

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Deflación en abril por medidas puntuales
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Leve recomposición de competitividad: ¿es sostenible?

N° 143

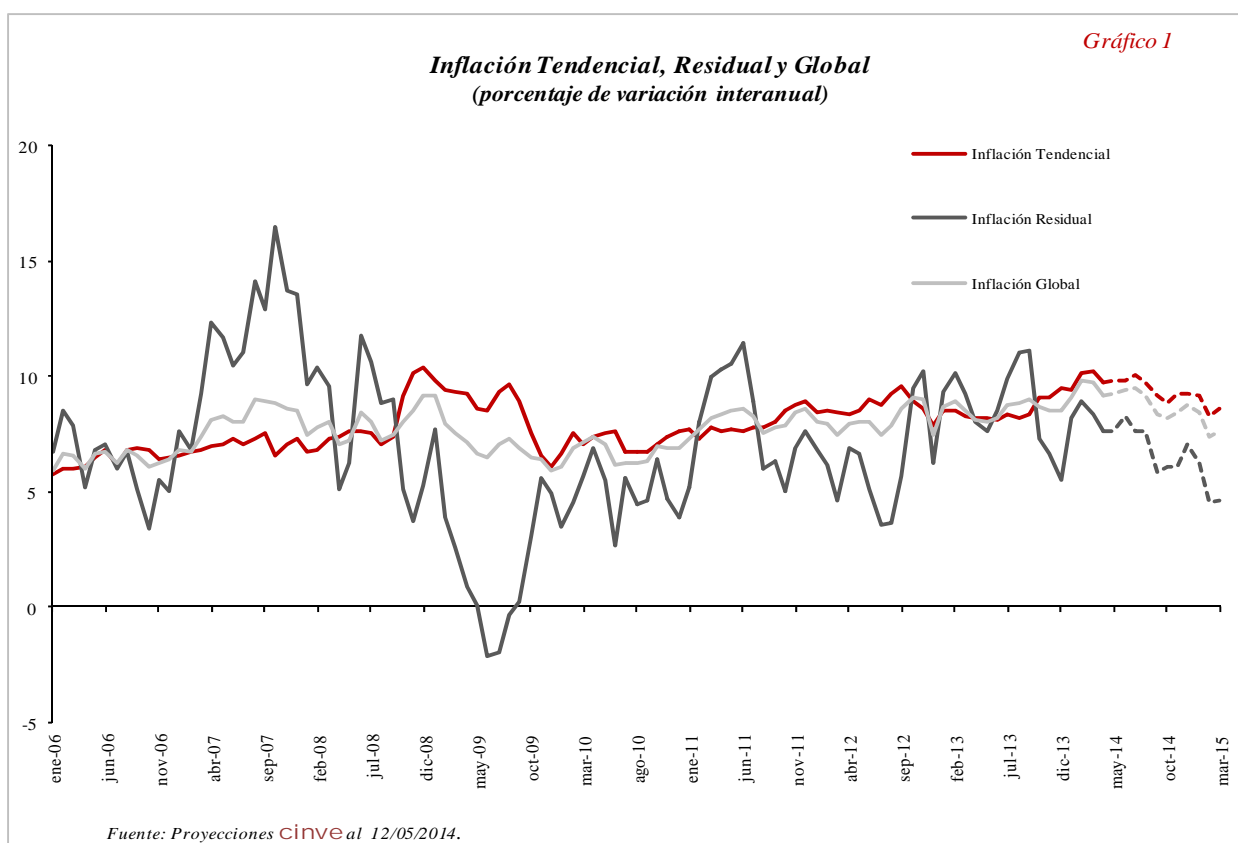
26 de Mayo de 2014

DEFLACIÓN EN ABRIL POR MEDIDAS PUNTUALES

El dato de abril marcó una leve deflación mensual (-0,06%), registro que se ubicó levemente por debajo de lo esperado (0,1%). Cabe señalar que en dicha deflación volvieron a incidir factores puntuales cuyo origen está en las modificaciones de precios administrados resueltas en marzo. Por un lado, continuó incidiendo la reducción en el precio del 5 de Oro, dado que la baja en el precio se implementó en la segunda quincena de marzo y por lo tanto afectó a la baja el precio promedio de abril. Adicionalmente, se resolvió adelantar el crédito fiscal a las mutualistas. Si bien esta medida se preveía entrara en efecto en el julio, evitando los aumentos estacionales que ocurren en la cuota mutual durante ese mes, su efecto será transitorio ya que el adelanto (y su efecto a la baja sobre la cuota de forma anticipada) se revertiría en el mes de julio. Cabe señalar que de no haber existido dichas medidas, la inflación interanual se hubiera desacelerado aunque muy levemente, ubicándose en 9,6% (vs. el 9,2% efectivamente observado).

Asimismo, dichas medidas también afectaron al componente tendencial de inflación. Esta inflación de núcleo que excluye en su medición rubros volátiles (frutas y verduras y carnes) y tarifas públicas (energéticos y otros servicios públicos), ofrece una señal depurada del comportamiento del 75% de la canasta del IPC, componentes que suelen presentar mayor estabilidad. Sin embargo, dado que las medidas impactaron en algunos servicios administrados (salud y juegos de azar), la evolución de la inflación tendencial también fue corregida a la baja en abril, ubicándose en 9,7%, alejándose del 10% de los dos meses anteriores. No obstante esto, la persistencia del núcleo central de precios continúa siendo la principal preocupación en materia inflacionaria, dado que la evolución prevista para el tipo de cambio agregaría algunas presiones adicionales sobre este componente en los próximos meses.

Por último, el escenario internacional y nacional previsto para los próximos meses se mantiene estable, sin mayores innovaciones en lo que refiere a la evolución de las variables asociadas a la demanda interna y a los precios internacionales. Si bien las proyecciones para el año corriente se mantienen incambiadas en 8,7% para diciembre de este año, las distorsiones ocurridas por las medidas recientemente implementadas afectarán la dinámica interanual de la inflación.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El registro de IPC de abril determinó una reducción mensual en el nivel general de precios de -0,06%. Esto permitió reducir por segundo mes consecutivo el registro interanual (que se ubicó en 9,2%), luego de alcanzar un pico de tensión en febrero (9,8%). Por tanto las medidas decretadas en marzo fueron responsables de la deflación ocurrida el mes pasado. Por un lado, el 5 de Oro completó su efecto bajista sobre los precios el mes pasado, mientras que se resolvió adelantar el crédito fiscal a las mutualistas (previsto inicialmente para julio) permitiendo de esta forma reducir transitoriamente el valor de la cuota mutual (con una incidencia de poco más de 2 décimas sobre la inflación mensual). A estas bajas en precios administrados se le agrega la reducción en los precios de legumbres y hortalizas producto de la reversión parcial del shock ocurrido en el primer trimestre del año.

Al comparar la evolución de los rubros transables y no transables, se observa que los primeros tuvieron mayores incrementos mensuales en abril aunque son los segundos los que mayores incrementos han tenido en la comparación interanual, creciendo por encima de los transables desde 2012. De todas formas, el registro de abril de los no transables (es decir los bienes y servicios que fijan su precio en función de determinantes internos) está fuertemente influenciado por el efecto de las medidas sobre la cuota mutual y los juegos de azar. Por tanto, las medidas implementadas para el combate del alza de precios fueron determinantes en la reducción del registro interanual.

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.

En el plano internacional, la mayoría de las monedas emergentes interrumpieron la depreciación de sus monedas que venía ocurriendo producto del desarme paulatino de los estímulos monetarios en Estados Unidos. Sin embargo, los últimos datos de actividad en ese país fueron peores a los esperados, y en especial los indicadores cualitativos del mercado laboral y del mercado inmobiliario elevaron algunas dudas sobre la fortaleza de la recuperación en Estados Unidos. Estas dudas se reflejaron en las últimas declaraciones sobre el ritmo de retiro de estímulos y las posteriores alzas de tasas por parte de las autoridades de la Fed. En esta línea hubo un rally en los *Treasuries* (bonos de Estados Unidos) a 10 años, reduciendo las tasas pagadas. Ante esto los emergentes revirtieron parcialmente el debilitamiento de sus monedas ocurrido en meses anteriores. Sin embargo, el dólar a nivel local se divorció de las tendencias globales por factores idiosincráticos permitiendo recomponer parcialmente los precios en dólares en Uruguay.

A nivel de precios internacionales, el conflicto en Ucrania junto a las expectativas de rendimientos sostienen el precio de algunas materias primas alimenticias como el trigo, maíz y soja. Esto señala que los fundamentos de oferta y demanda y los balances de stocks serán claves para determinar la evolución de los precios, sobre todo dado que los componentes financieros que elevaron los precios en los últimos años deberían retirarse producto de la menor liquidez internacional. De todas formas el escenario internacional actual aporta mayores presiones inflacionarias ya que la depreciación del peso no ha sido acompañada por una reducción de los precios internacionales. Sin embargo cabe señalar que el traspaso de la evolución de los precios internacionales a precios domésticos sería lento y aún reducido, en comparación con el pass through de tipo de cambio.

Por su parte, el escenario interno la desaceleración económica se mantiene aunque con rasgos mixtos. Mientras a nivel sectorial algunas actividades dan claras señales de enlentecimiento, como la industria manufacturera y el sector turístico, otras se mantienen dinámicas haciendo que el mercado laboral permanezca saludable. De hecho los últimos datos de empleo marcan una recuperación de los indicadores laborales luego de cierto deterioro en 2013. Este elemento, junto a la evolución del salario real prevista para el año corriente sostienen la dinámica de consumo interno, manteniendo las presiones sobre los precios domésticos reflejadas en el componente de inflación tendencial y los rubros no transables.

Dado que la inflación de abril se ubicó por debajo de lo esperado producto del adelanto del crédito fiscal a las mutualistas (y su impacto a la baja sobre la cuota mutual), medida que estaba contemplada en nuestras estimaciones anteriores aunque para el mes de julio, las proyecciones de inflación se mantienen incambiadas para 2014. En este sentido se espera que la inflación se ubique en 8,7% al cierre de 2014, respecto a diciembre de 2013. Si bien la proyección no cambia, si se modifica la dinámica interanual producto de las medidas anunciadas y otros cambios previstos para los próximos meses como la rebaja adicional de la tarifa de energía eléctrica prevista para julio. Cabe notar que estas estimaciones asumen que el paquete de medidas de marzo registrará durante todo 2014, al menos en lo que refiere a la reducción del IVA a UTE y Antel.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Mayo)	0.4	0.8
Próximos 12 meses (Abril 2015)	8.3	9.2
Año calendario 2014	8.7	9.3
Año calendario 2015	8.2	8.5

Fuente: Proyecciones cinve al 12/05/2014.

LEVE RECOMPOSICION DE LA COMPETITIVIDAD, ¿ES SOSTENIBLE?

Sabido es que la inflación se ha ubicado casi sistemáticamente por encima del rango meta establecido por las autoridades desde la implementación del esquema actual de objetivos de inflación. Precisamente, esto ha ocurrido en más del 80% del tiempo. Simultáneamente, y tal vez el otro gran problema a nivel macroeconómico, ha tenido lugar un proceso de encarecimiento relativo de Uruguay en los últimos tiempos, lo que se presenta como pérdida de competitividad con respecto a los socios comerciales. Esto no es más que un mayor incremento de los precios en dólares a nivel local con respecto al resto del mundo. Estos dos problemas macroeconómicos han sido persistentes en los últimos años. Dados los desequilibrios actuales, la política económica se encuentra en una disyuntiva ya que medidas que mejoren alguno de ellos tendrían impactos negativos en el otro. En otras palabras, en el manejo del delicado equilibrio entre mantener la inflación controlada y reducir el deterioro de los precios relativos respecto a los socios relevantes, es la zona en la cual la política económica ha actuado en los últimos meses: “mantener los platitos chinos girando”, todos en simultáneo.

De hecho, la política monetaria durante gran parte de los últimos años toleró una inflación más alta que el objetivo, en parte por las preocupaciones de no agregar presiones a la baja sobre el tipo de cambio y evitar complicar el escenario de precios relativos. Estas preocupaciones tuvieron su punto más álgido a mediados del año pasado cuando se resolvió incrementar la alícuota de inmovilización a la compra de títulos por parte de no residentes y extender dicha medida a los títulos emitidos por el Gobierno Central, ante la magnitud del *carry trade*. A esto se le agregaron algunas modificaciones en el manejo de la política monetaria (cambio de instrumento utilizado, rango meta a partir de julio 2014 y horizonte de evaluación) que restaron transparencia al manejo de la política monetaria por parte del BCU. Posteriormente a su implementación, las operaciones por *carry trade* hacia títulos uruguayos de corto plazo se redujeron sensiblemente, aflojando las presiones a la apreciación del peso. De todas formas, no es posible afirmar que el éxito relativo se deba solamente a las medidas implementadas ya que estas coincidieron con el incipiente cambio de fase internacional asociado a los anuncios de desarme del *Quantitative Easing* en Estados Unidos.

Es así que desde el segundo semestre del año pasado el dólar se ha ido fortaleciendo a nivel internacional dadas las perspectivas del retiro de los estímulos monetarios. Este fenómeno tuvo un particular impacto en la mayoría de los países emergentes y por tanto en Uruguay, donde el dólar pasó de \$19 en mayo de 2013 a \$23 un año después. Si bien esto ha tenido sus vaivenes durante los últimos meses, desde hace dos meses la trayectoria del peso se ha desalineado de lo que ocurre en el resto de los emergentes: mientras estos han apreciado sus monedas, el peso ha continuado depreciándose. Esto permitió que los precios en dólares en Uruguay se abarataran con respecto a los principales socios comerciales, corrigiendo parcialmente el deterioro ya comentado. De hecho, si bien en términos nominales la depreciación del peso permitió achicar la brecha respecto al resto del mundo, la inflación por encima que los principales socios (excepto Argentina) enlentece la recomposición en términos reales.

Es esperable que la depreciación del peso continúe en los próximos meses, tanto por factores internacionales como internos asociados principalmente a la necesidad de continuar corrigiendo los desvíos de competitividad respecto al exterior. No obstante este fenómeno se encontrará limitado por varios factores. Si la depreciación del peso no es acompañada de una reducción en los precios internacionales o de un enlentecimiento significativo de las presiones internas asociadas a factores de demanda (mercado laboral e ingresos), el costo de la recuperación de la competitividad será necesariamente una mayor inflación. Por esto, alcanzar la estabilidad de precios reduciendo las presiones sobre el componente tendencial serán claves para permitir acompasar la necesaria corrección de precios relativos. En este sentido, las medidas implementadas en marzo también tendrán cierta incidencia: al reducir los registros inflacionarios del primer semestre, el componente indexatorio a la inflación pasada previsto en los ajustes salariales de mediados de año será menor, reduciendo los incrementos salariales y favoreciendo al proceso de recuperación de precios relativos.

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Marzo de 2014

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.68	0.95	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.15	-0.31	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	-2.65	0.20	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.07	0.33	
(4) ANE (12,12%)	-0.97	-1.21	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.17	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.44	-0.62	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	-0.06	0.10	
(*) 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 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	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.57	11.23	4.82	9.25	12.61	1.95	-0.74	7.09	8.74
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	7.12	9.91	8.60	8.48	8.71	6.03	5.46	7.41	8.23
<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	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8.56	11.38	7.35	9.60	10.32	6.11	0.67	7.42	9.07
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	7.61	10.05	7.70	8.66	8.16	4.70	4.58	6.48	8.13

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/05/2014.

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%)
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	0.39	0.69	0.16	0.49	-1.49	-10.58	0.01	-4.44	-0.72
01/14	0.34	1.51	1.39	0.95	2.19	17.48	2.62	7.25	2.44
02/14	0.91	2.42	0.17	1.46	4.25	0.45	0.01	2.27	1.66
03/14	0.77	0.53	1.22	0.72	2.08	-1.17	-3.28	0.17	0.58
04/14	0.68	0.15	-2.65	0.07	-0.97	0.17	0.00	-0.44	-0.06
05/14	0.98	0.73	0.18	0.78	-1.40	0.00	0.00	-0.72	0.42
06/14	1.00	0.75	0.15	0.80	-0.41	0.00	0.00	-0.21	0.55
07/14	0.82	0.80	3.12	1.07	1.85	-2.64	0.00	0.01	0.81
08/14	0.26	1.17	0.22	0.64	2.46	0.00	0.00	1.27	0.79
09/14	0.43	0.64	0.83	0.56	1.23	0.00	0.00	0.64	0.58
10/14	0.79	0.58	0.17	0.63	1.48	0.00	0.00	0.78	0.67
11/14	0.80	0.83	-0.07	0.71	-0.59	0.00	0.00	-0.31	0.47
12/14	0.49	0.61	0.09	0.50	-0.08	-10.37	0.00	-3.51	-0.46

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/05/2014.

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 interanual									
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%)
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	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
01/14	7.94	10.76	10.40	9.40	6.15	12.40	5.25	8.17	9.10
02/14	8.35	12.01	10.33	10.11	9.75	9.77	4.21	8.93	9.82
03/14	8.42	11.93	11.00	10.19	10.69	8.32	0.74	8.39	9.73
04/14	8.47	11.63	7.71	9.70	9.14	8.37	0.74	7.63	9.18
05/14	8.90	11.48	7.57	9.83	9.20	8.30	0.73	7.62	9.28
06/14	9.01	11.27	7.46	9.78	10.62	8.13	0.72	8.25	9.41
07/14	9.59	11.16	7.72	10.03	11.91	5.21	-0.61	7.66	9.46
08/14	8.81	11.58	6.57	9.71	11.81	5.06	-0.70	7.59	9.19
09/14	8.02	11.42	5.71	9.17	9.80	2.81	-0.72	5.84	8.35
10/14	8.15	10.81	4.84	8.87	11.04	1.62	-0.72	6.05	8.18
11/14	8.47	11.32	4.89	9.25	11.02	1.72	-0.73	6.06	8.46
12/14	8.57	11.23	4.82	9.25	12.61	1.95	-0.74	7.09	8.74

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/05/2014.

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