

# INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

- Se mantienen las presiones inflacionarias
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El contexto de precios para 2012 y consideraciones sobre la próxima reunión del COPOM

N° 114

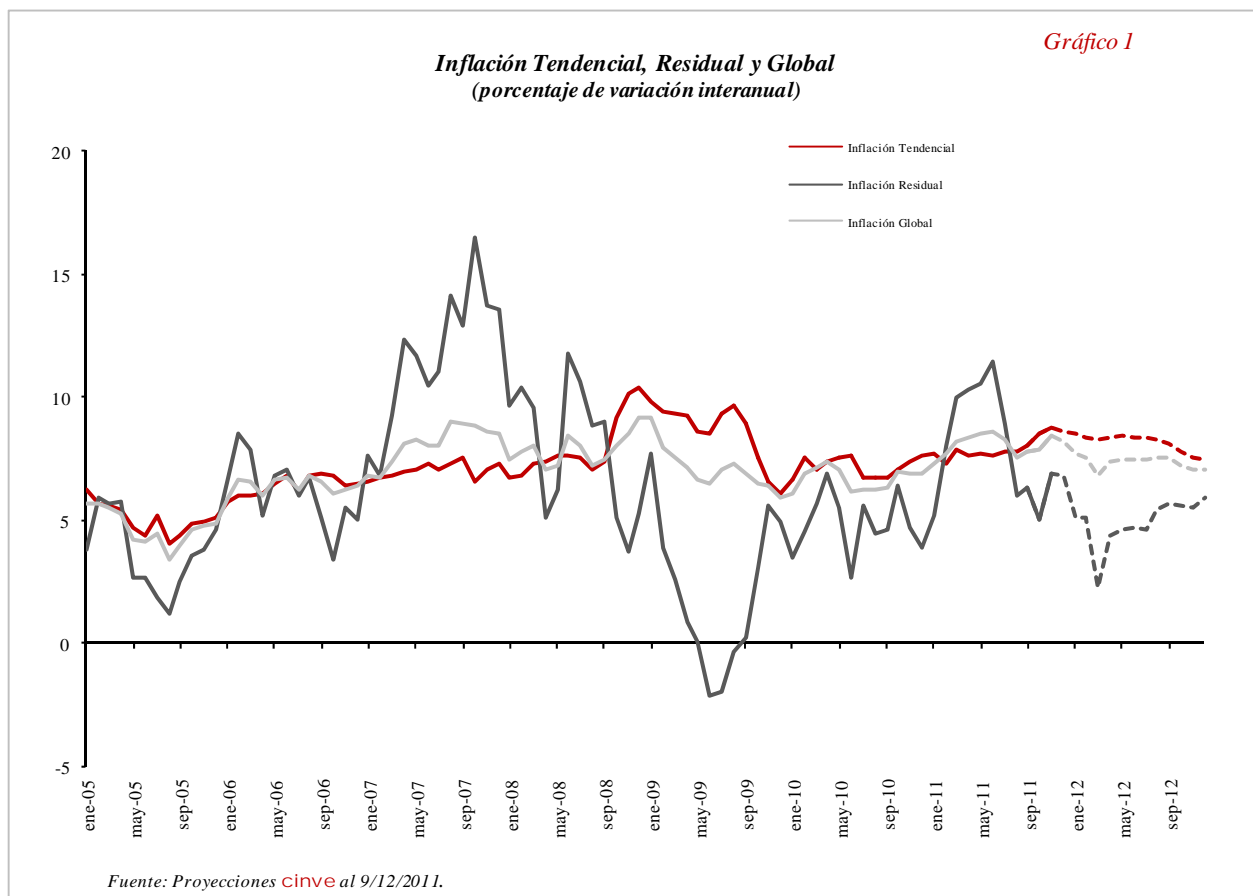
28 de diciembre de 2011

## SE MANTIENEN LAS PRESIONES INFLACIONARIAS

El registro de inflación de noviembre se ubicó en 0,42% en línea con lo esperado. Sin embargo este dato significó una aceleración de la inflación interanual ubicándose en 8,4%, producto de que noviembre suele ser un mes de inflación muy moderada o levemente deflacionario. Esta nueva aceleración implicó un alejamiento aún mayor del máximo establecido por las autoridades monetarias. Cabe destacar que el desvío podría haber sido superior en el caso que el componente residual, asociado a productos cuyos precios presentan alta volatilidad, no hubiera sido deflacionario en el último mes.

No obstante, más allá del dato puntual de noviembre, continúa preocupando la evolución del componente tendencial que refleja la evolución de los precios más estables. En línea con esto la inflación tendencial continuó su senda alcista en noviembre ubicándose en 8,7% con respecto al mismo mes del año anterior. Como hemos anunciado hace algunos meses, la inercia inflacionaria presente en el componente tendencial resulta preocupante en términos del cumplimiento de los objetivos inflacionarios.

En la última sección de este informe se discute el escenario de precios para 2012 haciendo foco en la evolución de los indicadores del mercado laboral, en los salarios y en el contexto de precios internacionales. Por último se reflexiona sobre la próxima reunión del COPOM en un marco externo con alto grado de incertidumbre pero con buenos indicadores de actividad doméstica aunque perspectivas de desaceleración para el próximo año. En línea con esto se espera que el COPOM resuelva mantener la tasa de referencia en 8% dando una señal de cautela ante el escenario internacional, intentando hallar un balance entre inflación y competitividad externa.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El índice de precios al consumo de noviembre registró un aumento de 0,42% en línea con lo esperado. Este nuevo registro implicó una aceleración de la inflación interanual que se ubicó en 8,4%, amplificando en casi 2,5 pp el máximo establecido como tolerable en términos de objetivo inflacionario. Si bien el registro fue moderado con respecto a meses anteriores, se trata de un registro relativamente alto para un mes que suele presentar aumentos muy pequeños o incluso deflaciones mensuales.

En cuanto al componente tendencial, que recoge la evolución de los precios más estables por lo que constituye una buena aproximación del comportamiento de los precios en el mediano y largo plazo, se incrementó en 0,67%. Este dato implicó una leve aceleración del registro interanual (8,7%) lo que da cuenta de la persistencia de las presiones inflacionarias. En tanto, el componente residual, que agrupa los precios más volátiles, fue deflacionario, amortiguando el aumento mensual del nivel general de precios.

Por el lado del escenario de precios relativos la evolución del dólar, junto a la volatilidad internacional asociada a la incertidumbre sobre la economía europea, derivó en nuevos aumentos en los rubros transables. Durante noviembre estos últimos se incrementaron nuevamente por encima de los no transables, a pesar del dinamismo de la demanda interna.

*En síntesis*, el dato de inflación de noviembre resultó en una importante aceleración de la inflación, amplificando el desvío por encima del rango meta. Esta nueva aceleración, junto a la persistencia de las presiones sobre el componente tendencial, dan cuenta de la dificultad para cumplir el objetivo inflacionario en 2012 y de la necesidad de nuevas medidas, en un contexto incierto, que no estarían libre de costos tanto políticos como económicos.

### Diagnóstico y proyecciones

En los últimos tiempos hemos presenciado un escenario internacional muy volátil producto de la incertidumbre sobre el futuro de Europa y de algunos episodios de estrés en Estados Unidos. Este contexto ha tenido un fuerte impacto sobre las variables internacionales relevantes para la formación de precios domésticos. Por un lado el tipo de cambio ha presentado fuertes incrementos desde setiembre junto a importantes oscilaciones en su precio lo que derivó en mayores presiones sobre los bienes cuyo precio se fija en el mercado internacional, es decir los bienes transables.

En línea con lo anterior cabe destacar que ante escenarios inciertos como el actual, al aumentar el dólar y producirse los ajustes de precios correspondientes a la corrección cambiaria, luego de disipadas las presiones sobre dicha moneda es posible que los precios domésticos no vuelvan a sus valores originales por varias razones. Por un lado los empresarios suelen ser cautos ante escenarios de alta volatilidad ante lo cual monitorean posibles alzas en el corto y mediano plazo. Asimismo, los empresarios suelen ser renuentes a ajustar los precios a la baja o a realizar cambios en los precios finales debido a que estos implican nuevos costos (costos de menú) que modifican las ecuaciones de rentabilidad empresarial.

Por el lado de los precios internacionales de los productos más relevantes para nuestro país hemos presenciado dos fenómenos distintos. Por un lado los commodities agrícolas no han escapado a la volatilidad reinante en los mercados y vienen experimentando una tendencia bajista desde hace dos meses. Esto es positivo para la estabilidad de precios ya que aporta una fuente de presiones bajistas sobre algunos alimentos elaborados y otros productos que utilizan commodities agrícolas como insumos. Por otro lado, el precio del petróleo se ha mostrado firme en este contexto incierto, dado el efecto de la "Primavera árabe" que arrojó dudas sobre la oferta disponible de petróleo en algunos países en conflicto. Sin embargo en los últimos días hemos observado un descenso del precio del petróleo lo que implica, junto a la tendencia observada en los commodities agrícolas, que disminuyan, al menos en parte, las presiones externas.

En cuanto al escenario de precios interno, se observa una demanda interna muy dinámica que empuja los precios al alza, sobre todo en los bienes no transables como los servicios que lideraron las alzas de precios durante gran parte del año. A esto se le suman las presiones provenientes de los salarios, dónde se esperan fuertes alzas en el próximo año de acuerdo a los convenios alcanzados en los Consejos de Salarios.

En suma la reciente evolución de los precios domésticos junto a las perspectivas de actividad y precios internacionales determinan que nuestra proyección de inflación para el año 2011 se ubique en 8,2%. En tanto para 2012 se espera que el crecimiento de precios se modere, situándose en 7,1 a fines de año

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Diciembre)	0.3	0.6
Próximos 12 meses	7.1	7.5
Año calendario 2011	8.2	8.6
Año calendario 2012	7.1	7.5

Fuente: Proyecciones cinve al 9/12/2011.

## EL CONTEXTO DE PRECIOS PARA 2012 Y CONSIDERACIONES SOBRE LA PRÓXIMA REUNIÓN DEL COPOM

Como hemos comentado en informes anteriores, la demanda interna presentó un fuerte dinamismo durante 2011 lo que impulsó los precios de los bienes no transables, y en particular de los servicios. Este fenómeno ocurrió en el marco de un mercado laboral que presentó indicadores muy positivos con una tasa de empleo por encima del 60% y un desempleo en el entorno de 6% lo que representa niveles históricos para la economía uruguaya. Consecuentemente, los salarios evolucionaron al alza. En los últimos doce meses cerrados a octubre los salarios privados se incrementaron un 12,8% promedio, con respecto al año cerrado a octubre 2010. Esto determina que el poder adquisitivo de los trabajadores privados se haya incrementado en aproximadamente 4,6% a octubre de este año. Esta situación ha favorecido el dinamismo del consumo privado observado durante este año, presionando al alza los precios domésticos y explicando al menos parcialmente la inercia inflacionaria, sobre todo la persistencia de las presiones sobre los bienes no transables.

En línea con lo anterior, y dado que se cierra el año en los próximos días se torna relevante comentar brevemente el escenario de precios internos y sobre todo las perspectivas de las variables relevantes de cara al 2012. Para el año que entra se espera una desaceleración de la economía producto de un contexto internacional más adverso en términos de actividad y precios internacionales. En ese contexto se prevé que los indicadores del mercado laboral se mantengan en niveles similares a los de 2011 aunque con un marco de incertidumbre amplio en función del desenlace y duración que evidencie la crisis internacional.

Si bien la actividad económica observará una leve desaceleración, las presiones sobre los bienes no transables se mantendrán durante 2012. Los próximos ajustes salariales pactados en la última ronda de los Consejos de Salarios implican que los salarios privados continúen creciendo a altas tasas para 2012 (aproximadamente 11% en promedio con respecto al promedio de 2011) lo que determinaría que el salario real se incremente en el entorno de 4%. No obstante, téngase en cuenta que la estructura de ajustes y convenios, que responde a un contexto del mercado laboral firme como el observado durante 2010 y 2011, no ofrecería suficiente flexibilidad ante eventuales cambios en la actividad económica, otorgando cierta rigidez a la dinámica inflacionaria y favoreciendo su persistencia.

### EL COPOM se reúne el próximo 29 de Diciembre

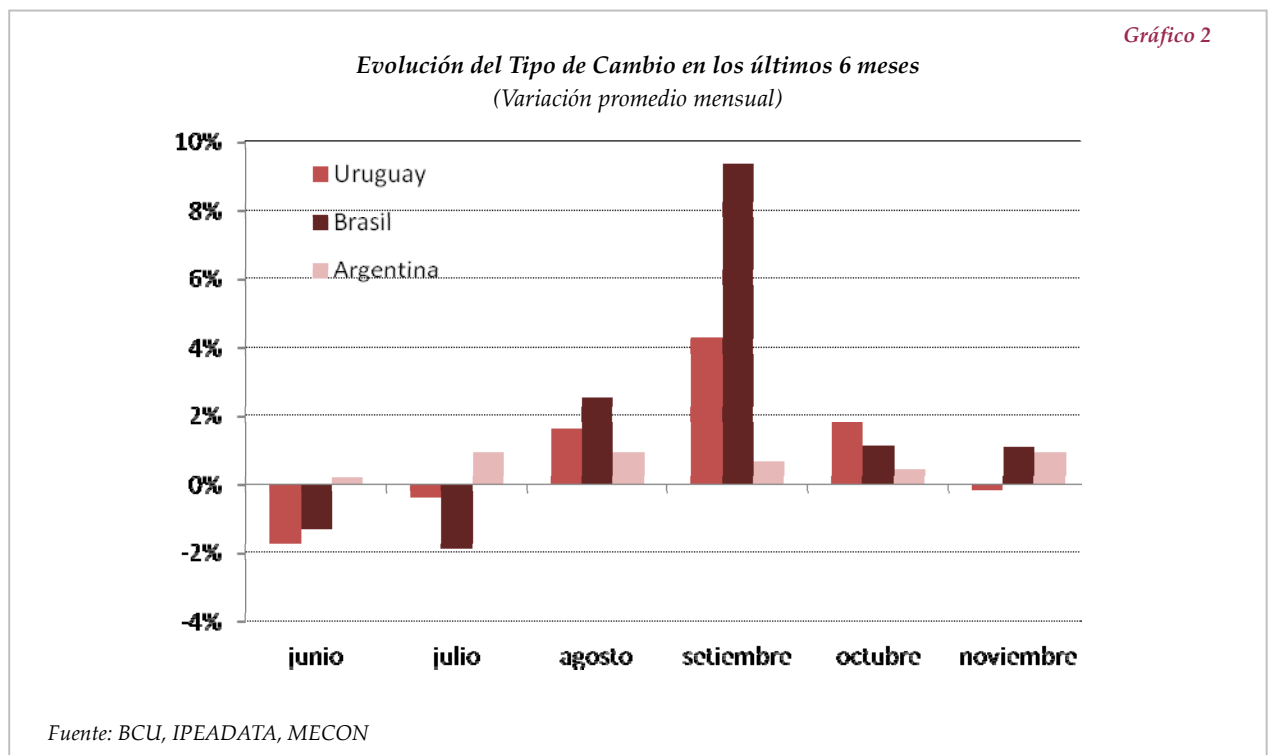
Como es habitual, cada tres meses se reúne el COPOM con el objetivo de evaluar el escenario reciente de actividad y precios a los efectos de fijar la tasa de referencia de política monetaria para el próximo trimestre. En esta oportunidad el escenario no dista mucho del reseñado en meses anteriores y de las circunstancias reinantes previas a la reunión de Setiembre. Tal es así que el escenario internacional se mantiene incierto y volátil con una Unión Europea que luce bases cada vez menos sólidas y dónde las voluntades políticas no se han logrado alinear en pos de una salida ordenada que logre convencer a los mercados. Por el lado de Estados Unidos, la recuperación económica continúa lenta alternando indicadores positivos y negativos en un escenario de tasas de interés cercanas a 0% que determinan fundamentos débiles para el dólar aunque mantiene su cotización por la volatilidad internacional y la "seguridad" que ofrece ante este tipo de escenarios.

Recapitulando lo acontecido en cuanto a los precios domésticos desde la última reunión, se observa que la inflación continúa alejada del rango meta establecido por las autoridades. Si bien durante los meses de setiembre y octubre se ubicó por debajo del 8% luego de una leve moderación en el crecimiento de los precios, en noviembre volvió a acelerarse, ubicándose en 8,4% lo que representa más de 2pp por encima del techo previsto por el BCU. Adicionalmente estos registros serían mayores en caso de que el componente residual (asociado a rubros que presentan alta volatilidad por factores climáticos o estacionales) no hubiera sido

deflacionario en noviembre. Es así que el componente tendencial se ha venido acelerando y se ubica en niveles por encima de la inflación general lo que implica una alta persistencia de las presiones inflacionarias a pesar de los esfuerzos realizados por las autoridades durante el primer semestre del año.

Ante la evolución de los precios internos y el incumplimiento de la meta establecida el COPOM podría mostrar cierta preocupación por la estabilidad de precios y tomar las medidas pertinentes para reducir las presiones inflacionarias. Sin embargo, al igual que en setiembre pasado, esta no sería la única preocupación del COPOM. La disyuntiva entre inflación y competitividad continúa vigente, ya no sólo por el escenario internacional volátil y la incertidumbre sobre el futuro sino porque en los últimos meses la competitividad precio con la región se habría deteriorado parcialmente.

Por el lado de Brasil el BCB decidió en sus últimas reuniones reducir la tasa Selic de referencia para la política monetaria en 0,5% en cada oportunidad demostrando preocupación por la actividad y la competitividad de los productos brasileiros y resignando, al menos por algunos meses, el objetivo inflacionario. En este contexto, una nueva caída en la tasa incentiva la salida de capitales especulativos que constituyen inversión de cartera, deprimiendo el real frente al dólar, permitiendo que los productos brasileiros sean más competitivos en el mercado internacional. Este fenómeno no es ajeno a nuestro país dado que Brasil representa cerca de 25% de las exportaciones de bienes ante lo cual una devaluación competitiva en nuestro vecino tendría un impacto real sobre las ventas uruguayas.



En cuanto a Argentina, el manejo cambiario oficial estaría avalando pequeñas devaluaciones mensuales en un esquema de paridad deslizante lo que no estaría afectando significativamente a nuestro país. Sin embargo el riesgo viene del lado del valor del dólar paralelo, las restricciones al comercio exterior y algunos desequilibrios internos que pudieran acabar con una devaluación brusca. No obstante, este escenario no parece muy probable, al menos en el corto plazo, debido a que la inflación se ubica en el entorno del 20% según las medidas alternativas al cuestionado INDEC.

Por tanto ante este escenario regional y la incertidumbre internacional resta discutir que decidirá el COPOM en su próximo encuentro con respecto al sesgo de la política monetaria para los próximos meses. Luego de conocidos los datos de actividad correspondientes al tercer trimestre de esta año que indicaron que la economía continúa su senda de crecimiento y que las exportaciones se habrían recompuesto luego de un deterioro en el segundo trimestre, las autoridades podrían determinar un incremento en la tasa de referencia con el objetivo de intentar reducir las presiones sobre los precios que se han venido acelerando en los últimos meses.

No obstante, la opción latente de que el COPOM no cambie la tasa de referencia en la próxima reunión, es a la que nosotros le asignamos mayor probabilidad. Los argumentos para el mantenimiento de la tasa recaen en la incertidumbre internacional y la volatilidad de algunas variables externas como el precio del dólar y los precios internacionales, así como al mantenimiento del delicado equilibrio entre inflación y competitividad. Si

bien el dólar impulsó al alza los precios transables en los últimos meses se espera que el mismo se mantenga en el entorno de los valores actuales durante 2012 lo que no aportaría nuevas presiones externas. Esto se suma a una caída en los precios internacionales que contribuyen positivamente a la reducción de la inflación en los rubros relacionados a estos commodities.

*En suma*, la persistencia de las presiones internas sobre los precios domésticos y el dinamismo del nivel de actividad observado durante el tercer trimestre implicaron una nueva aceleración en la inflación, siendo incluso más preocupante el desvío de la inflación tendencial dado que es una señal del comportamiento de los precios en el mediano y largo plazo. Sin embargo, no esperamos que ante este escenario el COPOM eleve la TPM con el objetivo de desincentivar el crédito y el consumo. Ante la perspectiva de que nuestra economía desacelere su crecimiento y dado el contexto externo aún incierto, asociado a que la salida de la crisis europea parece improbable en el corto plazo, es previsible que las autoridades monetarias actúen con cautela. Ello supone que ante este escenario volátil mantengan la tasa de política monetaria en 8% monitoreando las variables externas a la espera de un escenario de mayores certezas y velando por el equilibrio entre inflación y competitividad

◆◆◆◆

*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%)	0.69	0.49	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.62	0.82	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.78	0.00	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.67	0.57	
(4) ANE (12,12%)	-0.79	-0.43	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.03	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.08	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	-0.37	-0.21	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	0.42	0.38	
(*) 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									
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>	6.98	10.52	8.94	8.63	4.96	12.00	1.79	6.78	8.17
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.47	9.23	5.12	7.45	7.42	5.77	2.10	5.96	7.08
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.91	8.70	3.82	7.31	11.56	0.93	0.00	5.97	6.99
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>	6.17	10.66	7.16	7.95	9.41	9.00	0.24	7.91	8.06
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7.03	9.81	6.99	8.16	3.52	8.21	2.16	4.92	7.35
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.93	8.82	3.90	7.37	10.70	1.42	0.17	5.70	6.96

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 9/12/2011.

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	0.69	0.62	0.78	0.67	-0.79	0.03	0.08	-0.37	0.42
12/11	0.63	0.70	0.00	0.59	-2.11	1.42	0.00	-0.54	0.31
01/12	0.51	0.83	1.71	0.78	1.02	0.96	0.00	0.83	0.79
02/12	0.00	1.49	0.00	0.61	-1.10	4.63	2.10	1.45	0.82
03/12	0.90	0.81	1.52	0.93	0.28	0.00	0.00	0.13	0.73
04/12	0.87	0.68	0.00	0.69	2.80	0.00	0.00	1.32	0.84
05/12	0.65	0.50	0.00	0.51	0.34	0.00	0.00	0.16	0.43
06/12	0.54	0.56	0.00	0.49	-0.13	0.00	0.00	-0.06	0.35
07/12	0.46	0.80	1.81	0.75	1.35	0.00	0.00	0.64	0.73
08/12	0.29	1.06	0.00	0.58	2.08	0.00	0.00	1.00	0.68
09/12	0.58	0.51	0.00	0.48	0.93	0.00	0.00	0.45	0.47
10/12	0.58	0.45	0.00	0.46	0.89	0.00	0.00	0.44	0.45
11/12	0.47	0.55	0.00	0.45	-0.92	0.00	0.00	-0.45	0.23
12/12	0.44	0.64	0.00	0.48	-0.29	0.13	0.00	-0.09	0.34

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 9/12/2011.

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	6.87	10.87	9.28	8.73	6.40	10.44	1.79	6.92	8.41
12/11	6.98	10.52	8.94	8.63	4.96	12.00	1.79	6.78	8.17
01/12	7.00	10.35	8.65	8.54	2.49	10.65	1.79	5.11	7.68
02/12	6.57	10.54	8.09	8.36	0.12	13.98	2.26	5.14	7.55
03/12	6.65	10.26	8.19	8.29	-2.05	8.47	2.25	2.27	6.82
04/12	7.01	10.10	7.91	8.37	2.51	8.03	2.23	4.38	7.36
05/12	7.26	10.03	7.53	8.42	3.11	7.90	2.23	4.63	7.47
06/12	7.43	9.91	6.90	8.38	3.38	7.81	2.23	4.73	7.47
07/12	7.56	9.57	7.63	8.39	3.33	7.53	2.22	4.60	7.44
08/12	7.42	9.67	6.74	8.26	5.22	7.32	2.18	5.45	7.57
09/12	7.40	9.52	6.30	8.14	5.63	7.36	2.18	5.66	7.53
10/12	6.90	9.37	5.93	7.80	5.58	7.17	2.18	5.58	7.25
11/12	6.66	9.29	5.12	7.56	5.45	7.14	2.10	5.49	7.05
12/12	6.47	9.23	5.12	7.45	7.42	5.77	2.10	5.96	7.08

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 9/12/2011.

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