

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Resurgen las presiones sobre bienes transables
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Tipo de cambio e inflación: una disyuntiva actual

N° 119

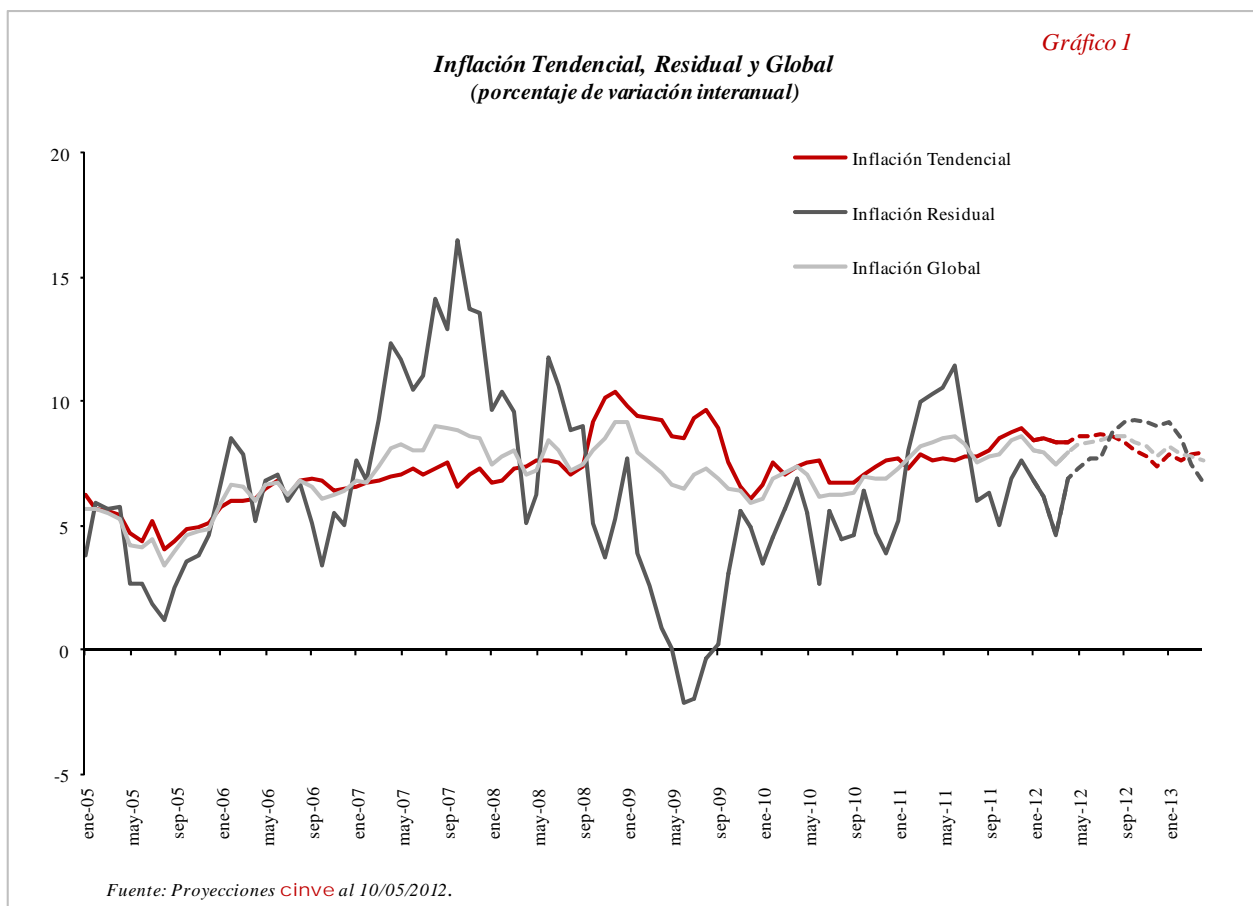
14 de Mayo de 2012

RESURGEN LAS PRESIONES SOBRE BIENES TRANSABLES

El registro de inflación de abril se incrementó en 0,82%, lo que implicó que, en términos interanuales, la inflación se acelerara, ubicándose en 7,99%, luego de tres meses consecutivos de descenso. Por el lado de la inflación tendencial, componente depurado de precios volátiles, ésta se mantuvo incambiada en términos interanuales en 8,36%. Este comportamiento es reflejo de un escenario inflacionario en el cual existen presiones persistentes sobre el núcleo central de precios lo que descarta el cumplimiento del objetivo inflacionario este año y el próximo.

Por otro lado, el dato de abril señaló la reaparición de las presiones sobre los bienes transables. Cabe señalar que estas presiones se habían moderado fuertemente como consecuencia de un contexto internacional menos incierto y volátil, y la depreciación del dólar asociada a la lenta recuperación de la economía estadounidense. En línea con esto, los precios de los bienes transables aceleraron su ritmo de crecimiento, incrementándose aún más que los rubros no transables, a pesar de la persistencia de las presiones salariales ya comentadas en informes anteriores. Esta nueva configuración para el tipo de cambio se mantendría hasta fin de año dado el contexto regional y la mayor tolerancia hacia una inflación por fuera del rango meta, esbozada por las autoridades bancocentralistas.

En la última sección de este informe, destacamos la situación actual del *trade off* existente entre el objetivo inflacionario y la competitividad externa de los productos nacionales. Más precisamente discutimos sobre el margen de la política monetaria ante un dólar más elevado en un contexto regional de monedas depreciadas y creciente proteccionismo. Finalmente esbozamos algunas consideraciones de cara al próximo Comité de Política Monetaria (COPOM) y la posible adopción de nuevas medidas alternativas de control de la inflación, descartando una contracción de la tasa de interés en la próxima reunión del COPOM



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El registro de inflación de abril, medido a través de la variación mensual del Índice de Precios al Consumo (IPC), se incrementó 0,82%, en línea con lo esperado. Este aumento implicó que la inflación interanual se acelerara, ubicándose en 7,99% luego de tres meses de bajas consecutivas. La inflación tendencial, que recoge la evolución de los productos cuyo precio es estable, aumentó en 0,63% en línea con nuestra proyección puntual. En tanto, la inflación residual, cuya volatilidad es mayor dado que agrupa bienes sujetos a shocks de oferta y/o factores estacionales y servicios tarifados, creció 1,42%. Dicho aumento se produjo principalmente por el alza en el precio de las legumbres y hortalizas y por el incremento de los precios de los combustibles resuelto en abril.

En cuanto al escenario de precios relativos, asociado a la evolución de los precios transables y no transables, abril constituyó un quiebre con respecto a meses anteriores. Los precios transables, determinados en el mercado internacional, presentaron mayores incrementos que los no transables, cuyos precios se forman en el mercado doméstico. Este incremento en el rubro transable se asocia a la depreciación del peso uruguayo con respecto al dólar asociada a la política monetaria expansiva en Brasil y a la preocupación de las autoridades uruguayas por la evolución de la divisa norteamericana ante un contexto regional complicado para el comercio exterior. Por el lado de los rubros no transables, se observó una cierta moderación en los incrementos a pesar que se siguen evidenciando presiones salariales que dinamizan la demanda interna.

Por otro lado, la inflación tendencial en términos interanuales se mantuvo en 8,36% virtualmente incambiada con respecto al registro de marzo. Este elevado registro de este grupo de productos, implica un desafío adicional en términos de estabilidad de precios, ya que señala que las presiones inflacionarias no han cedido a pesar de algunos esfuerzos puntuales. Esta situación, donde el registro inflacionario del núcleo central de precios se mantiene sistemáticamente por encima del techo del rango meta (4%-6%) no permite ser optimista con el cumplimiento de la meta inflacionaria.

En suma, durante abril reaparecieron las presiones sobre los bienes transables asociadas al aumento del tipo de cambio, al tiempo que se moderaron los incrementos en los rubros no transables, aunque se continuarán observando presiones internas producto de la evolución esperada para los salarios.

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 contexto a nivel internacional continúa estable aunque no se descarta que algunos eventos asociados a la situación en Europa puedan provocar un rebrote de incertidumbre en los mercados internacionales. En tanto esta situación continúe, no es de esperarse que reaparezca la volatilidad observada durante el segundo semestre del año pasado, lo que imprime mayor certeza a la evolución de los precios internacionales, y por tanto a su transmisión a los precios internos.

El dólar constituye una de las principales variables al momento de proyectar los precios internos tanto por su incidencia en los rubros transables como en los insumos importados utilizados en la producción nacional. Luego de un primer trimestre con el dólar estable en el entorno de \$19,5, en abril se observó un aumento del tipo de cambio. Esperamos que este fenómeno, asociado al aumento del dólar en Brasil y a la intervención de las autoridades para mantener el tipo de cambio en niveles competitivos, continúe en los próximos meses para los que esperamos un dólar estable en los niveles de abril.

En cuanto a los precios internacionales, se destacan dos efectos contrapuestos. Por un lado los precios de los commodities alimenticios han elevado su precio y esperamos se mantengan estables durante los próximos meses, a menos que medie algún shock negativo proveniente de Europa. Adicionalmente, el valor del petróleo se moderó durante abril, abandonando la carrera alcista evidenciada en los meses anteriores. Esta baja reduce las presiones sobre las finanzas de ANCAP y sobre los precios de los energéticos en general, a pesar del aumento pautado en abril.

Por último, en lo que refiere al panorama interno, no se observan cambios con respecto a meses anteriores. Los salarios nominales crecieron 13,8% en términos interanuales a marzo, lo que señala la fortaleza de las presiones salariales. Dado que los convenios salariales actuales estarán vigentes, al menos hasta fin de año, no se espera que estas presiones se reduzcan significativamente, lo que dinamizaría la demanda interna.

En suma, de acuerdo al contexto internacional e interno esperado, las proyecciones de inflación se ubican en el entorno 7,8% para fin de año. En cuanto a la trayectoria esperada, la inflación alcanzaría su máximo

registro en Agosto (8,6%) para luego desacelerarse hasta fin de año.

Cuadro 1		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Mayo)	0.6	0.7
Próximos 12 meses	7.6	7.9
Año calendario 2012	7.8	7.4
Año calendario 2013	7.4	7.8

Fuente: Proyecciones cinve al 10/05/2012.

TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN: UNA DISYUNTIVA ACTUAL

La política monetaria persigue una pluralidad de objetivos según lo que se infiere de las comunicaciones del Banco Central del Uruguay posteriores a cada reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM). En este sentido, al objetivo inflacionario explícito de la política monetaria se le agregan otros objetivos secundarios tales como la competitividad externa, el nivel de actividad y los indicadores sociales.

Sin embargo, dentro de estos objetivos definidos por la autoridad monetaria, hay dos que presentan una importante tensión. En detalle, estamos hablando de los objetivos de estabilidad de precios y competitividad externa. Más precisamente, como ya hemos comentado en informes anteriores, se trata de la disyuntiva entre cumplir con el objetivo inflacionario (4% - 6%) establecido inicialmente para la política monetaria o velar por la capacidad de competencia de los productos nacionales, es decir que estos no sean "caros" en dólares en los mercados internacionales con respecto a sus competidores directos.

¿Cuál es el *trade-off* entre inflación y competitividad? En el régimen monetario actual en el cuál el principal instrumento es la tasa de interés interbancaria a un día, un aumento en la tasa de interés de referencia tiene su correlato inmediato en el tipo de cambio, reduciendo el precio de la moneda extranjera. Por tanto, una contracción monetaria aprecia la moneda nacional con respecto al dólar, generando una reducción de las presiones sobre los bienes transables y finalmente sobre la inflación. Por el contrario, una expansión monetaria, a través de una reducción en la tasa de interés, eleva el tipo de cambio y hace más competitivos los productos nacionales en el exterior.

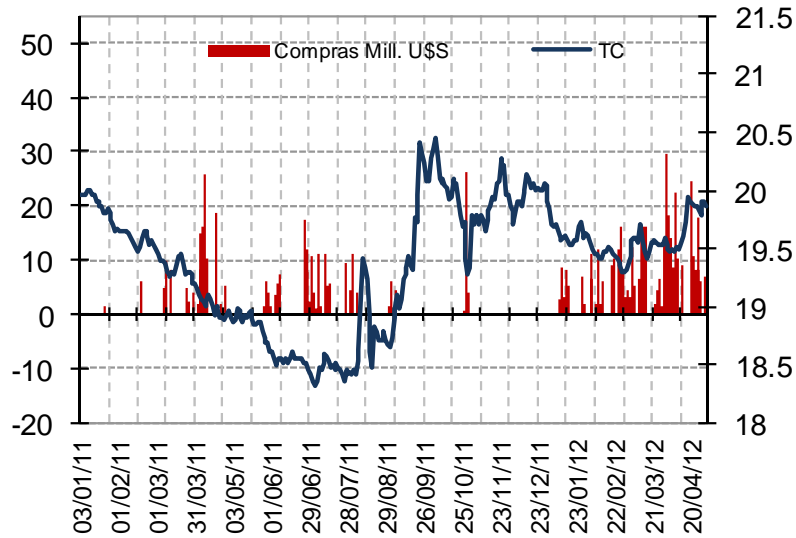
Esta disyuntiva adquiere particular relevancia en el contexto actual. Por el lado de la inflación, se observa que la misma se encuentra sistemáticamente por encima del rango meta definido por la autoridad monetaria lo que implica riesgos sobre la credibilidad del objetivo y desafíos en términos de cumplimiento del mismo. Adicionalmente, nuestras proyecciones indican que la inflación continuaría por encima del rango meta en lo que resta de 2012 y 2013.

Por el lado del tipo de cambio, el escenario internacional se encuentra estable por el momento y las mayores amenazas se relacionan con la región. Desde 2011 Brasil se encuentra abocado a una relajación de la política monetaria, señalando una fuerte preocupación por el enlentecimiento del nivel de actividad. Dicha expansión monetaria y otras medidas adoptadas para frenar la llegada de capitales especulativos han tenido un impacto sobre la relación cambiaria real/dólar, depreciando la moneda brasileña para obtener ganancias en términos de competitividad externa. Este escenario implica riesgos de desalineamiento para nuestro país, tanto por la importancia del comercio de bienes con Brasil (primer destino de exportación), y porque se trata de uno de los pocos países con el que Uruguay no perdió competitividad en los últimos años.

Ante este escenario para el tipo de cambio, y dado el creciente proteccionismo regional, las autoridades parecen haber priorizado en las últimas semanas la competitividad externa por sobre el control inflacionario. Esto se desprende de las declaraciones de las autoridades y las continuas intervenciones compradoras del BCU en el mercado de cambios. De todas formas, estas intervenciones no están libres de costos para la autoridad monetaria. En este sentido, el costo se originaría a través de una mayor inflación por el aumento del tipo de cambio y a través del *pass through* al nivel de precios general. Más precisamente, el sostener la competitividad a través de las intervenciones en el mercado cambiario tiene un costo inflacionario, situación que se podría tornar incómoda dado el desvío actual con respecto al objetivo de precios pautado por el BCU.

Gráfico 2

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



Fuente: BCU

Por último, cabe destacar que la política monetaria no tendría margen para mantener el tipo de cambio en niveles competitivos a través de reducciones de la TPM como ha acontecido en Brasil. Dado que la inflación se encuentra dos puntos porcentuales por encima del techo del rango, no sería posible que la política monetaria se expandiera (por el costo inflacionario que acarrearía una medida de este tipo). No obstante, si bien faltan algunas semanas para la próxima reunión a fines de junio, esperamos que la TPM se mantenga incambiada en 8,75% aunque no se descartan otras medidas como el refuerzo de los encajes marginales (en especial sobre la moneda extranjera para desalentar la llegada de capitales especulativos) y otras más heterodoxas como política tarifaria sobre servicios administrados o la reducción de IVA en algunos productos.

...

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.78	0.93	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.59	0.26	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.11	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.63	0.55	
(4) ANE (12,12%)	1.73	1.09	3.3%
(5) ENE (8,33%)	1.59	1.81	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.02	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.41	1.17	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.82	0.70	
(*) 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	6.28	9.21	5.55	7.40	12.92	6.83	1.88	8.97	7.79
Dic 2013/ Dic 2012	6.92	9.62	4.24	7.75	9.91	3.33	2.00	6.44	7.42
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	7.20	9.86	7.38	8.31	8.74	8.99	2.06	7.72	8.17
Prom 2013/ Prom 2012	6.92	9.63	4.63	7.78	10.58	4.06	1.99	6.96	7.57

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 10/05/2012.

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	0.78	0.59	0.11	0.63	1.73	1.59	0.02	1.41	0.82
05/12	0.77	0.74	0.00	0.67	-0.13	0.92	0.00	0.26	0.57
06/12	0.54	0.66	0.00	0.53	0.49	0.00	0.00	0.24	0.46
07/12	0.63	0.77	2.18	0.86	1.57	0.00	0.00	0.77	0.84
08/12	0.25	1.06	0.19	0.58	2.39	0.00	0.00	1.18	0.73
09/12	0.37	0.49	0.00	0.38	1.29	0.00	0.00	0.64	0.45
10/12	0.61	0.40	0.07	0.46	1.16	0.00	0.00	0.58	0.49
11/12	0.56	0.54	0.00	0.49	-0.81	0.00	0.00	-0.41	0.26
12/12	0.38	0.69	0.01	0.47	0.02	0.00	0.00	0.01	0.36

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/05/2012.

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	7.08	9.98	7.91	8.36	7.63	8.18	2.13	6.91	7.99
05/12	7.46	10.18	7.53	8.58	7.75	9.04	2.12	7.27	8.25
06/12	7.62	10.17	6.90	8.58	8.70	8.95	2.12	7.69	8.36
07/12	7.94	9.80	8.03	8.71	8.88	8.67	2.11	7.69	8.45
08/12	7.76	9.90	7.34	8.59	11.21	8.46	2.07	8.75	8.63
09/12	7.53	9.73	6.90	8.36	12.05	8.50	2.07	9.18	8.57
10/12	7.05	9.54	6.60	8.02	12.30	8.31	2.07	9.25	8.33
11/12	6.91	9.44	5.78	7.82	12.28	8.28	1.99	9.20	8.16
12/12	6.28	9.21	5.55	7.40	12.92	6.83	1.88	8.97	7.79

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/05/2012.

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