

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación tendencial reduce margen de acción
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Fin de los estímulos: implicancias y desafíos

N° 138

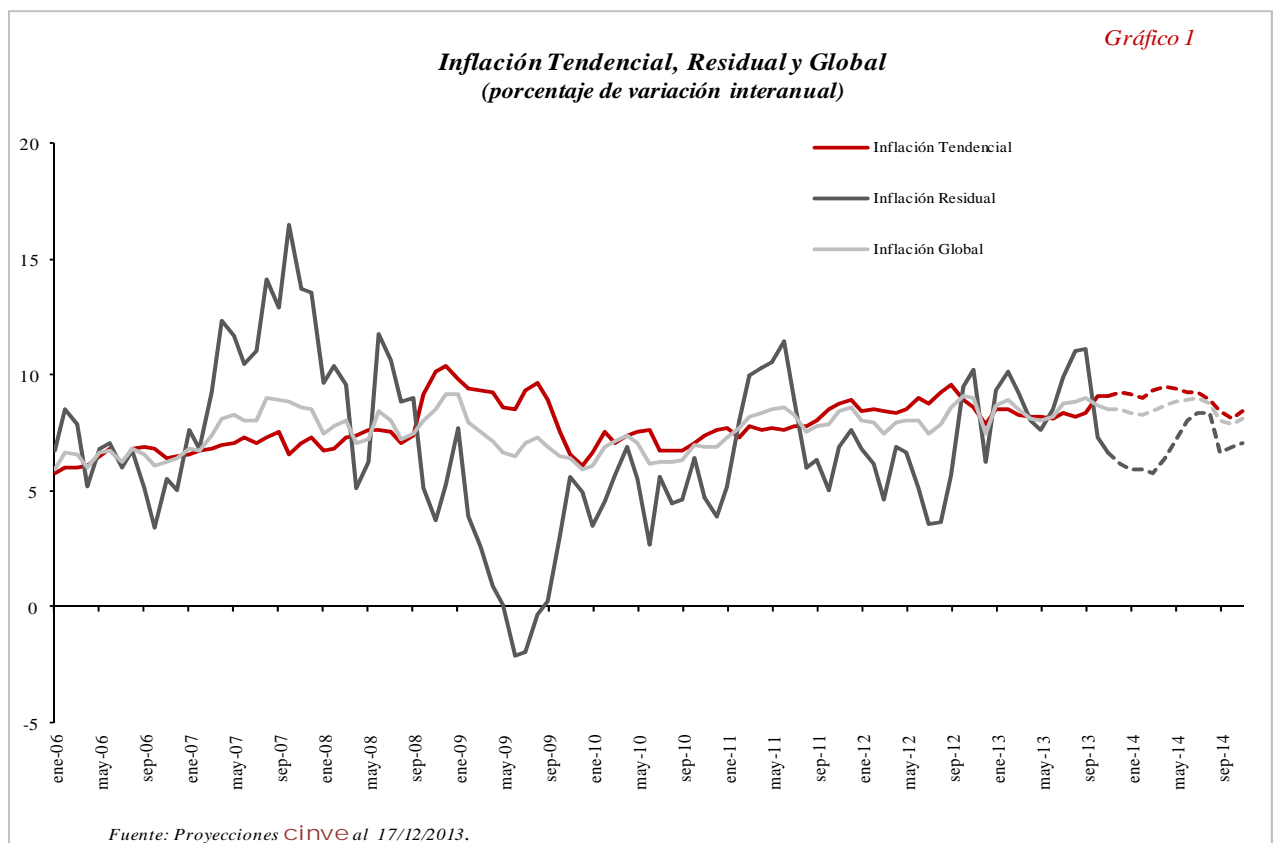
27 de Diciembre de 2013

INFLACIÓN TENDENCIAL REDUCE MARGEN DE ACCIÓN

En noviembre el dato de inflación registró un incremento mensual de 0,2%. Esto implicó que la inflación interanual se ubique en 8,5%, resultado levemente inferior al mes pasado. Cabe señalar que noviembre suele ser un mes de inflación baja por factores estacionales aunque el registro del mes pasado fue menor a lo esperado. Si bien esto aleja las posibilidades que la inflación se acerque a 9% hacia fin de año, no disipa los riesgos asociados a una inflación desviada por encima del rango meta establecido por las autoridades. En este sentido, las previsiones para diciembre apuntan a una inflación interanual en torno a 8,5%, confirmando que lograr controlar el proceso inflacionario continúa siendo el principal desafío macroeconómico.

Esto se confirma si se observa el componente tendencial. En esta línea, la inflación tendencial de noviembre fue de 0,37%, manteniendo el registro interanual en 9,1%. Estos niveles son preocupantes, máxime si se entiende que este componente agrupa al núcleo duro de precios, caracterizado por una mayor estabilidad y por tanto constituye una señal subyacente de la inflación de mediano plazo, depurada de comportamientos volátiles. En este sentido, los registros tendenciales actuales y su persistencia en los últimos meses encienden luces rojas en términos de estabilidad de precios, sobre todo dado que se espera que esta dinámica se mantenga en los próximos meses, impulsada por la demanda interna que mantiene su presión sobre los precios domésticos. A esto se le agrega el escenario internacional que implicará un incremento del precio del dólar a nivel global, impactando en algunos rubros que componen la canasta de consumo del IPC.

Al respecto, el pasado 18 de diciembre el presidente de la FED anunció el comienzo del retiro de estímulos monetarios en Estados Unidos, desarmando muy parcialmente las operaciones asociadas al QEIII. Este anuncio, si bien ya era descontado parcialmente por el mercado, constituye un hito importante para delinear el escenario del año entrante. Ante esto, en la última sección de este informe se discuten algunas de las implicancias de estos cambios para Uruguay, al tiempo que se presentan algunos de los nuevos riesgos y desafíos que aparecen en el horizonte.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

La inflación mensual de noviembre fue de 0,2%, por debajo de nuestra proyección puntual, dejando la inflación interanual en 8,5%. Este registro, si bien menor al de meses anteriores, continúa señalando un amplio desvío por sobre el techo del rango meta establecido por el BCU. Asimismo, si bien noviembre se caracteriza por ser un mes de inflación baja, el registro del mes pasado aleja los riesgos de que la inflación cierre el año en torno a 9%.

Por su parte, la inflación tendencial, componente intrínsecamente más estable ya que excluye rubros de comportamiento muy volátil y tarifas públicas, se incrementó 0,37% en noviembre. Esto implicó que la medición interanual se mantenga incambiada en 9,1%, señalando la persistencia de las presiones inflacionarias en el mediano plazo. En esta línea, más allá del desvío de la inflación global por sobre la meta inflacionaria, preocupa el nivel tendencial de inflación ya que éste ratifica que la inflación continúa siendo el principal desafío macroeconómico.

Diagnóstico y proyecciones

En esta sección analizamos el contexto actual y las perspectivas de las principales variables que inciden sobre los precios domésticos. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de las proyecciones de inflación.

El escenario internacional se ha mantenido relativamente estable en los últimos tiempos, signado por la pregunta sobre el timing del *tapering* (finalización de los estímulos monetarios) en Estados Unidos. Esta cuestión ha generado ciertos vaivenes en el mercado financiero. En este sentido, el dólar ha sido una de las variables involucradas en este proceso, primero apreciándose respecto al resto de las monedas, y luego desandando parcialmente dicho camino, ante el anuncio del mantenimiento de los estímulos hace algunos meses. No obstante, la actividad económica en Estados Unidos continúa recuperándose: la tasa de desempleo (indicador clave en las reuniones del Comité de Política Monetaria de Estados Unidos (FOMC)) continúa reduciéndose lentamente, el mercado inmobiliario ha adquirido mayor dinamismo, al igual que el consumo de los hogares, todos indicadores que dieron pie al comienzo del pausado retiro de los estímulos monetarios. Esto derivaría en un fortalecimiento gradual y generalizado del dólar a nivel internacional, que se iría procesando en el correr del año entrante aunque no exento de cierta volatilidad.

Como contracara de este fenómeno, se espera que los precios internacionales de las materias primas reduzcan su valor en el mediano plazo, en línea con la recuperación de Estados Unidos, el fortalecimiento del dólar y la menor liquidez internacional. Por tanto dichos precios estarían más ligados a sus fundamentos específicos, así como al balance entre oferta y demanda en general (sobre el que China movería la balanza). De hecho, los contratos futuros indican precios menores a los actuales para los próximos meses, permitiendo reducir parte de las presiones inflacionarias provenientes de los precios internacionales, tanto en lo que refiere a los commodities alimenticios como a los bienes energéticos, en particular el petróleo.

Por su parte, el escenario interno continúa señalando la desaceleración de la economía, aunque menor a la esperada inicialmente, según se refleja en los datos de Cuentas Nacionales conocidos la semana pasada. En lo que refiere a las presiones internas sobre los precios, continúa incidiendo fuertemente la demanda interna asociada al consumo de los hogares, la cual se mantiene pujante. Este fenómeno, acompañado de los buenos indicadores del mercado laboral y el continuo crecimiento de los salarios reales, pautan un escenario de inflación persistente y mantenimiento de las presiones inflacionarias para el año venidero.

Por tanto, dado que el dato de inflación de noviembre fue menor a lo previsto y que el escenario internacional y nacional se mantiene estable, **se espera que la inflación a fin de año se ubique en 8,5%** respecto al mismo mes de 2012. Esta estimación contempla la repetición de la bonificación en la tarifa de energía eléctrica (UTE Premia) en la misma magnitud que durante diciembre de 2012.

<i>Cuadro 1</i>		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Diciembre)	-0.7	0.3
Próximos 12 meses (Noviembre 2014)	8.1	8.4
Año calendario 2013	8.5	9.3
Año calendario 2014	8.3	8.6

Fuente: Proyecciones Cinve al 17/12/2013.

FIN DE LOS ESTÍMULOS: IMPLICANCIAS Y DESAFÍOS

El pasado 18 de diciembre la FED confirmó lo que se venía especulando desde hace meses, el comienzo del retiro de los estímulos monetarios asociados al plan de *Quantitative Easing III* (QEIII). En este sentido, Ben Bernanke anunció una reducción del plan de compra de activos financieros, que pasará a ser de 75.000 millones de dólares por mes, en lugar de 85.000 millones. Este anuncio de retiro, si bien es muy parcial, constituye una clara señal de que Estados Unidos se encuentra en una senda de recuperación más firme, tal cual revelan los indicadores macroeconómicos. De todas formas, el anuncio indicó cierta cautela, evitando dar pistas sobre el ritmo de retiro de los estímulos y dejando en evidencia que dependerá directamente de la marcha de la economía, pudiéndose entrever que hasta se podría dar marcha atrás si las condiciones económicas empeoran. Sin embargo, seguramente la tendencia a la recuperación continuará en los próximos meses, y será Janet Yellen (próxima Presidente de la FED) quién continuará con el plan de reducción de los estímulos.

Estos cambios en Estados Unidos tendrán implicancias a nivel internacional, tal como hemos discutido en anteriores oportunidades. Por un lado, si bien ya descontado al menos parcialmente por el mercado, el dólar comenzará a fortalecerse a nivel internacional, tal como ocurrió mayoritariamente en la segunda mitad de este año. Este fenómeno sería gradual, junto al paulatino retiro de los estímulos, siendo posible que nuevos anuncios o datos inesperados impriman cierta volatilidad transitoria al proceso. Asimismo, este escenario también traerá aparejado una “normalización” de los flujos de capitales, en línea con la menor liquidez internacional. En este sentido, si bien las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos se mantienen en niveles cercanos a 0%, las tasas de largo plazo de los *Treasuries* comienzan a incrementarse lentamente, ante la expectativa que genera la recuperación. Esto implicaría que los capitales comiencen a retirarse de los países emergentes, percibidos como más riesgosos, y vuelvan a los principales centros financieros, elevando el costo de financiamiento internacional e impulsando la depreciación de las monedas locales.

Por otro lado, la normalización de los flujos de capitales y el fortalecimiento del dólar también impactarán en el precio de los *commodities*, reduciendo su precio durante el año entrante, tanto en el caso de los alimentos como del petróleo. De esta forma, su precio estaría más ligado a la evolución de la oferta y demanda mundial, en particular al desempeño económico de China para el caso de las materias primas alimenticias.

El escenario descrito anteriormente implica algunos riesgos y desafíos de política económica para Uruguay. A nivel de inflación, los resultados son mixtos ya que por un lado el alza del tipo de cambio presionaría al alza los precios transables aunque dicho fenómeno podría ser contrarrestado con los menores precios internacionales de los alimentos y el petróleo. En esta línea, la baja en los cereales reduciría parte de las presiones externas, en particular sobre los rubros de alimentos elaborados que tuvieron importantes alzas durante años anteriores, en particular asociadas al precio del trigo. La baja en el precio del petróleo también favorecería al control de la inflación, mediante la reducción de costos en aquellos rubros que utilizan directa o indirectamente el petróleo como insumo y en el precio de los combustibles.

Adicionalmente el alza en el tipo de cambio, junto a la persistente inflación, continuarían tensionando al sistema de precios durante el próximo año, dificultando el manejo del equilibrio entre estabilidad de precios y competitividad. Asimismo, la pérdida de competitividad regional (medida en términos de precios relativos) podría acrecentarse, en particular respecto a Brasil, quien tiene la necesidad de dejar depreciar el Real en un contexto de bajo crecimiento. Por tanto, monitorear esta situación será de suma importancia para no ahondar los desequilibrios de cuenta corriente. Esto adquiere mayor relevancia, dado que la persistencia inflacionaria resta grados de libertad para favorecer la depreciación del peso.

Por otro lado, el cambio en las condiciones de financiamiento global hacia un mayor encarecimiento del fondeo y menores flujos de capitales implicará un desafío para el manejo financiero y de deuda, tanto a nivel del gobierno como de fondeo empresarial. Sin embargo, la reducción de las vulnerabilidades históricas de la deuda uruguaya, la obtención del grado inversor y la acumulación de reservas serán claves para afrontar los desafíos futuros, reduciendo la incidencia de esta potencial fuente de inestabilidad.

Por último, la nueva política monetaria será puesta a prueba en los próximos meses. Dado que gran parte de la justificación del cambio de instrumento de política monetaria partía de la preocupación por la entrada de capitales especulativos incentivados por los altos rendimientos de los activos financieros públicos, resta definir cuán efectiva será esta política en un escenario de normalización gradual como el que se prevé. Si bien la tasa de interés se mostró muy volátil durante los primeros meses de implementación, el talante de la política monetaria se presenta como contractivo, reduciendo la liquidez y elevando la tasa de interés (precio del dinero) en el mercado de dinero. De todas formas, aún es muy pronto para evaluar cuál ha sido el efecto del cambio de política sobre la inflación dado que éste actúa con rezagos, aunque si es evidente que la estabilidad de precios continúa siendo el principal desafío macroeconómico.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.50	0.96	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.37	0.66	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	-0.12	0.07	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.37	0.73	
(4) ANE (12,12%)	-0.57	-1.43	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.09	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.32	-0.72	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.20	0.37	

(*) 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>	7.77	10.44	11.09	9.26	7.05	6.58	2.55	6.19	8.52
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	7.30	10.13	8.22	8.60	11.55	3.53	2.00	7.48	8.33
<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>	6.83	10.15	9.64	8.52	11.60	7.83	1.88	8.74	8.57
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	7.44	10.36	9.87	8.95	8.65	6.44	2.68	6.99	8.47

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 17/12/2013.

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	0.98	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	0.68	1.13	1.01	0.91	0.34	1.18	0.00	0.58	0.82
11/13	0.50	0.37	-0.12	0.37	-0.57	-0.09	0.01	-0.32	0.20
12/13	0.05	0.58	0.18	0.29	-0.68	-10.06	0.00	-3.86	-0.73
01/14	0.57	1.30	1.31	0.96	1.37	11.19	0.00	4.37	1.77
02/14	0.27	1.21	0.09	0.64	-0.18	3.93	2.00	1.57	0.87
03/14	0.76	0.90	1.63	0.92	0.98	0.00	0.00	0.49	0.82
04/14	0.89	0.50	0.20	0.64	1.82	0.00	0.00	0.91	0.71
05/14	0.68	0.77	0.18	0.66	-0.07	0.00	0.00	-0.04	0.49
06/14	0.68	0.70	0.15	0.63	0.16	0.00	0.00	0.08	0.49

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 17/12/2013.

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	6.41	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	7.28	10.66	11.15	9.12	9.40	6.47	2.55	7.33	8.67
11/13	7.65	10.28	10.93	9.12	8.09	6.47	2.56	6.68	8.51
12/13	7.77	10.44	11.09	9.26	7.05	6.58	2.55	6.19	8.52
01/14	7.82	10.41	10.34	9.19	6.16	6.99	2.55	5.90	8.38
02/14	7.54	10.34	10.17	9.02	5.11	8.11	3.56	5.92	8.25
03/14	7.61	10.66	11.29	9.31	4.86	7.94	3.51	5.72	8.42
04/14	7.88	10.76	11.15	9.46	6.31	7.80	3.51	6.41	8.70
05/14	7.99	10.65	11.01	9.45	7.80	7.73	3.49	7.13	8.88
06/14	7.76	10.40	10.90	9.23	9.82	7.57	3.49	8.07	8.95

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 17/12/2013.

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