

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación tendencial se aleja del rango meta
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Nuevos condimentos en la escena local e internacional

N° 113

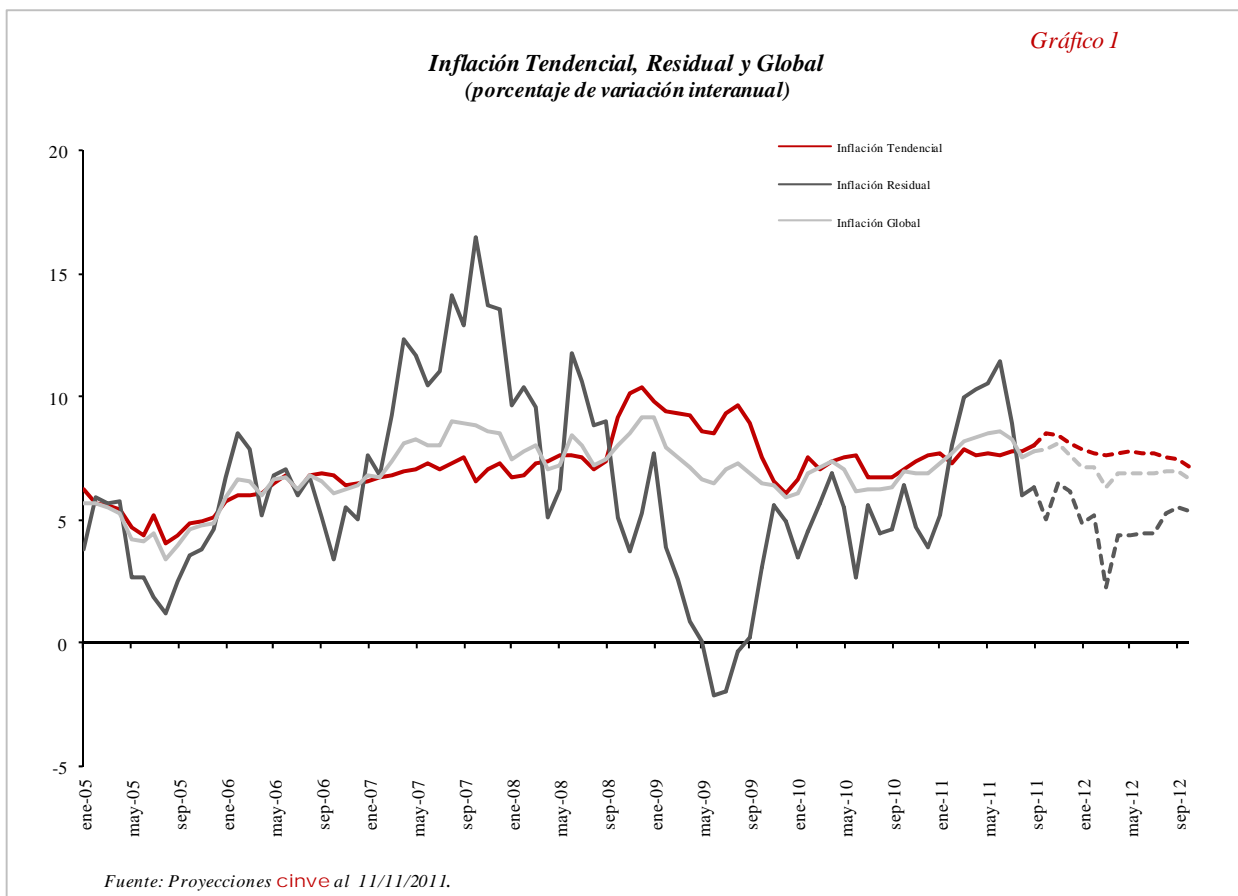
22 de noviembre de 2011

INFLACIÓN TENDENCIAL SE ALEJA DEL RANGO META

El dato de inflación de octubre (0,71%) implicó una leve aceleración de la inflación interanual que se ubicó cercana al 8%. Esta aceleración tuvo su origen en el dinamismo de la demanda interna y, sobre todo, en la volatilidad internacional que impulsó el precio del dólar por encima de \$20 en gran parte del mes de octubre e impactó fuertemente en la formación de precios de los rubros transables. En línea con esto cabe destacar que ante escenarios inciertos como el actual, al aumentar el dólar y producirse los ajustes de precios por la corrección cambiaria, luego de disipadas las presiones sobre dicha moneda es posible que los precios domésticos no vuelvan a sus valores originales. Esto puede deberse a diversos motivos, por precaución de que los mismos puedan volver a aumentar en un futuro próximo o porque los empresarios pueden ser reacios a disminuir los precios o a realizar varios ajustes al alza o a la baja de forma consecutiva.

Más allá del dato puntual de octubre, el estudio de los distintos componentes de la inflación es lo que atrae la atención. En línea con esto se observó como la inflación tendencial, que refiere al comportamiento de los precios menos volátiles, volvió a aumentar en el mes de octubre ubicándose en términos interanuales en 8,5%, lejos del rango meta pautado por las autoridades. Sin dudas, la evolución del componente tendencial enciende una señal de alerta en cuanto a la estabilidad de precios y la permanencia de las presiones inflacionarias.

En la última sección de este informe se plantea nuevamente el escenario internacional como fuente de incertidumbre para los precios domésticos. En línea con esto comentaremos la situación regional y los posibles desenlaces e implicancias para nuestro país del control de cambios en Argentina. En cuanto al contexto interno, la evolución de las variables internacionales y nacionales asociadas a expectativas y otros indicadores adelantados señalan que la demanda interna si bien continuaría expandiéndose lo haría a tasas menos elevadas lo que podría derivar en la disminución de las presiones sobre algunos bienes no transables.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

En octubre, el índice de precios al consumo aumentó 0,71% en línea con nuestra proyección puntual para el mes. Este registro mensual implicó una leve aceleración de la inflación interanual que se situó en 7,88% y que por segundo mes consecutivo se acelera pudiendo exceder el 8% de inflación en los próximos meses.

El análisis del componente tendencial, que corresponde a la evolución de los precios más estables por lo que constituye una medida del comportamiento de los precios en el mediano y largo plazo, señala una nueva aceleración de los precios en octubre. En línea con esto, el componente tendencial se incrementó en 0,78% levemente por encima de lo esperado, lo que implicó que en términos interanuales se ubique en 8,5%. Este nuevo aumento del componente más firme y estable de los precios constituye una señal de alarma sobre la trayectoria inflacionaria ya que indica que las presiones inflacionarias persisten, tal como anunciamos en informes anteriores.

En cuanto al escenario de precios relativos, que permite observar la relación entre los bienes transables y no transables, se ratifica lo anunciado en meses anteriores con respecto a la evolución de los primeros. El escenario internacional volátil y la apreciación relativa del dólar han provocado un fuerte incremento de los precios de los rubros transables lo que revierte lo observado durante gran parte de 2011, cuando los bienes no transables, determinados por la demanda interna, lideraron los aumentos de precios domésticos.

En suma, el dato de inflación de octubre derivó en una nueva aceleración de la inflación tendencial que junto a la evolución del dólar implican nuevos riesgos para la estabilidad de precios en el corto y mediano plazo.

Diagnóstico y proyecciones

Los últimos meses han estado signados por la incertidumbre a nivel internacional, alternando noticias negativas y positivas provenientes de Estados Unidos y Europa. Sin embargo el foco en estos últimos días se encuentra sobre Europa, más precisamente sobre la situación de Grecia e Italia cuya inestabilidad económica y política hacen tambalear los cimientos de la Unión Europea como bloque y del Euro como moneda común.

Sin embargo la situación griega es parte de la discusión desde hace ya algunos meses, mientras que la inestabilidad en Italia es un nuevo condimento para una situación europea comprometida. En línea con esto, dado la envergadura de la economía italiana en relación con otros socios europeos y el bloque en general, la situación en Italia despierta preocupación por las posibles derivaciones que pudiera tener ya sea por lo que implicaría un posible rescate para los otros socios europeos o por un posible efecto contagio hacia otras economías de la región que ya se encuentran debilitadas o cuya exposición a deudas riesgosas dentro de la UE (Grecia, Italia, Portugal, España, etc.) es alta.

No obstante, al parecer los mercados se han tranquilizado levemente con respecto a lo acontecido en setiembre y parte de octubre, cuando algunas de las principales variables internacionales como el dólar y los commodities presentaron importantes fluctuaciones. Ya hemos discutido en informes anteriores los distintos escenarios posibles para estas variables y tal como se esperaba al parecer la volatilidad ha disminuido en los últimos días.

En línea con esto nuestro escenario central, en lo que refiere a las variables externas, se mantiene incambiado. Más precisamente, se espera que luego de los incrementos en el tipo de cambio durante setiembre y octubre, las presiones disminuyan levemente hacia fin de mes. Por tanto se espera que el dólar continúe un descenso gradual en los próximos meses, cerrando en el entorno de \$19 en diciembre. De todas formas nuevos rebotes de inestabilidad internacional podrían aparecer lo que junto a las posibles derivaciones del control de cambios en Argentina (ver sección siguiente) podrían impactar en el valor del dólar en el corto plazo.

Por el lado de los precios internacionales, se observa un aumento del precio del petróleo producto de la calma post conflictos en algunos países árabes. En cuanto a los commodities agrícolas en los últimos tiempos se destaca una disminución de los precios dado la desconfianza e incertidumbre sobre los mercados financieros, dónde los inversores se han posicionado en activos menos riesgosos, reduciendo su exposición hacia materias primas agrícolas.

De acuerdo a lo planteado anteriormente y la evolución de los precios, tanto domésticos como externos, en octubre nuestras proyecciones se mantienen incambiadas, ubicando la inflación en el entorno de 7,6% en diciembre de este año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Noviembre)	0.1	0.4
Próximos 12 meses	6.7	7.1
Año calendario 2011	7.6	8.1
Año calendario 2012	7.1	7.4

Fuente: Proyecciones cinve al 11/11/2011.

NUEVOS CONDIMENTOS EN LA ESCENA LOCAL E INTERNACIONAL

En cuanto a la situación regional durante octubre y noviembre ha habido novedades provenientes de Argentina. El gobierno de dicho país instauró un control de cambios producto de la fuga de capitales y la desconfianza sobre el valor del peso argentino en relación al dólar. En líneas generales, la evolución del tipo de cambio en Argentina presentó menores incrementos que los otros precios de la economía. Más precisamente, los agentes han observado en los últimos meses como la inflación se ha situado en el entorno del 25% según los analistas privados mientras que el tipo de cambio aumentó menos de 7% en lo que va del año. Este fenómeno, siguiendo un sistema de *paridad deslizando* más o menos explícito, ha generado desconfianza en el valor del peso argentino ya que los agentes consideran que éste se encuentra sobrevaluado y que es posible que ocurra una depreciación en algún tiempo. Ante este escenario de desconfianza los agentes se volcaron a comprar dólares “baratos” lo que ha contribuido a la fuga de divisas y derivó en el control de cambios ya mencionado.

Pero, ¿qué efectos tiene el control de cambios? En una situación donde los agentes quieren un determinado bien y existen restricciones sobre su oferta es posible que se genere un mercado negro en el cual se transe el mismo a un valor mayor al de mercado, ya que los agentes están dispuestos a pagar más y los oferentes incluyen una prima por el riesgo de la transacción. Por tanto en Argentina se observa como el dólar del mercado paralelo se cotizó más alto que el dólar oficial, alcanzando un desfase de más de 15% durante algunos días.

Si bien la situación en Argentina no tiene un impacto directo muy significativo sobre la inflación en nuestro país, si podrían existir derivaciones relevantes por el lado de la competitividad internacional. Como vimos en informes anteriores Brasil ha cambiado el rumbo de su política monetaria hacia una priorización del crecimiento y la competitividad internacional por sobre la estabilidad de precios interna. Esto tuvo un impacto negativo en términos de precios relativos durante algunos meses aunque esto se habría mitigado hacia fines de octubre y principios de noviembre cuando el peso uruguayo se depreció más que el real.

Ahora la situación argentina agrega nuevos riesgos en este sentido. Ante la existencia de un mercado paralelo para el dólar y la fuga de capitales producto de la inestabilidad el gobierno argentino podría convalidar las expectativas de los agentes y facilitar la apreciación del dólar en ese país con el objetivo de tranquilizar a los mercados, inversores internacionales y otros capitales que comienzan a retirarse ante señales de alarma o incertidumbre. En el caso de convalidar este aumento del tipo de cambio, Uruguay se encarecería con respecto a Argentina ante lo cual podría ocasionar una situación incómoda en términos de arribo de turistas.

Pero como dijimos en informes anteriores vuelve a aparecer el trade off entre estabilidad de precios y competitividad internacional en el horizonte de la política económica y de la monetaria más precisamente en este caso. ¿Por qué? Porque al optar entre uno u otro se obtendrán beneficios pero también se incurrirán en costos que las autoridades deben estar dispuestos a tolerar para perseguir sus objetivos. En caso de priorizar la estabilidad de precios, contrayendo la política monetaria, el tipo de cambio sería presionado a la baja, erosionando aún más la competitividad de las exportaciones. En cambio, si se prioriza la competitividad favoreciendo un aumento del tipo de cambio, se estaría aceptando una mayor inflación a través de un aumento en el tipo de cambio, que si bien no tiene un impacto lineal sobre la canasta de bienes domésticos, si ejerce una fuerte influencia como hemos observado con la reciente evolución del dólar y de los bienes transables en octubre. De hecho la postura de las autoridades monetarias ha sido de cautela ante el escenario descrito, dado que en la última reunión del COPOM (en setiembre) se decidió mantener incambiada la tasa de referencia.

Por otro lado, en el frente interno la situación podría presentarse más auspiciosa en términos de evolución de los precios para los próximos meses. Es que la complicada situación internacional estaría comenzando a hacer mella en el sector exportador y en algunas variables internas a través de una incipiente desaceleración de la economía doméstica tal como se observó en setiembre cuando se conocieron los datos de Cuentas Nacionales correspondientes al segundo trimestre de este año. Este enlentecimiento de la economía se confirmaría en los próximos meses tal como señala el Indicador Tendencial de Actividad Económica de Cinve (ITAE-Cinve). Este indicador fue revisado a la baja en Noviembre, producto de un deterioro en las variables internas asociadas a las expectativas de los industriales y externas dado la incertidumbre en los mercados. El conjunto de estas variables impactan negativamente en la actividad económica produciendo el enlentecimiento ya comentado.

En línea con lo anterior, este escenario implicaría una desaceleración de la demanda interna, a pesar de los buenos indicadores en el mercado laboral, que favorecería la disminución de las presiones sobre los no transables, en especial sobre los servicios que impulsaron el alza de la inflación durante el primer semestre del año. No obstante, a pesar de la mengua esperada en el ritmo de crecimiento demanda interna se destaca que los convenios salariales fueron acordados sin prever un escenario de menor crecimiento ante lo cual la evolución de los salarios podrían imprimir nuevas presiones sobre los precios o al menos paliar en algún sentido el enlentecimiento de la demanda interna.

En suma de concretarse el escenario presentado es de esperarse que las presiones externas sobre los precios se mantengan al menos en el corto plazo y hasta que la situación internacional reduzca su incertidumbre y comience a vislumbrarse una salida ordenada para las economías en problemas. Nótese que, adicionalmente, la disyuntiva entre inflación y competitividad podría agudizarse en función de la evolución de Argentina y Brasil en los próximos meses. En cuanto a las presiones internas, el enlentecimiento de la economía traería aparejado una moderación de la demanda interna que reduciría las presiones sobre los precios de los servicios y otros bienes no transables cuyos precios crecieron fuertemente en 2011. Sin embargo, cabe destacar que la evolución de los salarios en el contexto de los convenios salariales imprime una incógnita sobre este escenario, ya que los próximos ajustes salariales fueron negociados en base a otros escenarios, y que la flexibilidad de los mismos no es elevada.

♦♦♦♦

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%)	1.06	0.77	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.58	0.63	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.35	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.78	0.62	
(4) ANE (12,12%)	0.94	1.99	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.17	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.52	0.97	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.71	0.71	
(*) 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>	5.94	10.63	8.11	8.08	4.87	10.39	1.71	6.18	7.61
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.08	9.49	5.04	7.37	7.44	6.44	2.10	6.21	7.09
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.53	8.87	3.83	7.21	9.14	0.92	0.00	4.80	6.63
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>	6.04	10.69	7.01	7.88	9.33	8.86	0.23	7.82	7.98
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	5.89	9.94	6.23	7.58	3.79	7.59	2.10	4.82	6.90
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.57	9.04	3.91	7.30	8.72	1.30	0.17	4.71	6.67

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 11/11/2011.

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	1.06	0.58	0.35	0.78	0.94	0.17	0.00	0.52	0.71
11/11	0.25	0.77	0.00	0.44	-1.57	0.00	0.00	-0.77	0.14
12/11	0.09	0.65	0.00	0.31	-1.43	0.00	0.00	-0.70	0.06
01/12	0.36	0.79	1.64	0.68	1.24	1.65	0.00	1.18	0.80
02/12	0.06	1.49	0.00	0.65	-0.56	4.71	2.10	1.73	0.91
03/12	0.82	0.83	1.51	0.90	0.09	0.00	0.00	0.04	0.69
04/12	0.88	0.69	0.00	0.70	2.83	0.00	0.00	1.34	0.86
05/12	0.61	0.51	0.00	0.50	-0.18	0.00	0.00	-0.09	0.36
06/12	0.53	0.56	0.00	0.48	-0.09	0.00	0.00	-0.04	0.35
07/12	0.43	0.77	1.81	0.72	1.50	0.00	0.00	0.72	0.72
08/12	0.27	1.07	0.00	0.57	2.14	0.00	0.00	1.03	0.68
09/12	0.56	0.55	0.00	0.49	0.96	0.00	0.00	0.47	0.49
10/12	0.57	0.46	0.00	0.46	0.65	0.00	0.00	0.32	0.43
11/12	0.41	0.73	0.00	0.50	-1.01	0.00	0.00	-0.50	0.25
12/12	0.41	0.66	0.00	0.47	-0.28	0.00	0.00	-0.14	0.32

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/11/2011.

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	6.54	11.02	8.47	8.50	3.08	10.36	1.71	5.02	7.87
11/11	6.41	11.03	8.44	8.48	5.56	10.41	1.71	6.49	8.10
12/11	5.94	10.63	8.11	8.08	4.87	10.39	1.71	6.18	7.61
01/12	5.81	10.42	7.74	7.89	2.62	9.80	1.71	4.88	7.13
02/12	5.45	10.61	7.19	7.75	0.79	13.20	2.18	5.20	7.11
03/12	5.45	10.36	7.28	7.65	-1.58	7.72	2.17	2.23	6.34
04/12	5.82	10.21	7.00	7.74	3.03	7.29	2.16	4.37	6.89
05/12	6.03	10.15	6.62	7.78	3.10	7.16	2.15	4.35	6.92
06/12	6.18	10.04	6.00	7.73	3.40	7.07	2.15	4.47	6.92
07/12	6.28	9.66	6.73	7.71	3.51	6.79	2.14	4.42	6.88
08/12	6.12	9.77	5.85	7.59	5.46	6.59	2.10	5.30	7.02
09/12	6.09	9.66	5.41	7.48	5.90	6.62	2.10	5.53	7.00
10/12	5.58	9.53	5.04	7.14	5.60	6.44	2.10	5.32	6.69
11/12	5.75	9.49	5.04	7.20	6.20	6.44	2.10	5.61	6.81
12/12	6.08	9.49	5.04	7.37	7.44	6.44	2.10	6.21	7.09

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 11/11/2011.

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