

# INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

- Reducción de precios volátiles modera inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Mantenimiento de la política monetaria

N° 121

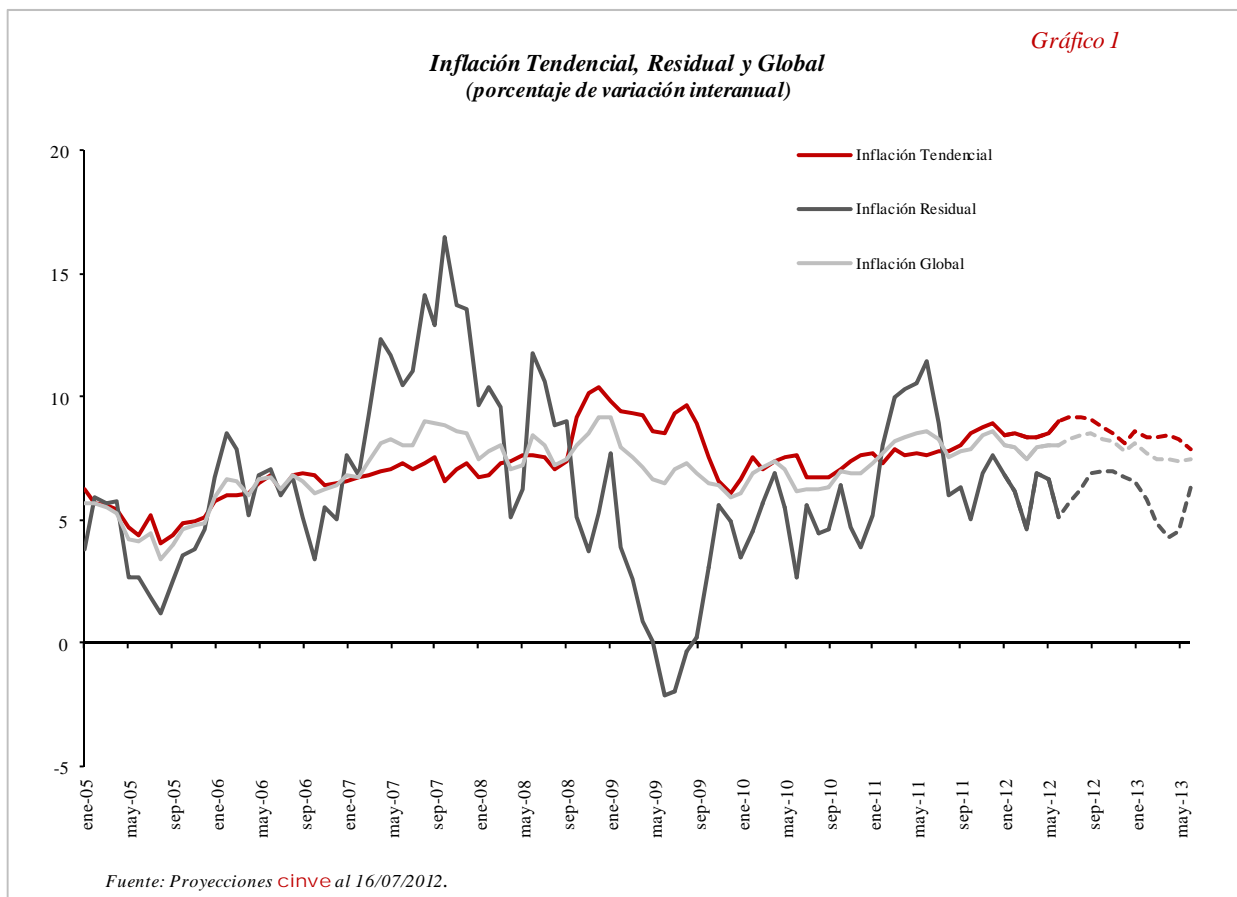
20 de Julio de 2012

## REDUCCIÓN DE PRECIOS VOLÁTILES MODERA INFLACIÓN

En los primeros días de julio se reunió el Comité de Política Monetaria (COPOM) para discutir sobre el sesgo de la política monetaria para el trimestre actual. En esta reunión se decidió mantener la tasa de referencia de política monetaria (TPM, *tasa call*) en 8,75% señalando preocupación por el contexto internacional incierto, denotando la existencia de presiones internas y sopesando los costos de modificar el equilibrio entre estabilidad de precios a nivel doméstico y competitividad de las productos nacionales en el mercado externo.

El mismo día de la citada reunión se conoció el dato de inflación correspondiente al mes de junio. Este dato fue sorprendente, ya que resultó en un incremento de 0,30% de los precios, guarismo inferior al esperado. La diferencia entre el dato observado y nuestras estimaciones es consecuencia de la baja en los precios de carnes y legumbres y hortalizas, rubros caracterizados por su alta volatilidad. Por tanto, este dato de inflación otorgó cierto alivio a las autoridades ya que, aunque las presiones salariales y externas persisten, el registro de inflación interanual se moderó muy levemente. En este sentido, que el componente tendencial (referido al núcleo de precios más estable) alcance un desvío de cerca de 3 puntos porcentuales por encima del techo del rango meta, señala que se enfrentan riesgos inflacionarios persistentes en el mediano y largo plazo.

El siguiente informe se estructura de la siguiente forma. En una primera instancia se realiza un análisis del último dato de inflación de junio, para luego discutir sobre los supuestos y proyecciones de precios para los próximos meses. Esta sección adquiere particular relevancia en el contexto actual, signado por la incertidumbre, ya que permite establecer las bases para nuestras estimaciones y señalar posibles correcciones de escenarios con respecto a meses anteriores. En la última sección se discuten las implicancias de la decisión del COPOM.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El dato de inflación de junio estableció un incremento del nivel general de precios de 0.30%, guarismo inferior al esperado. Este registro implicó que la inflación se modere levemente en términos interanuales, ubicándose en 8,0%, aunque se mantiene largamente por encima del techo del rango meta establecido por las autoridades (4%-6%). El componente tendencial, representativo del núcleo de precios más estable, se incrementó en 0,94% en línea con nuestra proyección puntual, producto principalmente de la conjunción de las presiones salariales junto al mayor tipo de cambio observado durante el mes pasado. Por otro lado, el componente residual, caracterizado por su mayor volatilidad, disminuyó fuertemente (-1,64%).

Por el lado de los rubros transables y no transables, se observa un mayor dinamismo de ambos componentes, lo que resalta la existencia de presiones externas e internas. Las presiones externas se asocian al incremento del valor del dólar producto de la evolución del dólar a nivel regional y al mantenimiento de la incertidumbre producto de la tortuosa resolución de la crisis europea. Al mismo tiempo, persisten las presiones internas provenientes de la evolución de los salarios que si bien, a nivel general, habrían desacelerado su ritmo de crecimiento según los datos publicados a principios de julio, sostienen la pujante demanda interna.

En cuanto al componente tendencial -componente más estable del índice y por lo tanto más representativo del comportamiento de mediano y largo plazo-, se observó una fuerte aceleración en términos interanuales, ubicándose en 8,98%. Este dato reafirma la persistencia de las presiones en el mediano plazo y determina mayores desafíos para el cumplimiento de las metas en el futuro. En línea con esto, el gobierno ha solicitado mayor moderación en las próximas negociaciones salariales aunque el resultado de éstas se conocerá en los próximos meses y dependerán de la buena voluntad de las partes involucradas

*En suma, preocupa la persistencia de la inflación tendencial y su aceleración en el pasado mes de junio. No se descartan próximos aumentos de este componente, al menos mientras se mantenga el contexto internacional inestable y volátil y las presiones salariales no cedan significativamente.*

### 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.*

En el frente interno, tal como comentamos anteriormente, las presiones salariales se mantienen firmes. No obstante, es probable que en los próximos meses las negociaciones salariales de cerca del 20% de las ramas involucradas en los Consejos de Salarios se vuelquen hacia cierta moderación en los aumentos salariales. Estas nuevas pautas contemplarían en parte los lineamientos del gobierno sobre indicadores relevantes, duración y cláusulas de escape. Adicionalmente, es posible que estas negociaciones se extiendan durante algunos meses lo que aliviaría parte de los aumentos en julio y agosto. Sin embargo, se espera que, aunque moderadas, las presiones salariales continúen impulsando los precios.

El panorama externo se presenta incierto e inestable para las principales variables relevantes en la formación de precios domésticos, lo que amplía los intervalos de confianza de predicción y dificulta la estimación para los próximos meses. Por el lado de los precios internacionales, los commodities no escapan a la volatilidad asociada a la incertidumbre internacional. El precio del petróleo Brent, de referencia para ANCAP y uno de los más relevantes para la economía uruguaya, disminuyó en promedio 14% durante junio con respecto a mayo. En lo que va de julio el precio habría retomado una tendencia alcista, lo que acota el margen para reducir el precio de los combustibles. Por lo tanto, se espera que, de existir una futura rebaja de los combustibles, esta se posponga hasta agosto, producto de la alta volatilidad en el precio internacional.

Por el lado de los commodities alimenticios, especialmente la carne y los granos, se observan movimientos dispares. Si bien algunos granos (soja y maíz especialmente) han elevado su precio como consecuencia de los problemas climáticos y presiones de demanda, la carne no ha seguido el mismo camino. Sin embargo, mientras estos problemas climáticos en Estados Unidos persistan no se espera una reducción del precio de los granos, aunque la incertidumbre podría imprimir cierta volatilidad a los valores internacionales.

Por último, el dólar, cuyo traspaso a precios domésticos (*pass through*) se estima en el entorno de 20%, continuó al alza en junio y se espera continúe en promedio cercano a \$21,9 (interbancario) durante julio. Esto determina que perduren las presiones externas sobre los bienes domésticos.

En suma, si bien el dato de inflación de junio fue menor a lo esperado, nuestras proyecciones de inflación se mantienen en 7,8% a diciembre de este año producto del escenario internacional volátil y su impacto

en los precios internacionales y al mantenimiento de las presiones salariales que, aunque se enfriarían levemente, continuarán dinamizando la demanda interna en los próximos meses.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Julio)	1.0	0.9
Próximos 12 meses	7.5	7.9
Año calendario 2012	7.8	8.1
Año calendario 2013	6.9	7.3

*Fuente: Proyecciones cinve al 16/07/2012.*

## MANTENIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

El pasado 3 de Julio tuvo lugar la segunda reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 2012, para evaluar el desempeño de la economía y la inflación durante el segundo trimestre del año y decidir sobre el sesgo a adoptar por la política monetaria en los próximos meses. Como era esperable e indicamos en nuestro informe<sup>1</sup> anterior, el COPOM mantuvo la tasa de referencia incambiada en 8,75% preocupado por el delicado equilibrio entre inflación y tipo de cambio. Esta decisión ratifica la tolerancia que esgrime el BCU ante una inflación desviada por encima del rango meta (pero menor al 10%) y las preocupaciones por el contexto internacional incierto.

Dicho equilibrio se tensionó aún mas durante junio, cuando la inflación se encontró 2% por encima del techo del rango meta establecido por las autoridades (4%-6%) y el peso se depreció fuertemente (cerca de 10% promedio entre abril y junio), ubicándose en promedio en \$21,7 a finales de junio. Este escenario determina una situación incómoda para el BCU dado el reducido margen de maniobra para realizar política monetaria sin traer aparejado costos indeseados y sin comprometer el mencionado equilibrio. Más precisamente, de relajar la política monetaria (bajar la tasa de interés de referencia), se generarían presiones al alza sobre el tipo de cambio favoreciendo la depreciación del peso uruguayo e incrementando la competitividad de las exportaciones uruguayas, aunque esto impulsaría al alza los precios domésticos, ya sea por influencia del dólar más alto o a través de un impulso de la demanda interna. En el otro sentido, contraer la política monetaria podría reducir las presiones inflacionarias pero implicaría presiones bajistas sobre el tipo de cambio, deteriorando la competitividad de las exportaciones. Por tanto, este equilibrio adquiere mayor importancia en el contexto actual y seguramente será monitoreado en los próximos meses por parte de las autoridades, tal como señalan en el comunicado correspondiente a la última reunión del COPOM.

Por otro lado, en los últimos días el BCU resolvió prohibir la posibilidad de integrar con dólares títulos emitidos por la autoridad monetaria. Al prohibir la integración de títulos con dólares, se obliga a los potenciales compradores a pasar por el mercado cambiario con el objetivo de hacerse de pesos uruguayos. Adicionalmente, en los últimos días se ha advertido sobre la llegada inusual de capitales especulativos impulsados por los rendimientos ofrecidos por los títulos uruguayos. A este contexto se le agrega que Brasil ha bajado nuevamente su tasa de referencia (tasa Selic) en 0,5%, ubicándola en 8% mientras que en nuestro país se mantuvo incambiada en 8,75% lo que podría ser un incentivo para la llegada de nuevos capitales. Ante este escenario, es posible que este creciente interés en los títulos uruguayos implique una presión a la baja sobre el tipo de cambio, ya que la poca profundidad del mercado nacional determina que estos movimientos puedan tener influencia significativa sobre el valor del dólar en el mercado cambiario.

Por último, dado que la política monetaria se encuentra abocada a mantener el equilibrio entre inflación y tipo de cambio competitivo en un escenario incierto como el actual, es necesario que otros factores comiencen a actuar con el objetivo de mantener las presiones inflacionarias bajo control. En este sentido, es necesario que tanto la política salarial como la fiscal comiencen a dar señales de moderación. En cuanto a la política salarial, si bien el gobierno no puede incidir directamente sobre la misma y depende de la voluntad de las partes al negociar, los lineamientos previstos en las pautas salariales propuestas por el gobierno buscarían reducir los incrementos de cara a los próximos ajustes. Según los datos a mayo, el Índice Medio de Salarios (IMS) creció 12,8% interanual, ampliamente por encima de la inflación lo que impulsa los precios en dos sentidos. Por un lado al aumentar los salarios en términos reales, crece el poder adquisitivo de los trabajadores lo que dinamiza

<sup>1</sup> Informe de Inflación N° 120

# INFORME de INFLACION

---

la demanda interna. Adicionalmente, dado que las pautas salariales estipulan los aumentos salariales en un horizonte temporal determinado, los empresarios ven aumentar sus costos ante lo cual, trasladan, al menos en parte, este sobre costo salarial a los precios finales. Este fenómeno es aún más importante en los sectores que son intensivos en mano de obra y por tanto ésta representa un costo relevante en el presupuesto total.

\*\*\*

*Cuadro Estadístico 1.*

*Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Junio de 2012*

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	1.04	1.10	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.03	0.93	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.16	0.00	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.94</b>	<b>0.90</b>	
(4) ANE (12,12%)	-3.53	0.58	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.21	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>-1.64</b>	<b>0.28</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.75</b>	
(*) 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	7.07	9.81	6.40	8.12	9.39	5.40	1.89	6.76	7.79
Dic 2013/ Dic 2012	6.28	9.23	4.53	7.31	9.08	2.33	2.00	5.64	6.90
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	10.13	7.87	8.68	6.29	8.39	2.07	6.32	8.09
Prom 2013/ Prom 2012	6.93	9.69	5.23	7.88	9.21	2.25	1.99	5.61	7.32

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 16/07/2012.

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	1.04	1.03	0.16	0.94	-3.53	0.21	0.01	-1.64	0.30
07/12	0.60	0.92	2.12	0.90	2.79	0.00	0.00	1.33	1.01
08/12	0.50	1.06	0.34	0.71	2.56	-1.45	0.00	0.72	0.72
09/12	0.57	0.54	0.00	0.49	1.79	0.00	0.00	0.88	0.59
10/12	0.56	0.47	0.20	0.48	1.25	0.00	0.00	0.62	0.51
11/12	0.56	0.53	0.00	0.49	-0.70	0.00	0.00	-0.35	0.28
12/12	0.35	0.75	0.00	0.47	-0.02	0.00	0.00	-0.01	0.36

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 16/07/2012.

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	8.07	10.44	7.54	8.98	3.21	9.07	2.13	5.07	8.00
07/12	8.36	10.23	8.61	9.15	4.63	8.78	2.12	5.66	8.27
08/12	8.45	10.33	8.09	9.18	7.05	7.01	2.08	6.22	8.44
09/12	8.42	10.21	7.64	9.06	8.38	7.04	2.08	6.88	8.52
10/12	7.89	10.08	7.48	8.74	8.72	6.86	2.08	6.99	8.31
11/12	7.74	9.98	6.65	8.54	8.82	6.82	2.00	7.01	8.16
12/12	7.07	9.81	6.40	8.12	9.39	5.40	1.89	6.76	7.79

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 17/07/2012.

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