

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Deflación transitoria modera ajustes salariales
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El próximo COPOM: sin instrumentos ante una inflación desviada

N° 126

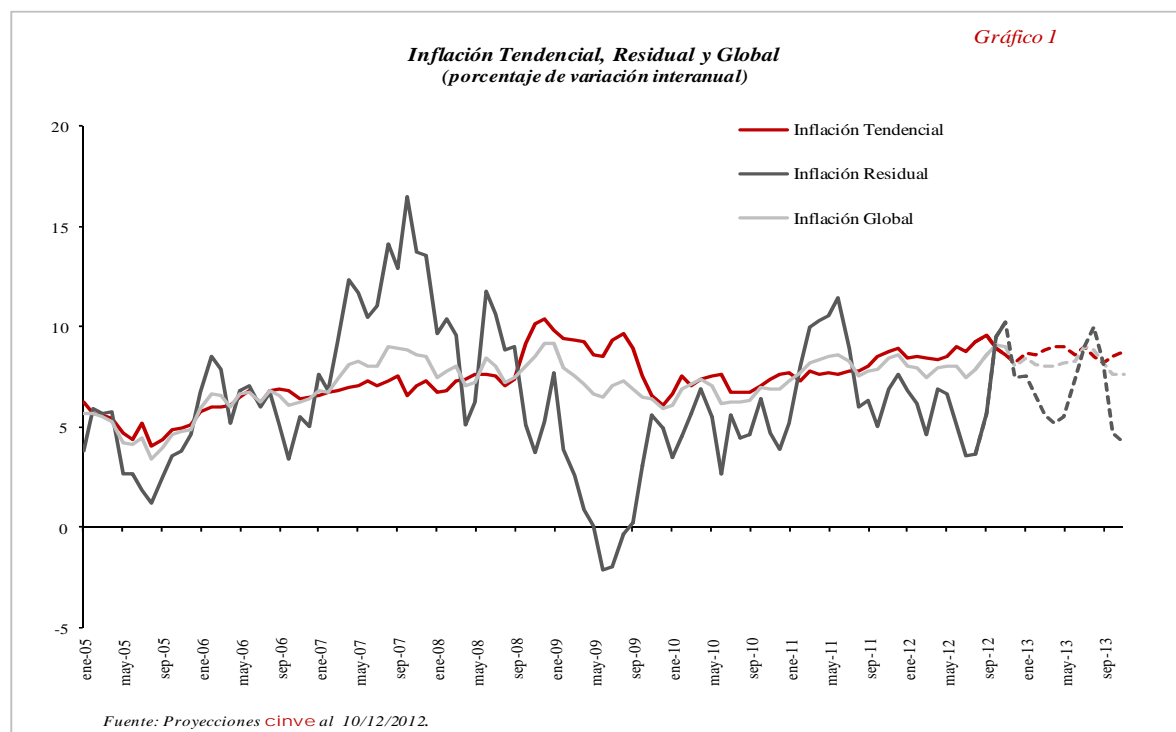
26 de Diciembre de 2012

DEFLACIÓN TRANSITORIA EN DICIEMBRE MODERA AJUSTES SALARIALES

El registro de inflación de noviembre, en base al IPC relevado por el INE, determinó un alza de 0,35% en el nivel general de precios. Este dato se encontró por encima de nuestra proyección puntual dado que se esperaba un mayor impacto de las medidas adoptadas, en pos del control inflacionario. En este sentido si bien los acuerdos de precios fueron efectivos en algunos rubros (alimentos elaborados), los precios se incrementaron debido al alza en los precios de algunos rubros que no estaban comprendidos en estos acuerdos. Esto no permite ser optimista, ya que la inflación continúa rondando el 9% y los riesgos se mantienen, señalados en la persistencia de la inflación tendencial. Asimismo, los probables remarques de precios que se producirían en enero, al finalizar la vigencia de los acuerdos con supermercadistas, determinan que los primeros meses de 2013 registren tasas de inflación mensual relativamente altas.

Sin embargo, en el mes de diciembre se observaría un freno abrupto de los incrementos de precios por la reducción transitoria de la tarifa de UTE (-10%), esperándose una deflación en el entorno de -0,2%, lo que ubicaría la inflación anual en 8,0%. Si bien este es nuestro escenario central, cabe destacar que en el caso de que la rebaja sea el doble, es decir que la reducción sea del 20%, la inflación a diciembre se ubicaría en 7,5%. ¿Señala esto la moderación de las presiones? No, esta deflación se debe principalmente a la bonificación en la tarifa de UTE en la tarifa residencial y, en menor medida, a la vigencia de los acuerdos de precios. Esta medida transitoria, que incide fuertemente a la baja en diciembre, no es más que un descuento transitorio en el precio final de la energía. De todas formas su incidencia en el cierre del año se haría sentir en el frente salarial, reduciendo los ajustes salariales por inflación pasada, y por ende las presiones para el año entrante.

De todas formas, más allá de esto, las causas del proceso inflacionario actual se mantendrían relativamente estables para el 2013, esperándose que la estabilidad de precios y la disyuntiva entre inflación y competitividad sean los principales desafíos de la política económica en el año entrante. En línea con esto, no se prevé una moderación significativa del proceso inflacionario. Para fines de 2013 la inflación se ubicaría por encima de 8% de no mediar un shock externo favorable o medidas de fondo que permitan atacar los fundamentos del proceso, incidiendo en las expectativas de los agentes e indicando en los hechos que la inflación es la prioridad.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El dato de inflación de noviembre determinó un incremento del nivel de precios de 0,35%, registro que se encontró por encima de lo esperado. Esto determinó que la inflación interanual se mantenga en 9% a pesar de los acuerdos de precios resueltos en octubre y cuya vigencia se mantiene hasta este mes, y otras medidas cuyo objetivo principal era reducir los incrementos de precios. Si analizamos puntualmente los rubros afectados por los acuerdos de precios, se observa una moderación en el ritmo de crecimiento, aunque la inflación global no cedió debido a nuevos incrementos en otros rubros no abarcados en dichos acuerdos como las frutas y verduras y algunas carnes. De todas formas, el dato de inflación mayor a lo esperado implica riesgos de cara al próximo año. En especial porque desencadenaría algunos ajustes indexatorios por desvíos con respecto a la inflación esperada que sólo aportarían una mayor inercia inflacionaria, siendo ésta un obstáculo para lograr el descenso de la inflación en el futuro.

Tal como comentábamos anteriormente, los rubros transables, contenidos en los acuerdos de precios, moderaron su crecimiento general, lo que junto al descenso del tipo de cambio determinó una reducción de las presiones externas sobre los bienes transables. Este fenómeno se mantendría al menos durante algunos meses, en especial si la inflación no cede en el corto plazo, a pesar de los costos en términos de competitividad. En los rubros no transables no se verificaron moderaciones significativas producto del mantenimiento de la demanda interna y la persistencia de las presiones salariales sobre dichos rubros.

La inflación tendencial se moderó levemente, ubicándose en 8,6% en los últimos 12 meses. A pesar de esta leve moderación en los incrementos del núcleo central de precios (producto de los acuerdos de precios transitorios) no se puede afirmar que éste fenómeno se sostenga en los próximos meses, ya que luego de la finalización de los acuerdos de precios y de no existir cambios sustanciales en las presiones inflacionarias (tanto por cambios en la política económica como por un shock externo favorable), es esperable que la inflación tendencial se mantenga elevada, ubicándose más de 2 pp. por encima del techo del rango meta.

Diagnóstico y proyecciones

Como es habitual 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. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.

Como se ha observado en los últimos meses, el tipo de cambio se mantiene en niveles por debajo de \$20 y se espera que continúe en ese nivel, al menos hasta que los registros inflacionarios desciendan hasta ubicarse en el entorno de 8%. En este sentido, el tipo de cambio constituye la herramienta fundamental a través la cual se combaten las presiones inflacionarias externas, particularmente aquellas derivadas de los precios internacionales y la inflación importada de la región, en especial desde Argentina.

En lo que refiere a los precios internacionales, la calma duradera en los mercados internacionales de los últimos meses y la incipiente re-aceleración de China ha determinado que los precios internacionales de los productos alimenticios se mantengan elevados, lo que ha presionado en los precios internos, en especial sobre los alimentos elaborados (farináceos, entre otros). Si bien esta calma podría no ser duradera y la incertidumbre está latente dado la persistencia de los problemas en Europa, la demanda por los productos alimenticios se mantendría en los próximos meses, asegurando un piso para el precio de estos bienes.

El precio del petróleo parece adquirir cierta estabilidad en el entorno de 110 dólares el barril, favoreciendo una rebaja de los combustibles junto a un tipo de cambio en el entorno de la referencia. Aún no se habría transitado este camino producto de la volatilidad en el precio y de la intención de recomponer los ingresos de ANCAP, pero es posible que en enero, momento en que se extinguen los acuerdos de precios y culmina la bonificación transitoria de UTE, se resuelva una baja en los combustibles.

En lo que refiere a los determinantes internos de la inflación, el dinamismo de la actividad interna (consumo en particular) reflejado en los últimos datos de Cuentas Nacionales junto a los indicadores de empleo, que se mantienen en terreno positivo a pesar de una incipiente desmejora, sientan las bases para que las presiones de demanda se mantengan. Si a esto se le agrega la evolución salarial prevista para 2013, con salarios reales creciendo en el entorno de 3%-3,5%, el año entrante no parece promisorio en términos de moderación de la inflación.

De todas formas es posible que algunos eventos puntuales como la bonificación a la tarifa de UTE en diciembre reduzcan los registros de inflación de 2012, cerrando el año en el entorno de 8%. Esto reduciría los ajustes por inflación desviada del objetivo, reduciendo la inercia inflacionaria asociada que es un obstáculo adicional para la estabilidad de precios. Sin embargo el escenario para el año entrante no se presenta

promisorio, proyectándose una inflación cercana a 8,3% para diciembre de 2013.

<i>Cuadro 1</i>		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Diciembre)	-0.2	0.5
Próximos 12 meses (Noviembre 2013)	7.6	8.8
Año calendario 2012	8.0	8.2
Año calendario 2013	8.3	8.8

Fuente: Proyecciones cinve al 10/12/2012.

EL PRÓXIMO COPOM: SIN INSTRUMENTOS ANTE UNA INFLACIÓN DESVIADA

En los últimos días de diciembre tendrá lugar la cuarta y última reunión del COPOM del 2012, y como es habitual se discutirá sobre el desempeño inflacionario y económico en general previo a decidir sobre los lineamientos para la política monetaria para los próximos meses. En este sentido, el COPOM decidirá sobre la tasa de Política Monetaria (TPM), instrumento de referencia para la política monetaria, ya que su variación (alza/baja) marca el sesgo (contractivo/expansivo) de la política y emite una señal sobre las preferencias del BCU y su compromiso con los objetivos. Recordemos que en los últimos meses la inflación ha sido el principal motivo de preocupación en el debate económico, por su sistemático desalineamiento con el objetivo inflacionario, desencadenando discusiones varias sobre sus posibles causas (política monetaria procíclica, salarios que crecen por encima de la productividad, incremento del gasto público, precios internacionales, inflación importada, entre otros) por parte del gobierno y los analistas.

Contrapuesto a lo anterior, se encuentra la evolución del tipo de cambio en un contexto internacional incierto y regional más adverso. Aquí el problema surge en el desalineamiento, profundizado recientemente, de la competitividad con respecto a nuestros principales socios comerciales. Una clara ilustración de esto es lo acontecido con Brasil, mientras en Uruguay el tipo de cambio sufre los costos del combate inflacionario a través de la apreciación del peso, en Brasil las autoridades indican una preocupación mayor por el nivel de actividad, ante lo cual combaten con medidas monetarias-cambiarías el equilibrio real/dólar en pos de favorecer la competitividad. Si bien los ciclos económicos en ambos países se han desacoplado recientemente, con Uruguay creciendo por encima de Brasil en 2011 y 2012, es evidente (y la historia así lo indica) que un desalineamiento cambiario con respecto a los vecinos sería perjudicial en el futuro e insostenible en el largo plazo.

Por tanto, ¿qué se puede esperar del próximo COPOM? A pesar del buen dato de actividad de Cuentas Nacionales conocido hace unos días que indicaría que el crecimiento de este año se encontraría en el entorno de 4%, **no se espera que el COPOM modifique la tasa de interés de referencia.** Esto es, porque nuevas alzas en la TPM ahondarían los desequilibrios de precios relativos con la región y el mundo, deteriorando la competitividad de las exportaciones uruguayas, tanto de bienes como de servicios. Adicionalmente, la efectividad de los cambios en el instrumento de política no ha redundado en enlentecimientos significativos de la demanda interna, dada la coyuntura del mercado laboral y los incrementos salariales de los últimos tiempos. Esto implica que el canal de transmisión de un sesgo más contractivo de la política monetaria, sería a través del tipo de cambio y el desequilibrio en este frente se amplificaría.

Adicionalmente, la transmisión de las señales y cambios de política a través de las expectativas se ha visto fuertemente deteriorado en los últimos tiempos. Es que el incumplimiento sistemático de la meta inflacionaria deriva en la erosión de su credibilidad, siendo necesaria una reconstrucción de su reputación. A modo de ejemplo, los reclamos sindicales por una inflación proyectada mayor al objetivo del BCU serían una muestra ilustrativa del desvío de las expectativas con respecto al objetivo y de que la “sorpresa” inflacionaria habitual reporta costos en términos de credibilidad. En este sentido intentar recomponer este aspecto es esencial para el correcto funcionamiento de la política monetaria, siempre que no existan objetivos contrapuestos y que el apego a las reglas sea más explícito.

Ante este escenario de inflación desviada, expectativas de inflación por encima de la meta y credibilidad dañada, ¿cuál sería la solución? En primer lugar, definir clara y explícitamente el objetivo. Si el objetivo es reducir la inflación y hacerla converger a la meta, sería deseable exhortar a la cautela en los acuerdos salariales, para sincronizarlos con una política monetaria tensionada al máximo (cuando las demás políticas no la acompañan). En una economía que se desacelera afectada por el acontecer económico regional e internacional, la reducción del ritmo de crecimiento de los salarios reales ajustando por productividad podría evitar que se realice ajustes por cantidad, es decir, que aumente el desempleo.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.15	-0.27	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.71	0.50	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.07	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.37	0.08	
(4) ANE (12,12%)	0.62	-2.06	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.10	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.28	-1.02	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.35	-0.20	
(*) 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	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%)
<i>Dic 2009/ Dic 2008</i>	3.05	7.61	9.42	6.09	1.59	10.20	2.67	4.94	5.90
<i>Dic 2010/ Dic 2009</i>	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
<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>	6.87	9.64	8.63	8.20	11.87	4.01	1.91	7.48	8.03
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	8.53	9.54	7.23	8.80	9.52	4.08	3.00	6.66	8.28
<i>Prom 2009/ Prom 2008</i>	7.11	11.14	6.55	8.55	5.09	-2.13	2.53	1.99	7.06
<i>Prom 2010/ Prom 2009</i>	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	6.20	10.68	7.18	7.98	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7.61	10.06	8.67	8.74	6.72	7.94	2.08	6.37	8.15
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	8.03	9.59	8.48	8.72	10.50	3.03	2.92	6.68	8.22

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 10/12/2012.

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									
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%)
01/12	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	1.04	1.03	0.16	0.94	-3.53	0.21	0.01	-1.64	0.30
07/12	0.50	0.69	0.39	0.57	1.80	-4.28	0.01	-0.69	0.27
08/12	0.74	1.00	3.42	1.15	2.00	-1.95	0.00	0.30	0.93
09/12	0.78	0.79	1.67	0.88	3.21	1.89	0.01	2.24	1.21
10/12	0.24	0.41	-0.76	0.20	3.17	7.47	0.00	4.13	1.15
11/12	0.15	0.71	0.07	0.37	0.62	-0.10	0.00	0.28	0.35
12/12	0.53	0.49	0.00	0.46	-0.85	-5.28	0.00	-2.27	-0.22
01/13	0.64	0.85	2.34	0.92	0.60	4.08	0.00	1.69	1.11
02/13	0.56	1.15	0.00	0.74	-0.99	0.00	3.00	-0.03	0.55
03/13	0.93	1.09	1.34	1.04	1.01	0.00	0.00	0.50	0.91
04/13	1.17	0.56	0.00	0.78	2.10	0.00	0.00	1.04	0.84
05/13	0.84	0.56	0.00	0.63	0.03	0.00	0.00	0.01	0.48
06/13	0.63	0.65	0.00	0.57	0.14	0.00	0.00	0.07	0.45
07/13	0.66	0.71	3.11	0.96	1.61	0.00	0.00	0.81	0.92
08/13	0.43	1.06	0.00	0.64	2.40	0.00	0.00	1.22	0.78
09/13	0.59	0.67	0.27	0.58	1.19	0.00	0.00	0.61	0.59
10/13	0.71	0.53	0.00	0.55	1.47	0.00	0.00	0.76	0.60
11/13	0.60	0.69	0.00	0.57	-0.44	0.00	0.00	-0.23	0.38
12/13	0.47	0.64	0.00	0.49	0.07	0.00	0.00	0.04	0.38

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/12/2012.

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

Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

Cuadro Estadístico 4

Predicciones de inflación, tasas de variación anual

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%)
01/12	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	8.07	10.44	7.54	8.98	3.21	9.07	2.13	5.07	8.00
07/12	8.26	9.98	6.77	8.79	3.63	4.13	2.13	3.55	7.48
08/12	8.60	10.01	9.51	9.29	5.44	1.91	2.09	3.66	7.88
09/12	8.80	10.17	10.88	9.60	8.24	3.86	2.10	5.71	8.64
10/12	7.92	9.99	9.65	8.97	10.64	11.43	2.10	9.52	9.11
11/12	7.34	10.09	8.89	8.64	12.22	11.29	2.02	10.22	9.03
12/12	6.87	9.64	8.63	8.20	11.87	4.01	1.91	7.48	8.03
01/13	7.39	10.00	9.68	8.72	12.09	3.96	1.87	7.52	8.42
02/13	7.54	10.07	8.03	8.64	9.69	3.95	3.06	6.57	8.12
03/13	7.84	9.84	9.50	8.86	7.59	3.88	3.05	5.56	8.04
04/13	8.26	9.80	9.37	9.02	7.98	2.26	3.03	5.19	8.06
05/13	8.42	9.74	8.89	9.02	9.34	1.43	3.03	5.53	8.16
06/13	7.98	9.33	8.72	8.62	13.51	1.22	3.02	7.36	8.31
07/13	8.15	9.35	11.67	9.04	13.29	5.74	3.01	8.99	9.02
08/13	7.82	9.41	7.98	8.49	13.74	7.85	3.01	9.99	8.86
09/13	7.61	9.28	6.49	8.17	11.51	5.85	3.00	8.23	8.19
10/13	8.11	9.41	7.30	8.55	9.67	-1.51	3.00	4.73	7.60
11/13	8.60	9.38	7.23	8.77	8.51	-1.42	3.00	4.20	7.63
12/13	8.53	9.54	7.23	8.80	9.52	4.08	3.00	6.66	8.28

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/12/2012.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SERVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.