

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación se modera pero persisten las presiones
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Comentarios del último COPOM

N° 118

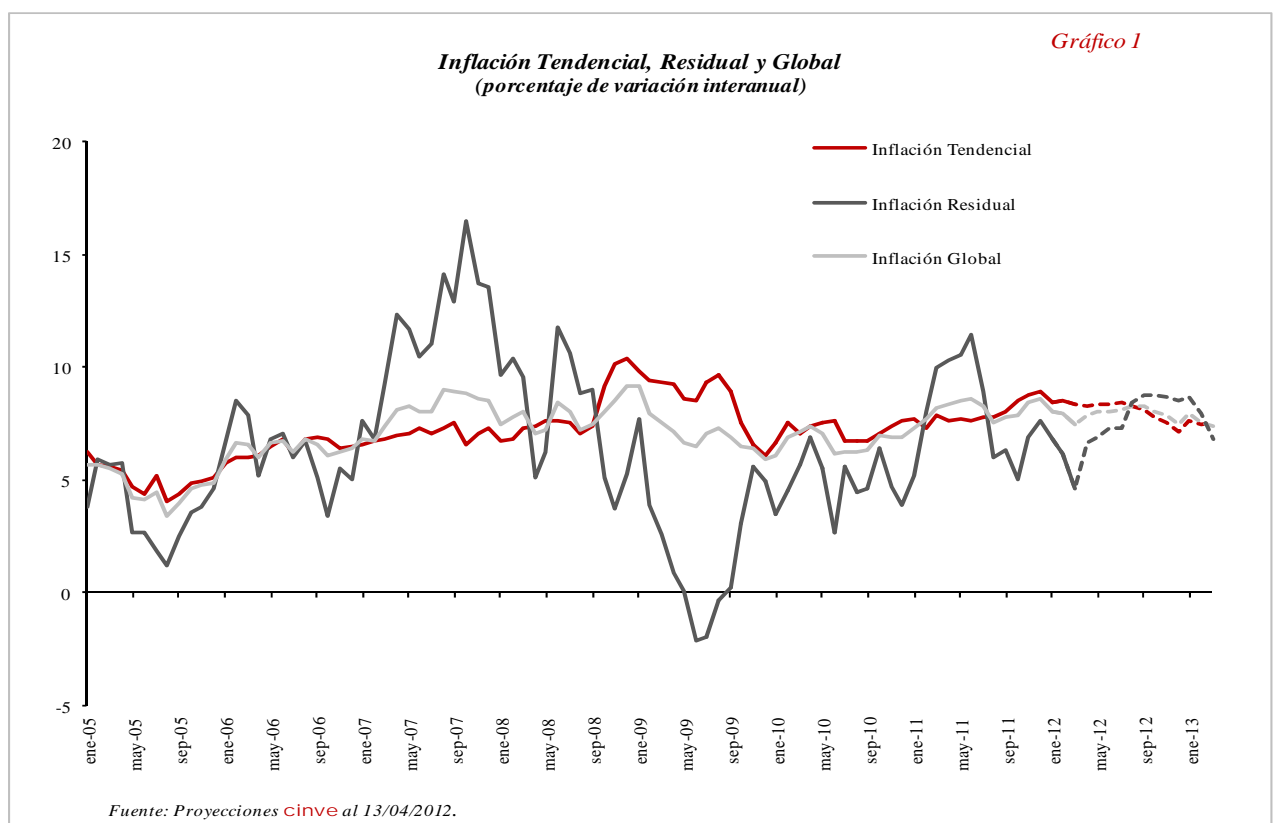
20 de Abril de 2012

INFLACIÓN SE MODERA PERO PERSISTEN LAS PRESIONES

El índice de precios al consumo se incrementó 0,99% durante marzo. Este registro favoreció a la reducción de la inflación interanual que se ubicó en 7,48%, el nivel más bajo desde enero de 2011. La reducción de la inflación interanual durante los primeros tres meses de este año, constituyó uno de los principales argumentos esbozados por el Comité de Política Monetaria (COPOM) para sostener el mantenimiento de la tasa de interés de referencia en 8,75%.

Sin embargo, la moderación en el crecimiento del nivel general de precios no fue acompañada por el componente tendencial. Este componente permite obtener una señal de la evolución de los precios en el mediano plazo, lo que arroja un indicador estable sobre el desempeño inflacionario. Por tanto, como hemos señalado en informes anteriores, si el componente tendencial se acelera o se encuentra sistemáticamente por fuera del rango meta, sería un llamado de atención sobre las presiones inflacionarias. Tal como se observa en el gráfico 1, la inflación tendencial se ha ubicado por encima de la inflación general, lo que determina que sea el componente residual (más volátil) el que amortigua el crecimiento de los precios. Esto implica riesgos de desvíos mayores en caso de shocks sobre estos bienes cuya evolución es más errática.

A fines del mes pasado, se reunió el COPOM en su sesión trimestral para evaluar la marcha de la inflación y decidir sobre la política monetaria para el segundo trimestre del año. En esta oportunidad el COPOM decidió mantener la tasa de referencia en 8,75%, tal como se preveía, dado el contexto internacional más calmo, los últimos datos de actividad y los registros inflacionarios del primer trimestre. Sin embargo al mantener la tasa de referencia se señala la tolerancia hacia una inflación por fuera del rango meta, lo que ha encendido el debate sobre la posibilidad de cambiar el rango meta, ya sea ampliando las bandas o elevando la meta central. De todas formas, la decisión adoptada resalta la importancia de mantener el equilibrio entre estabilidad de precios y competitividad externa, equilibrio que se vuelve más relevante ante la acentuación del proteccionismo regional y la política monetaria expansiva de Brasil.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El registro de inflación de marzo se incrementó 0,99%, levemente por encima de nuestra proyección puntual. Este registro implicó que la inflación interanual se moderara, ubicándose en 7,48%, producto de que marzo 2011 fue un mes con inflación alta (1,42%). No obstante, la inflación tendencial que releva la evolución del núcleo de productos cuyos precios son más estables, creció 0,84% en línea con lo esperado. Por tanto, el error en la estimación de la inflación mensual corresponde a la evolución del componente residual, caracterizado por su mayor volatilidad. Este componente creció 1,46% durante marzo producto de los aumentos en legumbres y hortalizas y el alza en el precio de la carne resuelto en marzo.

El escenario de precios relativos, asociado a la evolución de los precios transables y no transables, no presentó modificaciones con respecto a meses anteriores. Dado el leve descenso del dólar durante marzo en un contexto de menor volatilidad y posterior al otorgamiento del grado inversor, los precios transables presentaron incrementos moderados. En cambio, los bienes no transables, que forman sus precios mediante la interacción de la oferta y demanda interna, continúan liderando los aumentos de precios. No se espera que este escenario presente cambios significativos, constituyendo la norma para los próximos meses en función de la evolución esperada para los salarios.

Por otro lado, en cuanto a la inflación tendencial, si bien el dato de marzo implicó un descenso en términos interanuales tal como se preveía, la misma continúa por encima de 8% (8,34%). Este elevado registro se mantendría, según nuestras estimaciones, durante gran parte de 2012, pudiendo ubicarse levemente por debajo del 8% recién hacia fin de año. Por tanto, este comportamiento del componente más estable de los precios no permite ser optimistas con el cumplimiento de la meta inflacionaria (4%-6%) durante 2012 y, al menos, parte de 2013.

En suma, si bien durante marzo se produjo una fuerte contracción de la inflación interanual, la inflación tendencial persiste elevada lo que descarta el cumplimiento del objetivo inflacionario durante este año.

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.

El panorama interno se mantiene estable respecto a meses anteriores. Tal como ya hemos comentado anteriormente, la evolución de los salarios y el mercado laboral han dinamizado la demanda interna, presionando al alza los precios. En este sentido, se espera que el escenario interno se mantenga durante este año y durante parte de 2013 ya que los Consejos de Salarios ya han resuelto los aumentos con un horizonte temporal que en algunos casos alcanza los tres años. En este contexto, se espera que los salarios nominales privados se incrementen aproximadamente 12% en 2012, lo que descontando la inflación esperada para este año implica que en términos reales los salarios privados crecerían en el entorno de 4% según nuestras estimaciones.

En cuanto al contexto externo, los anteriores episodios de turbulencias en los mercados internacionales se encuentran momentáneamente aplacados aunque no se descartan posibles rebrotes de incertidumbre y volatilidad asociados principalmente a la inestabilidad europea. A este contexto de incertidumbre, se le suman potenciales problemas como la frágil recuperación en Estados Unidos y un posible "aterrizaje suave" de China, que debería elevar su consumo interno para mantener su nivel de actividad con el dinamismo de años anteriores. Este escenario más calmo, aunque con nubarrones en el horizonte, determina cierta estabilidad para las variables internacionales. Tal es así que el dólar se mantiene estable y se espera continúe virtualmente estable en los próximos meses.

Por el lado de los precios internacionales, los commodities alimenticios esbozan cierta recuperación, liderados por los precios de la soja que volvió a ubicarse por encima de 500 dólares por tonelada. En cambio, el petróleo comenzaría un leve descenso luego de algunos meses al alza. La explicación de esto recae en la menor volatilidad internacional y algunos avances en la resolución de algunos conflictos geopolíticos en Oriente Medio, que otorgan una mayor tranquilidad, al menos por el momento, sobre la oferta de petróleo en el corto y mediano plazo. De todas formas, más allá de esta posible reducción en el precio, ANCAP resolvió aumentar las tarifas de combustibles en un 6% para reducir el impacto del aumento del precio del petróleo sobre las cuentas del ente (cabe destacar que la referencia para el petróleo Brent es de 111 dólares mientras que el precio promedio de marzo se encontró en el entorno de 126 dólares).

En suma, de acuerdo al contexto internacional e interno esperado y la evolución de los precios en el primer trimestre del año, las proyecciones de inflación se ubican en el entorno 7,5% para fin de año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Abril)	0.7	0.6
Próximos 12 meses	7.4	7.5
Año calendario 2012	7.5	7.2
Año calendario 2013	7.3	7.6

Fuente: Proyecciones cinve al 13/04/2012.

COMENTARIOS DEL ÚLTIMO COPOM

El pasado 29 de Marzo tuvo lugar la primera reunión del año del Comité de Política Monetaria (COPOM) con el objetivo de evaluar la marcha de la inflación, la política monetaria y definir su sesgo para el siguiente trimestre. En esta oportunidad el COPOM decidió mantener la tasa de referencia de política monetaria (TPM) incambiada en 8,75%, tal como lo preveíamos en el informe anterior¹.

La decisión adoptada se basa en tres fundamentos distintos. Por un lado, el contexto internacional se encuentra menos incierto en la actualidad a pesar de que los riesgos no han desaparecido por completo. Esto permite reducir algunas de las presiones externas (como en el caso del dólar sobre los bienes transables) y acotar el margen de predicción futura de las variables internacionales, restándole imprevisibilidad y por lo tanto, reduciendo los ajuste ex ante por la falta de certeza sobre los escenarios de precios futuros. Como segundo argumento se plantea que los datos de Cuentas Nacionales publicados a mediados de marzo correspondientes al cuarto trimestre de 2011 señalan que si bien el nivel de actividad cayó durante el último trimestre, esto se debió a factores puntuales (cierre de refinería y menor hidraulicidad). De todas formas, el 2011 cerró con un crecimiento de 5,7% que, aunque menor al esperado, señala que se continúa creciendo por encima de la tendencia de largo plazo. Por último, otro elemento que apoyó la decisión del COPOM fue la trayectoria inflacionaria durante el primer trimestre del año. Es así que la inflación se redujo mes a mes, en términos interanuales, ubicándose en 7,48% en marzo, lejos del 8,6% con el que terminó el 2011.

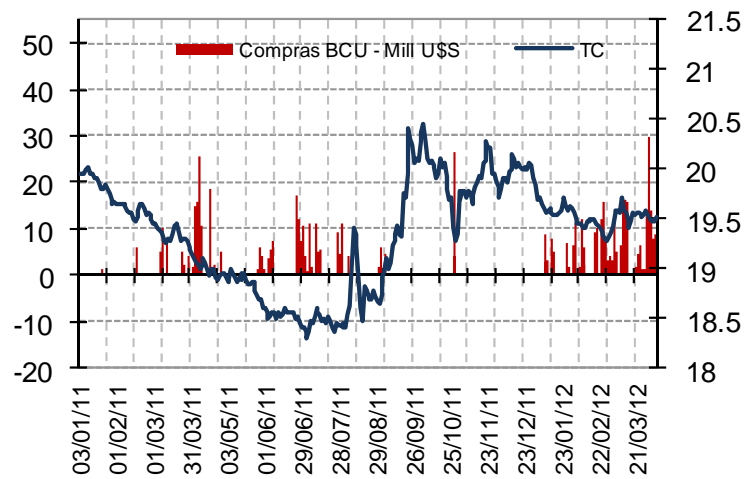
Si bien estos tres argumentos fundamentan la decisión del COPOM, existen otros elementos que se agregan a la discusión. A pesar de la desaceleración en los incrementos de precios observada durante el primer trimestre, se destaca que las presiones sobre los precios persisten, sobre todo las ejercidas sobre los bienes no transables, provenientes de la demanda interna. Estas presiones se aprecian claramente en el registro tendencial de la inflación, que recoge la evolución del núcleo de productos cuyos precios son más estables, es decir no están sujetos a variables climáticas o estacionales que pudieran afectar su precio. Ante esta señal de alerta para la estabilidad de precios, se podría contraer aún más la política monetaria con el objetivo de reducir dichas presiones.

¿Por qué no se hizo esto a pesar de la persistencia de las presiones? Primero porque la efectividad de los aumentos de tasas de interés para enfriar la demanda interna (a través del canal del crédito) en un contexto con fuertes incrementos salariales (13% promedio en los doce meses cerrados a febrero con respecto al mismo período del año anterior) no es evidente. Por otro lado, un aumento de la TPM reduciría el precio del dólar impactando sobre los bienes transables más no sobre los no transables (sobre todo servicios) que lideran los aumentos de precios. Además, la apreciación del peso podría deteriorar la competitividad de las exportaciones uruguayas y, dado el contexto regional más proteccionista y la expansión monetaria en Brasil, podría implicar un golpe adicional sobre las exportaciones. En este sentido, el Banco Central se mostró muy activo en el mercado cambiario desde enero, aunque intensificó la frecuencia y la cantidad de dólares comprados durante marzo y principios de abril (hasta el 10), comprando 139 millones y 71 millones de dólares respectivamente.

¹ Véase Informe de Inflación N°117

Gráfico 2

*Tipo de cambio y compras netas del Banco Central
(TC Pesos por dólar y compras en millones de dólares)*



Fuente: BCU

En conclusión, la decisión del COPOM se encontró en línea con lo esperado dado el contexto internacional y regional y los últimos datos de actividad e inflación. Esta medida señala la importancia del equilibrio entre estabilidad de precios y competitividad externa, equilibrio que adquiere particular vigencia dado el aumento del proteccionismo regional.

...

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.65	1.04	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.29	0.78	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	-0.02	0.37	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.84	0.86	
(4) ANE (12,12%)	2.98	0.82	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.06	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.46	0.39	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.99	0.74	
(*) 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	6.42	8.40	5.74	7.16	11.75	7.07	1.86	8.49	7.48
Dic 2013/ Dic 2012	7.16	8.84	4.61	7.57	9.73	3.21	2.00	6.29	7.25
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	7.26	9.33	7.41	8.12	8.00	9.17	2.05	7.42	7.95
Prom 2013/ Prom 2012	7.20	8.80	5.03	7.62	10.12	4.00	1.99	6.69	7.39

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 13/04/2012.

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	0.65	1.29	-0.02	0.84	2.98	0.06	0.01	1.46	0.99
04/12	0.93	0.26	0.00	0.55	1.09	1.81	0.00	1.17	0.70
05/12	0.71	0.52	0.00	0.55	-0.34	0.92	0.00	0.16	0.45
06/12	0.56	0.57	0.00	0.50	0.38	0.00	0.00	0.18	0.42
07/12	0.48	0.78	2.46	0.82	1.64	0.00	0.00	0.80	0.82
08/12	0.27	1.00	0.04	0.54	2.55	0.00	0.00	1.25	0.72
09/12	0.48	0.48	0.00	0.42	1.06	0.00	0.00	0.53	0.45
10/12	0.62	0.40	0.26	0.49	1.11	0.00	0.00	0.55	0.50
11/12	0.57	0.52	0.00	0.49	-0.85	0.00	0.00	-0.43	0.26
12/12	0.41	0.68	0.00	0.48	0.03	0.00	0.00	0.01	0.36

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/04/2012.

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	6.82	10.23	8.07	8.35	3.92	6.92	2.12	4.65	7.48
04/12	7.24	9.62	7.79	8.27	6.96	8.42	2.11	6.66	7.87
05/12	7.56	9.57	7.41	8.36	6.85	9.29	2.10	6.91	8.00
06/12	7.75	9.47	6.78	8.34	7.67	9.19	2.10	7.28	8.07
07/12	7.90	9.11	8.20	8.43	7.93	8.91	2.09	7.31	8.14
08/12	7.74	9.13	7.35	8.26	10.41	8.70	2.05	8.44	8.31
09/12	7.62	8.95	6.91	8.08	10.98	8.74	2.05	8.74	8.25
10/12	7.15	8.75	6.80	7.77	11.17	8.55	2.05	8.78	8.02
11/12	7.02	8.65	5.98	7.57	11.11	8.52	1.97	8.71	7.85
12/12	6.42	8.40	5.74	7.16	11.75	7.07	1.86	8.49	7.48

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/04/2012.

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