

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Incremento de las presiones externas
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Nuevo escenario de precios y próximo COPOM

N° 120

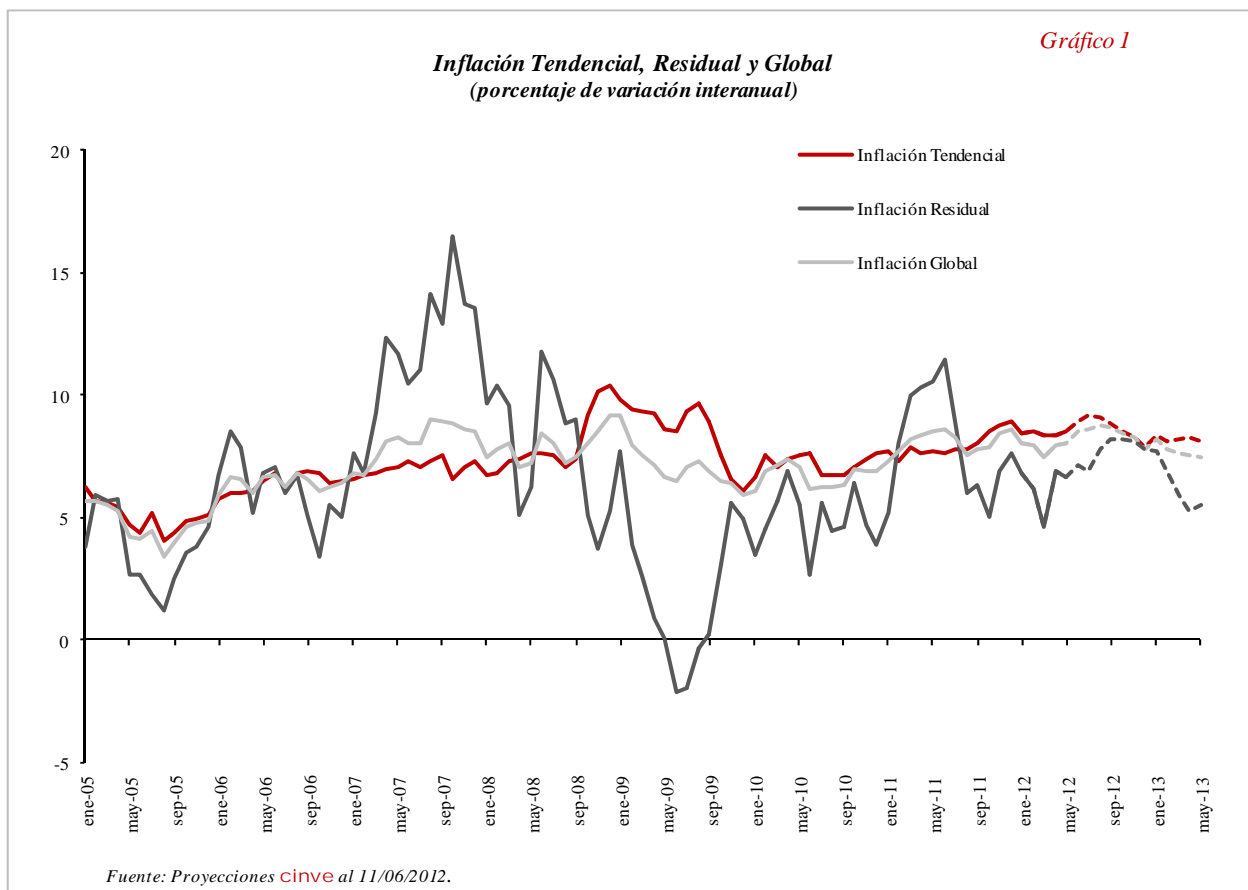
2 de Julio de 2012

INCREMENTO DE LAS PRESIONES EXTERNAS

El registro de inflación de mayo se incrementó en 0,39%. Esto determinó que la inflación interanual se acelerara levemente, ubicándose en 8,06%. En cuanto a la inflación tendencial, componente que refleja el comportamiento del núcleo central de precios más estables, también se aceleró, alcanzando 8,53% y demostrando que las presiones inflacionarias persisten y permanecerán en el corto y mediano plazo. Esto implica que la inflación residual se encuentra amortiguando las presiones sobre el componente tendencial. Más precisamente, que el núcleo de precios más volátiles (componente residual) ha sido menos inflacionario en términos interanuales que el componente que intrínsecamente debería ser más estable. Esto implica un riesgo para la estabilidad de precios ya que ante cualquier shock que pudiera afectar al componente residual, el piso inflacionario, dado por la tendencial, determinaría una inflación más alejada del techo del rango meta.

Por otro lado, y siguiendo con los riesgos inflacionarios, los datos de mayo y el contexto internacional actual dan cuenta de la confirmación de nuevas presiones externas. Luego de varios meses de calma en los mercados internacionales, la reaparición de la incertidumbre y volatilidad debido a las dudas sobre Grecia y España principalmente, han provocado un aumento del tipo de cambio del 10% promedio entre junio y abril. Si a este escenario internacional se le agregan las presiones provenientes de Brasil, a través de sus esfuerzos por mantener un real depreciado para fomentar la actividad, el nuevo contexto implicará nuevas presiones sobre los transables que se mantendrán, al menos, durante algunos meses.

En los próximos días tendrá lugar la segunda reunión del 2012 del Comité de Política Monetaria con el objetivo de evaluar la marcha de la inflación y la actividad en el segundo trimestre del año y decidir sobre la política monetaria a implementar en los próximos meses. Dadas las señales que se desprenden de las últimas reuniones de las autoridades monetarias y el retorno de la incertidumbre a los mercados no se espera que el COPOM varíe la tasa de política monetaria, manteniéndola en 8,75%.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

En mayo el dato de inflación determinó un incremento de 0,39% en el nivel general de precios, medido a través de la variación mensual del Índice de Precios al Consumo (IPC). Esta variación se encontró levemente por debajo de lo esperado en nuestra proyección mensual puntual. Sin embargo, la evolución de los precios durante mayo implicó que la inflación interanual se acelere, ubicándose en 8,06%. El componente tendencial, representativo del núcleo de precios más estable, aumentó en 0,63% en línea con lo previsto. Esto da cuenta que el error de estimación se ubicó en el componente residual que se caracteriza por su mayor errática debido a que sus componentes están sujetos a distintos shocks.

En lo que refiere al escenario de precios relativos, se confirmó lo observado el mes pasado, cuando los precios transables lideraron los aumentos de precios mensuales. Este fenómeno ocurre en un contexto de mayor incertidumbre internacional por el rebrote de los problemas en Europa, lo que ha aumentado la volatilidad internacional y, como ocurre generalmente en estos escenarios, el precio del dólar. Adicionalmente, Brasil se encuentra abocado a impulsar su nivel de actividad mediante la depreciación del real frente al dólar, lo que presiona al alza al tipo de cambio en el mercado local y aumenta las presiones sobre los transables. En tanto, los rubros transables moderaron sus incrementos con respecto a meses anteriores, aunque siguen evidenciando la existencia de presiones salariales y su correlato en la demanda interna.

Por el lado de la inflación tendencial, se observa que la misma se aceleró levemente en términos interanuales con respecto al mes anterior, ubicándose en 8,53%. La persistencia del registro interanual por encima del 8% en lo que va de 2012 implica un desafío adicional para la política económica ya que indica una marcada persistencia de las presiones inflacionarias, al menos, en el mediano plazo

En suma, nuevas presiones externas producto de una mayor incertidumbre internacional, junto a las persistentes presiones salariales determinan una marcada persistencia en el componente duro de la inflación (componente tendencial).

Diagnóstico y proyecciones

Como es costumbre 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. En este sentido, la discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.

En los últimos días rebrotaron los problemas en la Zona Euro, asociados a mayores riesgos para las economías de Grecia y España, lo que determinó el retorno de la incertidumbre y una mayor volatilidad en los mercados internacionales. Más allá de los problemas económicos que presentan estas economías, principalmente fiscales y financieros, las preocupaciones se ciernen sobre la conducción política de la crisis y la falta de liderazgo y determinación por parte de las autoridades europeas. Esta situación genera mayores dudas sobre la resolución de los situación europea, lo que, sumado a la falta de efectividad de las medidas adoptadas, dan lugar a una mayor incertidumbre que impacta directamente en los precios internacionales, y por tanto en su transmisión a los precios domésticos.

En este sentido el dólar es una variable determinante para la evolución de los precios y constituye uno de los principales riesgos, dado el contexto actual, para el control inflacionario. El aumento de la volatilidad internacional comentado anteriormente, junto a la agresiva expansión monetaria brasilera, han tenido un fuerte impacto en la depreciación del peso uruguayo frente al dólar observada desde mayo. El tipo de cambio se incrementó en promedio cerca de un 3% y 7%, en mayo y junio respectivamente con respecto al mes anterior. Esta nueva configuración para el dólar presentaría cierta persistencia temporal lo que determina nuevas presiones externas sobre los precios domésticos.

Sin embargo, como es habitual en escenarios inciertos, el aumento del dólar viene acompañado de reducciones en los precios internacionales, debido a que la ésta implica una reasignación de los capitales hacia activos más seguros, en lo que se conoce como "vuelos hacia la calidad" (*Flight to quality*). Esto permite cierto alivio para las presiones externas dado que se observa una reducción de los precios internacionales como el petróleo y los commodities agrícolas. En este sentido, el descenso del primero permitiría tener cierta flexibilidad para reducir los precios de los combustibles, siendo esta una opción cuando se desea reducir presiones sobre las mediciones de precios al consumo mediante política tarifaria.

Por último, en lo que refiere al panorama interno, no se observan cambios significativos con respecto a meses anteriores, lo que determina que las presiones salariales se mantengan, aunque habrían disminuido levemente su incidencia. Adicionalmente, es esperable que algunos convenios salariales que vencen hacia fines de junio tomen cierto tiempo en renovarse debido a las discusiones previstas sobre ajustes por productividad y escenarios más contractivos, lo que podría reducir presiones salariales en el mediano plazo para algunas ramas

y rubros en particular. De todas formas, habrá que esperar a que se renegocien estos convenios para dilucidar cómo evolucionarán las presiones salariales en el mediano y largo plazo.

En suma, la reaparición de la incertidumbre asociada a la situación europea y su impacto directo en los precios internacionales, implica una muy leve corrección al alza en nuestras proyecciones de inflación, que se ubican en 7,8% a diciembre de 2012 aunque no se descartan nuevas correcciones en el corto plazo.

<i>Cuadro 1</i>		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Junio)	0.8	0.9
Próximos 12 meses	7.5	8.1
Año calendario 2012	7.8	7.8
Año calendario 2013	7.2	7.6

Fuente: Proyecciones cinve al 11/06/2012.

NUEVO ESCENARIO DE PRECIOS Y PRÓXIMO COPOM

Desde 2007 Uruguay ha adherido a un régimen de metas de inflación más o menos explícito, al menos mediante la definición de una meta inflacionaria determinada y el manejo de la tasa de interés “call” como instrumento principal. Si bien para poder hablar de un régimen de metas de inflación se precisa cumplir con determinados requisitos de información, rendición de cuentas e independencia de las autoridades bancocentralistas, se podría indicar que a grandes rasgos el esquema uruguayo se asemeja a uno de objetivos de inflación.

Sin embargo, en los últimos años y haciendo un poco de historia sobre la política monetaria reciente, el BCU no ha podido cumplir con sus objetivos inflacionarios, es decir mantener la inflación dentro del rango meta definido por las autoridades. Más precisamente, desde 2007, en más del 70% del tiempo la inflación interanual se ha encontrado por encima del rango meta establecido por las autoridades monetarias señalando, al menos, dos problemas. El primero es que el objetivo inflacionario es más una declaración de intención que un compromiso férreo con la estabilidad de precios, arrojando una señal de que una inflación por fuera del rango meta pero por debajo del 10% sería “tolerable”, sin implicar mayores riesgos ni preocupaciones para el control de precios.

El otro problema para la política monetaria actual recae en las expectativas de los agentes. El incumplimiento casi sistemático del supuesto objetivo principal perfora la confianza de los agentes en el régimen y no permite alinear sus expectativas con el objetivo propuesto. En este sentido, si los agentes esperan una inflación mayor a la propuesta por las autoridades, la transmisión de la política monetaria pierde efectividad en algunos de los canales de transmisión, al menos en parte, dificultando el accionar de las políticas y reduciendo sus efectos deseados.

Entonces, ¿cuál es el problema de la política monetaria hoy? El próximo 3 de Julio se reunirá el Comité de Política Monetaria (COPOM) en su sesión trimestral, con el objetivo de evaluar la marcha de la economía, la inflación y determinar el sesgo inflacionario para el próximo trimestre, en un contexto macroeconómico más adverso que algunos meses atrás. A nivel internacional, la incertidumbre ha vuelto a aparecer, aumentando la volatilidad de los precios internacionales y sobre todo presionando el tipo de cambio al alza, efecto que se ve potenciado por un Brasil sumergido en una política monetaria expansiva en pos de lograr impulsar la economía a través de un real depreciado. Este contexto internacional y regional configura un escenario de peso uruguayo depreciado (o dólar más alto) en nuestro país, que si bien favorece a la competitividad externa en un contexto regional más proteccionista, pone nuevos obstáculos para la el control de la inflación.

Adicionalmente, al tener una inflación interanual a mayo más de dos puntos porcentuales por encima del rango meta, el margen de maniobra es muy reducido ya que cualquier señal de cambio en la política monetaria (alza o baja de TPM) traerá aparejada algunos costos indeseados, que se podrán traducir en una reducción de la competitividad o en mayores problemas inflacionarios.

Por lo tanto, esperamos que en el próximo COPOM las autoridades decidan mantener la tasa de política monetaria (TPM) incambiada en su nivel actual de 8,75% dado el contexto internacional y regional comentado anteriormente y una situación local en el que la economía continúa creciendo, aunque a un ritmo más moderado. De todas formas, es esperable que ante este escenario de inflación por fuera del rango meta y reaparición de las presiones externas a través de un aumento del dólar junto a una compleja situación en

INFORME de INFLACION

términos de competitividad, las medidas anti-inflacionarias no provengan de la política monetaria. En este sentido, no sería de extrañar que se concreten algunas medidas de política tarifaria como la reducción del precio de los combustibles.

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Mayo de 2012

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.69	0.88	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.62	0.65	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.44	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.63	0.69	
(4) ANE (12,12%)	-1.22	-0.56	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.81	0.92	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.31	0.05	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.39	0.53	
(*) 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	Indices de los Precios del Consumo								
	(1) BENE (36,05%)	(2) SERVnoA (29,84%)	(3) SERVAd (16,60%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (82,49%)	(4) ANE (8,43%)	(5) ENE (6,21%)	(6) SERVPub (2,87%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (17,51%)	INFLACIÓN IPC (100%)
Dic 2009/ Dic 2008	3.05	7.61	9.42	6.09	1.59	10.20	2.67	4.94	5.90
Dic 2010/ Dic 2009	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
Dic 2011/ Dic 2010	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
Dic 2012/ Dic 2011	6.81	9.44	6.33	7.83	11.84	4.92	1.88	7.78	7.82
Dic 2013/ Dic 2012	6.68	9.32	4.66	7.55	9.43	2.66	2.00	5.97	7.16
Prom 2009/ Prom 2008	7.11	11.14	6.55	8.55	5.09	-2.13	2.53	1.99	7.06
Prom 2010/ Prom 2009	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
Prom 2011/ Prom 2010	6.20	10.68	7.18	7.98	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
Prom 2012/ Prom 2011	7.54	9.98	7.83	8.57	8.21	7.99	2.06	7.12	8.21
Prom 2013/ Prom 2012	6.97	9.51	5.31	7.83	9.73	2.47	1.99	5.98	7.37

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 11/06/2012.

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									
Indices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,05%)	(2) SERVnoA (29,84%)	(3) SERVAd (16,60%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (82,49%)	(4) ANE (8,43%)	(5) ENE (6,21%)	(6) SERVPub (2,87%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (17,51%)	INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)
01/11	0.49	0.98	1.98	0.86	3.46	2.20	0.00	2.44	1.25
02/11	0.40	1.31	0.52	0.78	1.24	1.57	1.63	1.42	0.94
03/11	0.82	1.07	1.42	0.99	2.50	5.08	0.01	2.95	1.42
04/11	0.53	0.82	0.26	0.62	-1.78	0.40	0.01	-0.73	0.34
05/11	0.41	0.56	0.35	0.47	-0.24	0.13	0.01	-0.07	0.33
06/11	0.39	0.67	0.59	0.53	-0.39	0.09	0.00	-0.16	0.35
07/11	0.33	1.11	1.12	0.74	1.40	0.26	0.01	0.77	0.75
08/11	0.42	0.97	0.83	0.69	0.25	0.19	0.04	0.19	0.56
09/11	0.59	0.64	0.42	0.59	0.54	-0.03	0.00	0.25	0.51
10/11	1.06	0.58	0.35	0.78	0.94	0.17	0.00	0.52	0.71
11/11	0.69	0.62	0.78	0.67	-0.79	0.03	0.08	-0.37	0.42
12/11	0.98	0.91	0.23	0.86	-0.54	1.35	0.11	0.22	0.70
01/12	0.15	0.51	1.36	0.44	0.40	4.12	0.04	1.65	0.74
02/12	0.42	1.09	1.53	0.82	1.18	0.01	1.81	0.86	0.83
03/12	0.65	1.29	-0.02	0.84	2.98	0.06	0.01	1.46	0.99
04/12	0.78	0.59	0.11	0.63	1.73	1.59	0.02	1.41	0.82
05/12	0.77	0.74	0.00	0.67	-0.13	0.92	0.00	0.26	0.57
06/12	1.10	0.93	0.00	0.90	0.58	0.00	0.00	0.28	0.75
07/12	0.63	0.89	2.35	0.93	2.32	-1.68	0.00	0.53	0.83
08/12	0.36	1.01	0.21	0.61	2.11	0.00	0.00	1.05	0.72
09/12	0.43	0.51	0.00	0.41	1.31	0.00	0.00	0.66	0.47
10/12	0.54	0.41	0.20	0.45	1.03	0.00	0.00	0.52	0.47
11/12	0.53	0.51	0.00	0.46	-0.88	0.00	0.00	-0.45	0.24
12/12	0.34	0.70	0.00	0.45	-0.21	0.00	0.00	-0.11	0.31

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/06/2012.

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									
Mes/Año	Indices de los Precios del Consumo								
	(1) BENE (36,05%)	(2) SERVnoA (29,84%)	(3) SERVAd (16,60%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (82,49%)	(4) ANE (8,43%)	(5) ENE (6,21%)	(6) SERVPub (2,87%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (17,51%)	INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)
01/11	6.49	10.39	5.57	7.70	9.35	1.59	-0.48	5.18	7.27
02/11	6.38	10.00	4.56	7.29	13.02	4.23	-0.88	8.02	7.67
03/11	7.07	10.17	6.02	7.88	13.39	9.43	-0.87	9.94	8.17
04/11	5.87	10.71	6.05	7.65	13.70	9.91	-0.86	10.33	8.35
05/11	5.72	10.80	6.37	7.69	14.11	9.97	-0.85	10.55	8.53
06/11	5.34	10.72	6.97	7.62	15.85	10.00	-0.85	11.43	8.61
07/11	5.32	11.13	7.56	7.82	10.99	9.91	-0.84	8.91	8.25
08/11	5.62	10.72	7.85	7.81	4.84	10.11	1.71	5.99	7.57
09/11	5.87	10.85	8.10	8.03	5.56	10.07	1.71	6.33	7.80
10/11	6.54	11.02	8.47	8.50	3.08	10.36	1.71	5.02	7.87
11/11	6.87	10.87	9.28	8.73	6.40	10.44	1.79	6.92	8.41
12/11	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
01/12	6.98	10.23	8.54	8.47	3.50	14.03	1.94	6.77	8.05
02/12	7.00	9.99	9.63	8.52	3.43	12.29	2.12	6.19	7.94
03/12	6.82	10.23	8.07	8.35	3.92	6.92	2.12	4.65	7.48
04/12	7.08	9.98	7.91	8.36	7.63	8.18	2.13	6.91	7.99
05/12	7.46	10.18	7.53	8.58	7.75	9.04	2.12	7.27	8.25
06/12	8.13	10.32	7.37	8.94	7.61	8.84	2.12	7.13	8.49
07/12	8.46	10.08	8.68	9.15	8.59	6.73	2.11	6.88	8.57
08/12	8.40	10.12	8.01	9.06	10.61	6.53	2.07	7.79	8.74
09/12	8.22	9.97	7.57	8.86	11.46	6.56	2.07	8.22	8.71
10/12	7.67	9.79	7.40	8.51	11.57	6.38	2.07	8.23	8.44
11/12	7.49	9.67	6.58	8.28	11.47	6.34	1.99	8.14	8.24
12/12	6.81	9.44	6.33	7.83	11.84	4.92	1.88	7.78	7.82

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/06/2012.

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