

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación persistente y credibilidad difícil de recomponer
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El COPOM, la política monetaria y las expectativas

N° 136

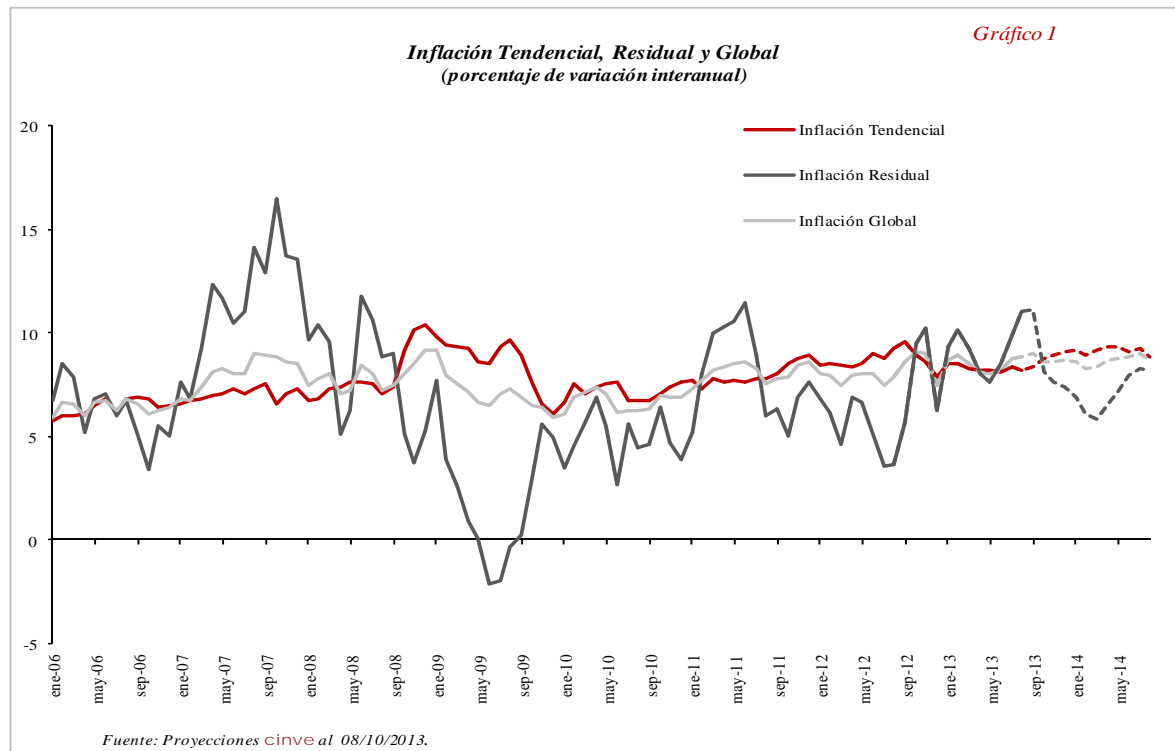
10 de Octubre de 2013

INFLACIÓN PERSISTENTE Y CREDIBILIDAD DIFÍCIL DE RECOMPONER

El dato de inflación de setiembre indicó que el nivel general de precios se incrementó 1,36% respecto al mes anterior, algo por encima de nuestra proyección puntual (1,16%). De esta forma, la inflación interanual alcanza el 9,0%, elevándose respecto al mes anterior. Sin embargo, cabe señalar que aún continúa incidiendo al alza el plan de ahorro energético ocurrido durante julio, agosto y setiembre del año pasado, elevando el registro interanual de este año. La inflación tendencial, que depura al índice de comportamientos volátiles y precios administrados (como la energía eléctrica), registró un incremento de 1,06%, dejando el dato interanual en 8,4%. En este sentido, el dato de setiembre reafirma la persistencia del componente tendencial e indica que se requerirán esfuerzos adicionales para corregir la trayectoria subyacente de la inflación.

Tras el primer trimestre de manejo de agregados monetarios se evidenció una fuerte volatilidad en las tasas de interés, situación esperable en lo que respecta a este esquema monetario, en donde el BCU deja de fijar la tasa de interés (entendida esta como el precio del dinero en el mercado monetario) para manejar la oferta de dinero. Ante la falta de liquidez desde fines de agosto hasta finales de setiembre se observó un alza en las tasas de interés. Esto hacía suponer que el BCU señalaba cierta contracción monetaria como forma de cumplir con la meta intermedia y de esta forma comenzar a regenerar cierta reputación, en un esquema monetario menos transparente y cuyas señales son difíciles de transmitir.

En este contexto, el lunes 7 de Octubre se reunió el COPOM. Esta reunión era relevante en el nuevo marco de política monetaria ya que constituía la primera instancia de evaluación de la meta intermedia. En el comunicado posterior a la reunión el COPOM reafirmó el talante contractivo de la política monetaria aunque indicó que según sus estimaciones el M1 ampliado (definido como instrumento de política y que comprende la emisión fuera del sistema bancario, los depósitos a la vista en pesos y las cajas de ahorro en pesos) habría crecido 14,8% en el trimestre cerrado a setiembre respecto al tercer trimestre de 2012. Esto habría determinado el incumplimiento de la meta indicativa respecto al instrumento, que se ubicaba en el rango de 12,5%-13% para dicho trimestre. No obstante, el COPOM reafirmó su preocupación por las presiones inflacionarias y el desanclaje de las expectativas, por lo que decidió mantener el carácter contractivo de la política monetaria, fijando un objetivo indicativo sobre el M1' en el rango de 15%-17% para el cuarto trimestre



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El dato de inflación de setiembre determinó un incremento mensual de 1,36%, levemente por encima de nuestra proyección puntual (1,16%). En consecuencia, la inflación interanual se ubicó en 9,0%, elevándose respecto al mes anterior. Sin embargo, cabe señalar que aún continúa incidiendo al alza el plan de ahorro energético ocurrido durante julio, agosto y setiembre del año pasado, elevando el registro interanual de este año. La inflación tendencial, que depura al índice de comportamientos volátiles y precios administrados (como la energía eléctrica), registró un incremento de 1,06%, dejando el dato interanual en 8,4%. En este sentido, el dato de setiembre reafirma la persistencia del componente tendencial e indica que se requerirán esfuerzos adicionales para corregir la trayectoria subyacente de la inflación.

A nivel de rubros del IPC, según lo descrito por el INE, aquellos que mayores incrementos tuvieron fueron los Alimentos y Bebidas no Alcohólicas y el Transporte, explicando entre los dos aproximadamente dos tercios del alza de precios mensual. En el rubro de alimentos, aumentaron los alimentos frescos (carne y frutas y verduras principalmente) de carácter volátil por lo que es usual que existan fuertes variaciones mensuales en estos productos, y otros alimentos elaborados en particular panes y cereales, los lácteos y la yerba, que continúa al alza luego del fuerte aumento de agosto. A nivel del rubro "Transporte" se produjeron ajustes de tarifas en los combustibles y los servicios de transporte urbano y suburbano, que incidieron en el registro de setiembre y, en algunos casos, continuarán incidiendo directa e indirectamente durante octubre.

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 internacional se presenta más tranquilo que durante el mes pasado. Es que luego de los vaivenes del dólar a nivel global producto de la política económica de Estados Unidos, la calma en los mercados se traduce en cierta estabilidad transitoria de las variables financieras y los flujos de capitales. En este sentido, el anuncio del mantenimiento de los estímulos habría aportado razones para deshacer parte de la apreciación del dólar en el mundo que se venía procesando desde mayo. Sin embargo, la etapa de dólar débil parece haber llegado a su fin, esperándose que gradualmente se fortalezca tanto a nivel internacional como en Uruguay. Este menor nivel del tipo de cambio a nivel doméstico, en línea con lo ocurrido en Brasil y otros emergentes podría verse reflejado en menores presiones sobre los precios, aunque esto opera con rezagos y dependerá fuertemente de la volatilidad con la que se mueva en los próximos meses, asociada a posibles anuncios o cambios a nivel internacional que produzcan nuevas reacciones fuertes en el mercado.

Por su parte el precio internacional de los alimentos mantiene su relativa estabilidad de los meses pasados, aunque las perspectivas se mantienen bajas para los próximos meses a la espera de lo que suceda con la recuperación de Estados Unidos. El precio de los energéticos, en especial el petróleo parece reducirse respecto a meses pasados cuando el conflicto en Siria se encontraba en su punto más álgido. Esta tendencia se mantendría en los próximos meses, reduciendo las presiones externas y permitiendo, en algún tiempo cierta corrección en el precio de los combustibles si la inflación no se redujera en los próximos meses. De todas formas los aumentos resueltos recientemente, tanto en los combustibles como en algunos transportes, repercutirá en el dato de inflación de octubre.

A nivel interno, el diagnóstico de desaceleración económica se mantiene aunque esta se traslada más lentamente de lo esperado a los precios domésticos, a pesar de la prociclicidad aparente de los precios. En este sentido el incremento salarial y los buenos indicadores del mercado laboral son factores atenuantes del efecto de la menor actividad sobre los precios. En este sentido, la resolución de la ronda salarial actual será clave para entender la dinámica de las presiones internas para los próximos meses. Una reducción en el incremento de los salarios reales podría evitar posibles efectos del peor desempeño económico sobre el empleo, al tiempo que ayudaría a mejorar la efectividad de la política monetaria en controlar las presiones inflacionarias.

Finalmente, dado que el dato de inflación se ubicó por encima de lo esperado y el efecto de la desaceleración económica se trasladada muy lentamente a la dinámica de precios interna, las proyecciones de inflación se corrigen al alza, esperándose que cierre en 8,7% a fin de año (bajo el supuesto de que no existirán nuevos ajustes ni al alza ni a la baja en las tarifas públicas).

Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Setiembre)	0.8	0.6
Próximos 12 meses (Julio 2014)	8.7	9.0
Año calendario 2013	8.7	8.9
Año calendario 2014	7.8	8.4

Fuente: Proyecciones cinve al 08/10/2013.

EL COPOM, LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS EXPECTATIVAS

El lunes 7 de Octubre se reunió el COPOM. Esta reunión era relevante en el nuevo marco de política monetaria ya que constituía la primera instancia de evaluación de la meta intermedia. En el comunicado posterior a la reunión el COPOM reafirmó el talante contractivo de la política monetaria aunque indicó que según sus estimaciones el M1 ampliado (definido como instrumento de política y que comprende la emisión fuera del sistema bancario, los depósitos a la vista en pesos y las cajas de ahorro en pesos) habría crecido 14,8% en el trimestre cerrado a setiembre respecto al tercer trimestre de 2012. Esto habría determinado el incumplimiento de la meta indicativa respecto al instrumento, que se ubicaba en el rango de 12,5%-13% para dicho trimestre.

En este sentido el primer trimestre de manejo de agregados monetarios se caracterizó por una fuerte volatilidad en las tasas de interés, situación esperable en lo que respecta a este esquema monetario, en dónde el BCU deja de fijar la tasa de interés (entendida esta como el precio del dinero en el mercado monetario) para manejar la oferta de dinero. No obstante la volatilidad fue muy elevada, similar a la observada durante la crisis de Lehman Brothers cuando según se dijo “la tasa se fue de vacaciones”. De todas formas, desde fines de agosto hasta finales de setiembre se observó un alza en las tasas de interés, reflejo de la falta de liquidez en el mercado. Esto hacía suponer que el BCU señalaba cierta contracción monetaria como forma de cumplir con la meta intermedia y de esta forma comenzar a regenerar cierta reputación, en un esquema monetario menos transparente y cuyas señales son difíciles de transmitir.

El comunicado del COPOM señala que el incumplimiento de la meta intermedia se debió a una mayor demanda de dinero, asociada a un nivel de actividad que creció por encima de lo previsto en el segundo trimestre. Sin embargo, según nuestras estimaciones la actividad se expandió en línea con lo previsto (5,6%), donde el sector de “Energía, Gas y Agua” tuvo una incidencia de 1,5 pp. Por tanto, la actividad habría crecido en menor medida a lo esperado y no habría implicado presiones adicionales en el mercado monetario.

En otro orden, el COPOM reafirmó su preocupación por las presiones inflacionarias y el desanclaje de las expectativas, ante lo cual decidió mantener el carácter contractivo de la política monetaria, fijando un objetivo indicativo sobre el M1' en el rango de 15%-17% para el cuarto trimestre. Según la autoridad monetaria, si bien este rango es mayor al del tercer trimestre, esto se debe a que en la comparación interanual respecto a 2012 ocurrieron sucesos extraordinarios en diciembre pasado que elevarían el registro de este año. En este sentido, según las estimaciones de la tendencia-ciclo esto implicaría una desaceleración del crecimiento de la cantidad de dinero respecto al trimestre recientemente finalizado. De todas formas, existen algunos aspectos relevantes a destacar.

Por un lado la política monetaria ha sido poco efectiva en reencauzar el proceso inflacionario en los últimos tiempos. Esto se debería a numerosas razones: poco compromiso con el objetivo inflacionario o debilidad en el uso de los instrumentos, múltiples objetivos del Banco Central, falta de coordinación entre la política monetaria y la salarial, poca efectividad de los instrumentos y débiles canales de transmisión, entre otros. Por tanto, la anunciada contracción monetaria reduciría muy levemente y con rezagos las presiones inflacionarias que se mantienen firmes a pesar de la desaceleración de la economía.

A nivel de las expectativas la evidencia indicaría cierto efecto favorable del cambio en los agregados monetarios. Un estudio reciente de CINVE¹ se analiza las respuestas de las expectativas de los agentes económicos consultados por el BCU y de la propia inflación ante shocks en los instrumentos de política monetaria y en otras variables macroeconómicas relevantes para el período enero 2005 – julio 2013. Esto permitiría entender qué

¹ Dominguez, M., Lanzilotta, B., Rego, S. y Regueira, P. (2013) “¿Qué instrumento? El efecto de la política monetaria sobre las expectativas en Uruguay” cinve

variables se toman en cuenta en el proceso de formación de expectativas y por tanto cuantificar cuál es el efecto de los distintos instrumentos de política monetaria sobre las predicciones de inflación.

Los instrumentos de política monetaria testeados fueron la tasa de interés *call* a un día (utilizada como instrumento entre setiembre de 2007 y junio de 2013), una medida de agregados monetarios, en este caso el M1 ampliado (instrumento utilizado actualmente y previo al período de tasa) y el techo del rango meta para los próximos doce meses como medida de objetivo monetario. En este sentido se observa que un cambio en alguno de los instrumentos anteriormente comentados parece tener limitada incidencia sobre las expectativas, reaccionando moderadamente ante cambios en el agregado monetario así como con el límite superior del rango meta. En este sentido un incremento en la cantidad de dinero o en el techo del rango meta, incrementarían las expectativas de inflación para los próximos doce meses. No obstante, cuando se considera como instrumento la tasa *call* pasa lo contrario. Mientras que ante un aumento de la tasa la inflación se reduciría, las expectativas no reaccionan.

De forma similar, la dinámica inflacionaria recoge de forma reducida los cambios en la política. En este sentido, se encuentra que la inflación cedería ante incrementos de la tasa de interés a un día aunque este efecto es reducido. En el caso del resto de los instrumentos analizados no se encontraron efectos significativos ante impulsos en los mismos, es decir, aumentos del agregado monetario M1' o del límite superior del rango meta no se traducen en incrementos de la inflación tendencial significativos. En consecuencia, la política monetaria parece poco efectiva en el control de la inflación cualquiera sea el instrumento considerado, aunque existen matices entre ellos, así como en la formación de expectativas, dado que los analistas no parecen incorporar la información proveniente de la política monetaria.

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%)	1.16	0.80	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.78	0.84	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	1.64	0.79	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	1.06	0.82	
(4) ANE (12,12%)	3.08	2.80	3.3%
(5) ENE (8,33%)	2.18	2.29	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.02	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	2.31	2.20	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	1.36	1.16	

(*) 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%)
<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>	7.77	10.09	10.68	9.07	9.22	6.91	2.54	7.42	8.67
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	7.43	9.97	6.34	8.37	9.84	1.88	2.00	6.09	7.82
<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>	6.81	10.04	9.56	8.46	12.07	7.89	1.88	8.99	8.59
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	7.66	10.11	8.91	8.83	9.24	4.95	2.68	6.78	8.32

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 08/10/2013.

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

Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

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	1.16	0.78	1.64	1.06	3.08	2.18	0.02	2.31	1.36
10/13	0.54	0.53	0.70	0.55	1.72	1.36	0.00	1.34	0.75
11/13	0.59	0.69	0.00	0.56	-0.44	0.00	0.00	-0.23	0.37
12/13	0.09	0.54	0.00	0.27	-0.17	-10.03	0.00	-3.57	-0.68
01/14	0.65	1.29	2.15	1.09	1.07	11.15	0.00	4.17	1.83
02/14	0.28	1.22	0.00	0.64	-0.45	2.09	2.00	0.78	0.68
03/14	0.81	0.90	0.94	0.87	0.85	0.00	0.00	0.43	0.76
04/14	0.93	0.51	0.00	0.64	1.79	0.00	0.00	0.90	0.71
05/14	0.69	0.76	0.00	0.64	-0.28	0.00	0.00	-0.14	0.45
06/14	0.75	0.70	0.00	0.64	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.49

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 08/10/2013.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

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	6.81	9.87	9.20	8.35	12.48	13.09	2.55	11.11	9.02
10/13	7.13	10.00	10.81	8.74	10.90	6.66	2.55	8.14	8.59
11/13	7.60	9.98	10.73	8.95	9.72	6.76	2.55	7.60	8.61
12/13	7.77	10.09	10.68	9.07	9.22	6.91	2.54	7.42	8.67
01/14	7.90	10.06	10.85	9.14	8.00	7.28	2.55	6.93	8.59
02/14	7.63	10.00	10.58	8.96	6.63	6.48	3.55	6.12	8.25
03/14	7.76	10.32	10.95	9.20	6.24	6.32	3.50	5.86	8.36
04/14	8.08	10.42	10.59	9.35	7.67	6.18	3.50	6.54	8.65
05/14	8.20	10.32	10.25	9.32	8.95	6.12	3.49	7.14	8.79
06/14	8.05	10.06	9.98	9.12	10.80	5.95	3.48	7.99	8.84

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 08/10/2013.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.