

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Nuevas medidas para combatir la inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El COPOM y los debates desenfocados de la política monetaria

N° 124

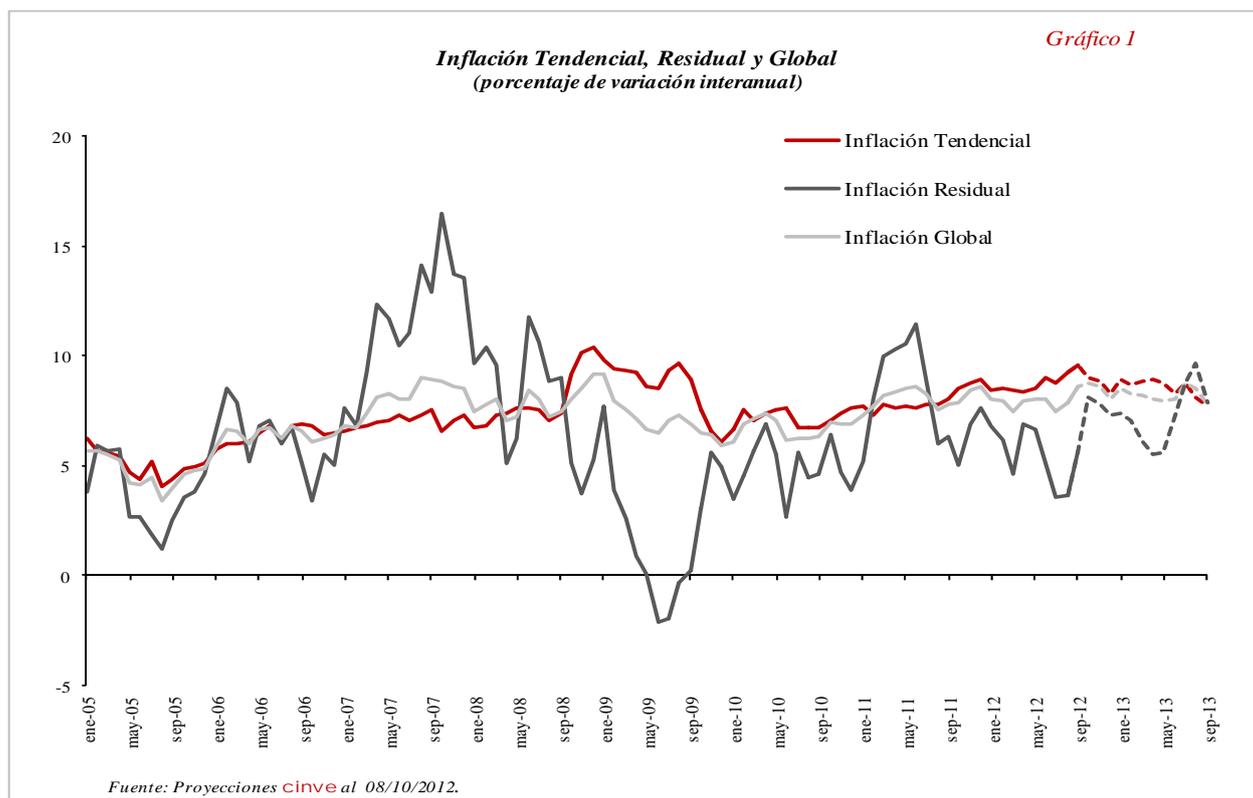
22 de Octubre de 2012

NUEVAS MEDIDAS PARA COMBATIR LA INFLACION

El registro de inflación de setiembre se aceleró, situándose en 1,21%, determinando que la inflación interanual se eleve hasta 8,6%, más de 2,5 p.p. por encima del techo de la meta inflacionaria. Más allá de esta alza de la inflación global, la inflación tendencial, que releva el núcleo más estable de precios, se ubicó en 9,6% en su registro interanual. Esto da cuenta de fuertes presiones, tanto externas e internas, que se mantienen firmes. Las presiones externas se originan fundamentalmente en el alza de los precios internacionales de los commodities alimenticios, mientras que las presiones internas derivan del fuerte incremento de los salarios reales en un contexto de bajo desempleo y alto dinamismo de la demanda interna. Sin embargo es de esperar que las presiones externas amainen, producto de la apreciación del peso posterior al alza en la TPM de fines de setiembre y la política monetaria expansiva en Brasil, en un contexto internacional relativamente estable.

Más allá de la contracción monetaria resuelta a fines de setiembre (alza de 25 pbs en la TPM), las autoridades han señalado su preocupación por el alza en el nivel general de precios. Esto derivó en la adopción de medidas heterodoxas para intentar controlar la inflación que radican en el congelamiento de los precios en las grandes superficies y la adopción de reducciones de precios en una canasta básica predefinida en acuerdo con los supermercados. A estas medidas se le podrían agregar otras como la reducción en el precio de la carne, postergación de incrementos en tarifas públicas, rebajas de impuestos (IVA o Imesi) en algunos productos, entre otras posibles medidas tendientes a reducir los precios de forma transitoria.

Si bien las medidas de acuerdos de precios pueden ser efectivas en el corto plazo, su efecto es transitorio y no ataca los fundamentos del proceso inflacionario actual ni los determinantes de la formación de precios. En este sentido, es tiempo de realizar los ajustes necesarios en las próximas pautas salariales para reducir las presiones de demanda. De lo contrario el tipo de cambio (a través de nuevas alzas en la TPM) continuará pagando la falta de sincronización entre las distintas políticas. Por otro lado, tal vez es tiempo de sincerar la meta inflacionaria a la luz de los incumplimientos recientes, con el objetivo de reconstruir la credibilidad perdida y lograr un correcto anclaje de expectativas. De esta forma sería un primer paso para reducir la inercia inflacionaria asociada a los ajustes salariales por inflación pasada.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El Índice de Precios al Consumo (IPC) se incrementó 1,21% en setiembre, registro que fue mayor al esperado. Esta aceleración de la inflación mensual determinó un alza en el registro interanual, que se ubicó en 8,6%, alejándose de la meta inflacionaria prevista por las autoridades (4%-6%). El error de estimación se explica por una mayor alza en los alimentos no elaborados (en especial carnes y frutas y verduras) y en un nuevo aumento del componente de servicios administrados, es decir aquellos servicios privados que pautan los precios en conjunto con el gobierno (salud y transporte).

En lo que refiere a la relación ente precios transables y no transables, setiembre determinó un incremento similar en ambos rubros aunque por causas distintas. Por el lado de los primeros, es decir aquellos que se comercian internacionalmente, el incremento del mes pasado se sustenta fundamentalmente en el aumento de los precios de las principales materias primas alimenticias a nivel internacional (especialmente granos) y la estabilidad del dólar observada en setiembre. No obstante, es esperable que estas presiones se reduzcan parcialmente producto del descenso del tipo de cambio asociado a la contracción monetaria resuelta por el COPOM. Por el lado de los no transables, las presiones internas derivadas de las alzas salariales continúan haciendo mella en los precios de los servicios, mostrando una elevada persistencia temporal.

Por último, el análisis del componente tendencial, indicador que recoge la evolución del núcleo más estable de los precios, depurado de comportamientos volátiles y estacionales, indica una fuerte aceleración de la inflación tendencial. Esta se ubicó en 9,6% en términos interanuales, reafirmando la existencia de presiones inflacionarias y señalando riesgos para la estabilidad de precios. El nivel de la inflación tendencial implica que se necesitarán esfuerzos adicionales que deberían ir en la línea de una mayor sincronización de la política monetaria con la fiscal y salarial, de forma de ser consistentes en la lucha contra la inflación sin que ésta implique costos en términos de competitividad y de credibilidad de la política monetaria.

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.

En los últimos meses algunos hechos específicos como el Plan de ahorro energético de UTE, los incrementos a cuenta de los servicios de salud, alzas mayores a las esperadas en frutas y verduras por razones climáticas, entre otros fenómenos, dificultaron puntualmente la previsión de la inflación a distintos horizontes temporales. Sin embargo, al menos los primeros dos, ya se habrían superado, esperándose en este mes una fuerte alza en la medición de los precios de la energía eléctrica por el abandono del plan. Por el lado de los servicios de salud se observaría una leve baja, asociada al sobreajuste de agosto y setiembre, a cuenta del ajuste postergado en julio.

Más allá de estos efectos puntuales sobre la variación de los precios domésticos, los fundamentos detrás del proceso inflacionario no han variado significativamente con respecto a meses anteriores, salvo por la baja en el tipo de cambio posterior al COPOM. Más precisamente, el alza en la tasa de interés de referencia de política monetaria hace más atractivo las colocaciones en pesos, ante lo cual se presiona a la baja el tipo de cambio, reduciendo las presiones sobre los bienes transables. En este sentido, a falta de un rebrote de la incertidumbre internacional por problemas que pudieran surgir en el frente europeo, se espera que el peso uruguayo se aprecie en relación al dólar. Este sería el efecto inmediato de la contracción monetaria comentada anteriormente, y el más eficaz para impactar sobre los precios en el corto plazo. Sin embargo su efectividad y costos implícitos no son alentadores en el mediano y largo plazo.

Por el lado de los precios internacionales de las materias primas, el panorama se mantiene estable con respecto a meses anteriores. En línea con esto el precio de los commodities alimenticios se mantiene elevado producto de los problemas climáticos en el Hemisferio Norte y un mayor apetito por el riesgo, ante la calma en el mercado financiero. Por el lado del petróleo se observa una leve baja en el precio aunque con una marcada volatilidad que dificulta la previsión para evaluar posibles cambios en las tarifas públicas (combustibles, entre otros).

En tanto, los factores internos, asociados a la evolución de los salarios, se mantienen prácticamente incambiables con fuertes incrementos en el poder adquisitivo de los hogares. Este fenómeno se mantendría al menos hasta el primer semestre del 2013 y se deberá esperar al resultado de las negociaciones salariales para determinar cuán persistentes serán estas presiones. De todas formas sería saludable una moderación de los incrementos salariales para reducir las principales presiones inflacionarias (no transables).

En conclusión, el escenario previsto para el tipo de cambio y la reversión de algunos de los efectos comentados anteriormente (energía eléctrica y salud) determinan una leve corrección a la baja de nuestras proyecciones de inflación para fin de año, que se ubicarían en 8,0% a diciembre de este año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Octubre)	0.9	0.2
Próximos 12 meses (Setiembre 2013)	7.8	7.7
Año calendario 2012	8.0	8.3
Año calendario 2013	7.6	8.1

Fuente: Proyecciones cinve al 08/10/2012.

COPOM Y LOS DEBATES DESENFOCADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

A fines de setiembre tuvo lugar la reunión trimestral del Comité de Política Monetaria (COPOM), órgano encargado de velar por la estabilidad de precios y decidir sobre el sesgo de la política monetaria. En esta oportunidad el COPOM decidió incrementar la tasa de referencia de política monetaria (TPM) en 25 puntos básicos, ubicándola en 9%. En otras oportunidades comentábamos sobre la disyuntiva entre estabilidad de precios y competitividad, en tanto el COPOM decidió inclinar la balanza hacia una mayor ponderación de la inflación, la cual, por definición, habría de ser su principal objetivo (a pesar de que con su accionar ésta no ha sido siempre la señal).

Pero, ¿es la decisión del COPOM relevante y pertinente en el contexto actual? Podríamos responder que sí y no, respectivamente. Es relevante si entendemos que un aumento de la TPM señala un compromiso con la estabilidad de precios y que, en el corto plazo, dicho incremento de la tasa de interés presiona a la baja sobre el tipo de cambio, reduciendo los precios de los bienes importados y de los transables en general. No obstante, el compromiso con la meta inflacionaria ha perdido credibilidad por la tolerancia hacia una inflación sistemáticamente desviada por encima del rango meta. Adicionalmente, el otro inconveniente proviene de la duración del efecto sobre el tipo de cambio y de las presiones externas. Es que la apreciación del peso uruguayo se produce en los días posteriores al aumento de la tasa pero no se profundiza en el tiempo, salvo que factores externos como mayores expansiones monetarias en Brasil o un mayor apetito por el riesgo en mercados financieros impliquen que los agentes deshagan posiciones en dólares.

En cuanto a la pertinencia de la medida, si bien la inflación se mantiene alejada por encima del rango meta y es imperativo afrontar este desafío de forma firme, la contracción monetaria en un contexto de desaceleración de la actividad podría reforzar dicho enfriamiento o atar de manos a la política monetaria para actuar de forma contracíclica. Adicionalmente, la efectividad del aumento de la tasa de referencia, como mecanismo para reducir la demanda interna, no es evidente ante las fuertes alzas de salarios que permiten elevar el consumo de los hogares, presionando al alza sobre los precios no transables. Por último, más allá de la pertinencia y al efectividad de la medida, el incremento de la TPM parece una medida tardía en el contexto actual.

En resumen, el escenario actual determina que la política monetaria no sea la solución a los problemas inflacionarios. En este sentido se deberán alinear esfuerzos, ya sea a través de la política fiscal o de una moderación en los incrementos salariales de cara a los próximos meses, si se pretende reducir las presiones inflacionarias en el mediano plazo. Más allá de medidas monetarias, cuyo efecto genuino actúa con rezagos, y de medidas heterodoxas transitorias, como los acuerdos de precios, los problemas inflacionarios continuarán presentes si no se refuerza el compromiso inflacionario otorgándole gradualmente mayor credibilidad al objetivo, lo cual redundaría en una moderación de las presiones sobre los precios.

Debates monetarios desenfocados

Sin embargo, más allá de comentar el dato de inflación y la política monetaria aplicada, lo interesante y relevante para la política monetaria es realizar un análisis prospectivo del escenario futuro. En este sentido el debate de la política monetaria se ha desenfocado hacia los comentarios sobre datos y medidas pasadas, a lo cual las autoridades monetarias han contribuido en los comunicados trimestrales posteriores al COPOM, sin discutir sobre el propósito real de la misma. En dichos comunicados no se discute sobre el impacto de las decisiones de política monetaria en el horizonte temporal relevante para la política monetaria (18 meses), sus efectos sobre otras variables económicas ni las previsiones de inflación en el mediano y largo plazo sino que se

limita a comentar la evolución actual de las variables relevantes y discutir sobre equilibrios de corto plazo, que serán relevantes hoy pero no tendrán necesariamente trascendencia en un futuro.

Este fenómeno da cuenta de algunos aspectos débiles referentes a la política monetaria, tanto por sus objetivos incumplidos como por su falta de compromiso con el objetivo inflacionario y la erosión de la credibilidad asociada. Es que el incumplimiento de la meta inflacionaria evita que las expectativas se alineen con el objetivo de precios, dificultando la transmisión de la política monetaria a través de los canales habituales. Ante este incumplimiento los agentes identificarían una meta implícita, en el accionar de la autoridad monetaria, de ubicar la inflación por debajo del 10%.

Por último, el incumplimiento de la meta luego de haber ajustado el rango meta entre 4% y 6%, da lugar a evaluar cuál sería la inflación óptima para la economía uruguaya y, en todo caso, redefinir el objetivo en base a ésta última. Es que, tal vez sería más creíble elevar el rango meta o elevar, al menos, la banda superior, para lograr el cumplimiento de la meta y generar un historial de cumplimiento con los objetivos de política monetaria, que mantener una meta inflacionaria que nadie cree, que genera distorsiones para la aplicación de la política monetaria y que implica ajustes inerciales en la determinación de los salarios.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.78	0.40	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.79	0.62	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	1.67	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.88	0.45	
(4) ANE (12,12%)	3.21	1.48	3.3%
(5) ENE (8,33%)	1.89	2.22	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	2.24	1.49	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	1.21	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									
Índices 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 (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>	6.54	10.26	8.27	8.26	7.25	9.95	1.91	7.32	8.03
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.56	10.03	7.57	8.12	7.70	3.58	6.00	5.96	7.59
<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>	7.56	10.21	8.59	8.76	5.67	8.47	2.08	6.04	8.08
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.63	10.49	8.36	8.42	6.50	7.88	5.68	6.85	8.04

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 08/10/2012.

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	Índices 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	0.78	0.79	1.67	0.88	3.21	1.89	0.01	2.24	1.21
10/12	-0.12	1.01	-1.02	0.24	0.53	7.51	0.00	2.82	0.87
11/12	0.62	0.49	0.00	0.49	-1.35	0.00	0.00	-0.66	0.21
12/12	0.12	0.69	0.00	0.34	-0.49	0.00	0.00	-0.24	0.20
01/13	0.62	1.14	2.41	1.04	0.80	3.58	0.00	1.67	1.19
02/13	0.32	1.12	0.00	0.62	-0.63	0.00	6.00	0.61	0.62
03/13	0.81	1.12	1.33	1.00	1.05	0.00	0.00	0.50	0.87
04/13	0.88	0.59	0.00	0.66	1.77	0.00	0.00	0.85	0.70
05/13	0.59	0.54	0.00	0.50	-0.36	0.00	0.00	-0.17	0.34
06/13	0.50	0.65	0.00	0.50	-0.13	0.00	0.00	-0.06	0.37
07/13	0.52	0.88	3.10	0.97	1.41	0.00	0.00	0.68	0.90
08/13	0.26	1.10	0.00	0.58	2.24	0.00	0.00	1.09	0.70
09/13	0.46	0.59	0.54	0.52	1.11	0.00	0.00	0.54	0.53
10/13	0.57	0.63	0.00	0.53	1.16	0.00	0.00	0.57	0.54
11/13	0.48	0.57	0.00	0.46	-0.80	0.00	0.00	-0.40	0.26
12/13	0.37	0.66	0.00	0.45	-0.12	0.00	0.00	-0.06	0.33

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 08/10/2012.

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	Índices 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	8.80	10.17	10.88	9.60	8.24	3.86	2.10	5.71	8.64
10/12	7.54	10.64	9.36	9.02	7.81	11.47	2.10	8.14	8.80
11/12	7.46	10.49	8.52	8.82	7.20	11.43	2.02	7.82	8.57
12/12	6.54	10.26	8.27	8.26	7.25	9.95	1.91	7.32	8.03
01/13	7.05	10.94	9.39	8.91	7.68	9.37	1.87	7.35	8.52
02/13	6.95	10.97	7.74	8.69	5.75	9.36	6.06	7.08	8.29
03/13	7.11	10.78	9.20	8.87	3.76	9.29	6.05	6.07	8.17
04/13	7.22	10.78	9.07	8.90	3.80	7.58	6.03	5.48	8.05
05/13	7.12	10.70	8.60	8.77	4.71	6.71	6.03	5.63	7.99
06/13	6.54	10.28	8.42	8.30	8.41	6.49	6.02	7.33	8.06
07/13	6.56	10.48	11.35	8.72	7.99	11.25	6.01	8.80	8.74
08/13	6.06	10.59	7.67	8.12	8.25	13.46	6.01	9.66	8.49
09/13	5.72	10.38	6.47	7.73	6.04	11.36	6.00	7.84	7.76
10/13	6.44	9.97	7.57	8.04	6.70	3.58	6.00	5.48	7.41
11/13	6.30	10.06	7.57	8.01	7.30	3.58	6.00	5.76	7.46
12/13	6.56	10.03	7.57	8.12	7.70	3.58	6.00	5.96	7.59

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 08/10/2012.

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