

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Persisten las presiones inflacionarias
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- La decisión del COPOM en un contexto incierto

N° 112

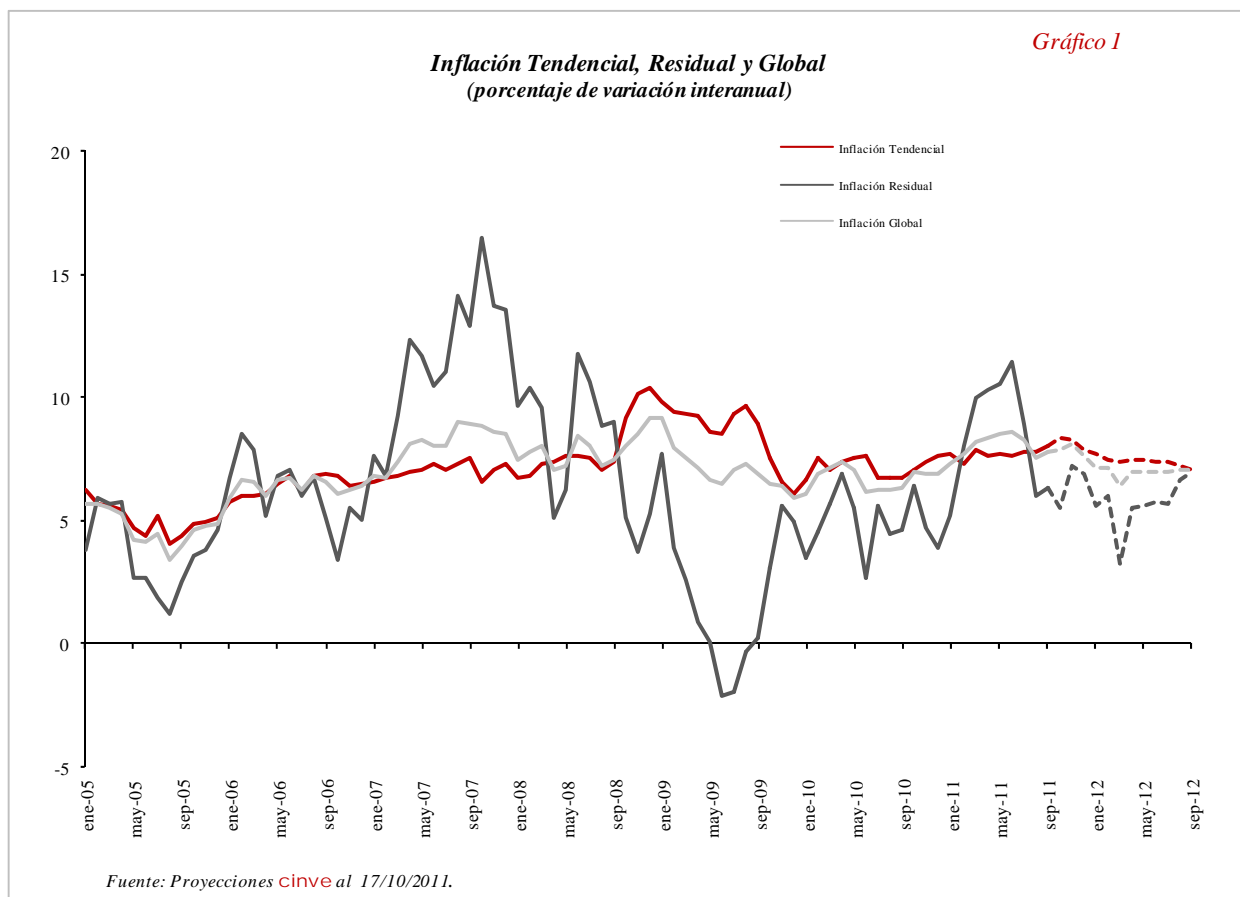
24 de octubre de 2011

PERSISTEN LAS PRESIONES INFLACIONARIAS

El dato de inflación de setiembre (0,51%) ratificó la moderación de los precios observada en los últimos meses. La misma fue levemente más acentuada a la que preveíamos a pesar de un escenario internacional signado por la incertidumbre y volatilidad de algunas variables. A pesar de esta moderación, la inflación tendencial se ubicó por encima de 8%, situación que no ocurría desde setiembre de 2009. Este aumento del componente más estable de la inflación ratifica la presencia de presiones de demanda sobre los precios. Por otro lado, la inflación residual ha amortiguado en cierta forma las presiones sobre la inflación tendencial.

Por tanto el alza de la inflación tendencial demuestra la persistencia de las presiones observadas en meses anteriores. A pesar de estas presiones, el COPOM, que se reunió el pasado 29 de setiembre, decidió mantener la tasa de referencia de política monetaria incambiada en 8% mostrando cierta preocupación por el escenario internacional y en particular por la evolución del dólar en Brasil. El mantenimiento de la tasa se basó en dos argumentos, por un lado la lenta moderación de los precios que aunque por fuera del rango meta no se encuentran en una zona riesgosa y por otro el aumento del dólar en Brasil que podría afectar la relación de precios y la competitividad con el principal socio comercial.

En la última sección de este informe discutiremos las bases sobre las cuales se fundamenta la decisión del COPOM y evaluaremos el contexto internacional y regional que han influenciado esta decisión, sobre todo lo que refiere a la evolución del dólar en Brasil. En línea con esto se evalúan las posibles implicancias de política que podría tener el escenario actual y el cambio de objetivos de la política monetaria en Brasil, sobre los objetivos internos y más precisamente en el *trade-off* entre estabilidad de precios interna o competitividad internacional de las exportaciones.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

En setiembre, el índice de precios al consumo se incrementó 0,51% ubicándose nuevamente en niveles moderados aunque levemente por debajo de nuestras proyecciones que indicaba un incremento de 0,72%. Sin embargo, el registro de setiembre implicó que la inflación interanual se acelere, situándose en 7,8% no pudiendo descartarse que la misma supere el 8% en los próximos meses.

En cuanto al componente tendencial de la inflación, que recoge la evolución de los precios más estables y por tanto es una medida del comportamiento de mediano y largo plazo, aumentó 0,59% en línea con lo esperado. Este registro derivó en que la inflación tendencial interanual se ubicara en 8,03% situación que no se planteaba desde setiembre de 2009, resaltando que las presiones inflacionarias persisten y que podrían estarse intensificando en un entorno marcado por la incertidumbre y volatilidad de algunas variables relevantes para la formación de precios domésticos. Por su parte, el componente residual, que recoge aquellos precios de comportamiento más volátil o errático, tuvo un incremento muy moderado de 0,25% debido al comportamiento de los alimentos no elaborados.

En cuanto al escenario de precios relativos, en setiembre se observó un cambio con respecto a los meses anteriores. Si bien los rubros de carácter no transable continúan experimentando los mayores aumentos, los rubros transables tuvieron un incremento superior al de meses anteriores, apenas superior al incremento de precios de los primeros. Esto estaría indicando que el reciente aumento del dólar y la volatilidad internacional están impactando sobre la formación de los precios de este rubro, evitando que la brecha entre precios de transables y no transables aumente.

En resumen, el dato de inflación de setiembre implicó una aceleración de la inflación tendencial que junto a la evolución del dólar implican nuevos riesgos para la estabilidad de precios.

Diagnóstico y proyecciones

En los últimos meses la incertidumbre reinante en los mercados internacionales producto de los problemas de deuda europeos y la lenta recuperación de Estados Unidos ha derivado en una fuerte volatilidad en los mercados y sobre todo en algunas variables relevantes para la formación de precios domésticos como el dólar y los commodities agrícolas y combustibles. Esto ha llevado a que la discusión sobre la evolución de las citadas variables adquiriera particular relevancia para lograr predecir como evolucionaran los precios en los próximos meses.

En línea con lo anterior, las presiones externas sobre los precios crecieron en setiembre y lo continuarían haciendo en octubre de la mano de un tipo de cambio cercano a \$20 en promedio para este último mes. Sin embargo, se espera que estas presiones disminuyan en el corto plazo asociado a un leve descenso del dólar que se ubicaría en el entorno de \$19 en diciembre. No obstante, dado la alta volatilidad y la sobre-reacción que están mostrando los mercados ante los distintos anuncios relacionados a la situación económica mundial, estas previsiones podrían ser revisadas de ocurrir nuevos cambios en el entorno internacional.

En cuanto a los precios internacionales más relevantes para nuestra economía se observaron dos fenómenos distintos. Por el lado del precio del petróleo, el mismo se mantiene relativamente firme y se espera que continúe en esta senda en el corto plazo. En cuanto a los commodities agrícolas, se observó en el último mes que algunos inversores han desarmado posiciones en estos activos produciendo una caída en los precios desde fines de julio. De todas formas se espera que estos precios retomen una senda alcista en caso de que se modere la aversión al riesgo y el dólar se debilite levemente tal como sus fundamentos lo indican.

Por el lado del escenario doméstico, se continúa observando un fuerte dinamismo de la demanda interna que presiona al alza los precios internos tal como se observó con el alza de la inflación tendencial y sobre todo en los rubros de servicios, cuyos precios se definen internamente. Adicionalmente no se espera que estas presiones disminuyan aunque podrían moderarse levemente en los próximos meses.

De acuerdo al escenario descrito y la evolución reciente de los precios domésticos se espera que la inflación continúe moderada en los próximos meses. Este escenario implica que nuestras proyecciones se mantengan estables en el entorno de 7,6% a fin de año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Octubre)	0.7	0.6
Próximos 12 meses	7.1	7.1
Año calendario 2011	7.6	7.8
Año calendario 2012	7.2	7.2

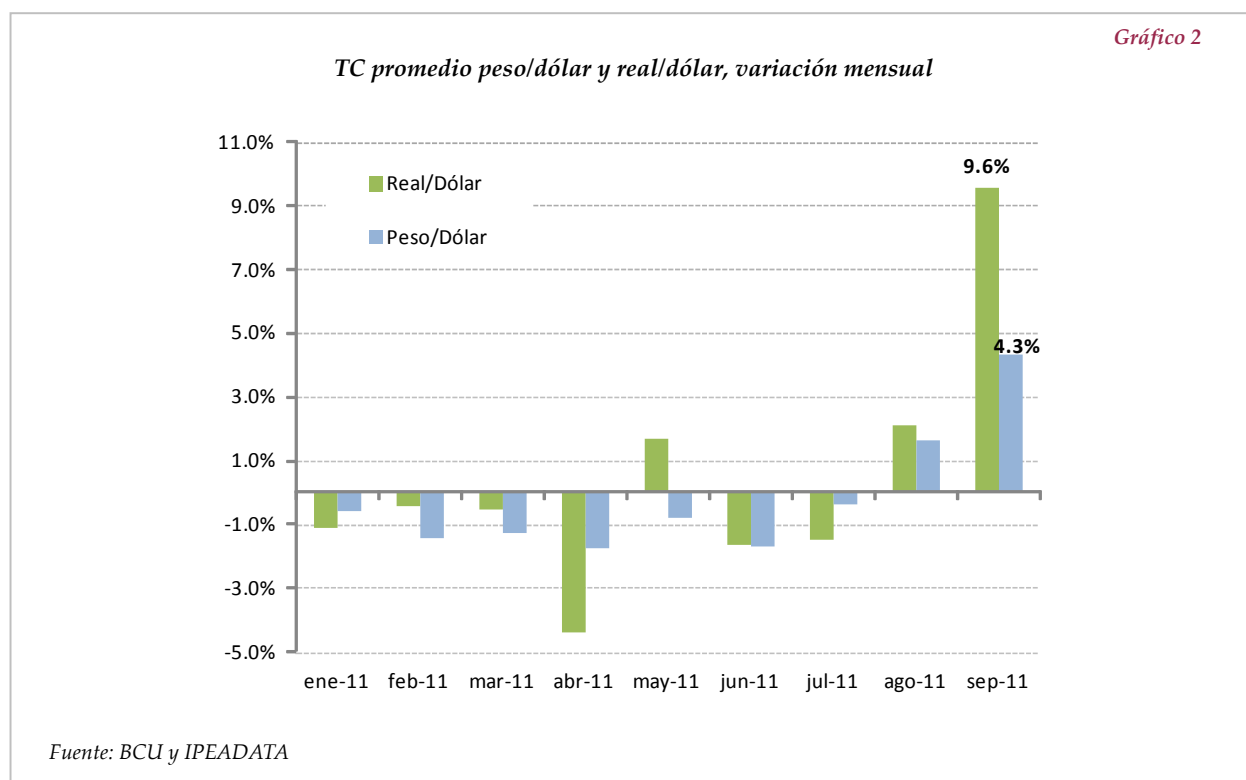
Fuente: Proyecciones cinve al 17/10/2011.

LA DECISION DEL COPOM EN UN CONTEXTO INCIERTO

Como se mencionó en el informe anterior (Nº 111) el pasado 29 de Setiembre tuvo lugar la reunión del COPOM correspondiente al tercer trimestre del año con el objetivo de evaluar la coyuntura económica actual y decidir sobre el sesgo de la política monetaria para los próximos meses. En esta nueva sesión las autoridades se mostraron preocupadas por la situación económica internacional y la incertidumbre sobre el futuro resaltando la necesidad de mantener la prudencia y consistencia en el manejo de las variables internas para favorecer al crecimiento armónico de la economía nacional. Ante esto, y tal como se preveía en el informe anterior, el COPOM decidió mantener la tasa de política monetaria en 8% junto a la declaración explícita de mantener un estrecho monitoreo sobre las variables internacionales caracterizadas por la fuerte volatilidad de los últimos meses.

El mantenimiento de la tasa de referencia se fundamenta en que, a pesar de que la inflación se mantiene por fuera del rango meta, la evolución mensual de los precios ha tendido a moderarse en los últimos meses lo que permite tener una cierta perspectiva optimista sobre la evolución de los precios internos. No obstante, más allá de esa moderación, el mantenimiento de la tasa de referencia da cuenta de la tensión existente entre el objetivo inflacionario y la preocupación por el deterioro de la competitividad externa de los productos nacionales, disyuntiva que ya hemos discutido anteriormente pero que adquiere una mayor relevancia en el contexto actual. Más precisamente, el alza reciente del dólar (a pesar de su alta volatilidad) junto a la priorización de la competitividad internacional por sobre la estabilidad de precios interna en Brasil, indican que la decisión del COPOM veló por el mantenimiento de la relación de precios con el exterior.

Gráfico 2



Asimismo, en cuanto a la relación con Brasil, como se advierte en el gráfico 2 el peso uruguayo ha tenido un comportamiento menos volátil con respecto al dólar que el real brasileño. Sin embargo, en los últimos dos meses el real se ha depreciado más que el peso uruguayo lo que podría generar problemas futuros en cuanto a la relación de precios con Brasil. Adicionalmente, hace pocos días el COPOM de dicho país decidió reducir la tasa de referencia de política monetaria por segunda vez consecutiva lo que confirma la priorización de la competitividad y el crecimiento económico por sobre el objetivo inflación. Es decir, las autoridades brasileñas están dispuestas a tolerar un mayor desvío inflacionario para fomentar el crecimiento y la industria exportadora. Sin dudas, esta nueva baja traerá aparejado nuevas depreciaciones del real en un contexto de incertidumbre internacional a pesar de que los fundamentos del dólar se mantienen débiles (tasa de interés reducida hasta 2013, alta probabilidad de un QE3, etc).

¿Pero qué pasará en Uruguay en este contexto? ¿Cómo nos afectan las decisiones en Brasil? Estas preguntas y muchas otras son las que se plantean los individuos en un contexto volátil y de falta de certezas en las cuales se aprecia que Brasil comenzaría a despegarse con respecto a lo acontecido en los años anteriores. Por un lado, al ser Brasil nuestro principal socio comercial, las autoridades deberían ratificar un comportamiento del peso similar al del real brasileño para no perder competitividad con quien representa cerca de un cuarto de las exportaciones nacionales. En este sentido, favorecer el aumento del dólar a nivel local sería una medida importante, la cual se habría logrado en caso de haber disminuido la tasa de referencia en la última reunión. No obstante, si bien esta situación no ocurrió, la decisión del COPOM fue débilmente en esa dirección, manteniendo la tasa, buscando no añadir nuevas presiones bajistas sobre el dólar.

Sin embargo, dejar que el precio del dólar aumente no es una decisión libre de costos para el gobierno ya que, al contrario de lo ocurrido en 2008, en esta oportunidad los commodities no cayeron como si lo hicieron en esa oportunidad. Por aquel entonces el fuerte aumento del tipo de cambio fue acompañado por una importante caída de los precios de los commodities relevantes para nuestro país en un escenario más adverso al riesgo. Por tanto esta caída de los precios internacionales amortiguó en gran parte las presiones sobre los precios domésticos derivadas del aumento del dólar. En la actualidad, las perspectivas sobre los precios internacionales se mantienen entre moderadas y levemente optimistas, afirmando que no se producirán las caídas de otrora. Esto implica que en el caso de avalar el aumento del tipo de cambio (acompañando a Brasil) el costo a pagar será mayor inflación y por lo tanto una amplificación del desvío actual sobre el rango meta.

Además del costo sobre el nivel de precios existe un costo muchas veces no declarado pero que tiene un fuerte impacto en las decisiones de política y en el funcionamiento de la política monetaria. Este costo se deriva de las expectativas de los individuos al internalizar las decisiones de política. Más precisamente, al declarar un objetivo de inflación (en este caso un rango meta) las autoridades indican explícitamente que la inflación estará dentro de ese rango definido. Cuando ese objetivo no se cumple los individuos tienden a desconfiar de la referencia planteada por la autoridad monetaria y actúan en función de otros valores esperados para los precios. Si bien este sistema requiere de varias características intrínsecas particulares, se destaca que el incumplimiento sistemático de los objetivos deriva en un descreimiento en el régimen y por tanto el mismo no logra anclar las expectativas de los agentes involucrados, deteriorando la credibilidad futura del régimen y sus objetivos. En este caso, priorizar la competitividad en detrimento de la estabilidad de precios interna implica una señal para los agentes que podrían entender que se sacrifica el objetivo inflacionario, pudiendo derivar en costos en términos de expectativas futuras, cuando se vuelva a entender que la estabilidad de precios es la prioridad.

En suma, la decisión del COPOM de Setiembre resaltó la prudencia en un contexto internacional incierto, donde el mantenimiento de la tasa de referencia en 8% implica una cierta preocupación por la competitividad externa de nuestro país. En línea con esto, la importancia de Brasil como socio estratégico y principal destino de las exportaciones uruguayas determina que se deba observar con detenimiento la evolución del real luego de dos descensos consecutivos en la tasa Selic. Esto seguramente producirá nuevas depreciaciones del real ante las cuales nuestro país debería seguir el mismo camino con el objetivo de no perder competitividad con los productos regionales. Sin embargo esta decisión acarrearía costos que las autoridades monetarias deben contemplar como una mayor inflación y una posible pérdida de credibilidad sobre la meta inflacionaria y el rol de la política monetaria

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.59	0.99	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.64	0.67	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.42	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.59	0.75	
(4) ANE (12,12%)	0.54	1.28	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.03	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.25	0.62	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.51	0.72	
(*) 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									
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 (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
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	5.47	10.72	7.73	7.84	6.44	10.20	1.71	6.89	7.61
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	5.57	9.53	5.78	7.23	9.50	6.47	2.10	7.23	7.23
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.19	9.00	3.99	7.13	9.77	0.91	0.00	5.18	6.65
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>	5.94	10.70	6.92	7.83	9.70	8.82	0.23	7.98	7.98
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	5.21	9.99	6.53	7.32	6.15	7.48	2.10	5.94	6.98
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.11	9.12	4.22	7.16	9.86	1.30	0.17	5.32	6.70

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 17/10/2011.

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%)
01/11	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	0.77	0.63	0.00	0.62	1.99	0.00	0.00	0.97	0.71
11/11	0.16	0.77	0.00	0.39	-1.13	0.00	0.00	-0.56	0.16
12/11	0.02	0.69	0.00	0.29	-1.43	0.00	0.00	-0.70	0.05
01/12	0.34	0.79	2.04	0.72	1.30	1.65	0.00	1.20	0.84
02/12	-0.04	1.48	0.00	0.60	-0.34	4.75	2.10	1.83	0.90
03/12	0.80	0.83	1.50	0.89	0.53	0.00	0.00	0.25	0.73
04/12	0.84	0.68	0.00	0.68	2.99	0.00	0.00	1.43	0.87
05/12	0.59	0.51	0.00	0.49	-0.05	0.00	0.00	-0.02	0.36
06/12	0.48	0.56	0.00	0.46	-0.02	0.00	0.00	-0.01	0.34
07/12	0.35	0.73	2.13	0.71	1.56	0.00	0.00	0.76	0.72
08/12	0.21	1.05	0.00	0.54	2.15	0.00	0.00	1.06	0.67
09/12	0.54	0.56	0.00	0.48	1.17	0.00	0.00	0.58	0.51
10/12	0.52	0.54	0.00	0.47	0.91	0.00	0.00	0.45	0.46
11/12	0.42	0.73	0.00	0.51	-0.81	0.00	0.00	-0.41	0.28
12/12	0.37	0.68	0.00	0.46	-0.21	0.00	0.00	-0.11	0.32

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 17/10/2011.

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%)
01/11	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	6.24	11.08	8.09	8.34	4.15	10.17	1.71	5.50	7.87
11/11	6.01	11.09	8.06	8.26	7.14	10.22	1.71	7.20	8.12
12/11	5.47	10.72	7.73	7.84	6.44	10.20	1.71	6.89	7.61
01/12	5.32	10.51	7.79	7.70	4.21	9.61	1.71	5.60	7.17
02/12	4.86	10.70	7.24	7.50	2.58	13.04	2.18	6.03	7.13
03/12	4.84	10.43	7.32	7.40	0.61	7.57	2.17	3.26	6.41
04/12	5.17	10.28	7.04	7.46	5.50	7.14	2.16	5.51	6.97
05/12	5.35	10.23	6.66	7.49	5.70	7.00	2.15	5.57	7.01
06/12	5.44	10.10	6.03	7.41	6.09	6.91	2.15	5.72	6.99
07/12	5.46	9.69	7.10	7.38	6.27	6.64	2.14	5.71	6.96
08/12	5.24	9.77	6.22	7.21	8.29	6.44	2.10	6.62	7.07
09/12	5.19	9.67	5.78	7.10	8.97	6.47	2.10	6.98	7.07
10/12	4.93	9.57	5.78	6.93	7.82	6.47	2.10	6.43	6.81
11/12	5.20	9.53	5.78	7.05	8.17	6.47	2.10	6.59	6.94
12/12	5.57	9.53	5.78	7.23	9.50	6.47	2.10	7.23	7.23

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 17/10/2011.

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