

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Se instrumentan medidas de combate a la inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El COPOM decide aumento de la TPM

N° 115

30 de Enero de 2012

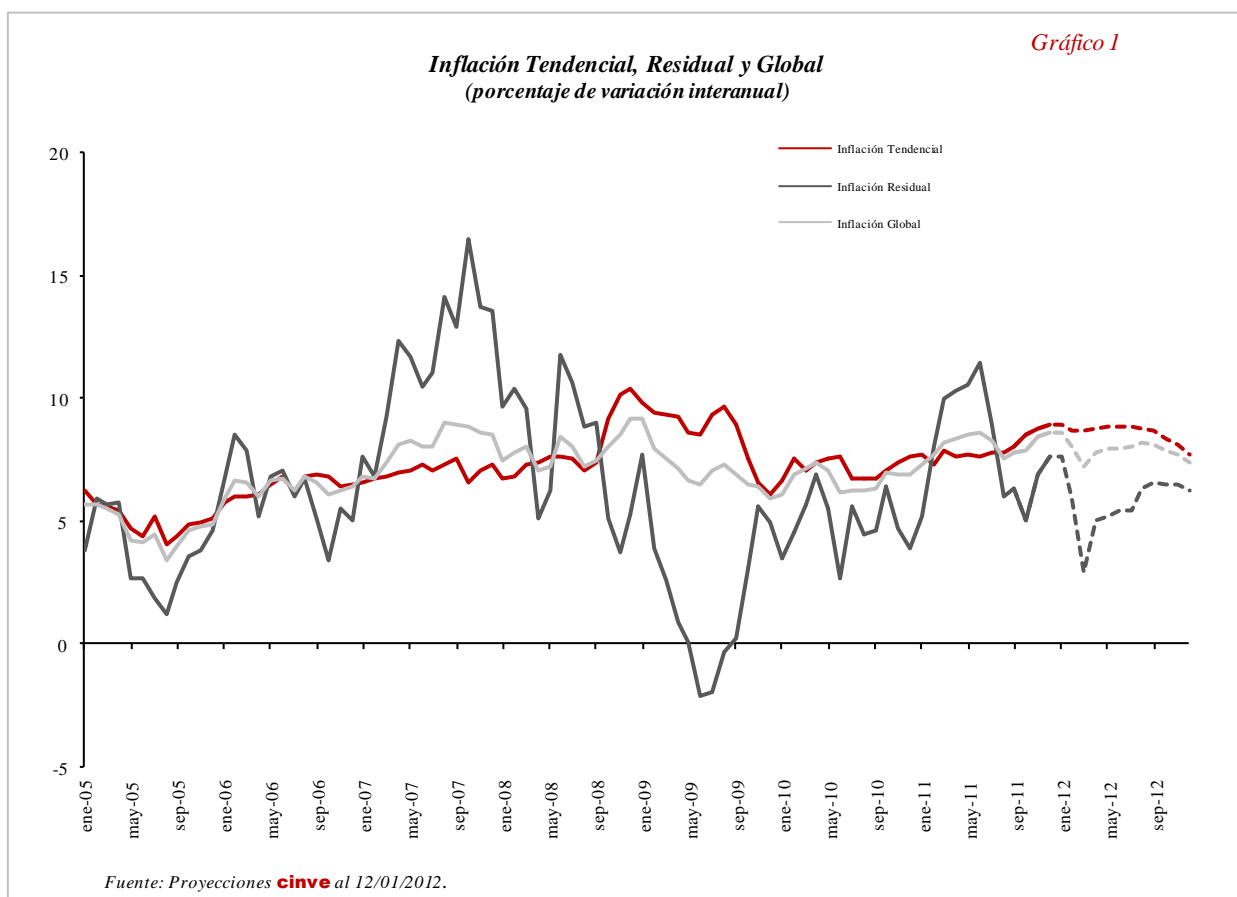
SE INSTRUMENTAN MEDIDAS DE COMBATE A LA INFLACION

El dato de inflación de diciembre se aceleró vigorosamente, ubicándose en 0,7% lo que implicó que la inflación interanual se situara en 8,6%, sensiblemente alejada del rango meta. Esta nueva aceleración de la inflación se basa fundamentalmente en la evolución del dólar y las presiones internas originadas en los salarios y la dinámica demanda interna. Esto determinó que se cierre el 2011 por fuera del rango meta establecido por las autoridades, situación que se repitió durante todo el año y que plantea un problema en términos de credibilidad sobre el objetivo inflacionario de cara al futuro.

Adicionalmente, el registro de la inflación tendencial que demuestra la persistencia de fuertes presiones, tanto internas como externas, sobre el componente más estable de los precios, se ubicó en 8,9% en términos interanuales lo que erosionaría aún más la credibilidad de la meta dado que fue el componente residual que actuó, al menos en gran parte del pasado año, como amortiguador del nivel general de precios.

Ante este escenario se realizó la última reunión de 2011 del COPOM en la cual se decidió aumentar la tasa de referencia de política monetaria, contrayendo la política monetaria para intentar reducir las presiones inflacionarias. Si bien no se le asignaba la mayor probabilidad a esta decisión a la luz de la cautela mostrada en su reunión anterior producto del actual escenario internacional y el delicado equilibrio entre competitividad y estabilidad de precios, esta decisión evidencia la preocupación por la estabilidad de precios e implícitamente persigue recobrar la imagen de credibilidad sobre los objetivos.

En la última sección de este informe se presentan los efectos esperados del alza en la TPM así como los distintos canales de transmisión hacia la determinación de precios interna. Por último se discuten los posibles costos en términos de competitividad que podría acarrear.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo de diciembre registró un aumento de 0,70%, ubicándose por encima de lo esperado. De esta forma la inflación cierra el 2011 con un registro más elevado al previsto (8,6%), desviándose 2,6 pp del rango máximo tolerable por las autoridades (4%-6%).

En lo que refiere al componente tendencial que reseña el comportamiento del núcleo de precios más estables y representa una buena aproximación del comportamiento de los precios en el mediano y largo plazo, se incrementó en 0,86% lo que da cuenta de la persistencia de las presiones inflacionarias. Este dato de la inflación tendencial implicó que la misma se ubique en 8,9% en términos interanuales. Por el lado del componente residual que recoge la evolución de los precios más volátiles sujetos a factores estacionales y otras restricciones de oferta, se incrementó en 0,22% causando sorpresa con respecto a nuestras proyecciones y siendo el principal factor de explicación del desvío de nuestra estimación con respecto al registro de precios de diciembre.

En cuanto al escenario de precios relativos, la evolución del tipo de cambio producto de la incertidumbre internacional determinó las presiones sobre los precios transables durante diciembre. En tanto los no transables también tuvieron fuertes incrementos de la mano de las presiones internas existentes producto del dinamismo de la actividad, los buenos indicadores del mercado laboral y la evolución de los salarios. Así, tanto el escenario internacional como el doméstico están contribuyendo al aumento del nivel general de precios.

En conclusión el registro de inflación de diciembre implicó una aceleración de la inflación que derivó en un mayor desvío con respecto a los objetivos del Banco Central. Más allá del desvío de la inflación general la aceleración del componente tendencial es preocupante ya que señala la persistencia de las presiones inflacionarias. El mantenimiento de las presiones internas junto a la incertidumbre internacional que mantiene las presiones sobre los bienes transables son los principales factores que explican la dificultad para lograr el cumplimiento de la meta.

Diagnóstico y proyecciones

Como hemos reseñado en informes anteriores la economía internacional esta signada por la incertidumbre y la volatilidad producto de los episodios de crisis en Europa y Estados Unidos. El foco en los últimos meses estuvo puesto en Europa, sobre todo en la búsqueda de una salida ordenada y consensuada entre los miembros de la Unión Europea, a pesar de que esta salida parece tortuosa y sujeta a voluntades políticas que no parecen alinearse por el momento.

Este escenario internacional incide directamente en algunos de los precios internacionales relevantes para la formación de precios domésticos. Por el lado los precios internacionales no ha cambiado la tónica observada en los últimos meses. Los commodities alimenticios (trigo, soja, maíz, carne, entre otros) han disminuido sus precios en los últimos meses y continuaron en esta senda durante el mes de diciembre. Si bien se espera que esto pudiera revertirse en los próximos meses producto de factores climáticos que podrían reducir la oferta mundial, esto aún parece difícil de prever. Por el lado del precio del petróleo se mantiene firme en niveles elevados luego de un leve y breve descenso en la segunda parte de diciembre. Sin embargo su precio volvió a aumentar manteniendo las presiones sobre los combustibles y sus derivados.

En cuanto al precio del dólar si bien la incertidumbre internacional le ha imprimido una fuerte volatilidad en los últimos meses y sus aumentos impulsaron al alza los precios de los bienes transables, la última decisión del COPOM de aumentar la tasa de referencia de política monetaria impulsó a la baja al tipo de cambio en los días siguientes a la decisión. De esta forma se espera que las presiones sobre los transables se reduzcan, al menos en parte en el corto plazo a raíz de la decisión del COPOM

Finalmente en lo que refiere a la demanda interna los últimos datos sobre la evolución de los salarios y el mercado laboral ratifican el dinamismo observado en meses anteriores lo que imprime presiones a los bienes no transables, especialmente a los servicios.

En suma los escenarios internacional y nacional anteriormente descritos en términos de actividad y precios para 2012 junto a la evolución reciente de los precios domésticos determinan que nuestras proyecciones se mantengan estables en el entorno de 7,5% para fines de este año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Enero)	1.3	0.9
Próximos 12 meses	7.4	7.8
Año calendario 2012	7.5	7.8
Año calendario 2013	7.3	7.6

Fuente: Proyecciones **cinve** al 12/01/2012.

EL COPOM DECIDE AUMENTO DE LA TPM

El pasado 29 de diciembre se reunió el COPOM en su encuentro correspondiente al cuarto trimestre de 2011 con el objetivo de evaluar la marcha de la economía y la inflación durante el último trimestre del año y decidir sobre el sesgo de la política monetaria a través del manejo de la tasa de interés de referencia equilibrando el objetivo inflacionario con el nivel de actividad y la competitividad internacional. En esta reunión el COPOM decidió aumentar la tasa de referencia en 0,75 pp, ubicándola en 8,75%, con el objetivo de contraer la política monetaria señalando su preocupación por el alejamiento del rango meta previsto por las autoridades (4%-6%).

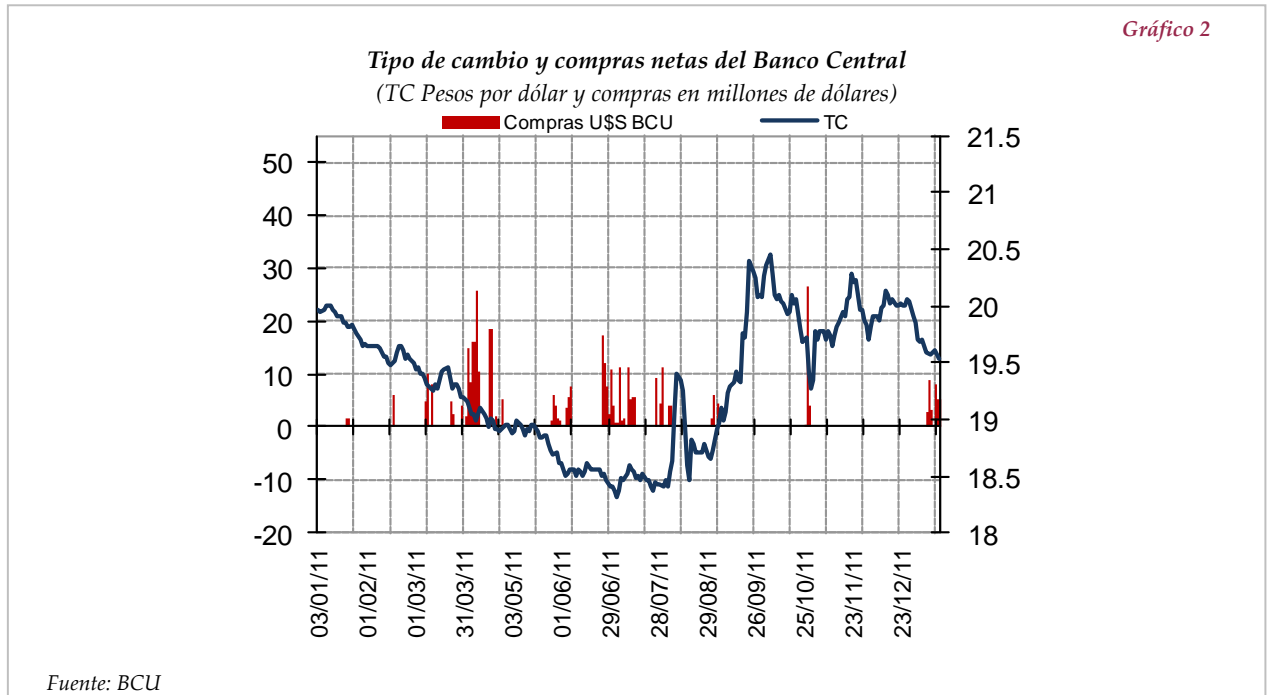
Si bien esta decisión nos sorprendió ya que se esperaba que se mantuviera la tasa de referencia incambiada en función del escenario internacional volátil y el delicado equilibrio entre estabilidad de precios y competitividad externa, no se descartaba que el COPOM aumentara la tasa y buscara de esta forma reducir los registros de inflación y volver a ganar credibilidad en sus decisiones de política monetaria. Vale recordar que desde que se sigue un esquema de metas de inflación con un rango meta establecido por las autoridades con la intención de anclar las expectativas de los agentes al registro inflacionario esperado, más del 70% del tiempo la inflación se ubicó por fuera del rango meta, tolerándose implícitamente los desvíos siempre que la inflación no sobrepasara el 10%, ya que en este caso se disparaban ajustes automáticos de salarios y pensiones.

Ante esta contracción de la política monetaria es relevante explicar los efectos de la decisión así como los canales a través de los cuales esta alza de la tasa de interés de referencia actúa sobre los precios domésticos. En línea con lo anterior el alza de la TPM reduciría las presiones inflacionarias por dos vías distintas cuyo efecto se observa en distintos momentos del tiempo.

En el corto plazo el aumento en la TPM eleva los rendimientos de las colocaciones en pesos uruguayos, ante lo cual los agentes venden dólares para comprar pesos y de esta forma reducen el precio de la divisa en los días siguientes a la decisión del COPOM tal como hemos observado en los primeros días de enero. Este fenómeno reduce las presiones sobre los bienes transables abaratando el precio de los mismos en el mercado nacional (medidos en pesos) y reduciendo su impacto sobre la inercia inflacionaria. Si bien existe un traspaso del precio del dólar a precios domésticos (conocido como *pass through* que de acuerdo a nuestras estimaciones rondaría el 20%) es posible que este ajuste no se realice completamente dado el escenario de alta volatilidad que se ha observado en los últimos tiempos. Como hemos discutido anteriormente, esta volatilidad sobre los precios internacionales implica una mayor imprevisibilidad por parte de los empresarios para fijar sus precios (cuando el mismo depende, al menos en parte, del precio del dólar) lo que podría reducir el impacto de la baja del dólar sobre los precios domésticos. De todas formas es esperable que a través del canal del *pass through* las presiones sobre los bienes transables tiendan a reducirse.

Sin embargo esta decisión, tal como hemos discutido en informes anteriores, no está exenta de costos ya que al apreciar la moneda local los productos exportables uruguayos perderían competitividad en el exterior. Particularmente con Brasil quien es nuestro principal socio comercial y que se encuentra abocado a relajar su política monetaria para favorecer la industria local y dinamizar la economía. En este sentido el equilibrio necesario en términos de competitividad podría verse amenazado por la caída del dólar en Uruguay, destacándose que Brasil es el único país relevante para las exportaciones uruguayas con el cual aún se mantenía una cierta ventaja en términos de precios relativos. Tal como se presenta en el gráfico siguiente se observa que la nueva medida sobre la tasa de interés fue acompañada de un manejo cambiario más activo por parte del BCU, asociado principalmente a disminuir la volatilidad en el mercado de cambios aunque los montos transados por parte de la autoridad monetaria permanecen bajos (28 millones de dólares hasta mediados de enero).

Gráfico 2



Por otro lado el reciente incremento de la TPM tiene efectos de mediano plazo que se observarán en los meses a venir. Al aumentar la tasa se encarece el crédito e incentiva el ahorro por lo que las familias podrían tornarse más renuentes a consumir ya sea por un encarecimiento en el crédito al consumo o por una mayor disposición al ahorro. Ante esto, es de esperar que la demanda interna se enfríe levemente en los próximos meses aunque la eficacia de esta medida es dudosa en el contexto actual dado las perspectivas sobre los indicadores del mercado laboral y los salarios. En concreto, más allá del encarecimiento del crédito al consumo, no está claro que esta medida pueda tener los efectos deseados sobre la inflación cuando se espera que los salarios crezcan más de 3,5% por encima del registro inflacionario en 2012 según surge de los acuerdos salariales alcanzados durante 2011.

De todas formas, más allá del aumento de la TPM resuelto hacia fines de año, nuestras proyecciones indican que la inflación se encontrará por fuera del rango meta para 2012 y 2013 aunque desaceleraría su crecimiento, convergiendo muy lentamente hacia la meta. Estas perspectivas son compartidas por la mayoría de los analistas consultados por el BCU en su encuesta mensual de expectativas. Sin dudas este descreimiento sobre el objetivo inflacionario y el compromiso asumido por las autoridades resulta en un problema de credibilidad implícito en el actual esquema de metas de inflación y el alineamiento de las expectativas con la meta establecida por las autoridades. En este sentido, la medida adoptada por el COPOM busca dar una señal de que la estabilidad de precios es la prioridad para el BCU, luego de que actuara con cierta pasividad ante el escenario internacional de incertidumbre y volatilidad a pesar de que la inflación se ha encontrado sistemáticamente por fuera del rango meta establecido.

◆◆◆◆

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Diciembre de 2011

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.98	0.63	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.91	0.70	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.23	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.86	0.59	
(4) ANE (12,12%)	-0.54	-2.11	3.3%
(5) ENE (8,33%)	1.35	1.42	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.11	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.22	-0.54	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.70	0.31	

(*) 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								INFLACIÓN IPC (100%)
	(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%)	
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	6.97	9.48	5.07	7.78	9.43	4.77	2.10	6.60	7.49
Dic 2013/ Dic 2012	6.98	8.93	5.21	7.59	10.28	3.02	2.00	6.48	7.32
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	7.63	10.16	7.17	8.61	5.96	7.65	2.27	5.93	7.94
Prom 2013/ Prom 2012	7.25	9.13	5.07	7.78	10.70	3.02	2.01	6.62	7.50

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 12/01/2012.

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	0.45	1.18	1.67	0.89	1.60	4.77	0.00	2.45	1.27
02/12	0.15	1.14	0.00	0.54	-1.04	0.00	2.10	-0.16	0.36
03/12	0.91	0.83	1.52	0.95	-0.03	0.00	0.00	-0.01	0.71
04/12	0.92	0.70	0.00	0.72	2.72	0.00	0.00	1.30	0.86
05/12	0.68	0.52	0.00	0.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.41
06/12	0.57	0.58	0.00	0.51	0.31	0.00	0.00	0.15	0.42
07/12	0.47	0.82	1.80	0.77	1.84	0.00	0.00	0.89	0.80
08/12	0.35	1.08	0.00	0.61	2.38	0.00	0.00	1.16	0.75
09/12	0.62	0.53	0.00	0.51	1.17	0.00	0.00	0.58	0.53
10/12	0.64	0.46	0.00	0.49	1.00	0.00	0.00	0.50	0.49
11/12	0.50	0.55	0.00	0.47	-0.79	0.00	0.00	-0.40	0.26
12/12	0.50	0.70	0.00	0.53	-0.01	0.00	0.00	-0.01	0.40

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 12/01/2012.

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	7.31	10.96	8.86	8.96	4.73	14.74	1.90	7.61	8.62
02/12	7.04	10.77	8.30	8.70	2.37	12.97	2.37	5.94	8.01
03/12	7.14	10.51	8.40	8.66	-0.15	7.51	2.36	2.89	7.25
04/12	7.55	10.38	8.12	8.77	4.42	7.08	2.35	5.00	7.81
05/12	7.84	10.33	7.74	8.84	4.67	6.94	2.34	5.07	7.90
06/12	8.03	10.23	7.11	8.83	5.40	6.85	2.34	5.40	7.97
07/12	8.19	9.92	7.83	8.85	5.86	6.57	2.33	5.53	8.01
08/12	8.11	10.03	6.95	8.77	8.11	6.37	2.29	6.55	8.22
09/12	8.14	9.91	6.51	8.68	8.79	6.41	2.29	6.90	8.24
10/12	7.69	9.78	6.13	8.37	8.86	6.23	2.29	6.88	8.00
11/12	7.49	9.71	5.32	8.15	8.86	6.19	2.21	6.84	7.83
12/12	6.97	9.48	5.07	7.78	9.43	4.77	2.10	6.60	7.49

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 12/01/2012.

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