

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Leve moderación de la inflación tendencial
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Algunas consideraciones sobre el tipo de cambio y la política monetaria

N° 116

23 de Febrero de 2012

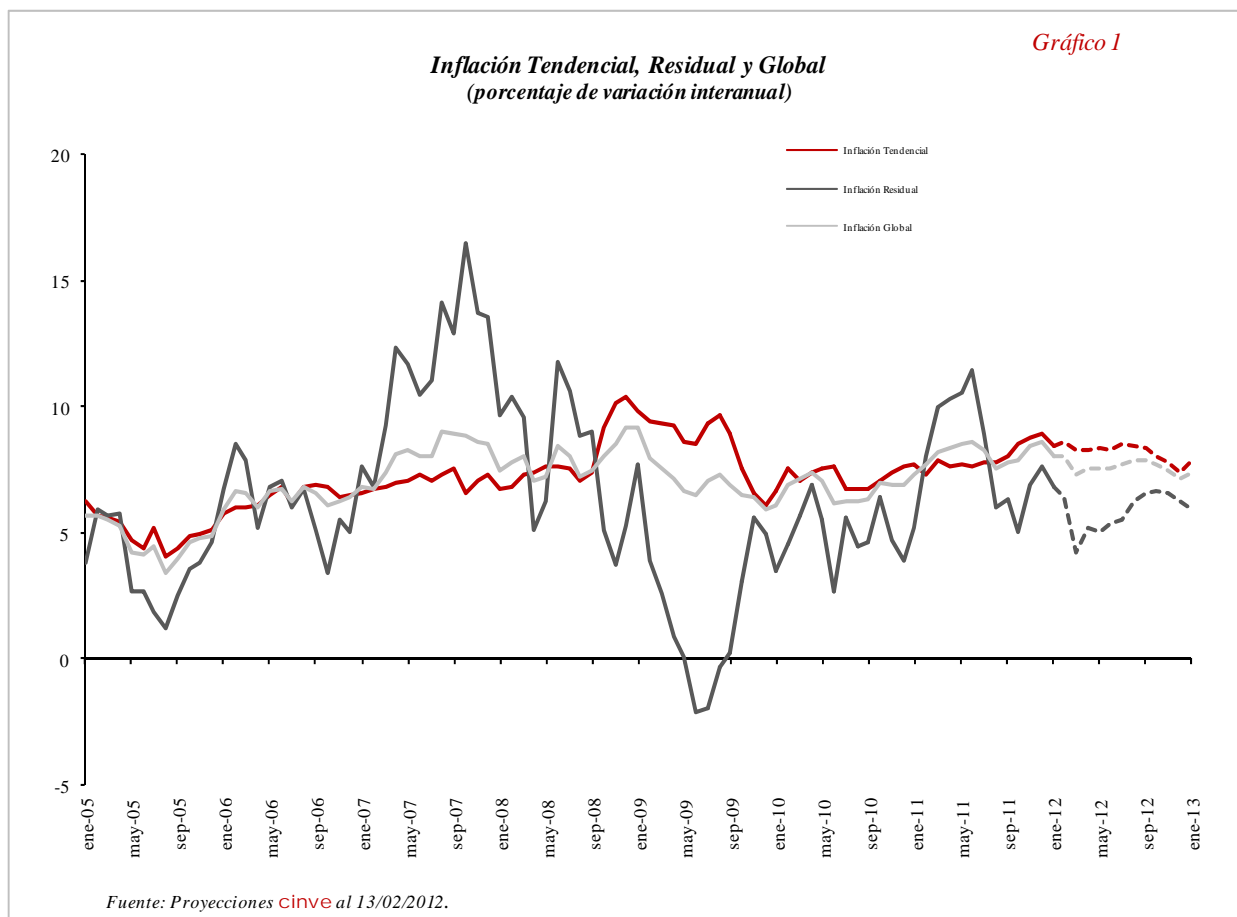
LEVE MODERACIÓN DE LA INFLACIÓN TENDENCIAL

El registro de inflación de enero fue de 0,74 lo que implicó una fuerte moderación con respecto a igual mes de años anteriores. Este fenómeno, asociado a factores puntuales como el descenso de la patente de rodados, implicó un descenso de la inflación interanual que se ubicó en 8,05%. Cabe señalar que al ser el ajuste de la patente un fenómeno reciente y pasible de ajustes, no se descarta que el dato de precios de febrero pueda contener un nuevo ajuste imprevisto (al alza en este caso) ante eventuales correcciones.

En lo que refiere a la inflación del componente tendencial, si bien su registro fue moderado (0,44%), el registro interanual por encima de 8% evidencia la persistencia de las presiones inflacionarias sobre el componente de precios más estable. En tanto el componente residual, que recoge la evolución de los precios cuyo comportamiento presenta mayor volatilidad, se aceleró con respecto a meses anteriores. Este comportamiento se asocia al aumento de los energéticos en general, sobre todo lo que refiere a la tarifa de UTE aunque también se arrastra el efecto de las subas de combustibles de diciembre.

En informes anteriores comentamos exhaustivamente sobre el contexto internacional y la decisión del COPOM y sus efectos sobre los precios internos. En esta oportunidad formulamos algunas consideraciones sobre el rol del tipo de cambio en la política monetaria y sus perspectivas. Más precisamente, en la última sección de este informe, comentamos la importancia de esta variable para la formación de precios y la política monetaria en general.

En la próxima sección analizamos el último dato de inflación y se actualizan las proyecciones de precios para los próximos meses.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo de enero se incrementó en 0,74%, por debajo de nuestra proyección mensual. La discrepancia con nuestras proyecciones por dos factores distintos. El más notorio es la reducción del precio de las patentes de rodados producto de la adopción del Sistema Único de Cobro de Ingresos Vehiculares (SUCIVE). En segundo lugar los precios de las frutas y verduras, fueron significativamente menos inflacionarios a lo esperado. Esta moderación de la inflación mensual provocó que descienda en términos interanuales, situándose en 8,05%.

El componente tendencial permanece como una de las principales señales de la existencia de presiones inflacionarias. En enero este componente que recoge la evolución de los precios más estables, por lo que constituye una señal del comportamiento de los precios en el mediano y largo plazo, se ubicó en 8,4% en términos interanuales.

En lo que refiere al escenario de precios relativos el mes pasado presentó algunos cambios con respecto a la tendencia de los últimos meses de 2011. En línea con esto se destaca una fuerte moderación de los precios transables producto del descenso del tipo de cambio en los primeros días de enero asociado al aumento de la tasa de referencia de política monetaria resuelto por el COPOM. A esto se le agrega una moderación de la volatilidad internacional y una mayor abundancia de dólares en el mercado asociada a la temporada turística. Por otro lado, los precios no transables, determinados a nivel doméstico por la demanda interna, lideraron las alzas de precios –si bien evidenciaron menor ritmo que meses anteriores-, lo que implica que los salarios y los buenos indicadores del mercado laboral continúan ejerciendo presión sobre los precios internos.

En suma el registro de inflación de enero determinó una desaceleración de la inflación interanual en buena medida justificada por un evento puntual: la adopción del SUCIVE. A su vez, el aumento de la tasas de referencia resuelto por el COPOM ya estaría impactando sobre los bienes transables lo que permitió reducir, al menos en parte, las presiones externas.

Diagnóstico y proyecciones

El pasado diciembre el COPOM resolvió, en su sesión ordinaria, aumentar la tasa de interés de referencia con el objetivo de reducir las presiones inflacionarias y velar por el objetivo inflacionario. En el informe anterior presentamos los diferentes efectos y canales de transmisión a través de los cuales esta decisión impacta en los precios. En línea con esto, el aumento de la tasa de interés tuvo un impacto a la baja sobre el tipo de cambio lo que redujo las presiones de los transables. Más allá de esta baja puntual y su efecto sobre la divisa estadounidense, este fenómeno se enmarca en un contexto internacional más benévolo que meses anteriores.

En línea con lo anterior, el contexto internacional comienza a mostrar señales esperanzadoras. Si bien continúan existiendo problemas en el frente europeo y crecientes dudas sobre la solvencia de países como Grecia, la volatilidad en los mercados comienza a aplacarse facilitando el descenso del dólar en Uruguay y estabilizando gran parte de los precios internacionales de las materias primas. En EE.UU. los últimos datos de actividad y mercado laboral muestran señales más sólidas de recuperación, lo que genera un mayor optimismo entre los inversores y establece perspectivas positivas para los próximos meses.

Este escenario internacional se transmite en las variables relevantes para el país de la siguiente forma. Por el lado del dólar como dijimos se observó un descenso de su precio y se espera que se mantenga en niveles similares a los actuales para los próximos meses, ante lo cual las presiones sobre los bienes transables disminuirían. En cuanto a los precios internacionales, algunos de las materias primas significativas para Uruguay como los granos tuvieron un leve repunte en el último mes, mientras que el precio de la carne se mantiene levemente a la baja. Sin embargo posibles problemas podrían aparecer por el lado del petróleo, asociados a asuntos geopolíticos y posibles conflictos en Medio Oriente que pudieran afectar el suministro de esta materia prima, elevando su precio en el mercado internacional.

El escenario interno se mantiene incambiado con respecto a meses anteriores. Es que la demanda interna mantiene su dinamismo asociado al bajo nivel de desempleo y la evolución de los salarios que crecieron 12,5% en términos nominales en 2011, largamente por encima de la inflación anual (8,6%). Si bien las presiones provenientes de los salarios continuarían en los próximos meses es de esperar que la demanda interna tenga una leve desaceleración producto del encarecimiento del crédito asociado a la contracción monetaria de diciembre.

En suma, de acuerdo al contexto internacional vigente y la trayectoria de los salarios para los próximos meses las predicciones deberían mantenerse prácticamente incambiadas. Sin embargo, dado que el error de predicción asociado a los factores puntuales antes comentados fue considerable grande, que los aumentos de

tarifas fueron inferiores a los esperados y que comienzan a observarse los efectos derivados de la decisión del COPOM, las proyecciones de inflación de cinve se revisan a la baja, ubicándose en torno de 7,1% para fines de este año.

<i>Cuadro 1</i>		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Febrero)	0.9	0.9
Próximos 12 meses	7.0	7.6
Año calendario 2012	7.1	7.4
Año calendario 2013	7.2	7.6

Fuente: Proyecciones cinve al 13/02/2012.

ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE EL TIPO DE CAMBIO Y LA POLÍTICA MONETARIA

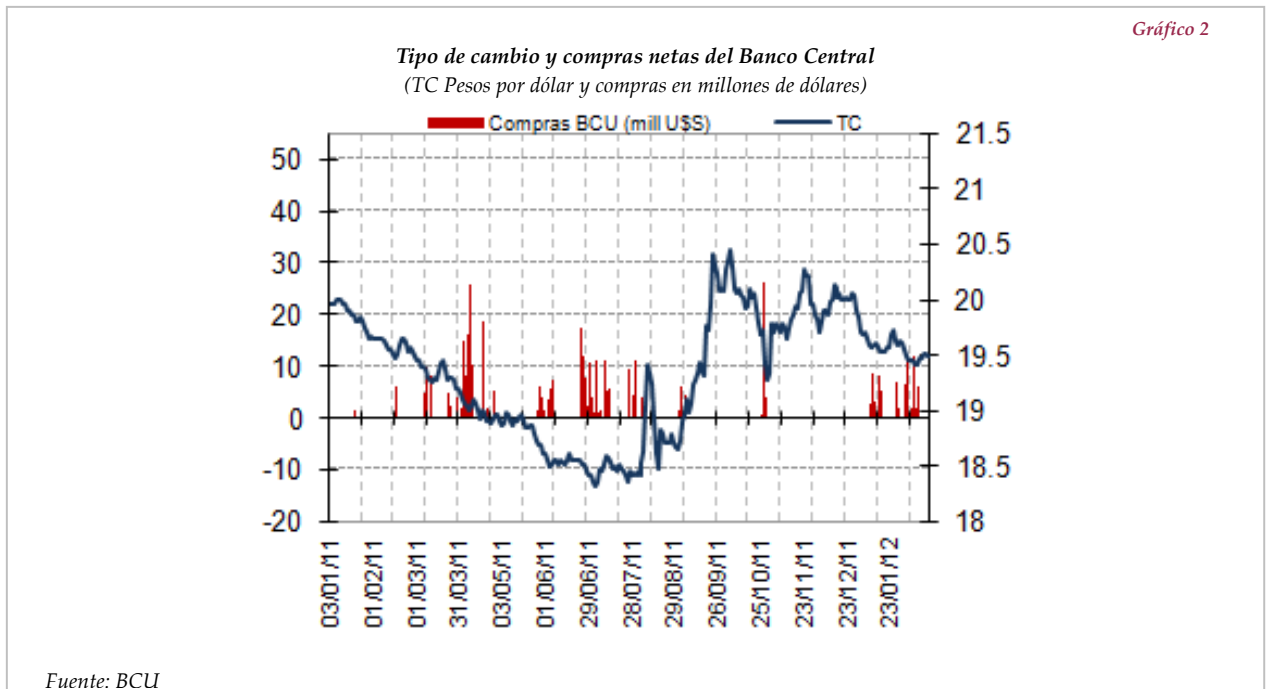
El tipo de cambio constituye una variable de suma importancia en la toma de decisiones individuales de los agentes y posee una significativa incidencia en la formación de precios domésticos. Es común que en países pequeños y abiertos, con un historial de inflación que señala períodos con alta inflación o hiperinflaciones, la moneda local pierda credibilidad entre los agentes, provocando que estos busquen otras alternativas a través de la adopción de otras monedas, consideradas más estables, para las transacciones corrientes. A este fenómeno se lo conoce como dolarización en algunos países de América Latina, pero es análogo para el Euro y el Yen en sus zonas de influencia, y puede constituir un desafío para la política monetaria, particularmente para su eficacia.

Uruguay no escapó a este fenómeno. Es así que nuestro país tiene una economía con un grado de dolarización relativamente elevado, si bien en los últimos años se han hecho esfuerzos significativos para reducirlo y como consecuencia ha tendido – lentamente- a reducirse. Sin embargo, el tipo de cambio aún representa una variable clave en la toma de decisiones de los agentes a todos los niveles. Tanto para ahorristas individuales que en muchas ocasiones tienen sus activos denominados en dólares (a pesar de tener gastos en pesos), como de empresas que tienen costos o ingresos en esta moneda.

A fines de diciembre el COPOM resolvió incrementar la tasa de interés de referencia en 0,75% lo que derivó en una caída en el tipo de cambio en los días siguientes. Ello permitió reducir presiones sobre los bienes transables, con el consiguiente impacto en el índice de precios general. En este sentido el traspaso del precio del dólar a los precios domésticos, conocido como *pass through*, según estimaciones de cinve sería de 20%. Sin embargo, cabe destacar que el mismo podría ser asimétrico, por lo que es esperable que cuando el tipo de cambio se encuentra en descenso, el traspaso a precios domésticos sea menor que cuando el tipo de cambio aumenta.

Como comentábamos, la decisión del COPOM podría tener impactos sobre la competitividad de las exportaciones uruguayas, sobre todo con Brasil, que por el contrario, relajaba su política monetaria con el objetivo de impulsar la demanda interna y ganar competitividad externa. En los hechos esta pérdida de competitividad con el vecino país no existió durante enero dado que Brasil apreció su moneda con respecto al dólar más que Uruguay en el promedio mensual. Esto se debió principalmente a la reducción de la volatilidad en los mercados financieros y la debilidad del dólar en un escenario de tasas de interés internacionales bajas. Por tanto, la pérdida de competitividad que podría haber ocurrido posteriormente a la contracción monetaria de diciembre no ocurrió, aunque la incertidumbre internacional podría provocar un giro negativo en este fenómeno, reduciendo la competitividad externa.

De todas formas los riesgos de pérdida de competitividad fueron atendidos, al menos parcialmente por el BCU a través de operaciones cambiarias (ver gráfico 2). En este sentido las operaciones parecen perseguir el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio ya que ésta genera incertidumbre e imprevisibilidad al momento de realizar transacciones. Sin embargo, fue posible percibir a través del comportamiento observado durante enero y mediados de febrero, que el BCU interviene más activamente en un mercado bajista que en uno al alza, lo que implica que la competitividad externa es una preocupación para la autoridad monetaria, aunque por el momento dominada por una preocupación mayor, la estabilidad de precios.



Por otra parte, mucho se ha discutido sobre el incumplimiento de la meta de inflación y la credibilidad del esquema inflacionario en la actualidad, he aquí algunas consideraciones sobre el rol del dólar en este sentido. La dolarización de la economía uruguaya y el rol del tipo de cambio en las decisiones individuales de los agentes pueden constituir limitantes para la acción de la política monetaria dentro del esquema de metas de inflación imperante. En lo que refiere a la dolarización, la política monetaria utiliza como instrumento la tasa de política monetaria que es una tasa de interés en pesos. Al fijar esta tasa se impacta directamente sobre las operaciones denominadas en pesos, sin afectar directamente las colocaciones en dólares. Si bien existe un impacto sobre los precios en dólares derivado del efecto a la baja sobre el tipo de cambio (precio del activo financiero alternativo de referencia), la dolarización de los créditos opera acotando el accionar directo de la decisión de política monetaria¹.

En cuanto a los problemas que ocasiona el rol del dólar como variable determinante en las decisiones de los individuos se basan principalmente en la comprensión del esquema de metas de inflación y la credibilidad que este podría tener. Es así que los esquemas de metas de inflación se caracterizan por perseguir que los individuos alineen sus expectativas de precios con los objetivos inflacionarios de las autoridades. A este fenómeno se lo conoce como “anclar las expectativas de los agentes”. El hecho de que el tipo de cambio ocupe gran parte de la discusión económica podría implicar que los individuos no consideren las metas inflacionarias o que confundan objetivos de precios con objetivos sobre el tipo de cambio, lo que reduce la eficacia de un régimen de metas de inflación ya que no logra otorgarle la credibilidad necesaria para su funcionamiento. Es por esto que en términos teóricos estos regímenes deben caracterizarse por tener un objetivo inflacionario claro y explícito, siendo éste el objetivo principal, subordinando otros objetivos menores (como podrían ser estabilidad del producto o del tipo de cambio) al cumplimiento del objetivo principal para facilitar el entendimiento de los agentes y otorgarle credibilidad al sistema.

Ante esto es esperable que el régimen de metas de inflación uruguayo presente desafíos futuros para lograr un mayor cumplimiento ya que en más del 70% de los meses la inflación interanual se ha encontrado por encima del rango meta previsto por las autoridades. Este incumplimiento casi sistemático de la meta de inflación muestra cierta debilidad de la institucionalidad del sistema además de generar dificultades en términos de credibilidad del mismo. Si bien la inflación ha estado en niveles históricamente bajos desde la adopción de este régimen y no ha alcanzado los dos dígitos salvo excepcionalmente, es necesario ratificar los compromisos sobre la estabilidad de precios tal como se anunció en la última reunión y buscar alternativas que permitan otorgarle mayor credibilidad al sistema y su meta establecida.

¹ Se identifican cuatro canales distintos para la transmisión de la política monetaria. Estos son: el canal del crédito (cambios en la tasa de interés producen cambios en la disposición a tomar crédito por parte de los agentes), el canal de expectativas (ante cambios en la tasa de interés las expectativas de los agentes sobre la inflación futura pueden cambiar en función de la confianza y credibilidad sobre los objetivos), el canal del tipo de cambio (variaciones en las tasas de interés de referencia hacen presionando a la baja/alza el precio de la divisa), el canal del precio de los activos (cambios en la tasa de referencia tienen impacto en el precio de los activos financieros)

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.15	0.45	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.51	1.18	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	1.36	1.67	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.44	0.89	
(4) ANE (12,12%)	0.40	1.60	3.3%
(5) ENE (8,33%)	4.12	4.77	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.04	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.65	2.45	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.74	1.27	
(*) 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	Indices de los Precios del Consumo								INFLACIÓN IPC (100%)
	(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%)	
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
Dic 2011/ Dic 2010	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
Dic 2012/ Dic 2011	6.23	8.99	6.63	7.41	9.17	4.12	2.04	6.23	7.12
Dic 2013/ Dic 2012	6.98	8.90	5.24	7.59	8.93	3.05	2.00	5.82	7.16
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
Prom 2011/ Prom 2010	6.20	10.68	7.18	7.98	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
Prom 2012/ Prom 2011	7.00	9.68	8.15	8.22	6.36	6.98	2.22	5.89	7.65
Prom 2013/ Prom 2012	7.11	9.04	5.66	7.74	8.61	3.05	2.00	5.61	7.22

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 13/02/2012.

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									
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 (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	0.98	0.91	0.23	0.86	-0.54	1.35	0.11	0.22	0.70
01/12	0.15	0.51	1.36	0.44	0.40	4.12	0.04	1.65	0.74
02/12	0.07	1.45	2.17	0.88	1.54	0.00	2.00	1.06	0.92
03/12	0.77	0.77	0.00	0.68	1.65	0.00	0.00	0.79	0.71
04/12	0.85	0.66	0.00	0.67	0.54	0.00	0.00	0.26	0.57
05/12	0.63	0.51	0.00	0.51	-0.60	0.00	0.00	-0.29	0.31
06/12	0.51	0.57	0.00	0.48	0.34	0.00	0.00	0.16	0.40
07/12	0.57	0.90	2.54	0.93	1.96	0.00	0.00	0.95	0.94
08/12	0.31	1.11	0.18	0.63	1.84	0.00	0.00	0.91	0.70
09/12	0.64	0.51	0.00	0.51	1.00	0.00	0.00	0.50	0.51
10/12	0.63	0.44	0.23	0.50	1.23	0.00	0.00	0.61	0.53
11/12	0.48	0.52	0.00	0.44	-0.85	0.00	0.00	-0.43	0.23
12/12	0.46	0.68	0.00	0.50	-0.20	0.00	0.00	-0.10	0.35

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/02/2012.

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

Cuadro Estadístico 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	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
01/12	6.98	10.23	8.54	8.47	3.50	14.03	1.94	6.77	8.05
02/12	6.64	10.38	10.32	8.58	3.81	12.28	2.31	6.40	8.03
03/12	6.58	10.06	8.77	8.25	2.94	6.84	2.30	4.18	7.27
04/12	6.91	9.88	8.49	8.30	5.37	6.41	2.29	5.22	7.52
05/12	7.15	9.83	8.11	8.35	4.99	6.28	2.28	4.99	7.51
06/12	7.28	9.72	7.47	8.30	5.76	6.19	2.28	5.33	7.56
07/12	7.52	9.50	8.98	8.50	6.35	5.92	2.28	5.53	7.75
08/12	7.41	9.64	8.29	8.43	8.04	5.72	2.23	6.28	7.90
09/12	7.46	9.49	7.84	8.34	8.54	5.75	2.23	6.54	7.89
10/12	7.01	9.34	7.71	8.04	8.86	5.57	2.23	6.64	7.70
11/12	6.79	9.23	6.88	7.80	8.80	5.53	2.16	6.58	7.50
12/12	6.23	8.99	6.63	7.41	9.17	4.12	2.04	6.23	7.12

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/02/2012.

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