

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación: sin sorpresas se mantiene elevada
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- La política monetaria en la era de agregados

N° 144

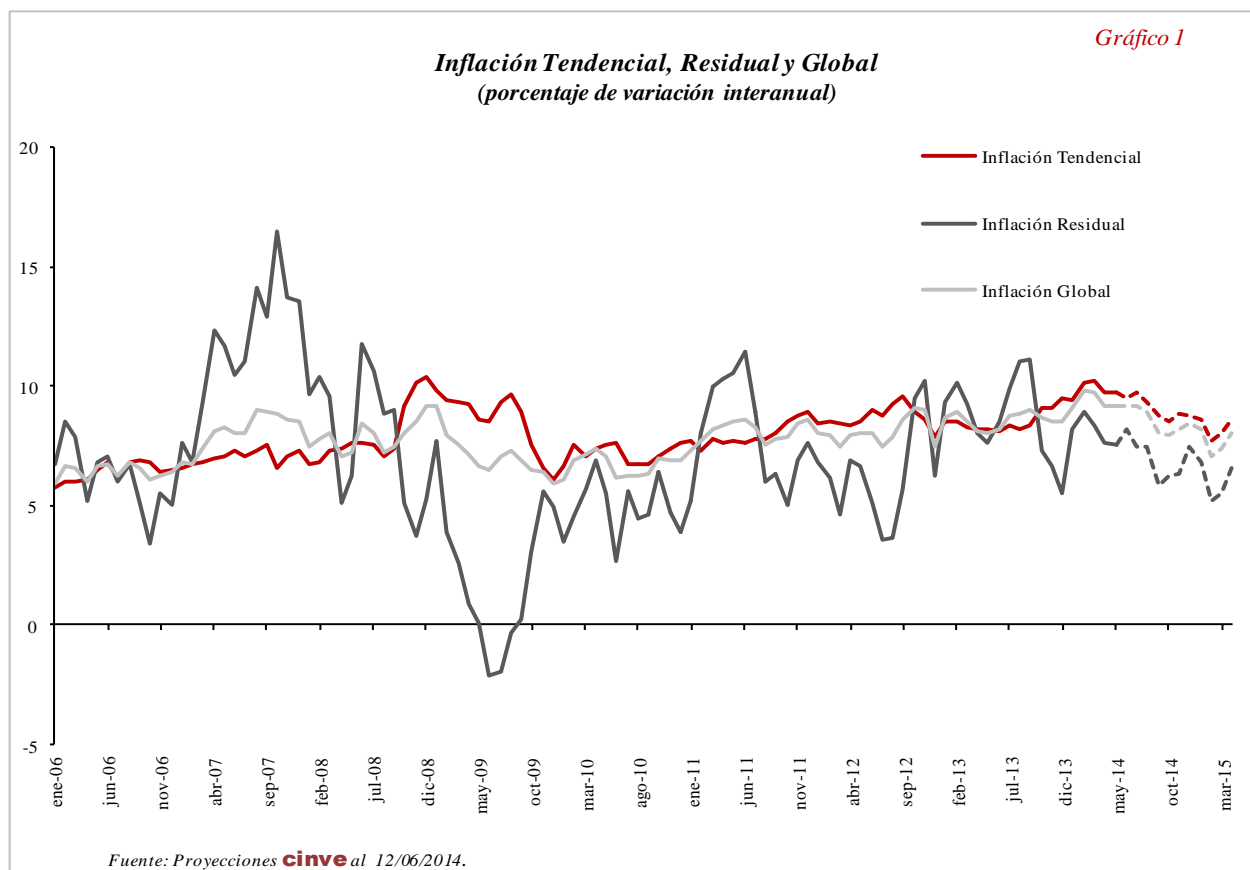
30 de Junio de 2014

INFLACIÓN: SIN SORPRESAS, SE MANTIENE ELEVADA

El dato de inflación de mayo pautó un incremento mensual de 0,32% en el nivel general de precios, registro que se encontró muy levemente por debajo de lo esperado. Este incremento mensual determinó que la inflación interanual se mantenga estable respecto al mes pasado (9,2%). Si bien esto confirma cierto alejamiento de los niveles críticos cercanos al 10% de febrero y marzo, la elevada inflación y su persistencia constituyen un desafío importante en términos de estabilidad macroeconómica. De hecho, en los últimos meses el combate inflacionario no se libró en los fundamentos del proceso inflacionario, sino que se centró en una acumulación de medidas puntuales y transitorias sobre algunos precios administrados. Si bien estas fueron efectivas en reducir los registros de inflación mensual aún serían necesarios nuevos esfuerzos para encauzar el proceso inflacionario.

Más allá de la evolución del IPC global, el desvío por encima de la meta inflacionaria y la persistencia de las presiones son aún más marcados en el núcleo central de la canasta de productos. Esto queda representado en la inflación tendencial, agrupación que depura al índice de productos cuyos precios son más erráticos (alimentos frescos) y tarifas públicas (bienes energéticos y otras tarifas) y por tanto arroja una señal más estable del comportamiento de los precios (representativa del mediano plazo). En este sentido, la inflación tendencial se ubicó en mayo en 9,7%, sin modificaciones respecto al mes pasado. Asimismo, este componente deja en evidencia que las recientes medidas no actúan sobre los componentes más estables de la canasta de precios y por tanto su efecto es limitado. De todas formas, las medidas sobre precios administrados resueltas en marzo y abril permiten reducir los registros interanuales de inflación hacia fines del primer semestre, y de esta forma reducir el ajuste indexatorio de los salarios a mediados de año.

Por último, desde fines de abril el dólar se mantuvo estable en torno a \$23, cortando la apreciación de los meses anteriores. Este fenómeno permitió recuperar en los últimos meses parte del desequilibrio de precios relativos con el exterior, en particular con Brasil. Por otro lado, la quietud del dólar alentada por la elevada liquidez internacional constituye una señal positiva para la inflación ya que evitaría agregar presiones externas sobre los precios domésticos, fenómeno que comenzó a observarse en los últimos meses.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

La inflación de mayo se ubicó en 0,32%, levemente por debajo de nuestra estimación puntual (0,4%). Esto determinó que la medición de la inflación de los últimos 12 meses se mantenga incambiada respecto al mes anterior, ubicándose en 9,2%. Este nivel de inflación se encuentra claramente por encima del objetivo inflacionario, indicando que las presiones sobre los precios se mantienen, otorgándole un elevado grado de persistencia al proceso de incremento de los precios.

Al observar la dinámica de los rubros transables y no transables se observa un incipiente cambio de patrón en los últimos meses, en particular por el incremento en los primeros. En este sentido, los bienes y servicios que se comercian internacionalmente tuvieron, en mayo, mayor incidencia sobre los precios domésticos, fenómeno que se asocia a la relativa estabilidad de los precios internacionales (aún en valores elevados) y a la continua depreciación del peso respecto al dólar. Por su parte, los rubros no transables, es decir aquellos que fijan su precio en función de la oferta y la demanda internas, presentaron menores incrementos mensuales aunque continúan liderando el proceso inflacionario. Esto se debe a la importancia de las presiones internas asociadas al incremento del poder adquisitivo de los hogares y al buen desempeño del mercado laboral.

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 los últimos meses la trayectoria del dólar en Uruguay se disoció de la trayectoria del mismo en la mayoría de los mercados emergentes. En este sentido, algunos factores idiosincráticos (específicos a Uruguay y sus objetivos de política económica) habrían incidido en este fenómeno. De todas formas, a nivel internacional el dólar se mantiene estable producto de que Estados Unidos aún no ha mostrado la robustez esperada, al tiempo que se mantiene el ritmo de recorte de las medidas de expansión monetaria. Por su parte, la Unión Europea realizó importantes anuncios de política económica que aseguran que la liquidez se mantendrá elevada durante los próximos meses, pudiendo profundizarse este fenómeno si se confirman las presunciones sobre una expansión cuantitativa en Europa en el corto plazo. Estas medidas trajeron calma a los mercados financieros, reduciendo la volatilidad, sosteniendo los precios internacionales y cortando con el fortalecimiento del dólar a nivel global. Sin embargo, esta será la tendencia una vez que el mundo comience a “normalizarse”, las tasas de interés se incrementen y la liquidez se reduzca.

A nivel local, los datos de actividad del primer trimestre confirmaron la desaceleración de la economía, aunque de forma muy gradual. Sin embargo, la demanda interna se mantiene dinámica a pesar de un leve enlentecimiento, destacándose que el consumo privado mantiene el dinamismo, creciendo ampliamente por encima de la actividad global. Este fenómeno tiene su correlato en las presiones internas sobre los precios que componen la canasta del IPC y se refleja principalmente en el incremento que han tenido los bienes y servicios no transables. De hecho, que el consumo se mantenga dinámico (en parte explicado por el buen desempeño del mercado laboral y el incremento de los salarios reales) es tal vez la principal razón por la cual la inflación aún no parece acusar de forma significativa el impacto del enlentecimiento del nivel de actividad.

Dado que el escenario internacional se muestra calmo, que el dólar habría interrumpido, al menos transitoriamente, su fortalecimiento a nivel global, y que el dato de inflación de mayo no arrojó mayores sorpresas, las proyecciones de inflación se corrigen levemente a la baja esperándose que la inflación se ubique en 8,5% a diciembre de este año. Cabe notar que estas estimaciones asumen que el paquete de medidas de marzo regirá durante todo 2014, al menos en lo que refiere a la reducción del IVA a UTE y Antel.

<i>Cuadro 1</i>		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación General	Inflación Tendencial
Mensual (Junio)	0.5	0.7
Próximos 12 meses (Mayo 2015)	8.2	8.5
Año calendario 2014	8.5	8.8
Año calendario 2015	8.3	8.4

Fuente: Proyecciones **cinve** al 12/06/2014.

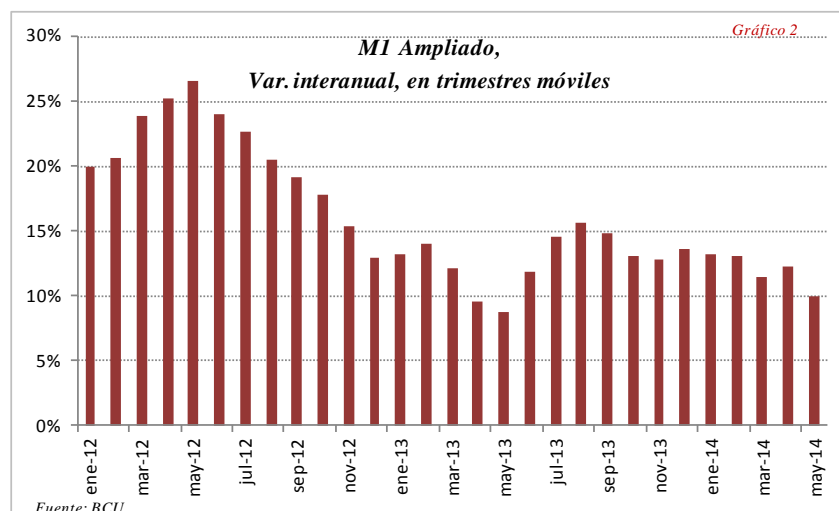
LA POLÍTICA MONETARIA EN LA ERA DE AGREGADOS

Según los datos de agregados monetarios publicados por el BCU y conocidos hace algunos días, el M1 ampliado (M1') creció por debajo de 10% en el promedio del trimestre marzo-mayo, respecto al mismo período de 2013. Esto indica un menor crecimiento de la cantidad de dinero respecto a meses anteriores. Cabe recordar que el M1 ampliado es el instrumento de política monetaria desde junio del año pasado, agregado monetario que se conforma con la emisión en el poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro en moneda nacional. Por tanto, las señales implícitas en las decisiones sobre el instrumento de política monetaria deberían ser interpretadas sobre las variaciones en el crecimiento de la cantidad de dinero. En este sentido y bajo ciertos supuestos, una reducción en el crecimiento de la cantidad de dinero (menor expansión del M1 ampliado) implicaría una mayor contracción monetaria, mientras que un mayor ritmo de crecimiento del M1' determinaría que la política monetaria se expanda.

En su última reunión de abril, el Comité de Política Monetaria resolvió fijar como meta indicativa para el crecimiento del M1' un rango de 10%-13% para el trimestre cerrado a junio, ratificando la instancia contractiva de la política monetaria en tanto el crecimiento esperado del M1' es menor al del trimestre anterior. Sin embargo, caben algunas consideraciones al respecto. La primera refiere a la oportunidad del instrumento a la hora de evaluar la política monetaria en tanto ésta solo puede realizarse un mes luego de lo ocurrido, lo que dificulta la transparencia y la evaluación oportuna del cumplimiento de la meta indicativa.

La segunda consideración, de gran relevancia, es que el banco central no cuenta con total control sobre su instrumento, en tanto existen factores que inciden en la creación secundaria de dinero (proceso mediante el cual los bancos reciben depósitos y realizan préstamos) sobre los cuales el BCU no incide más que de forma muy indirecta, como ser las preferencias de los agentes. De hecho, durante los trimestres anteriores las metas indicativas del BCU fueron sobrecumplidas, dado que el crecimiento de la cantidad de dinero fue menor al previsto inicialmente. Así, el instrumento seleccionado no es controlado en cabalidad por el BCU, restringiendo el margen de acción de política económica.

En línea con lo anterior, durante los últimos trimestres parecería suceder que los agentes privados prefirieron mantener más liquidez, incentivados por el alto costo de fondeo implícito en las tasas de mercado (y su volatilidad), reduciendo el multiplicador monetario. De hecho recientemente los montos licitados y las tasas de interés pagadas por las Letras de Regulación Monetaria (LRM: títulos utilizados para regular la cantidad de dinero en el mercado) se redujeron fuertemente, en especial para los plazos más cortos. Al emitir menos LRM el BCU está retirando menos pesos del mercado de lo que venía haciendo anteriormente, lo que en algún sentido iría a contrapelo del combate inflacionario, reduciendo el sesgo contractivo de la política monetaria salvo que la creación secundaria de dinero continúe decreciendo.



Dado lo anterior, quedan algunas consideraciones por hacer respecto a las decisiones de política monetaria y su efecto. Por un lado debido al amplio historial de incumplimiento respecto al objetivo inflacionario, la credibilidad de la política monetaria se encuentra comprometida y su reputación como organismo que vela por la estabilidad de precios está dañada. De hecho, las expectativas de los agentes sobre la inflación futura parecerían no responder a los distintos cambios en los instrumentos de política. A esto se suma que la política monetaria se ha vuelto de difícil comprensión para el público en general, que previamente podía seguir los cambios en la tasa de interés y de esta forma entender al menos las preocupaciones de la política monetaria. Además, a pesar de que las señales de política son más difíciles de decodificar, los canales de comunicación de las decisiones no han mejorado.

Por último, y en línea con lo anterior, la efectividad de la política monetaria para controlar la inflación se ha puesto en tela de juicio desde hace un buen tiempo, tanto sea por falta de potencia de los instrumentos utilizados o por la existencia de múltiples objetivos, en particular los objetivos contrapuestos (al menos en el corto plazo) de estabilizar el nivel de precios internos y recomponer el deterioro de precios relativos con el exterior. En esta línea cabe destacar que a pesar de una política monetaria más restrictiva (incluso más de lo previsto por el BCU) la inflación continúa en terreno complicado, sobre todo en lo que refiere al componente subyacente que se encuentra muy cerca del 10% desde hace ya algún tiempo. En este contexto, las recientes reducciones de la inflación interanual responden a medidas puntuales sobre precios administrados más que a un genuino control del proceso inflacionario, aunque posiblemente las mismas tengan efectos de mediano plazo, aunque parciales, al reducir la inercia inflacionaria vía ajustes salariales.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.76	0.98	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.66	0.73	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.31	0.18	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.67	0.78	
(4) ANE (12,12%)	-1.41	-1.40	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.13	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.77	-0.72	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.32	0.42	
(*) 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>	7.68	11.00	5.13	8.78	13.52	1.54	-0.74	7.43	8.47
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	7.03	9.84	8.18	8.36	10.00	6.56	5.46	8.30	8.35
<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>	8.13	11.26	7.52	9.37	10.55	5.88	0.67	7.46	8.90
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	7.07	9.92	7.22	8.30	9.84	4.98	4.58	7.45	8.09

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 12/06/2014.

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%)
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	0.76	0.66	0.31	0.67	-1.41	-0.13	0.00	-0.77	0.32
06/14	0.79	0.67	0.15	0.67	-0.43	0.00	0.00	-0.22	0.45
07/14	0.73	0.76	3.09	1.01	1.79	-2.91	0.00	-0.11	0.74
08/14	0.16	1.17	0.41	0.62	2.63	0.00	0.00	1.36	0.80
09/14	0.35	0.65	0.83	0.53	1.46	0.00	0.00	0.77	0.59
10/14	0.77	0.62	0.17	0.64	1.82	0.00	0.00	0.96	0.71
11/14	0.74	0.78	-0.07	0.67	-0.46	0.00	0.00	-0.25	0.45
12/14	0.42	0.59	0.09	0.46	-0.03	-10.36	0.00	-3.46	-0.49
01/15	0.41	1.21	1.02	0.82	1.56	17.75	2.00	6.62	2.17
02/15	0.23	1.09	0.17	0.59	-0.24	1.26	3.40	0.76	0.63
03/15	0.85	1.07	1.46	1.01	0.81	0.00	0.00	0.42	0.87
04/15	0.88	0.34	0.14	0.56	1.06	0.00	0.00	0.55	0.56
05/15	0.58	0.63	0.31	0.57	-0.25	0.00	0.00	-0.13	0.40

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 12/06/2014.

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%)
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	8.67	11.40	7.71	9.70	9.18	8.15	0.73	7.56	9.18
06/14	8.56	11.11	7.60	9.52	10.57	7.99	0.72	8.18	9.19
07/14	9.04	10.95	7.83	9.71	11.79	4.78	-0.61	7.45	9.16
08/14	8.16	11.37	6.88	9.36	11.88	4.63	-0.70	7.48	8.90
09/14	7.30	11.21	6.02	8.79	10.13	2.39	-0.72	5.86	8.06
10/14	7.39	10.65	5.14	8.50	11.74	1.20	-0.72	6.26	7.95
11/14	7.65	11.11	5.20	8.82	11.87	1.30	-0.73	6.34	8.21
12/14	7.68	11.00	5.13	8.78	13.52	1.54	-0.74	7.43	8.47
01/15	7.76	10.67	4.75	8.64	12.82	1.77	-1.34	6.80	8.18
02/15	7.03	9.24	4.75	7.71	7.97	2.59	2.00	5.23	7.10
03/15	7.12	9.83	5.00	8.03	6.62	3.80	5.46	5.49	7.40
04/15	7.33	10.04	8.01	8.56	8.81	3.63	5.46	6.54	8.07
05/15	7.13	10.02	8.01	8.46	10.09	3.77	5.46	7.22	8.16

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 12/06/2014.

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