

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Presiones internas impulsan la inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Próxima reunión del COPOM

N° 117

26 de Marzo de 2012

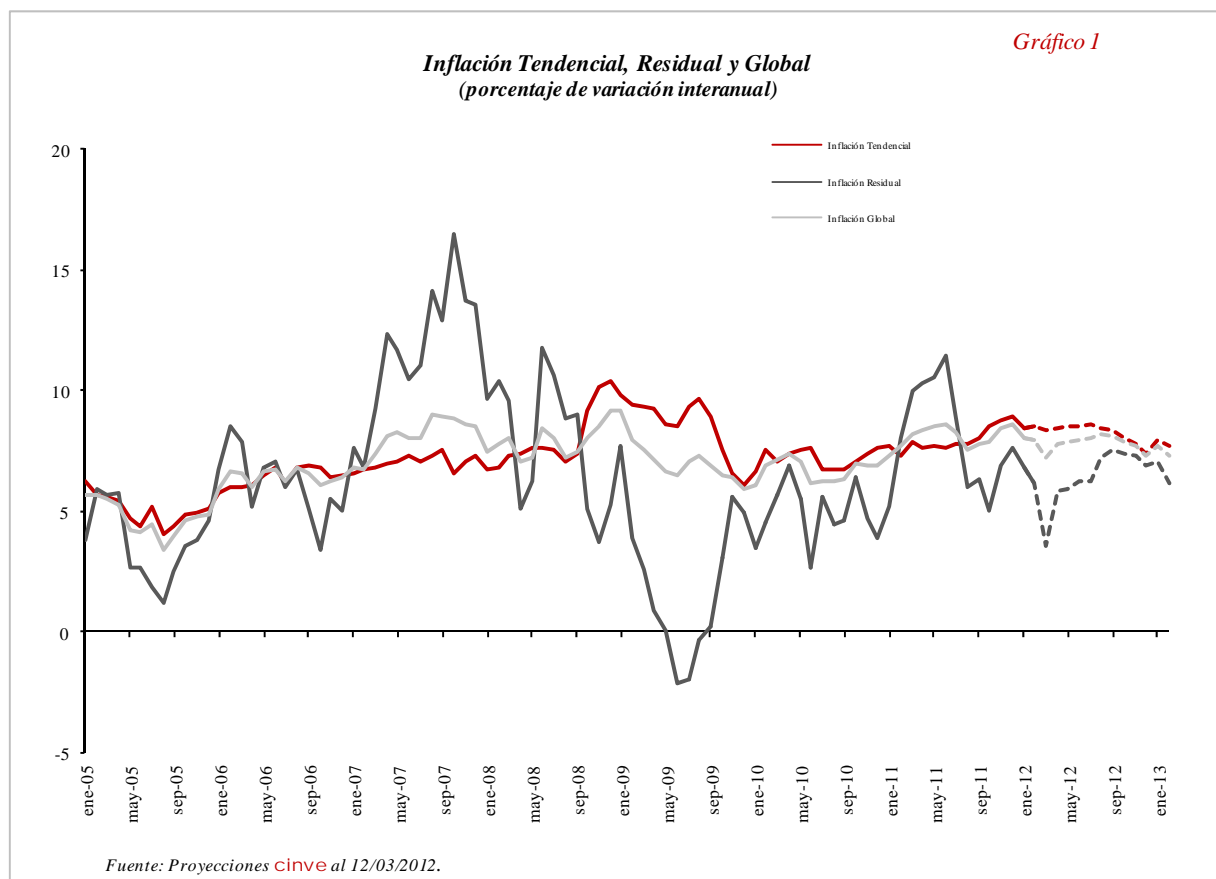
PRESIONES INTERNAS IMPULSAN LA INFLACIÓN

El índice de precios al consumo registró una suba de 0,83% en febrero lo que ratifica la moderación observada desde comienzos de año y permite reducir la inflación interanual por debajo de 8%. Este comportamiento de los precios constituye una buena señal en el principio de este año con respecto a lo acontecido hacia fines del año pasado, cuando la inflación se aceleró hasta alcanzar 8,6% en diciembre lo que derivó en un aumento en la TPM, que se ubicó en 8,75%.

Sin embargo el componente tendencial de la inflación, que recoge la evolución del núcleo central de precios y representa una señal del comportamiento de mediano y largo plazo, se mantiene más de 2 pp por fuera del rango meta establecido por las autoridades. En este sentido, si bien el registro tendencial no es un objetivo en sí mismo, su estimación permite identificar presiones inflacionarias y obstáculos en el cumplimiento de la meta inflacionaria que requerirán nuevas medidas para lograr el cumplimiento y fortalecer el régimen de metas de inflación.

A fines de Marzo se reúne el Comité de Política Monetaria con el objetivo de diagnosticar la situación en términos de precios y definir el sesgo de la política monetaria para los próximos meses a través de la fijación de la tasa de interés de referencia. En esta ocasión se espera que el COPOM resuelva mantener la TPM incambiada en 8,75% producto del contexto internacional más estable, el lento descenso del ritmo inflacionario hacia fin de año y la expansión monetaria brasilera.

Sin embargo, a pesar de los que decida el COPOM, los principales desafíos en términos de estabilidad de precios provienen de la evolución de los salarios y dado que estos presentan una flexibilidad muy acotada, se descarta el cumplimiento de la meta durante 2012, aunque el ritmo de crecimiento de los precios se moderaría este año.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo de febrero registró un incremento de 0,83% en línea con lo esperado. Luego del sorpresivo dato de enero, la inflación interanual experimentó una leve moderación ubicándose por debajo de 8% (7,94%). Sin embargo la inflación tendencial, que refleja el comportamiento del núcleo de precios más estable, volvió a acelerarse, situándose en 0,82% en su registro mensual. En tanto el componente residual, asociado a los precios más volátiles, se incrementó en 0,86% debido al aumento en frutas y verduras y al aumento de algunas tarifas públicas.

El escenario de precios transables y no transables destaca la persistencia de las presiones internas sobre la formación de precios domésticos. En línea con esto, la evolución de los salarios y su correlato en la demanda interna ejercen presión sobre los bienes no transables, es decir aquellos que pautan sus precios en función de la oferta y demanda internas. Si bien este fenómeno no es nuevo, continúa encendiendo una alarma e implicaría nuevos compromisos con la estabilidad de precios en el mediano plazo. En cuanto a los bienes transables, los mismos han reducido sus incrementos debido al descenso del tipo de cambio observado durante febrero (como consecuencia de la disminución de la volatilidad internacional y a la decisión de política monetaria de diciembre pasado).

En cuanto a la inflación tendencial, ésta se aceleró con respecto a meses anteriores. Esto determinó que el registro interanual se ubique en 8,5%. El alza de la inflación tendencial no constituye una señal alentadora en términos de estabilidad de precios dado que las presiones externas se redujeron durante febrero y que la política monetaria se contrajo en diciembre. Por el contrario, ante este escenario más benévolo, se destaca la persistencia de las presiones internas y la continua presión ejercida por los determinantes de la demanda interna sobre los precios, ante lo cual nuevas medidas deberían ser adoptadas para reforzar el compromiso con el objetivo inflacionario.

En suma el registro de inflación de febrero determinó una muy leve desaceleración de la inflación interanual a pesar de que el componente más estable de los precios, la inflación tendencial, señala que las presiones inflacionarias persisten en un escenario donde los determinantes internos impulsan al alza los precios domésticos.

Diagnóstico y proyecciones

Como es costumbre en esta sección analizamos el contexto actual y las perspectivas para los próximos meses de las principales variables que inciden sobre los precios a nivel nacional. En este sentido la discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.

Por el lado del contexto internacional, se observa una cierta tranquilidad en los mercados internacionales dado los resultados económicos recientes en Estados Unidos que reflejan una recuperación, aunque lenta, del nivel de actividad y el mercado laboral. En el frente europeo las señales también han sido levemente positivas a pesar de la persistencia de los problemas de deuda y solvencia fiscal de algunos países de la zona euro. En línea con esto, el exitoso canje de deuda griego, el compromiso político alcanzado a través del pacto fiscal y las inyecciones de liquidez realizadas por el Banco Central Europeo (BCE) aquietaron las aguas aunque no solucionaron los problemas de fondo. Este conjunto de medidas tuvo un impacto directo sobre los mercados, reduciendo la volatilidad de algunas variables relevantes para la formación de precios como el dólar y los precios de los commodities alimenticios.

En tanto, el precio del petróleo se mantiene en niveles elevados producto de la demanda sostenida y las tensiones políticas en Medio Oriente que podrían implicar restricciones de oferta en el corto y mediano plazo (posibles recortes en la producción iraní y cierre del estrecho de Ormuz). En línea con esto, el FMI estima que si Irán frena sus exportaciones a los países de la OCDE el precio podría subir entre 20% y 30%. No obstante, si bien este escenario es incierto aún, el precio del petróleo Brent (de referencia para Ancap) aumentó 9% en promedio durante febrero y continuó al alza en lo que va de marzo, lo que lo aleja de la referencia establecida por Ancap (111 dólares por barril). Ante este escenario no se descarta un ajuste de tarifas durante abril con el objetivo de reducir el impacto del aumento del precio sobre las finanzas del ente. Sin embargo este aumento del petróleo no es de esperarse que se traslade en su totalidad al precio final de los combustibles dado el efecto que tendría sobre el registro inflacionario. En línea con esto se ha manejado la posibilidad de aumentar el IMESI a los combustibles aunque no se conoce aún lo que se resolverá en este sentido.

En el frente interno se mantienen las presiones sobre los bienes no transables producto de la evolución de los salarios y la dinámica demanda interna. Estas presiones continuarían durante el año dado que los acuerdos salariales están estipulados y su grado de flexibilidad es menor. En consecuencia, la eficacia de un

aumento en la tasa de referencia de política monetaria como medida para enfriar la demanda interna se ve reducida.

En suma, dado el dato de inflación de febrero, el contexto internacional reinante y el comportamiento esperado de los salarios durante 2012, las proyecciones de inflación para fin de año se ubican en 7,3%.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Marzo)	0.7	0.9
Próximos 12 meses	7.4	7.8
Año calendario 2012	7.3	7.4
Año calendario 2013	7.2	7.7

Fuente: Proyecciones cinve al 12/03/2012.

PRÓXIMA REUNIÓN DEL COPOM

En los próximos días tendrá lugar la primera reunión del año del Comité de Política Monetaria con el objetivo de evaluar la marcha de la economía en el primer trimestre y decidir sobre el sesgo de la política monetaria que regirá en el segundo trimestre del año. En su última reunión (el pasado 29 de Diciembre), el COPOM resolvió, para sorpresa de algunos analistas, aumentar la tasa de interés de referencia en 75 puntos básicos, ubicándola en 8,75%. Esta decisión tuvo como objetivos reafirmar el compromiso del BCU por la estabilidad de precios y reducir las presiones sobre los precios internos, ya sea a través de la introducción de presiones bajistas sobre el tipo de cambio como por el intento de enfriar la demanda interna.

En línea con lo anterior, las medidas adoptadas por el COPOM lograron reducir la inflación, al menos durante los primeros dos meses del año, luego de que la misma cerrara en 8,6% en 2011. De todas formas existen otros factores independientes de la política monetaria que contribuyeron al descenso en el registro inflacionario como la mayor estabilidad internacional que redujo la volatilidad de los precios internacionales.

Pero, ¿cuál es el contexto en esta oportunidad? En el plano internacional se observa una reducción de la volatilidad internacional asociada a las señales de tibio crecimiento de la economía estadounidense y a una mejora en las perspectivas europeas, a pesar de que algunos países como Grecia continúan seriamente comprometidos. Por tanto, se redujeron las presiones externas lo que descarta, el menos por ahora, un factor de riesgo que actuó en meses anteriores pero que se encuentra controlado dado la disminución en la volatilidad.

Por otro lado, se destaca el manejo monetario en Brasil como un elemento a tomar en consideración, dado que Brasil es nuestro principal socio comercial y la política monetaria produce efectos sobre el tipo de cambio, y de esta forma sobre la competitividad precio de las exportaciones. A principios de marzo Brasil expandió nuevamente la política monetaria, reduciendo la tasa Selic de referencia en 0,75%, de 10,5% a 9,75%. Esta decisión prioriza el nivel de actividad por sobre el objetivo inflacionario y podría tener un efecto de depreciación del real con respecto al dólar, lo que haría más competitiva la producción brasilera en el mercado internacional. Cabe señalar que en esta oportunidad la preocupación por la sobrevaloración del real en el contexto internacional surge con mayor fuerza y la idea de una recomposición de la "guerra de divisas" (a través de depreciaciones de las monedas nacionales) enciende una alerta para el delicado equilibrio de la competitividad regional.

En lo que respecta a Uruguay el margen de maniobra de la política monetaria-cambiaria (uruguaya) es muy bajo ya que bajar la TPM para depreciar la moneda implicaría costos importantes en términos inflacionarios, además de que se ensancharía la brecha entre la inflación observada y la meta establecida por las autoridades del Banco Central (4%-6%). Esta situación hace que sea muy difícil para Uruguay acompañar a Brasil en caso de que convalide la depreciación del Real.

En cuanto al nivel de actividad, el 2011 cerró con una expansión de 5,7% del producto, completando así el noveno año consecutivo de crecimiento de la economía uruguaya. Es de esperarse que el crecimiento continúe durante 2012 y 2013 aunque a tasas más moderadas, del orden del 4% y 4,4%. Por lo tanto, el nivel de actividad se muestra firme a pesar del contexto internacional incierto, por lo que no aparecería, al menos por el momento, la necesidad de una relajación monetaria que favorezca el nivel de actividad como está ocurriendo en Brasil.

Por tanto el COPOM en su próxima reunión deberá decidir que sesgo tomará la política monetaria para los próximos meses. Dado que los últimos registros de inflación se han moderado y las proyecciones indican

que las presiones irían cediendo levemente hacia fin de año, que el contexto internacional se muestra un poco más favorable y que, a pesar de que se espera una desaceleración del nivel de actividad éste se mantendrá en niveles sostenibles a largo plazo, es esperable que en la próxima reunión del COPOM se decida mantener la tasa de referencia en 8,75%, a la espera de que la demanda interna se enfríe levemente producto de la dinámica de la actividad y efectos latentes del aumento de la TPM en reunión pasada. Si bien el mantenimiento de la TPM parece lo más probable en este contexto, no se puede descartar que las autoridades monetarias decidan aumentar nuevamente la tasa de interés entre 25pb y 50pb para señalar la prioridad inflacionaria y otorgarle más credibilidad al objetivo inflacionario. Sin embargo esta medida determinaría nuevas pérdidas de competitividad para el sector exportador que, dado el aumento del proteccionismo regional, podría acarrear problemas de rentabilidad empresarial en algunos rubros específicos.

En conclusión dado que se espera que los precios presenten un leve descenso hacia fin de año, que Brasil continúe expandiendo su política monetaria y que el contexto externo se muestre menos incierto y volátil se espera que el COPOM resuelva, en su próxima reunión, mantener la tasa de referencia de política monetaria en 8,75%. No obstante no se descarta que la autoridad monetaria determine un leve aumento en la tasa de interés para reducir las presiones sobre los precios fortaleciendo el peso en detrimento del dólar, aunque esto podría implicar desequilibrios en términos de competitividad externa de los productos nacionales.

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%)	0.42	0.07	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.09	1.45	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	1.53	2.17	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.82	0.88	
(4) ANE (12,12%)	1.18	1.54	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.01	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	1.81	2.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.86	1.06	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.83	0.92	
(*) 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								
	(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
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	6.85	8.30	6.25	7.38	9.37	5.84	1.85	6.90	7.26
Dic 2013/ Dic 2012	7.23	8.88	5.17	7.68	8.44	3.22	2.00	5.62	7.18
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	7.63	9.19	7.80	8.29	6.59	8.31	2.04	6.43	7.83
Prom 2013/ Prom 2012	7.33	8.86	5.55	7.75	8.58	3.64	1.98	5.80	7.27

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/03/2012.

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	0.42	1.09	1.53	0.82	1.18	0.01	1.81	0.86	0.83
03/12	1.04	0.78	0.37	0.86	0.82	0.00	0.00	0.39	0.74
04/12	0.91	0.65	0.00	0.70	1.80	1.64	0.00	1.45	0.88
05/12	0.72	0.51	0.00	0.55	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.41
06/12	0.56	0.58	0.00	0.51	0.29	0.00	0.00	0.14	0.42
07/12	0.43	0.77	2.41	0.80	1.67	0.00	0.00	0.81	0.80
08/12	0.33	0.99	0.19	0.58	2.26	0.00	0.00	1.11	0.71
09/12	0.57	0.50	0.00	0.48	1.08	0.00	0.00	0.54	0.49
10/12	0.60	0.43	0.24	0.49	0.81	0.00	0.00	0.40	0.47
11/12	0.51	0.52	0.00	0.46	-0.92	0.00	0.00	-0.46	0.23
12/12	0.41	0.68	0.00	0.47	-0.33	0.00	0.00	-0.17	0.32

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/03/2012.

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	7.00	9.99	9.63	8.52	3.43	12.29	2.12	6.19	7.94
03/12	7.24	9.68	8.49	8.37	1.73	6.86	2.12	3.56	7.21
04/12	7.64	9.49	8.21	8.46	5.44	8.17	2.10	5.83	7.80
05/12	7.97	9.44	7.83	8.55	5.68	8.03	2.09	5.91	7.89
06/12	8.16	9.34	7.19	8.53	6.41	7.94	2.09	6.23	7.95
07/12	8.26	8.98	8.56	8.59	6.69	7.66	2.09	6.27	8.00
08/12	8.16	8.99	7.88	8.47	8.83	7.46	2.04	7.24	8.17
09/12	8.14	8.83	7.43	8.34	9.42	7.50	2.04	7.54	8.14
10/12	7.65	8.66	7.32	8.03	9.29	7.31	2.04	7.42	7.88
11/12	7.46	8.55	6.49	7.80	9.14	7.28	1.97	7.32	7.68
12/12	6.85	8.30	6.25	7.38	9.37	5.84	1.85	6.90	7.26

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/03/2012.

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