

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación elevada enlentece recomposición de competitividad
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Los agregados monetarios y las nuevas prioridades

N° 134

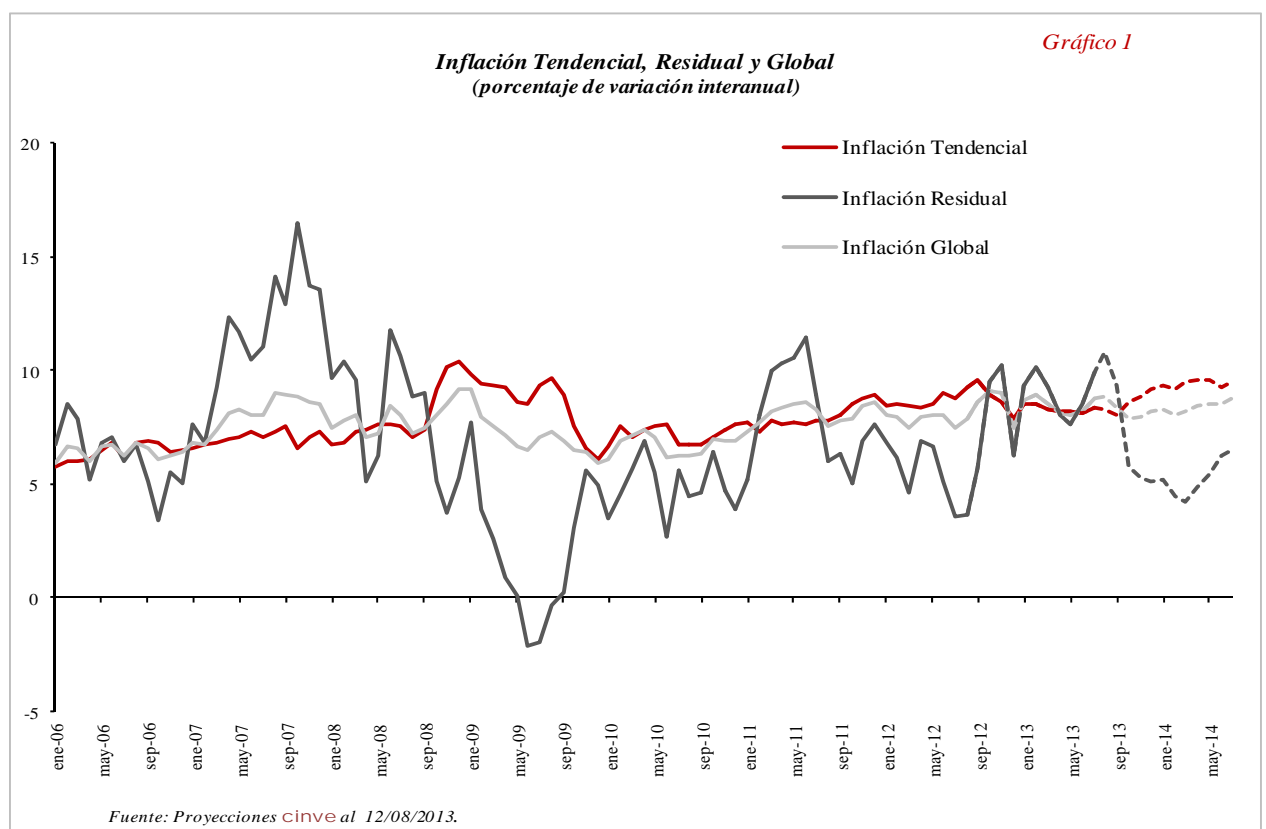
21 de Agosto de 2013

INFLACIÓN ELEVADA ENLENTECE RECOMPOSICIÓN DE COMPETITIVIDAD

El registro de inflación de julio determinó un incremento mensual de 0,77%, por debajo de lo esperado en nuestra proyección puntual. Esto determinó que la inflación interanual se eleve hasta situarse en 8,8%, aunque este registro no permite afirmar que se trate de una aceleración en el ritmo inflacionario, debido a la influencia que tuvo el plan de ahorro energético "Tu Ahorro Vale Doble" sobre la tarifa de energía eléctrica durante mediados de 2012 y que por lo tanto influye en la medición interanual. Cabe señalar que el efecto de las promociones en la tarifa energética interferirá en la interpretación de los datos de inflación de los próximos dos meses. Asimismo, si excluyéramos únicamente el rubro energía eléctrica de la medición de precios, el resto de los precios habrían crecido 8,2% respecto al mes de julio de 2012, mientras que la misma medición un mes atrás reflejaba un incremento de 7,9% en la comparación interanual.

Por su parte, el componente tendencial de la inflación, indicador depurado de rubros volátiles y tarifas públicas, mostró un incremento de 0,84%, en línea con lo esperado. Esto determinó que la inflación de núcleo se elevara levemente hasta ubicarse en 8,4%, señalando que las presiones inflacionarias mantienen su persistencia en la dinámica de precios interna. De hecho, dado que este componente excluye la tarifa de energía eléctrica, permite identificar una leve aceleración del proceso inflacionario en el núcleo duro de precios que se produce por factores internos y externos.

En otro orden de cosas, el peso uruguayo continúa la tendencia a la depreciación que comenzara en mayo. Si bien este fenómeno no es exclusivamente uruguayo sino que se repite en otros mercados, los cambios en la política monetaria y los nuevos obstáculos a la llegada de capitales habrían reforzado, al menos parcialmente, dicho fenómeno. De hecho, el anuncio de los cambios de política señaló una mayor preocupación por el desequilibrio de precios relativos con el exterior, indicando una posible reorientación de las prioridades de política económica. En la última sección de este informe ahondamos en estos efectos e intentamos esclarecer la evolución del tipo de cambio real en los últimos meses y sus implicancias.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El Índice de Precios al Consumo de julio pautó un incremento mensual de 0,77%, impulsando al alza la inflación interanual que se ubicó en 8,8%. 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 e indica una señal subyacente sobre la evolución de los precios más estables, depurando al índice global de comportamientos erráticos. En esta línea, la inflación tendencial mensual se ubicó en 0,84% lo que elevó el registro interanual hasta 8,4%. Por tanto, si bien el comportamiento del índice global no permite afirmar que durante julio existió una aceleración en el incremento de los precios, el componente tendencial indica que la inflación subyacente se aceleró levemente el mes pasado, en línea con lo esperado. En este sentido, se puede afirmar que continúan las presiones sobre este componente dejando claro que se necesitarán mayores esfuerzos para encauzar el proceso inflacionario.

En lo que refiere a los precios transables y no transables, en julio los segundos lideraron los incrementos de precios mensuales. Esto ocurre a pesar de la desaceleración de la economía y sería causado, al menos parcialmente, por un componente estacional relacionado a incrementos en algunos servicios y al incremento de salarios correspondiente al primer mes del segundo semestre. En línea con esto, dado que la ronda de Consejos de Salarios comenzó recientemente, es esperable que los incrementos salariales comiencen a darse gradualmente en los próximos meses, lo que impactaría de la misma forma en los precios a nivel general. En cuanto a los transables, si bien el alza en el tipo de cambio continúa firme, los rubros que se comercian internacionalmente no presentaron incrementos tan importantes. De todas formas se espera que el tipo de cambio presione al alza dichos rubros, a pesar de que se mantiene el escenario de deflación importada desde Argentina y los precios internacionales de los alimentos se cotizan levemente a la baja.

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.

En primer lugar, el contexto internacional mantiene una relativa estabilidad con respecto a meses anteriores. En este sentido los anuncios del posible retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos (finalizando el QE3) continúan repercutiendo sobre los mercados financieros, aunque su efecto sería gradual, sin esperarse cambios abruptos. En este sentido los precios de los alimentos continúan estables aunque con una leve tendencia a la baja en los últimos dos meses. En tanto, los contratos futuros de los principales productos agrícolas confirman la evidencia de los últimos dos meses. Por el lado del petróleo, el mantenimiento de la tensión en Egipto implica que el precio continúa elevado aunque la tendencia de los próximos meses también sería a la baja, siempre que no ocurran nuevos problemas geopolíticos que generen incertidumbre sobre la oferta de combustible a nivel global.

En línea con lo anterior, el tipo de cambio a nivel local continúa acompañando lo que ocurre a nivel internacional, donde la mayoría de las monedas emergentes se deprecian en relación al dólar. En el mercado local sucede también que las recientes medidas macroprudenciales han reducido la entrada de capitales, lo que mantiene la presión en el mercado cambiario, y que junto a la volatilidad en el mercado de dinero derivaría en un tipo de cambio mayor aunque más volátil en su cotización diaria. Por tanto, la depreciación del peso continuaría en los próximos meses, en un intento por recomponer la relación de precios relativos con el exterior. No obstante, esto repercutirá sobre los precios domésticos, a través del traspaso del incremento en el tipo de cambio, sobre todo en rubros transables, pero también en algunos no transables.

El escenario interno tampoco presenta innovaciones significativas respecto a meses atrás. En este sentido continúan evidenciándose signos de desaceleración económica, producto de la desaceleración regional y la incertidumbre internacional. Esto determina que la demanda interna se enlentezca, aunque continuaría creciendo por encima del producto agregado. En este sentido se espera que la próxima ronda salarial acompañe la evolución de las remuneraciones a dicho escenario de actividad, evitando de esta forma que el mercado laboral se deteriore, corrigiendo por precios (salarios) y no por cantidades (nivel de empleo).

Finalmente, dado que el dato de inflación de julio se encontró por debajo de lo esperado, las proyecciones de inflación para 2013 se corrigen levemente a la baja. En este sentido, se espera que a diciembre de 2013 la inflación se ubique en 8,2% respecto al mismo mes del año anterior.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Agosto)	1.0	1.0
Próximos 12 meses (Julio 2014)	8.8	9.1
Año calendario 2013	8.2	9.2
Año calendario 2014	8.2	8.8

Fuente: Proyecciones *cinve* al 12/08/2013.

LOS AGREGADOS MONETARIOS Y LAS NUEVAS PRIORIDADES

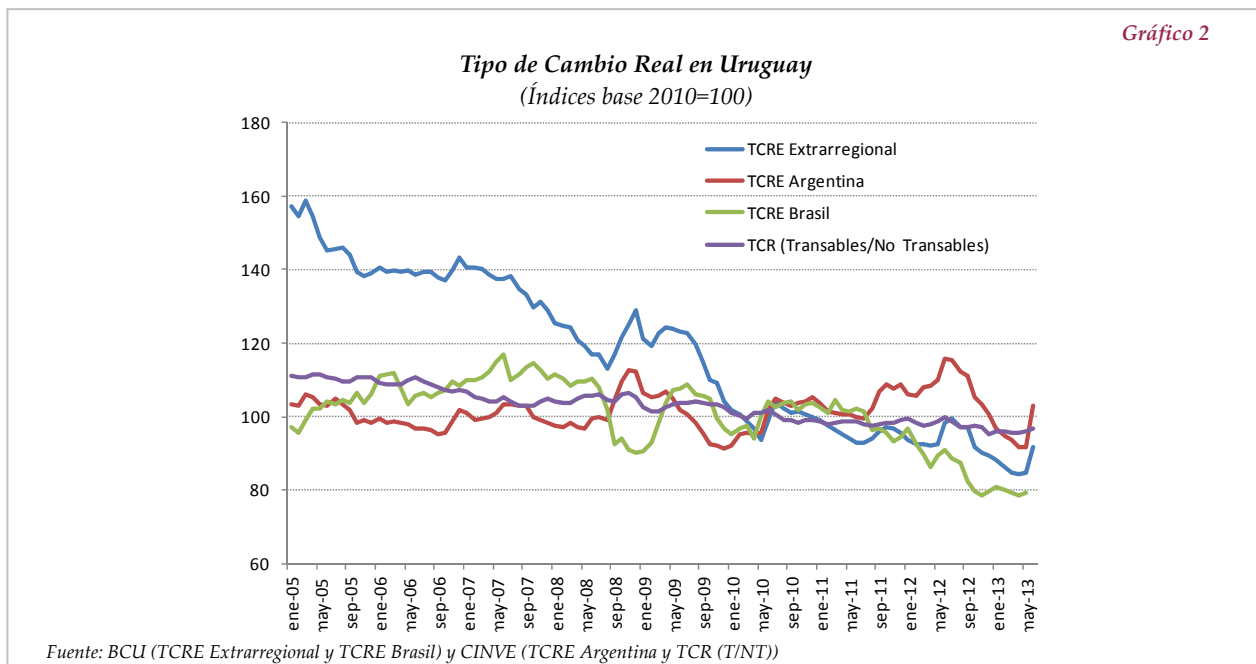
Hace ya algunos meses se implementaron importantes cambios en la política monetaria y algunas medidas macroprudenciales. Estas últimas consistieron en extender el régimen de fondos inmovilizados a la compra de títulos por parte de no residentes a los títulos emitidos por el Gobierno Central a través del MEF y la suba generalizada de la alícuota de inmovilización que pasó del 40% del capital invertido al 50%. Por su parte el principal cambio en la política monetaria consistió en una modificación en el instrumento, pasando de controlar la tasa de interés *call* a un día (precio del dinero) a manejar una medida de agregados monetarios, en este caso el M1 ampliado. Asimismo se redefinió el ancho de la banda asociada al objetivo inflacionario pasando a 3%-7% a partir de junio 2014 y se extendió el plazo de evaluación de la política monetaria de 18 meses a 24 meses.

Como ya hemos comentado, el manejo de agregados monetarios presenta varios desafíos en términos de su implementación, transparencia e interpretación por parte de los agentes. Sin embargo, al anunciarse en el último COPOM el instrumento a ser utilizado de aquí en más para el manejo de la política monetaria, surgen dudas sobre el sesgo efectivo de la política monetaria. Si bien se anunciaba que las metas intermedias para el M1 ampliado indicarían un “claro sesgo contractivo”, los datos de agregados monetarios disponibles a la fecha y la evolución de la tasa de interés no permitirían afirmar que ese fuera el sesgo efectivo. Es que, como se esperaba, la tónica en el mercado de dinero fue de fuerte volatilidad, lo cual se evidenció en las oscilaciones de la tasa de interés (el precio en el mercado de dinero) que pasó de cerca de 2% a más de 17% en pocos días. Por tanto, más allá del sesgo impreso en la política monetaria, la volatilidad ha sido una constante desde su implementación.

Por otro lado, las nuevas medidas anunciadas implicaban un cambio de diagnóstico por parte de las autoridades que se trasladaría a un cierto corrimiento en las prioridades de política económica. Si bien desde hace algún tiempo hemos comentado que uno de los principales desafíos de la autoridad monetaria ha sido manejar el delicado equilibrio entre estabilidad de precios y competitividad, los recientes cambios de política monetaria atienden con mayor énfasis el desafío de re-equilibrar la relación de precios relativos, dejando la inflación en un segundo plano, aunque esta operaría como una restricción mayor para el accionar monetario. De hecho, los primeros indicios apuntarían a que el principal objetivo de las medidas fue favorecer la depreciación del peso y de esta forma incidir en el tipo de cambio real.

De esta forma, desde mediados de mayo el tipo de cambio nominal entró en una tendencia ascendente, producto primero de los rumores y luego del anuncio de las medidas comentadas anteriormente. En esta línea, el peso se depreció 11% entre abril y junio a valores promedio mensuales, y agregaría aproximadamente 3% más de depreciación durante agosto. En este sentido resta definir si dicha depreciación permitió recomponer el desequilibrio de precios relativos con el exterior, o al menos con algunos de los principales socios comerciales con los que se perdió competitividad en términos de precios en los últimos tiempos.

Cabe reiterar que la depreciación del peso uruguayo que se viene produciendo desde mayo no es un fenómeno aislado, sino que se reproduce, con distintas intensidades, en la mayoría de las monedas emergentes. Esto ocurre, como se comentó en la sección anterior, por las expectativas de retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos, lo que produciría una salida gradual de capitales desde los países emergentes, así como un alza en las tasas de interés y menor grado de liquidez internacional. Los cambios en la política monetaria y las nuevas medidas de freno a la entrada de capitales habrían reforzado en Uruguay una tendencia global de fortalecimiento del dólar por cambios en la orientación monetaria en Estados Unidos. A modo de ejemplo, Brasil quien constituyó una referencia en términos de precios relativos durante los últimos años, depreció el real 12% en promedio entre julio y abril mientras que el peso chileno y el peso mexicano se depreciaron 7,2% y 4,6% respectivamente en el mismo período.



En el gráfico 2 se presentan algunas medidas habituales del Tipo de Cambio Real para los principales socios comerciales en bienes y servicios (Brasil y Argentina) y para los restantes socios de fuera de la región. Para el caso de Brasil y los restantes países (agrupados en el TCR Extrarregional) se considera el tipo de cambio real efectivo elaborado por el BCU¹, mientras que para Argentina se elabora un tipo de cambio real utilizando la medición de precios al consumo de la Dirección de Estadística de San Luis junto a una ponderación de la participación del tipo de cambio oficial y paralelo en relación a la que afrontan los turistas argentinos que visitan Uruguay. A su vez se presenta una medida alternativa de tipo de cambio real global como la relación entre los precios transables y no transables², siendo éste método distinto a los presentados anteriormente. Esta aproximación permite comparar los precios que se obtienen a nivel internacional por los bienes y servicios transables con los productos que se venden a nivel doméstico. En este sentido, si los transables que se comercian internacionalmente incrementan su precio en menor medida que los productos no transables, esto es un indicador de que la economía se encarece respecto al exterior, lo que indicaría una caída del tipo de cambio real.

Tal como se observa en el gráfico 2, la tendencia del tipo de cambio real ha sido mayoritariamente descendente desde 2005. De todas formas se observa cierto incremento del indicador durante mayo y junio. No obstante, el análisis bilateral, es decir la relación directa uno a uno con los socios comerciales es dispar. Si bien se observa que a nivel extra-regional la competitividad habría mejorado al igual que acontecería con la medición en relación a Argentina, esto no ocurre si se compara respecto a Brasil. Por su parte, si se considera la relación entre precios transables y no transables como medida de tipo de cambio real la recuperación de competitividad es prácticamente nula.

En suma, el cambio reciente en la política monetaria señala un giro en el esquema de prioridades de la autoridad monetaria hacia una mayor preocupación por la competitividad, dejando en un segundo plano las inquietudes inflacionarias en un escenario de desaceleración económica. Por tanto, el objetivo de las recientes medidas recaería en mejorar la relación de precios relativos con el exterior. Luego de algunos meses de vigencia de las medidas, y a pesar de que el fortalecimiento del dólar es un fenómeno global, puede decirse que éxito ha sido relativo, permitiendo recomponer parcialmente la competitividad que se refleja en los indicadores habituales de tipo de cambio real. No obstante aun quedan desafíos en esta materia que radican en recomponer la competitividad con Brasil y continuar reduciendo la brecha de precios relativos con el resto de los países relevantes para el comercio de Uruguay, tanto en bienes como en servicios. Sin embargo, la principal limitante a dicho fenómeno es la inflación, que se mantiene persistentemente por encima de 8% y sobre la cual impactarían las consecutivas alzas en el tipo de cambio nominal.

¹ La metodología de TCRE elaborado por BCU se encuentra disponible en http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Indice_Cambio_Real/eese04d0613.pdf

² Se definen como precios transables los productos correspondientes según la clasificación de CINVE a los Bienes Elaborados no Energéticos (BENE), los Servicios No Administrados Transables (SERVOT) y los Bienes Energéticos (ENE). En tanto los rubros no transables refieren a los Servicios No Administrados No Transables (SERVONT), los servicios de salud y de transporte SERVAd) y de empresas públicas (SERVPub) y los alimentos no elaborados (ANE).

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.28	0.62	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.90	0.77	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	2.87	2.15	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.84	0.86	
(4) ANE (12,12%)	0.68	2.88	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.07	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	1.34	1.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.56	1.58	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.77	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									
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>	8.06	10.77	8.07	9.19	7.40	2.65	2.42	5.07	8.19
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	7.78	10.59	6.24	8.79	9.78	2.98	2.00	6.42	8.23
<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>	6.75	10.26	8.70	8.43	11.37	6.67	1.83	8.21	8.37
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8.21	10.83	7.13	9.19	8.35	3.32	2.61	5.76	8.35

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/08/2013.

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	0.88	1.15	1.10	1.02	2.18	0.00	0.00	1.08	1.04
09/13	0.71	0.77	0.00	0.65	1.85	0.00	0.00	0.93	0.72
10/13	0.94	0.65	0.12	0.72	1.49	0.00	0.00	0.75	0.73
11/13	0.67	0.79	0.00	0.64	-0.51	0.00	0.00	-0.26	0.42
12/13	0.44	0.59	0.01	0.45	0.01	-10.41	0.00	-3.55	-0.52
01/14	0.71	1.35	2.13	1.14	1.48	12.64	0.00	4.80	2.00
02/14	0.44	1.19	0.00	0.71	-0.42	2.15	2.00	0.81	0.73
03/14	0.83	0.97	0.91	0.90	0.91	0.00	0.00	0.46	0.79
04/14	0.88	0.50	0.00	0.62	1.73	0.00	0.00	0.88	0.68
05/14	0.71	0.76	0.00	0.65	-0.34	0.00	0.00	-0.17	0.45
06/14	0.58	0.71	0.00	0.57	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.43

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/08/2013.

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	6.15	10.11	11.52	8.39	12.01	10.41	2.45	9.90	8.75
08/13	6.30	10.27	9.02	8.25	12.21	12.61	2.45	10.76	8.86
09/13	6.23	10.25	7.22	8.00	10.73	10.52	2.44	9.34	8.33
10/13	6.97	10.51	8.18	8.57	8.92	2.84	2.44	5.80	7.88
11/13	7.52	10.59	8.10	8.86	7.70	2.94	2.44	5.23	7.96
12/13	8.06	10.77	8.07	9.19	7.40	2.65	2.42	5.07	8.19
01/14	8.25	10.80	8.21	9.31	6.63	4.39	2.43	5.22	8.29
02/14	8.16	10.70	7.95	9.20	5.31	3.67	3.43	4.46	8.02
03/14	8.30	11.11	8.27	9.47	4.98	3.51	3.38	4.23	8.16
04/14	8.56	11.20	7.92	9.59	6.34	3.38	3.38	4.87	8.41
05/14	8.71	11.09	7.59	9.58	7.54	3.31	3.37	5.44	8.56
06/14	8.36	10.85	7.32	9.29	9.37	3.15	3.36	6.28	8.55

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/08/2013.

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