

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

Desaceleración de la inflación interanual
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
Próxima reunión del COPOM en setiembre

N° 111

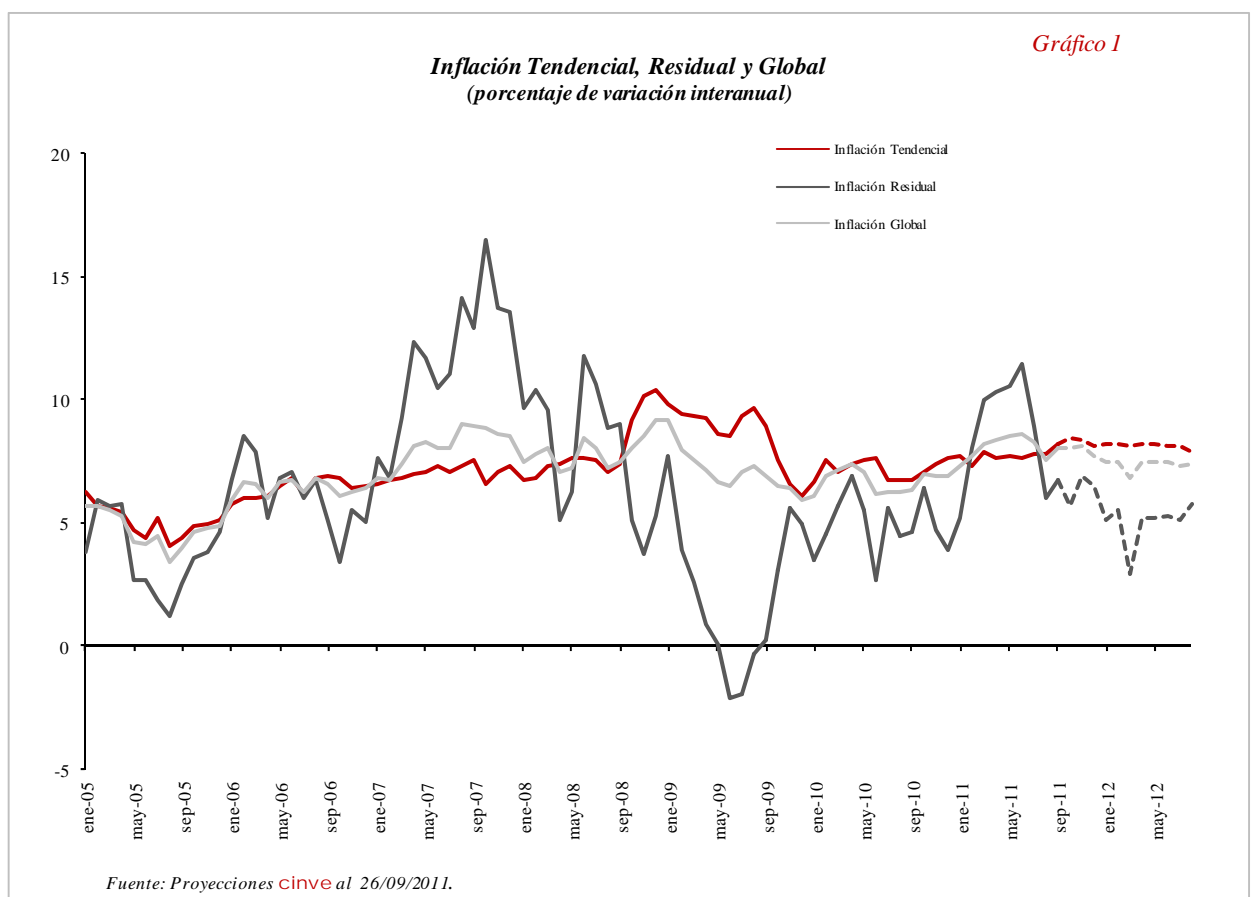
26 de setiembre de 2011

DESACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN INTERANUAL

El registro de inflación de agosto implicó que la inflación interanual se ubique por primera vez desde enero por debajo de 8%, situándose en 7,57% en los últimos 12 meses cerrados a agosto. Este comportamiento era esperable dado que se descontaba una importante moderación en la dinámica de precios en agosto comparado con el mismo mes del año pasado (cuyo registro de inflación fue particularmente elevado). Sin embargo la moderación de la inflación fue incluso mayor a la esperada.

En cuanto al núcleo central de la inflación, es decir la inflación tendencial, el registro de agosto se encontró en línea con lo esperado. Si bien el dato mensual demuestra una relativa moderación (0,69%), en términos interanuales se mantiene claramente por encima del rango establecido por las autoridades, ubicándose en 7,8% a agosto. Esto demuestra que las presiones inflacionarias persisten y que lograr el cumplimiento de la meta inflacionaria requerirá esfuerzos adicionales en los próximos meses. El COPOM se reunirá el 29 de setiembre con el objetivo de evaluar la evolución de los precios y tomar decisiones sobre la política monetaria a seguir en los próximos meses con el objetivo de lograr el cumplimiento de la meta inflacionaria y poder anclar las expectativas de los agentes.

En la última sección de este informe analizamos el contexto de cara a la próxima reunión del COPOM que tendrá lugar en setiembre. Más precisamente el contexto internacional y algunas medidas adoptadas por Brasil podrían configurar un nuevo escenario para el país y la dinámica de precios. Adicionalmente, los cambios en la política monetaria y cambiaria de Brasil podrían provocar cambios en los objetivos de precios domésticos hacia una priorización de los precios relativos y la competitividad por sobre la estabilidad de precios interna. Esta situación adquiere particular relevancia y podría constituir una nueva preocupación de cara al próximo COPOM a la hora de decidir sobre la política monetaria a seguir en el próximo trimestre.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

En el mes de agosto, el índice de precios al consumo registró un aumento de 0,56%, provocando que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se sitúe en 7,57%. Esto determinó que agosto constituya el segundo mes de caída consecutiva de la inflación interanual lo que demuestra una relativa moderación de los precios en los últimos meses. El dato de inflación de agosto se ubicó levemente por debajo de nuestra proyección puntual que indicaba un incremento de 0,76%

Por otro lado, el componente tendencial de la inflación, que recoge la evolución de los precios más estables y por tanto representa el comportamiento de mediano y largo plazo, aumentó en 0,69%. Este fenómeno confirma las presiones inflacionarias sobre los precios dado que se observa que este componente de la inflación aún se mantiene por encima de 7,8% en términos interanuales, claramente por encima del rango meta establecido por las autoridades. Por su parte, el componente residual de la inflación, cuyo comportamiento es más volátil, se incrementó tan sólo en 0,19% amortiguando el aumento de los precios. Cabe destacar el bajo registro mensual de la inflación residual que da cuenta de una fuerte moderación de los precios de los alimentos no elaborados (carne, frutas y verduras).

El escenario de precios relativos se mostró relativamente estable con respecto a meses anteriores. En línea con esto, los bienes no transables nuevamente tuvieron incrementos mayores dado el dinamismo de la demanda interna. Por el lado de los transables, estos tuvieron incrementos moderados a pesar del incremento del tipo de cambio que se registró en agosto y que podría haber tenido un impacto más inflacionario sobre estos bienes expuestos a los vaivenes de la relación cambiaria peso/dólar.

En resumen, el dato de inflación de agosto implicó una desaceleración en la inflación interanual levemente superior a la prevista. Sin embargo, el componente tendencial aún se encuentra por encima del rango meta establecido, producto de persistentes presiones sobre los precios domésticos provenientes de la demanda interna.

Diagnóstico y proyecciones

En el mes de agosto la demanda interna mantuvo un fuerte dinamismo lo que derivó en una cierta persistencia de las presiones inflacionarias sobre los precios domésticos a pesar que la inflación mensual fue moderada, tal como se esperaba. Por el lado de los precios internacionales, la incertidumbre sobre algunas economías europeas se mantuvo lo que imprimió una cierta volatilidad en las variables externas, sobre todo en el valor del dólar. En este contexto, si bien los precios internacionales se mantuvieron estables (a pesar de la volatilidad en los mercados internacionales) la evolución del dólar imprime gran incertidumbre sobre los precios transables en los próximos meses.

Se espera que las presiones sobre los transables aumenten en línea con un aumento en el tipo de cambio dado la desaceleración de la economía mundial y la incertidumbre sobre la posibilidad de un default griego y sus repercusiones a nivel internacional. Esta posibilidad adquiere una probabilidad significativa y acarrearía que los inversores se vuelquen hacia activos seguros como algunos bonos de largo plazo (Treasuries y bonos alemanes, entre otros), algunos metales como el oro y divisas "seguras" como el dólar y el franco suizo. Adicionalmente a este escenario, se suman nuevas presiones originadas en la región por el relajamiento de la política monetaria brasilera que implicaría una depreciación relativa del real frente al dólar lo que constituye un nuevo elemento en el análisis de la política a aplicar por parte de las autoridades económicas.

De acuerdo al escenario descrito y la evolución reciente de los precios domésticos se espera que la inflación continúe moderada en los próximos meses. Sin embargo el contexto internacional, la importante volatilidad del dólar y las nuevas medidas adoptadas por Brasil para proteger la competitividad de su economía implican nuevos ingredientes que podrían provocar ruido en las estimaciones de cara a los próximos meses. Sobre todo preocupa la evolución del dólar en el mercado internacional ya que el tipo de cambio se incrementó más de un 8,5% entre el cierre de agosto y lo que va de setiembre y este precio tiene una fuerte incidencia en la canasta de bienes que componen el IPC. Si bien la duración y profundidad de este fenómeno es de difícil estimación, las variaciones tanto de las paridades cambiarias como de los precios internacionales, afectan la formación de precios internos y arrojan incertidumbre en la evaluación del comportamiento de los precios de los próximos meses.

En línea con esto, se espera que los precios continúen moderados a diciembre de este año, cerrando los 12 meses en el entorno de 7,7%, levemente por encima de nuestras proyecciones anteriores. De todas formas, se alcanzaría este nivel de inflación suponiendo un tipo de cambio promedio en \$19,5 en setiembre y octubre y posteriormente un leve descenso hacia fin de año.

Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Setiembre)	0.7	0.8
Próximos 12 meses	7.4	7.9
Año calendario 2011	7.7	8.1
Año calendario 2012	7.1	7.6

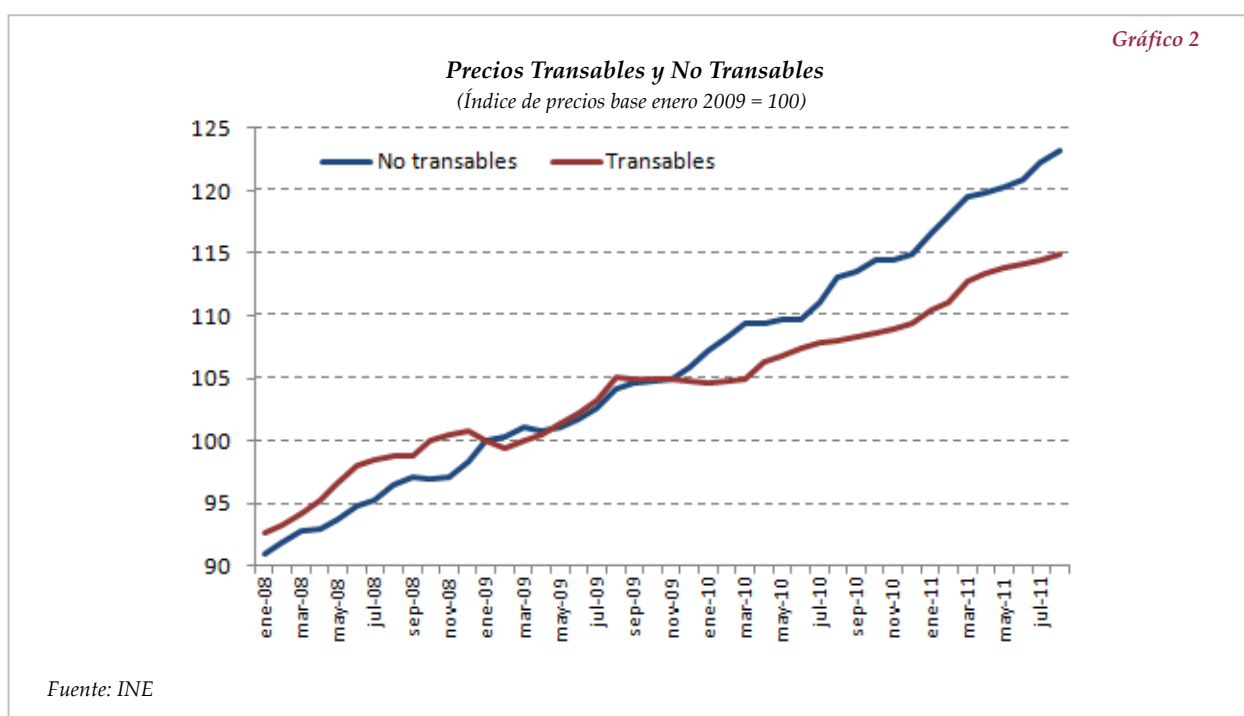
Fuente: Proyecciones *cinve* al 26/09/2011.

PRÓXIMA REUNIÓN DEL COPOM EN SETIEMBRE

El próximo 29 de setiembre tendrá lugar la reunión del COPOM correspondiente al tercer trimestre del año. En la misma se discutirá sobre la evolución de los precios y el contexto macroeconómico general a los efectos de fijar la tasa de referencia de política monetaria para el próximo trimestre. Recapitulando lo ocurrido en el último trimestre se observan varios hechos a destacar. Por un lado, si bien la inflación mensual se ha moderado con respecto a lo acontecido en el mismo período de 2010 llevando a un descenso de la inflación interanual por debajo del 8%, la misma se ha encontrado sistemáticamente por encima del límite superior establecido por las autoridades dando cuenta que los esfuerzos realizados no han sido suficientes para lograr la estabilidad de precios y el cumplimiento de la meta prevista.

Al observar en detalle la evolución de los distintos precios se destaca que la inflación tendencial, aquella que recoge la evolución del núcleo central de precios, de comportamiento más estable en el mediano y largo plazo, se mantiene estable en niveles superiores a 7,5% lo que demuestra una cierta persistencia de las presiones inflacionarias a pesar de las medidas adoptadas por las autoridades en los últimos meses (aumento de tasa de referencia y nueva política de encajes obligatorios y encajes marginales). Siguiendo con este análisis se observa que los rubros no transables han tenido un mayor aumento que los transables dando cuenta de dos fenómenos: por un lado un dólar débil y por otro una dinámica demanda interna asociada al crecimiento económico de los últimos años.

Gráfico 2



Ante este escenario de precios internos el COPOM podría mostrar una cierta preocupación por la estabilidad de precios determinando nuevas medidas en el combate contra la inflación a la luz del incumplimiento de la meta (y las perspectivas de que esto continúe así) y de la alta incidencia en este escenario de la inflación tendencial. Sin embargo, estas no serían las únicas preocupaciones que tendría el COPOM en su próxima reunión. Más precisamente, los nubarrones en el horizonte provenientes de la economía internacional y regional podrían reflotar el trade-off entre inflación y competitividad o, de otra forma, estabilidad de precios y manejo cambiario.

En ese sentido, el contexto internacional continúa siendo una fuente de incertidumbre para la economía nacional. Las crecientes dudas sobre la economía griega y el aumento de las probabilidades de un default de deuda, así como la inestabilidad de otras economías europeas y la incierta recuperación de la economía estadounidense imprimen una fuerte volatilidad en los mercados. De concretarse el default griego se espera que los inversores disminuyan su exposición al riesgo, posicionándose en activos seguros como el dólar y papeles soberanos como los Treasuries a 10 años, elevando el valor de la divisa en los mercados internacionales. Como se discutió en el Informe de Inflación anterior (Nº 110), este escenario implica un aumento importante del dólar y una caída de los commodities más relevantes para Uruguay como los alimentos y el petróleo, configurando de todas formas un escenario más inflacionario dado que la incidencia del aumento del tipo de cambio es mayor en el impacto sobre los precios internos.

Por el lado regional, Brasil constituye la principal referencia en cuanto al manejo cambiario siendo este nuestro principal socio comercial y el único país con el cual no se ha perdido competitividad en los últimos tiempos demostrando un cierto apego al accionar del vecino norteamericano. En línea con esto, en los últimos días se observó un cierto cambio en la política monetaria cambiaria de Brasil. Más precisamente, las autoridades brasileñas anunciaron una disminución de la Tasa Selic (tasa de referencia para la política monetaria) en medio punto porcentual, ubicándola en 12% ante el peligro de desaceleración de la economía. Este anuncio causó sorpresa dado que la inflación brasileña se encuentra por encima de la meta establecida por el gobierno y una disminución de la tasa implica un relajamiento de la política monetaria, lo que se traduciría en una mayor inflación amplificando el desvío sobre la meta.

Sin embargo la medida tomada en el país vecino deja en claro que las autoridades habrían priorizado otros objetivos por sobre el inflacionario, más precisamente el nivel de actividad, dado que la disminución en la tasa vino acompañada de una caída en el gasto público. En este contexto, una caída en la tasa provocaría una salida de capitales, sobre todo aquellos que constituyen inversión de cartera, que deprimiría el real frente al dólar, permitiendo que los productos brasileños sean más competitivos en el mercado internacional.

En suma, tanto la situación internacional como las últimas medidas de política dan cuenta de un escenario con un tipo de cambio más alto en los próximos meses con respecto a la dinámica bajista observada durante gran parte de este año. Ante este escenario más inflacionario y el desvío de la inflación doméstica por encima del rango meta previsto, resta discutir cuáles serán las decisiones que se tomarán en la próxima reunión del COPOM.

Creemos que la opción de que el COPOM ratifique el compromiso con la meta inflacionaria pactada, contrayendo aún más la política monetaria y contrarrestando las presiones externas al alza sobre el tipo de cambio, es muy poco probable. La baja probabilidad de esta alternativa se fundamenta en el fuerte impacto sobre las actividades ligadas al sector externo ya que implicaría una apreciación aún mayor del peso en un contexto internacional que tiende a depreciarse frente a la divisa estadounidense. Asimismo, una nueva contracción monetaria desalinearía la evolución del tipo de cambio con respecto al Brasil, provocando una pérdida de competitividad con respecto a nuestro principal socio comercial y referencia en términos de paridades cambiarias.

Si por el contrario se elige seguir a Brasil, priorizando la competitividad internacional y la estabilidad de los precios relativos con los principales socios comerciales, se decidirá mantener la tasa en los niveles actuales o aún reducirla con el posterior costo en términos de una mayor inflación y un aumento del desvío con respecto a la meta de inflación, pudiendo esto generar una relativa pérdida de credibilidad sobre el régimen de metas de inflación en general y del objetivo inflacionario en particular. Sin embargo, dado que la inflación se ha ido moderando en los últimos meses y que podría leerse las últimas cifras del PIB como una disminución de la amenaza de recalentamiento, la posibilidad de mantener la TPM -o aún reducirla- adquiere mayor probabilidad en el actual contexto internacional. Se debe hacer notar que, de reducir la tasa de referencia, las autoridades deberán tener las espaldas necesarias para combatir nuevas presiones al alza sobre los precios ya sea mediante una moderación fiscal (como es el caso de Brasil) o de medidas más heterodoxas como el manejo de tarifas, la

importación de frutas y verduras o los acuerdos de precios en algunos rubros relevantes.

En suma, el contexto internacional continúa siendo una fuente de incertidumbre lo que, junto a la relajación monetaria de Brasil, han elevado fuertemente el tipo de cambio. Si bien la volatilidad internacional se mantiene elevada, se espera que el dólar continúe en niveles más altos que los observados durante el primer trimestre, configurando un escenario más inflacionario. Ante esto, la próxima reunión del COPOM deberá decidir cómo reaccionará la política monetaria en este contexto, donde la disyuntiva entre estabilidad de precios interna y competitividad internacional surge con fuerza. En línea con esto, se espera como más probable que el COPOM decida mantener la tasa de referencia en los niveles actuales (8%) a la espera de un escenario menos volátil.

◆◆◆◆

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.42	0.26	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.97	1.14	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.83	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.69	0.59	
(4) ANE (12,12%)	0.25	2.50	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.19	0.20	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.04	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.19	1.29	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.56	0.76	
(*) Al 80% de significación. Fuente: Datos observados: INE - Predicción: <i>cinve</i>			
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 2008/ Dic 2007	10.13	13.41	5.40	10.40	8.72	1.83	1.07	5.25	9.19
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
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	6.18	10.74	7.28	8.14	5.54	10.24	1.71	6.46	7.73
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	5.99	9.72	6.37	7.57	6.09	6.45	2.10	5.55	7.08
Prom 2008/ Prom 2007	8.36	10.91	1.93	7.93	10.33	7.47	-1.73	7.89	7.87
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
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	6.10	10.70	6.77	7.89	9.67	8.83	0.23	7.97	8.03
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.26	10.22	6.75	7.94	4.41	7.49	2.10	5.09	7.23

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 26/09/2011.

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	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%)
01/10	-0.02	0.55	2.74	0.77	3.52	-1.44	0.00	1.22	0.93
02/10	0.50	1.68	1.49	1.17	-2.05	-1.00	2.04	-1.25	0.56
03/10	0.17	0.91	0.04	0.43	2.17	0.08	0.00	1.15	0.95
04/10	1.67	0.34	0.23	0.84	-2.05	-0.03	0.00	-1.08	0.18
05/10	0.56	0.48	0.05	0.42	-0.60	0.08	0.00	-0.28	0.16
06/10	0.75	0.74	0.02	0.59	-1.89	0.05	0.00	-0.95	0.28
07/10	0.35	0.74	0.56	0.55	5.84	0.34	0.00	3.10	1.09
08/10	0.13	1.35	0.55	0.70	6.13	0.00	-2.47	2.96	1.20
09/10	0.36	0.53	0.19	0.39	-0.15	0.00	0.00	-0.08	0.30
10/10	0.41	0.43	0.01	0.34	3.36	-0.09	0.00	1.77	0.64
11/10	0.39	0.75	0.02	0.46	-3.88	-0.04	0.00	-2.13	-0.08
12/10	0.53	1.02	0.31	0.68	-0.78	0.01	0.00	-0.41	0.53
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	0.99	0.67	0.00	0.75	1.28	0.00	0.00	0.62	0.72
10/11	0.69	0.58	0.00	0.57	1.61	0.00	0.00	0.79	0.62
11/11	0.19	0.79	0.00	0.42	-2.09	0.00	0.00	-1.04	0.05
12/11	0.34	0.71	0.00	0.45	-1.66	0.00	0.00	-0.81	0.14

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 26/09/2011.

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%)
01/10	3.41	7.47	11.61	6.63	-1.94	12.00	2.67	3.46	6.05
02/10	3.95	8.22	13.53	7.53	-1.44	14.44	2.04	4.52	6.93
03/10	3.39	7.76	13.11	7.03	0.57	14.67	2.04	5.68	7.12
04/10	4.39	7.76	12.62	7.35	2.66	14.55	2.04	6.88	7.35
05/10	4.73	7.97	12.48	7.54	2.81	10.29	2.04	5.50	7.09
06/10	5.66	8.19	10.59	7.64	1.38	4.66	2.04	2.70	6.19
07/10	4.73	8.24	7.99	6.77	7.06	4.55	2.04	5.59	6.29
08/10	4.26	8.59	7.86	6.70	10.64	-2.25	-0.48	4.47	6.25
09/10	4.62	8.67	7.23	6.75	11.10	-2.36	-0.48	4.63	6.32
10/10	5.00	9.16	7.23	7.10	14.63	-2.41	-0.48	6.41	7.02
11/10	5.40	9.56	7.24	7.42	11.23	-2.35	-0.48	4.68	6.87
12/10	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
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	6.29	10.87	7.65	8.19	6.33	10.11	1.71	6.73	8.02
10/11	6.58	11.04	7.64	8.44	4.54	10.21	1.71	5.70	8.00
11/11	6.38	11.08	7.61	8.39	6.49	10.25	1.71	6.89	8.14
12/11	6.18	10.74	7.28	8.14	5.54	10.24	1.71	6.46	7.73

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 26/09/2011.

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