado, el petróleo se aparta de este fenómeno y comienza a incrementar su precio, asociado a problemas geopolíticos como la tensión en Egipto. Mientras tanto, el dólar se ubica en un nivel mayor en el mercado doméstico, tanto por el contexto internacional y regional, como por la adopción de los cambios de política monetaria y las nuevas medidas de inmovilización a fondos de no residentes. Esto deriva en mayores presiones sobre los precios, reduciendo parcialmente el efecto positivo sobre los precios relativos del incremento en el tipo de cambio. Sin embargo, el desdoblamiento cambiario en Argentina permitiría continuar importando deflación en dólares desde ese país a través del comercio bilateral, al tiempo que fomenta la sustitución de consumo por parte de los turistas uruguayos.

A nivel interno se destaca que las pautas salariales definidas por el Poder Ejecutivo atienden una moderación en los incrementos salariales consistente con la desaceleración de la economía. No obstante, estos lineamientos continúan indicando incrementos salariales reales, aunque menores a los de años anteriores señalando que se prioriza el empleo y la estabilidad del mercado laboral. Si bien esto auguraría que la senda de moderación de las presiones internas continuaría en los próximos meses, resta esperar la resolución de las negociaciones que seguramente se extiendan durante un tiempo con un alto grado de conflictividad. De todas formas sería deseable transitar hacia una evolución salarial acorde con el ciclo económico y la evolución de la productividad, que permita reducir presiones inflacionarias. Esto redundaría en mejoras a nivel de competitividad y permitiría recomponer, al menos parcialmente, los desequilibrios macroeconómicos actuales, ayudando a la política monetaria en el combate inflacionario.

Por tanto, si bien el dato de junio se encontró por debajo de lo esperado la clarificación de los anuncios de política monetaria por parte del COPOM junto a la corrección del escenario internacional previsto para los próximos meses determinan que se espere que la inflación a fin de año se ubique en 8,4% respecto a diciembre 2012.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Julio)	1.0	0.9
Próximos 12 meses (Junio 2014)	8.8	9.2
Año calendario 2013	8.4	9.0
Año calendario 2014	8.2	8.7

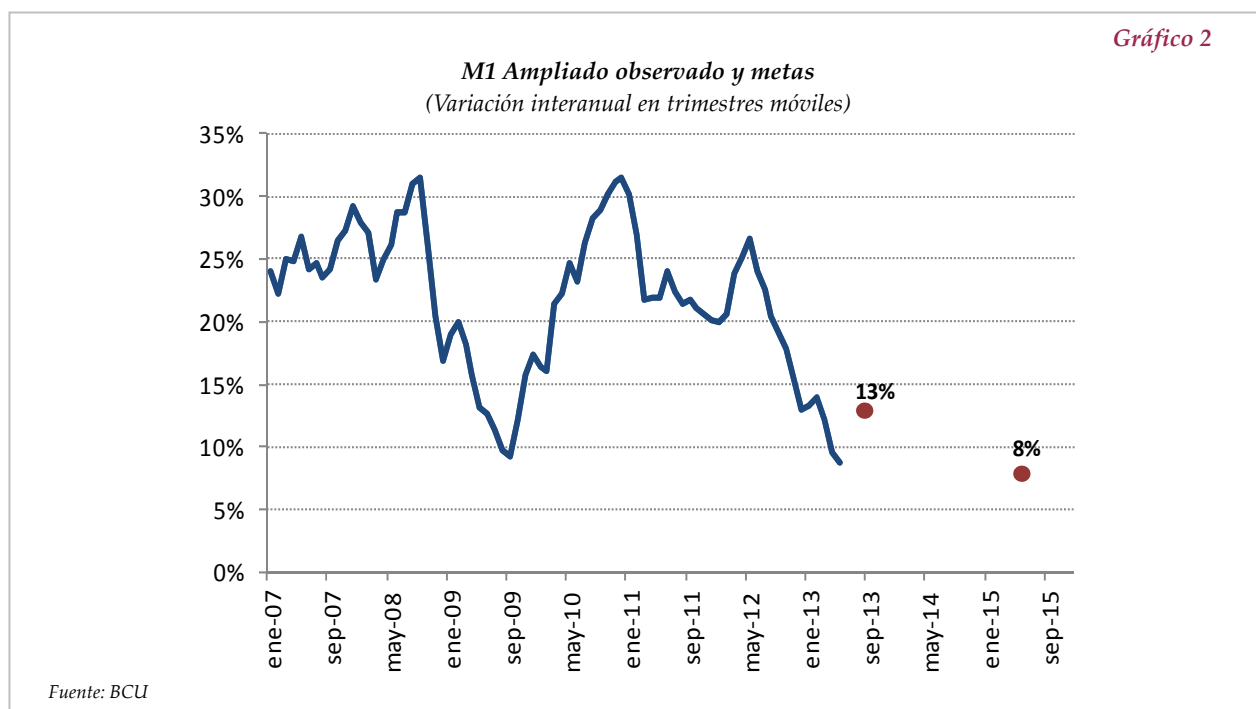
Fuente: Proyecciones *cinve* al 12/07/2013.

EL ÚLTIMO COPOM: SEÑALES DIFÍCILES DE DECODIFICAR

En los últimos días de junio tuvo lugar el segundo COPOM del año, reunión que generaba particular expectativa porque definiría el nuevo instrumento de política monetaria y algunas características adicionales sobre su operativa. Como era esperable, el COPOM determinó que los medios de pago ampliados serían utilizados como instrumento de referencia para la política monetaria. Este instrumento incluye la emisión en manos del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro y es conocido como M1 ampliado (o M1'). Este cambio implica que la autoridad monetaria renuncia al control del precio del dinero (la tasa de interés de referencia) para intentar controlar la cantidad de dinero disponible en el mercado. A partir de su implementación se intentará que el crecimiento de este instrumento sea consistente con la meta de inflación prevista.

En línea con lo anterior, un menor crecimiento del M1' indicaría que la cantidad de dinero se reduce, incrementando la tasa de interés (precio de referencia en el mercado de dinero) y determinando una cierta contracción monetaria que, en última instancia, buscaría reducir las presiones sobre los precios. Inversamente, una expansión del M1' incrementa la cantidad de dinero y se traduce, por tanto, en un relajamiento de la política monetaria. No obstante, si bien se buscará determinar la cantidad de dinero en el mercado (a través del manejo de la Base Monetaria y la incidencia sobre el multiplicador monetario), el COPOM anuncia en el comunicado posterior a la reunión, que otros factores fuera de su control inciden en la trayectoria del M1 ampliado lo que dificulta su manejo y podría agregar más incertidumbre a la instancia monetaria. Este elemento es uno de los que determina que el manejo de los agregados monetarios sea menos transparente, pudiendo ser objeto de mayor discrecionalidad que el anterior esquema con tasas de interés como señal de la política monetaria.

Gráfico 2



Adicionalmente, el COPOM especificó las metas indicativas para el instrumento para distintos plazos, definiendo un rango objetivo de crecimiento para el M1' en el tercer trimestre de 2013 que se ubicaría entre 12,5%-13% respecto al tercer trimestre de 2012. En tanto que el crecimiento del M1' para 2015 convergería al 8% para el segundo trimestre de 2015, momento en que se procedería a la evaluación de la política monetaria, según los nuevos plazos resueltos por el Comité de Coordinación Macroeconómica. Según el comunicado, el

COPOM sostiene que dichas metas indicativas implican una “clara señal contractiva”. En este sentido, el crecimiento previsto para el tercer trimestre de este año es menor al observado durante los años previos, aunque mayor al observado en los últimos tres trimestres móviles (gráfico 2). No obstante, los datos referidos a los medios de pago (M1') presentan una fuerte estacionalidad¹ por lo que la comparación entre trimestres y su interpretación debe contemplar este aspecto, dificultando el análisis sobre el sesgo monetario.

Adicionalmente, como ya hemos comentado en anteriores oportunidades, el régimen de agregados monetarios, en este caso a través del manejo del M1 ampliado, presenta algunas limitantes. Por un lado existe evidencia de que la correlación entre inflación y agregados monetarios es baja cuando la inflación se encuentra por debajo del 10%. De hecho el BCU utilizó este argumento en 2007, al comienzo de utilizar la tasa de interés como referencia para la política monetaria.

En la misma línea, la disponibilidad de datos para evaluar la instancia monetaria dificulta la comprensión de los agentes y resta transparencia al manejo monetario, lo que podría traducirse en nuevos obstáculos para recomponer la credibilidad. Esto se debe principalmente a que la información sobre el instrumento se conoce con más de un mes de retraso, dificultando la transmisión de las señales por parte de la autoridad monetaria. Por tanto, dado la falta de información, ya no basta con indicar que la política monetaria presenta un claro sesgo contractivo, si éste no es observable por parte de los agentes. Asimismo, dado que otros factores inciden en la evolución del instrumento, la transmisión de señales es aún más dificultosa, y requerirá de la instrumentación de una rendición de cuentas eficiente y que aporte información necesaria para la formación de las expectativas.

¹ La estacionalidad estimada de los medios de pago en base mensual indica que los meses de diciembre son los de mayor cantidad de dinero (M1'). En lo que resta del año enero, febrero, marzo y junio también son meses en los que la cantidad de dinero es mayor al promedio anual. En cambio, en los restantes la cantidad de dinero es menor. El modelo subyacente de esta estimación es un SARIMA (0,1,0)(0,1,1), con efecto calendario e intervenciones en datos atípicos.

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%)	0.89	1.33	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.93	0.79	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.25	0.11	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.84	0.96	
(4) ANE (12,12%)	-1.68	-0.04	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.15	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.79	-0.02	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.43	0.72	
(*) 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>	8.14	10.74	6.81	9.07	9.82	2.58	2.08	6.25	8.39
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	7.70	10.45	6.22	8.70	10.19	3.22	2.00	6.76	8.24
<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>	6.86	10.23	8.06	8.39	12.73	6.63	1.66	8.84	8.50
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8.21	10.77	6.39	9.08	9.77	3.53	2.44	6.55	8.46

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/07/2013.

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	0.62	0.77	2.15	0.86	2.88	0.00	1.00	1.58	1.04
08/13	0.78	1.17	0.32	0.89	2.59	0.00	0.00	1.31	0.99
09/13	0.76	0.86	0.27	0.75	1.83	0.00	0.00	0.93	0.79
10/13	0.80	0.65	0.16	0.66	1.39	0.00	0.00	0.72	0.67
11/13	0.62	0.79	0.00	0.62	-0.66	0.00	0.00	-0.34	0.38
12/13	0.41	0.59	0.01	0.44	-0.07	-10.41	0.00	-3.55	-0.54
01/14	0.72	1.34	2.00	1.13	1.62	12.65	0.00	4.84	2.01
02/14	0.47	1.20	0.00	0.72	-0.37	2.42	2.00	0.91	0.77
03/14	0.85	0.96	0.93	0.91	0.87	0.00	0.00	0.45	0.79
04/14	0.89	0.50	0.00	0.63	1.77	0.00	0.00	0.91	0.70
05/14	0.68	0.77	0.00	0.64	-0.33	0.00	0.00	-0.17	0.44
06/14	0.56	0.69	0.00	0.56	-0.10	0.00	0.00	-0.05	0.41

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/07/2013.

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	6.39	9.88	8.83	8.10	13.26	5.62	1.11	8.53	8.21
07/13	6.51	9.96	10.74	8.41	14.47	10.34	2.11	11.01	9.04
08/13	6.55	10.15	7.42	8.14	15.13	12.53	2.11	12.13	9.10
09/13	6.54	10.23	5.94	7.99	13.59	10.45	2.10	10.70	8.65
10/13	7.13	10.49	6.92	8.49	11.63	2.77	2.10	7.07	8.14
11/13	7.63	10.57	6.84	8.76	10.21	2.87	2.10	6.41	8.17
12/13	8.14	10.74	6.81	9.07	9.82	2.58	2.08	6.25	8.39
01/14	8.35	10.76	6.82	9.18	9.18	4.32	2.09	6.44	8.50
02/14	8.28	10.67	6.57	9.09	7.89	3.87	3.09	5.77	8.26
03/14	8.45	11.07	6.90	9.37	7.52	3.71	3.04	5.53	8.41
04/14	8.72	11.16	6.55	9.50	8.95	3.58	3.04	6.21	8.68
05/14	8.83	11.06	6.23	9.47	10.19	3.51	3.03	6.79	8.81
06/14	8.47	10.80	5.97	9.17	11.97	3.36	3.02	7.59	8.78

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/07/2013.

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