

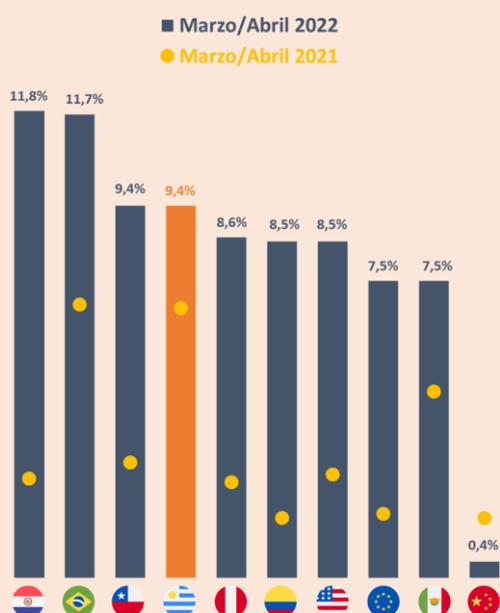
INFLACIÓN, NIVEL DE PRECIOS Y POLÍTICA MONETARIA: nuevo dato y nuevas medidas

❖ CONTEXTO: INFLACIÓN COMO CONTRACARA DE PRECIOS DE COMMODITIES ELEVADOS

No por repetido deja de perder importancia. La economía uruguaya está afrontando un proceso de aceleración inflacionaria. Debemos señalar que ello no se trata de un fenómeno doméstico, sino que el aumento de la inflación ha estado presente en la mayoría de los países del mundo, alcanzando guarismos que no se registraban hace 40 años.

INFLACIÓN INTERANUAL

(países seleccionados)



Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadística respectivos

En EE.UU. el último dato de inflación interanual fue de 8,5%. Chile, el mejor

alumno de la región en la materia, alcanzó niveles que duplican el techo de su rango meta. La historia se repite en la mayoría de los países europeos y latinoamericanos. El denominador común está en el fuerte incremento del precio de los alimentos y la energía.

Uruguay no es ajeno a esta realidad; incluso, en términos relativos, el aumento de la inflación ha sido bastante más moderado que el observado en otros países (aunque probablemente su descenso también sea más lento y moderado dado el problema estructural de alta inflación que afronta desde hace décadas).

Los cuellos de botella en las cadenas de suministro, las políticas expansivas llevadas adelante por el primer mundo, la tirantez de algunos mercados, así como la invasión de Rusia a Ucrania están en la base del fuerte aumento de las materias primas del cual nos beneficiamos.

No debemos obviar que estos ciclos de altos precios internacionales dinamizan la actividad y el empleo. Para buscar un contrafáctico, basta retrotraerse al quinquenio 2015-19 donde Uruguay recibió presiones deflacionarias desde el

resto del mundo: su economía se estancó y el nivel de empleo disminuyó.

Por supuesto, **hay un efecto colateral negativo para una economía pequeña y abierta que es la presión sobre los precios internos de los bienes transables**. En este sentido, el 60% de la inflación en los últimos 12 meses ha tenido origen en el comportamiento de los precios de los bienes transables (cuando representan en torno al 40% en la canasta), sobre los cuáles se tiene escaso margen de actuación dado que Uruguay es tomador de precios internacionales.

Por su parte, dada la particular del shock recibido y el origen de las presiones inflacionarias externas, **ese efecto negativo a su vez es heterogéneo entre sectores de la población: afecta particularmente a aquellos hogares más vulnerables, que presentan una mayor proporción de su gasto en alimentos, así como tienden a gastar la totalidad de su ingreso (y por tanto no tienen capacidad de acceder a instrumentos de ahorro para protegerse contra la inflación)**.

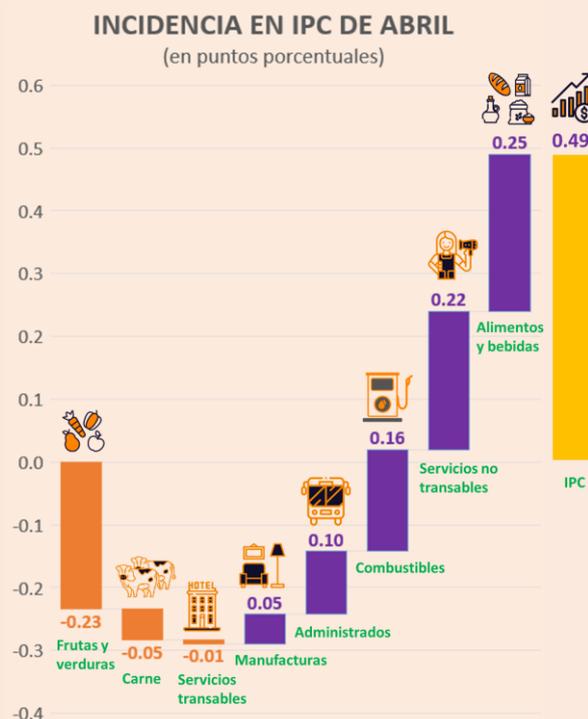
Bajo ese contexto, los gobiernos y los bancos centrales han tomado diversas medidas, ortodoxas y heterodoxas, a los efectos de mitigar el alza de precios y evitar el deterioro del poder adquisitivo. Según un relevamiento del FMI las medidas adoptadas han sido diversas, muchas de las cuales implican renuncias o erogaciones fiscales que tensionarán aún más los niveles de deuda post-pandemia. Uruguay también ha tomado medidas al respecto, algunas de las cuales comentaremos más adelante.

❖ NUEVO DATO EN URUGUAY: INFLACIÓN SE MANTUVO EN 9,4%

En el día de hoy se dio a conocer por parte del INE los datos de inflación para el mes de abril. Al respecto, **el aumento del IPC en el mes fue de 0,49%, por debajo de las expectativas del mercado (0,72%)**.

Los alimentos y bebidas (sin carne) fueron los de mayor incidencia, con una contribución de 0,25 puntos porcentuales. Se destacaron incrementos en pan y cereales (1,9%), lácteos (2,0%), aceites y grasas (3,2%) en sintonía con el aumento de los precios del trigo, la leche entera y la soja en los mercados internacionales.

Por su parte, los rubros Frutas y Verduras y Carne presentaron una contribución negativa dado la reversión del efecto de la sequía en los meses anteriores y la exoneración de IVA al asado de tira.



Adicionalmente, se destaca el aumento de combustibles (+4,3%) alentados por la suba del precio internacional del petróleo.

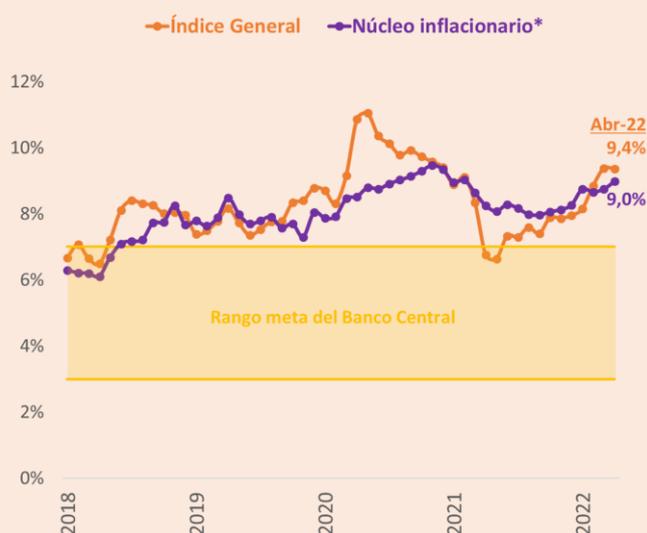
Finalmente, comienzan a visualizarse efectos de segunda ronda en rubros no transables: restaurantes y cafés (+1,3%) así como transporte metropolitano (+6,7%).

En lo que va del año, la inflación acumulada alcanzó el 4,9% y en los últimos 12 meses se mantuvo estable en torno a 9,4%. Asimismo, el núcleo inflacionario construido por el CED presentó un incremento mensual de 0,8% y en términos interanuales subió dos décimas a 9,0%.

Lo anterior da cuenta de una **aceleración de las presiones inflacionarias más genuinas de la economía**, lo cual debe ser interpretado como una señal de alerta adicional, teniendo en cuenta que la economía está atravesando un proceso de sólida recuperación de la actividad y el empleo, así como se avocinan incrementos salariales y correctivos por inflación en la gran mayoría de los sectores no transables.

INFLACIÓN EN URUGUAY

(variación interanual del Índice de Precios al Consumo)



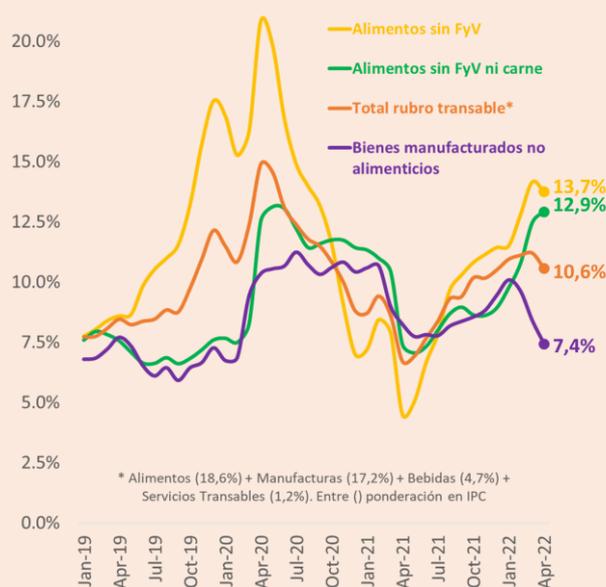
* Representa el 68% de la canasta del IPC; excluye Frutas y Verduras, Carne, Tabaco, Electricidad, Combustibles, Servicios de Telefonía, Agua corriente, Servicios relacionados con la vivienda y Juegos de Azar. Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadística

Considerando los rubros transables, la inflación interanual alcanzó el 10,6%, destacándose el fuerte incremento de los alimentos (+14%) y la moderación de los

bienes manufacturados no alimenticios dado el descenso del tipo de cambio.

INFLACIÓN SECTOR TRANSABLE

(variación interanual del IPC bienes y servicios transables)



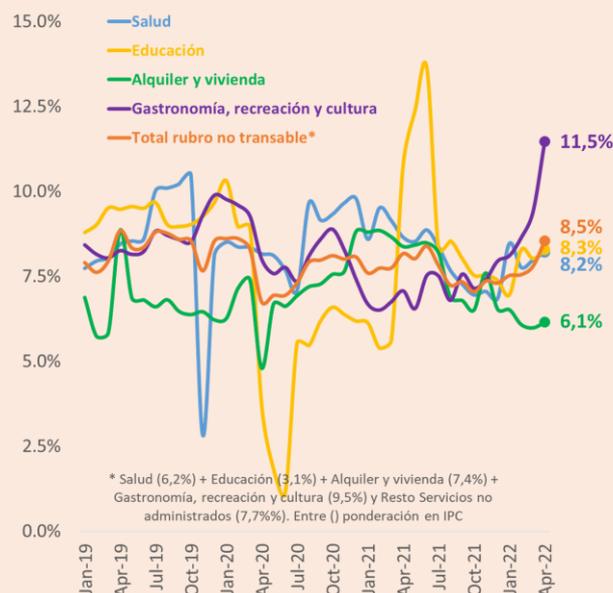
* Alimentos (18,6%) + Manufacturas (17,2%) + Bebidas (4,7%) + Servicios Transables (1,2%). Entre () ponderación en IPC

Fuente: Elaboración propia en base a INE

Por su parte, la inflación de los no transables se ubicó 8,5% interanual, alejándose del umbral de 7,5% sobre el que había permanecido en los últimos meses, lo cual reafirma lo expresado anteriormente.

INFLACIÓN SECTOR NO TRANSABLE

(variación interanual del IPC no transable sin administrados)



* Salud (6,2%) + Educación (3,1%) + Alquiler y vivienda (7,4%) + Gastronomía, recreación y cultura (9,5%) y Resto Servicios no administrados (7,7%). Entre () ponderación en IPC

Fuente: Elaboración propia en base a INE

Se destacan incrementos interanuales gastronomía, recreación y cultura (+1,5%) y

continúa observándose cierta moderación en rubros vinculados a la vivienda y alquiler.

De esta forma, el dato a simple vista luce positivo, aunque a nivel desagregado presenta señales de alerta sobre el comportamiento de precios de algunos rubros puntuales. De cara a los próximos meses, desde el CED mantenemos la perspectiva de que en mayo se alcanzará el máximo de la inflación en el año para luego comenzar a ceder y ubicarse en torno a 8,2% a fin de año. El índice de difusión de la inflación elaborado por el CED también da cuenta de dicha trayectoria.



Fuente: Elaboración propia en base a INE

Desde la perspectiva de los transables, los precios de las materias primas lucen firmes en el corto plazo, lo cual seguirá añadiendo presión sobre el precio de los alimentos. En contraposición, la debilidad del tipo de cambio debería continuar moderando el alza de precios en bienes industriales. Sin embargo, un timing sorpresivo de ajustes al alza en la tasa de interés por parte de la

FED o la intensificación de los atascos en los puertos de Shanghai son elementos de riesgos a considerar.

Por su parte, a nivel de no transables, se comienzan a ver efectos de segunda ronda derivados del aumento de precios internacionales y se avecinan importantes incrementos salariales para el mes de julio. Por ello, es relevante continuar trabajando sobre las expectativas de los agentes y evitar que estos aumentos transitorios de precios relativos se internalicen como permanentes.

❖ LAS MEDIDAS DE CORTO PLAZO: SOBRE LOS NIVELES DE PRECIOS, NO SOBRE LA INFLACIÓN

En las últimas semanas han surgido múltiples discusiones sobre la razonabilidad de aplicar medidas para contener el fuerte aumento de precios de algunos bienes sensibles de la canasta, en particular alimentos y combustibles, tras la invasión de Rusia a Ucrania que agudizó los desequilibrios imperantes en los mercados de materias primas. Se habló de controles y acuerdos de precios, de fijación de márgenes de rentabilidad, de exoneraciones impositivas y de subsidios. Finalmente, las medidas aplicadas fueran estas dos últimas, para el caso de los panificados y el asado de tira, y los combustibles respectivamente. En el día de ayer, el Senado de la República abogó por extender dicha exoneración a 19 productos de la canasta.

Sin embargo, el efecto de este tipo de medidas (exonerar IVA) micro suele ser limitado, muy transitorio y poco efectivas. En primer lugar, porque afectan el nivel de (algunos) precios y no son claramente

medidas antiinflacionarias (medidas macro). En segundo lugar, porque las mismas no serán permanentes y ni siquiera tendrán un efecto por única vez sobre el IPC. En tercer lugar, porque su impacto en términos de contener la suba del IPC será acotado dado su poco peso relativo en la canasta y la alta probabilidad de que dichas exoneraciones no se trasladan completamente al precio de venta final (en el fondo operan factores de oferta y demanda). Finalmente, porque implican renuncias fiscales poco focalizadas por ingresos, lo cual las vuelve poco eficientes y en algunos casos regresivas.

En definitiva, son medidas puntuales para una coyuntura particular que alteran la formación de precios en algunos mercados. Precisamente, lo que visibilizó esta coyuntura es el mal funcionamiento, la escasa profundidad y el poco grado de apertura de ciertos mercados. Dicha situación no es una causa de la inflación, pero limita el descenso de precios de algunos bienes y servicios afectando el nivel del costo de vida; entre otras palabras, visibiliza que Uruguay es “caro” desde la perspectiva de comparar ciertos precios de la canasta respecto al ingreso de los hogares.

Allí la propia coyuntura abre una enorme ventana de oportunidad para procesar reformas micro que permitan reducciones permanentes (aunque por única vez) del nivel de precios de la economía (no de la inflación).

En este sentido, hay espacio para actuar desde la política pública tanto en mercados transables como no transables.

Por otro carril, fueron las medidas sobre los salarios y las jubilaciones con el objetivo de mitigar la pérdida de poder adquisitivo. Ellas contemplaron al conjunto de trabajadores formales y dependientes. A nuestro juicio, dichas medidas estuvieron dentro de lo esperable económicamente y lo viable desde el punto de vista de la economía política. En términos económicos, las mismas per se no añaden ni generan inconsistencias con las actuales políticas macro: sería neutral en términos fiscales respecto a la proyección fiscal de comienzo de año y no será una fuente adicional de indexación ya al haber de entrada un 70% de sectores con correctivos en julio, ello ya debería estar internalizado en las expectativas inflacionarias en tanto se consumó la sorpresa inflacionaria. Desde el punto de vista de la economía política es una medida alineada al objetivo explícito del gobierno de recuperar la totalidad del salario perdido durante la pandemia hacia 2024.

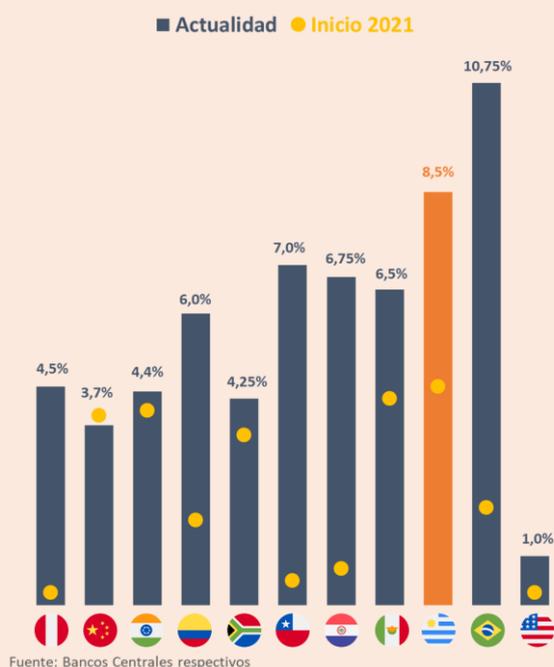
Por su parte, se requieren nuevas medidas complementarias focalizadas en los sectores más vulnerables, sobre los cuales el estado tiene capacidad de distinguir y llegar por la vía de transferencias directas.

Finalmente, estas medidas son paliativas de la inflación y sus síntomas, pero no atacan sus causas. Para ello está la acción de la política monetaria del Banco Central.

❖ EL ROL DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LA NO EVIDENCIA DE CARRY TRADE

Hasta el momento, el Banco Central ha actuado conforme la dirección esperada. Frente a un aumento de la inflación, ha profundizado el aumento de la tasa de interés de referencia en sintonía con la tónica adoptada por la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA
(países emergentes seleccionados)



Por este motivo es que hacemos una breve alusión a los llamados **mecanismos de transmisión de la política monetaria** y cómo el efecto del tipo de cambio en una economía dolarizada como la uruguaya puede incidir en igual o distinto sentido de lo esperado ante un cambio monetario.

En primer lugar, ante un proceso de suba de tasas como el iniciado en agosto pasado, el mecanismo de transmisión más importante es efectivamente el canal de la tasa de interés. En este sentido, un alza de la tasa de referencia tendería a generar movimientos en igual sentido en el resto de las tasas relevantes de la economía,

generando tasas más “costosas” para endeudarse e invertir y más “rentables” para ahorrar. De esa forma, el efecto buscado es mitigar futuras presiones inflacionarias de demanda.

Sin embargo, conviene realizar dos puntualizaciones. Por un lado, la tasa de interés de política monetaria aún se ubica en terreno levemente expansivo, luego del inicio de la pandemia donde la autoridad monetaria apuntaló la liquidez y el crédito. Por tanto, **todavía no estamos en una fase contractiva de la política monetaria**, aunque hacia ese terreno nos dirigimos conforme la evolución de la actividad y el empleo, y sus respectivos cierres de brecha de capacidad. Por otro lado, el origen de las presiones inflacionarias actuales es más bien externo que de demanda doméstica.

En segundo lugar, está el **canal de las expectativas**. Al respecto se busca que los agentes internalicen el sesgo de la política monetaria y anclen sus expectativas hacia el rango objetivo de inflación (menor expectativa de inflación de hoy sobre mañana, incide en una menor inflación hoy). De este modo, se busca **minimizar los costos reales de la suba de tasas** y atemperar posibles presiones inflacionarias por el lado de los salarios.

Dado el origen de la sorpresa inflacionaria, en una economía bimonetaria, con rigideces nominales y mecanismos de indexación, **evitar que los actuales cambios transitorios de precios relativos se internalicen como permanentes en las expectativas de inflación cobra vital importancia**. Allí el mayor argumento por el cual el Banco Central se ha mantenido firme en su postura.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN HORIZONTE DE POLÍTICA MONETARIA

(inflación interanual esperada dentro de 24 meses)



Fuente: BCU e INE

Uruguay tiene un largo historial de desanclaje de expectativas (y también de mecanismos indexatorios) producto del incumplimiento sistemático de metas de inflación. Adicionalmente, las expectativas de inflación en el horizonte de política monetaria se han incrementado; todo lo cual refuerza la dirección tomada.

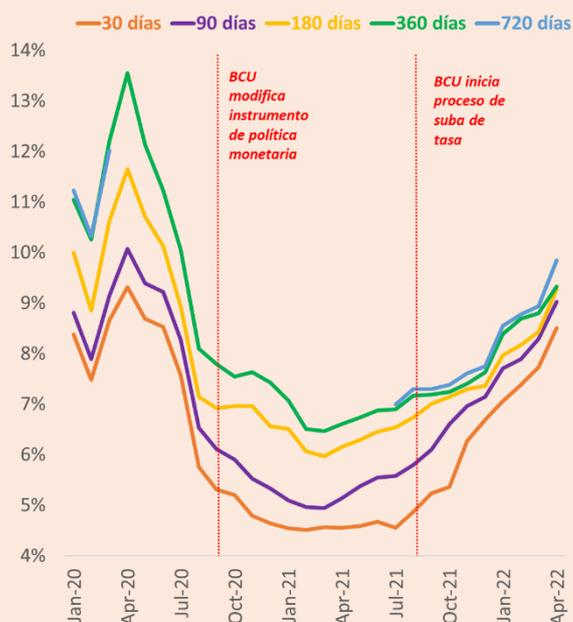
Finalmente, está el canal cambiario donde una suba de tasas podría inducir cambios de portafolio (de agentes residentes como de no residentes) y debilitar el tipo de cambio. Aunque no es el efecto buscado, una caída del tipo de cambio ayuda a mitigar las presiones inflacionarias provenientes de los bienes transables y alimenta el consumo de bienes durables dado el aumento del poder adquisitivo medido en dólares de los asalariados en pesos. Por otro lado, una caída del tipo de cambio podría incidir sobre las condiciones de competitividad del sector externo, encareciendo nuestros productos frente al resto del mundo. Al respecto, es sugerente realizar algunas puntualizaciones.

En primer término, a pesar de que la curva de letras de regulación monetaria (principal instrumento financiero que los inversores institucionales mantienen en sus portafolios) ha acompañado la suba de tasas e internalizado las mayores expectativas de inflación, no se observan fenómenos de carry trade (ingresos de capitales especulativos para aprovecharse de una rentabilidad –diferencial de tasas de interés– mayor que en otros países). Los datos de tenencia de LRM en manos de agentes no residentes son contundentes al respecto y se ubican en niveles históricamente bajos.

Básicamente dicho fenómeno no ocurre porque i) el aumento de tasas es generalizado en países emergentes dada la sorpresa inflacionaria, ii) otros países como Brasil tienen tasas más altas y sus monedas se han apreciado más fuertemente.

RENDIMIENTO DE LAS LRM

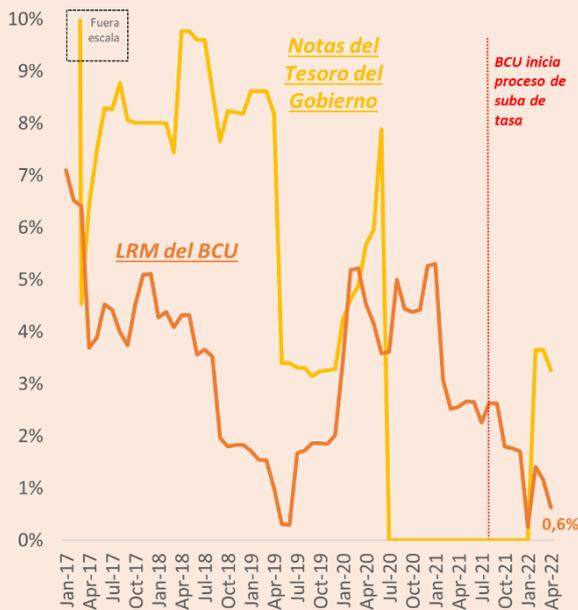
(tasa anualizada; promedio mensual)



Fuente: BEVSA

TENENCIA DE TÍTULOS EN M/N (\$) POR AGENTES NO RESIDENTES

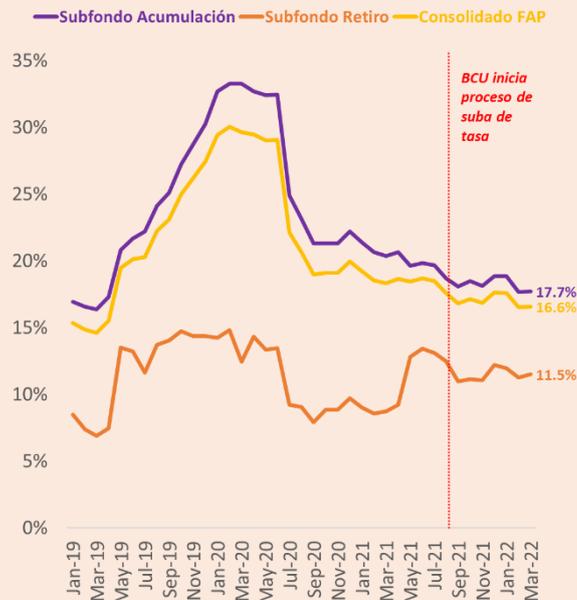
(% del circulante de LRM y Notas del Tesoro)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

PARTICIPACIÓN DE ACTIVOS EN M/E DEL FONDO DE AHORRO PREVISIONAL

(porcentaje del total de fondos)



Fuente: BCU

A diferencia de otros períodos (2012, 2013-14, 2016-17), el Banco Central no ha tenido que intervenir en el mercado de cambios porque efectivamente los rendimientos de las LRM no tienen un mayor atractivo que el resto de las economías emergentes. En consonancia, la flotación cambiaria se ha respetado mayormente (no ha habido intervenciones –desde agosto– ni se ha establecido la posibilidad de integrar las LRM directamente en dólares) y ello ocurre porque el tipo de cambio se ha movido en base a fundamentos (claramente, la mejora en los términos de intercambio por el alza de los precios de exportación).

En segundo término, la suba de tasas en moneda local vuelve más atractivos los instrumentos financieros en dicha moneda en detrimento del dólar, principalmente para grandes agentes inversores como son los bancos privados y las AFAPs. De ese modo, aumenta la demanda de pesos o lo que es lo mismo los inversores cambian de portafolio desprendiéndose de sus activos en dólares.

Sin embargo, los cambios de portafolio de las AFAP (de moneda extranjera a moneda local) han sido marginales en estos últimos meses de intensa apreciación del tipo de cambio.

En síntesis, puede afirmarse, con datos, que relativamente poco puede atribuirse a la política monetaria la apreciación cambiaria de los últimos meses; por lo que poco sentido tendría subordinar su actuación a otros objetivos (en particular, los vinculados a mitigar diferencias cambiarias con la región –y eventuales problemas de competitividad del sector no agroindustrial–, las cuales se han vuelto más estructurales que coyunturales). Asimismo, es relevante continuar insistiendo en la necesidad de anclar expectativas y mantener en el futuro la consistencia de las políticas macroeconómicas internalizando que el ciclo no es permanente sino transitorio y con mayor posibilidad de reversión abrupta que paulatina.