

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- COPOM sin margen e inflación se acelera
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- COPOM mantendrá "armonía" entre competitividad e inflación

N° 123

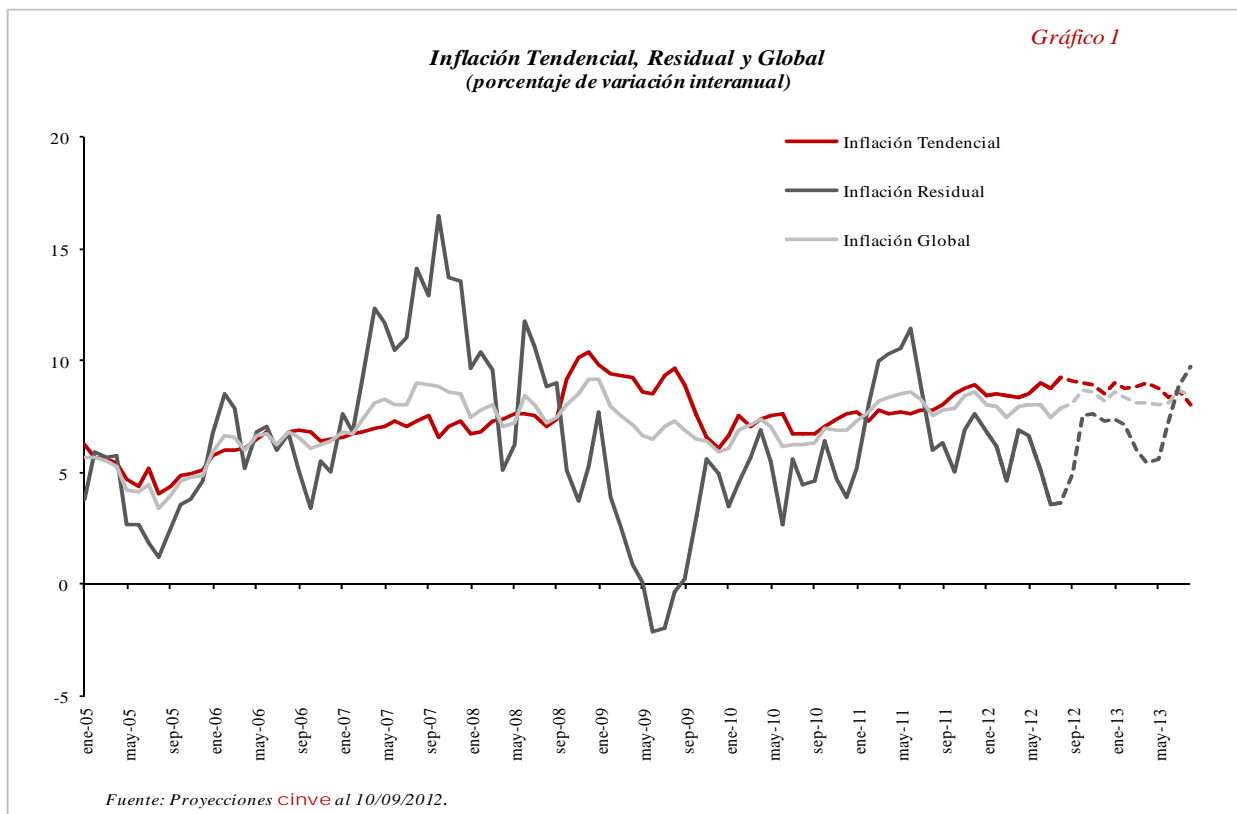
17 de Setiembre de 2012

COPOM SIN MARGEN E INFLACION SE ACELERA

El registro de inflación de agosto se aceleró con respecto a meses anteriores, ubicándose en 0,93%, lo que determinó que la inflación interanual se ubique en 7,9%, cerca de casi 2 p.p. por encima del techo de la meta inflacionaria. En el alza de agosto influyeron varios factores, como el incremento de las cuotas mutuales de los servicios de salud que habían postergado su aumento en julio a la espera del cierre de la negociación salarial y el aumento en los rubros de alimentos elaborados, en especial de los derivados de los granos (harina, pan, etc.). En el otro sentido, las tarifas de UTE volvieron a reducirse, en la medición del INE, producto de una mayor adhesión al Plan de Ahorro Energético. Sin embargo esta reducción sería transitoria ya que en octubre, al finalizar dicho plan, los precios volverían a los niveles previos a su adopción.

Otro elemento interesante a considerar es el alza en la inflación tendencial, señal de la inflación de mediano y largo plazo, que se ubicó en 9,3% en términos interanuales. Este registro ratifica la existencia de firmes presiones inflacionarias, que descartan el cumplimiento de las metas inflacionarias en 2012 y 2013. En este contexto de aceleración de la inflación tendrá lugar la reunión trimestral del COPOM hacia fines de este mes para evaluar el desempeño de la economía en función de sus objetivos y decidir sobre el sesgo monetario para el próximo trimestre. Ante la disyuntiva entre el objetivo inflacionario y la competitividad, esperamos que el COPOM decida mantener la tasa de referencia incambiada en 8,75%. Es así que la moderación de las presiones inflacionarias debería provenir de la medida en los incrementos salariales y la política fiscal sin esperar por la política monetaria, ya que ésta tiene muy poco margen de maniobra sin implicar costos indeseados.

Por otra parte, recientemente la FED realizó nuevos anuncios sobre el mantenimiento de la tasa de interés en niveles mínimos hasta 2015 y un nuevo plan de compra de títulos públicos (QE3, tercera etapa de relajación cuantitativa, es decir la compra de títulos de deuda mediante emisión de dólares). Estas medidas fomentarían la llegada de capitales hacia los países emergentes lo que determina que se deba seguir con atención los posibles movimientos en el tipo de cambio a nivel nacional y regional para mitigar posibles efectos indeseados sobre la competitividad.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

En agosto, el Índice de Precios al Consumo (IPC) se incrementó en 0,93%, en línea con nuestra proyección mensual. Este aumento de los precios determinó una aceleración de la inflación interanual que se ubicó en 7,9%, ampliando la brecha con respecto al objetivo inflacionario definido por las autoridades monetarias. Nuevamente se observó que la medición de agosto recogió una nueva baja en el precio de la electricidad producto de la bonificación asociada al Plan de Ahorro Energético, que de no haber existido, hubiera situado la inflación mensual por encima del 1%. De todas formas, recordemos que en octubre, al finalizar dicho plan, las tarifas volverán a los valores previos, aunque no se pueden descartar nuevas variaciones de precios en el mes de setiembre.

En lo que refiere a la relación ente precios transables y no transables, se destaca que los segundos continúan liderando los incrementos de precios. Es que a pesar de las medidas de contracción monetaria, asociadas al alza en los encajes marginales, la demanda interna continúa presionando sobre los precios no transables de la mano del aumento de los salarios que permiten incrementar el poder adquisitivo de los trabajadores. Por el lado de los transables, las presiones del mes pasado se asocian a los altos precios de los productos alimenticios en el mercado internacional, que determinaron fuertes incrementos en los farináceos y otros derivados de los granos.

En cuanto al componente tendencial, indicador que recoge la evolución del núcleo central de precios, depurado de productos volátiles, ésta se aceleró fuertemente, situándose en valores máximos desde mediados de 2009 (9,3%). Esto demuestra que las presiones inflacionarias están lejos de ser controladas, a pesar de la incipiente desaceleración de la economía y las recientes medidas de contracción monetaria. Adicionalmente, este registro y la elevada persistencia temporal de la inflación tendencial incrementan los riesgos y ubican a la estabilidad de precios en una zona incómoda, ya que es la inflación residual (intrínsecamente de naturaleza volátil) la que “amortigua” las alzas en la inflación global.

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. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.

Desde hace algún tiempo uno de los principales desafíos de política económica ha sido el mantenimiento del equilibrio entre la estabilidad de precios y la competitividad externa. En este sentido las últimas medidas adoptadas por el BCU parecen señalar la existencia de una zona de confort para el tipo de cambio. Mientras un tipo de cambio cercano a \$22 podría aportar nuevas presiones inflacionarias, un dólar en el entorno de \$21 podría aportar riesgos de desincronización en términos de competitividad con algunos de los socios comerciales. Por tanto, de mantenerse esta lógica no se espera que reaparezcan las presiones inflacionarias derivadas del tipo de cambio, al menos hasta fin de año, siempre y cuando el escenario internacional mantenga la calma observada durante los últimos dos meses.

En cuanto a los precios internacionales más relevantes en términos de precios domésticos por su incidencia en la producción nacional, se observa que tanto el petróleo como la carne continúan al alza, mientras que los granos mantienen en general los altísimos precios alcanzados durante julio y agosto producto de restricciones de oferta en el Hemisferio Norte. Este escenario configura la aparición de potenciales presiones sobre los precios domésticos ya que si bien el traslado entre precios internacionales e internos no es directo ni sistemático, se podrían observar nuevas alzas en los productos derivados de dichas materias primas en el corto y mediano plazo, tal como se observó durante agosto con los farináceos, las carnes y otros derivados.

Las presiones salariales continúan haciendo mella en los precios domésticos, de forma similar a lo observado el mes pasado en el alto registro inflacionario mensual de los productos no transables (aquellos que no se comercializan en el mercado externo). Es que a pesar de las medidas implementadas por el BCU (alza en los encajes marginales) tendientes a reducir las presiones de demanda interna, ésta continúa firme, impulsada por la dinámica salarial. Sin embargo algunas ramas no han alcanzado acuerdos aunque, dentro de éstas, algunas empresas habrían otorgado aumentos a cuenta, lo que dificulta el análisis pero permite señalar que los salarios continuarían creciendo a tasas elevadas, aunque menores a las esperadas para 2012 (4,2% real).

En conclusión, los ajustes previstos para este mes (carnes, UTE, transporte, etc.), el incremento de los precios internacionales, en especial de productos agropecuarios, y el mantenimiento de las presiones salariales determinan una corrección al alza de nuestras proyecciones de inflación. Éstas se ubicarían en 8,2% a diciembre de este año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Setiembre)	0.7	0.5
Próximos 12 meses	8.4	8.0
Año calendario 2012	8.2	8.5
Año calendario 2013	7.2	7.6

Fuente: Proyecciones cinve al 10/09/2012.

COPOM MANTENDRÁ “ARMONÍA” ENTRE COMPETITIVIDAD E INFLACIÓN

Hacia fines de este mes, tendrá lugar la tercera reunión del año del Comité de Política Monetaria (COPOM) con el objetivo de evaluar el desempeño de la inflación y la política monetaria y definir su sesgo para el siguiente trimestre (octubre-diciembre). En esta ocasión la política monetaria y cambiaria se encuentra en una difícil encrucijada, que si bien ha sido una constante en lo que va del año, muestra signos de mayor tensión. Estamos hablando de la difícil disyuntiva entre estabilidad de precios y competitividad.

En los últimos meses el BCU adoptó nuevas medidas para impactar en dicho equilibrio, o al menos a mejorar su posición ante un escenario incómodo. Es así que en un primer término se incrementaron los encajes marginales a los depósitos con el objetivo de reducir la cantidad de dinero, a través de una reducción en el otorgamiento de créditos que enfriaría la pujante demanda interna. Si bien el efecto total del incremento en los encajes no es observable de forma inmediata debiéndose esperar algunos meses para evaluar su resultado, es plausible, y de hecho los indicadores preliminares así lo indican, que no haya habido un efecto significativo de desaceleración de la demanda interna asociada a la reducción del crédito. Esto se debe a que la demanda interna se sostiene mayormente a través de los incrementos en el salario real y no a través de un mayor endeudamiento de los hogares uruguayos, lo que le restaría eficacia a las contracciones monetarias.

Por otro lado, el BCU instauró nuevas medidas tendientes a influir, ya sea directa o indirectamente, en el mercado cambiario. En este sentido se prohibió la compra de títulos de deuda, cuando el dólar rondaba los \$22, decisión que se revocó cuando el dólar bajó por debajo de \$21. Adicionalmente se implementó una medida que desalentaría la compra de Letras de Regulación Monetaria (LRM) por parte de capitales del exterior a través de la inmovilización en el BCU del 40% del monto adquirido. Si bien esto tendría efecto directo sobre la cantidad de dinero (primer objetivo de las LRM), al poner un obstáculo a la llegada de capitales se evitan presiones bajistas sobre el tipo de cambio. Esta nueva configuración de medidas cambiarias, junto a nuevas intervenciones del BCU y BROU, estarían señalando una zona confortable para el tipo de cambio entre \$21 y \$22. Es que un dólar en el extremo superior podría aportar presiones inflacionarias y un dólar por debajo de \$21 podría complicar la competitividad.

Por tanto, en términos generales, el escenario para el próximo COPOM no dista significativamente del reinante para la reunión pasada. No obstante existiría una situación algo más incómoda al sopesar la estabilidad de precios y la competitividad, agregándose fuertes señales de desaceleración regional que impactarían directamente en la actividad nacional. De hecho la política monetaria no tiene margen actualmente para operar hacia una mayor expansión (como lo viene haciendo Brasil desde el año pasado) por tener una inflación sistemáticamente por fuera del rango meta y con perspectivas de aceleración en los próximos meses por las presiones comentadas en la sección anterior así como por los nuevos aumentos previstos. En este sentido, esperamos que el COPOM mantenga la tasa de interés de referencia (TPM) incambiada en 8,75% dado que los costos de modificarla superarían ampliamente los beneficios y porque esto implicaría tomar una decisión clara, señalando las prioridades bancocentralistas en un escenario complejo.

Por último, las medidas recientes de la FED (QE3, tasas de interés entre 0% y 0,25% hasta 2015) marcan la pauta de que los fundamentos del dólar se mantendrán débiles durante un buen tiempo, lo que junto a una mayor liquidez internacional podría implicar nuevos flujos de capitales hacia la región. En este sentido Brasil ya ha anunciado que no permitirá nuevas apreciaciones del real, dado que se encuentra en una postura de expansión monetaria y defensa de la competitividad para impulsar el magro crecimiento económico. Esto implica un potencial desafío para la política económica uruguaya que no tiene margen monetario en la actualidad para defenderse de bajas en el tipo de cambio.

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Agosto de 2012

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.74	0.38	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.00	0.87	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	3.42	1.86	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	1.15	0.75	
(4) ANE (12,12%)	2.00	1.80	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-1.95	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.30	0.88	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.93	0.78	
(*) 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%)
<i>Dic 2009/ Dic 2008</i>	3.05	7.61	9.42	6.09	1.59	10.20	2.67	4.94	5.90
<i>Dic 2010/ Dic 2009</i>	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	7.16	10.21	7.94	8.50	7.16	9.96	1.90	7.28	8.20
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.46	9.55	5.32	7.62	7.40	3.58	6.00	5.81	7.18
<i>Prom 2009/ Prom 2008</i>	7.11	11.14	6.55	8.55	5.09	-2.13	2.53	1.99	7.06
<i>Prom 2010/ Prom 2009</i>	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	6.20	10.68	7.18	7.98	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7.64	10.17	8.35	8.75	5.36	8.50	2.07	5.90	8.04
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	7.13	10.17	6.86	8.35	6.71	7.86	5.67	6.95	8.01

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 10/09/2012.

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

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%)
01/12	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	0.50	0.69	0.39	0.57	1.80	-4.28	0.01	-0.69	0.27
08/12	0.74	1.00	3.42	1.15	2.00	-1.95	0.00	0.30	0.93
09/12	0.40	0.62	0.00	0.45	1.48	2.22	0.00	1.49	0.70
10/12	0.53	1.01	0.33	0.71	1.06	7.18	0.00	2.99	1.26
11/12	0.66	0.58	0.00	0.55	-0.58	0.00	0.00	-0.28	0.34
12/12	0.39	0.72	0.00	0.48	-0.18	0.00	0.00	-0.09	0.34
01/13	0.60	1.10	1.65	0.93	0.91	3.58	0.00	1.73	1.12
02/13	0.28	1.07	0.00	0.58	-0.62	0.00	6.00	0.62	0.59
03/13	0.87	0.84	1.46	0.92	0.89	0.00	0.00	0.43	0.80
04/13	0.90	0.75	0.00	0.73	1.75	0.00	0.00	0.83	0.76
05/13	0.53	0.52	0.00	0.47	-0.27	0.00	0.00	-0.13	0.32
06/13	0.50	0.61	0.00	0.49	-0.06	0.00	0.00	-0.03	0.37
07/13	0.58	0.87	2.12	0.88	1.47	0.00	0.00	0.71	0.84
08/13	0.23	1.10	0.00	0.57	2.28	0.00	0.00	1.10	0.70
09/13	0.37	0.49	0.00	0.38	0.88	0.00	0.00	0.43	0.40
10/13	0.56	0.58	0.00	0.51	1.04	0.00	0.00	0.51	0.51
11/13	0.50	0.56	0.00	0.47	-0.88	0.00	0.00	-0.43	0.25
12/13	0.37	0.66	0.00	0.45	-0.18	0.00	0.00	-0.09	0.32

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/09/2012.

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%)
01/12	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	8.26	9.98	6.77	8.79	3.63	4.13	2.13	3.55	7.48
08/12	8.60	10.01	9.51	9.29	5.44	1.91	2.09	3.66	7.88
09/12	8.40	9.99	9.06	9.13	6.42	4.20	2.09	4.94	8.09
10/12	7.83	10.47	9.03	9.05	6.55	11.49	2.09	7.52	8.67
11/12	7.79	10.42	8.19	8.91	6.78	11.45	2.01	7.61	8.59
12/12	7.16	10.21	7.94	8.50	7.16	9.96	1.90	7.28	8.20
01/13	7.65	10.85	8.24	9.03	7.70	9.39	1.85	7.36	8.61
02/13	7.50	10.83	6.61	8.76	5.79	9.38	6.04	7.11	8.35
03/13	7.73	10.33	8.19	8.86	3.64	9.31	6.04	6.02	8.15
04/13	7.86	10.51	8.06	8.98	3.66	7.60	6.01	5.42	8.09
05/13	7.69	10.40	7.59	8.80	4.66	6.73	6.01	5.61	8.01
06/13	7.12	9.94	7.42	8.32	8.43	6.50	6.01	7.34	8.08
07/13	7.20	10.14	9.27	8.65	8.08	11.27	6.00	8.85	8.69
08/13	6.66	10.25	5.66	8.03	8.38	13.48	6.00	9.73	8.44
09/13	6.63	10.10	5.66	7.96	7.74	11.02	6.00	8.59	8.11
10/13	6.66	9.63	5.32	7.74	7.72	3.58	6.00	5.97	7.31
11/13	6.49	9.61	5.32	7.65	7.41	3.58	6.00	5.81	7.21
12/13	6.46	9.55	5.32	7.62	7.40	3.58	6.00	5.81	7.18

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/09/2012.

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