

# INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

- Bonificación de UTE reduce IPC de diciembre
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Dos objetivos: controlar la inflación y minimizar impactos sobre competitividad

N° 127

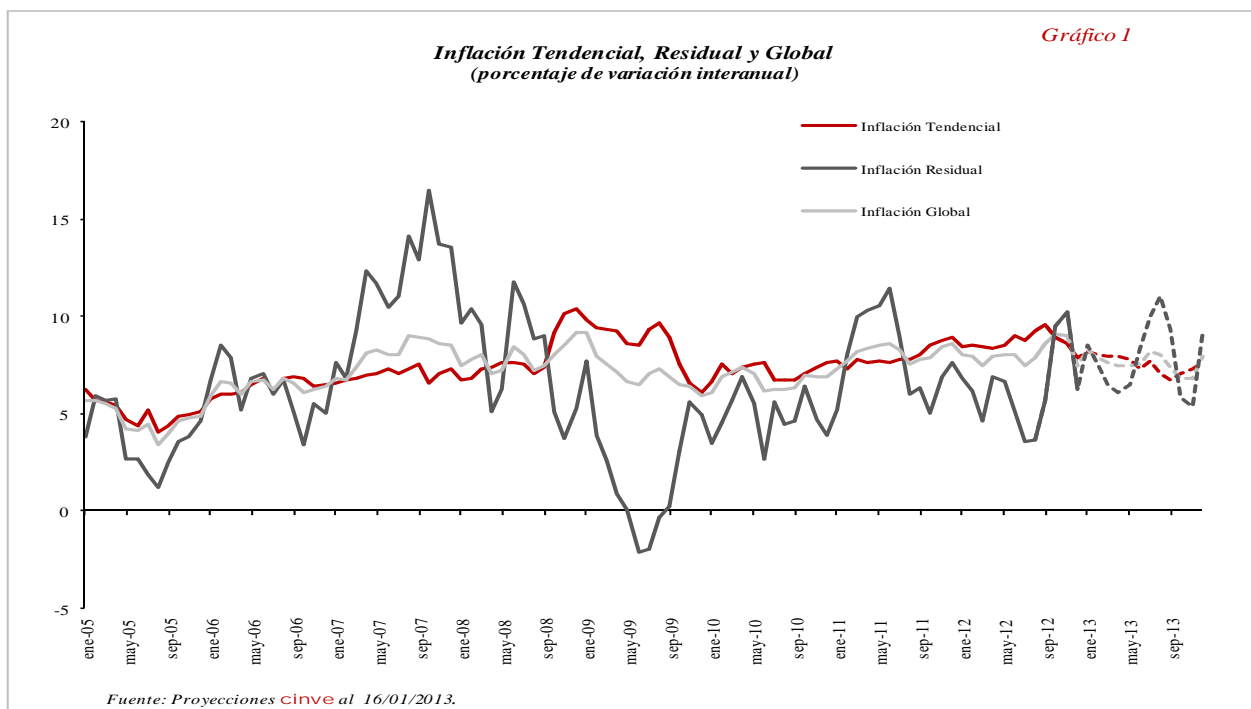
28 de Enero de 2013

## BONIFICACIÓN DE UTE REDUCE IPC DE DICIEMBRE

El índice de precios al consumo (IPC) de diciembre marcó una deflación mensual de -0,73%, lo que determinó que la inflación anual se ubique en 7,48%, lejos de los altos registros de los meses anteriores. Si bien la inflación anual de 2012 fue claramente inferior a la observada en 2011 (8,6%) esto no implica que se haya logrado controlar las presiones inflacionarias. Es que la deflación del último mes del 2012 se debe principalmente a factores puntuales, y en especial a la bonificación en el precio de la energía eléctrica. En contrapartida, **se espera que el mes de enero presente un importante aumento en los precios que se ubicaría en 1,5%** producto de la reversión de la bonificación de UTE, la finalización de los acuerdos de precios con supermercadistas e incrementos de precios en servicios administrados (transporte colectivo y salud), entre otros factores. Para el año 2013 se espera que la inflación cierre el año en torno a 8%. Sin embargo, si se volviera a implementar una nueva bonificación en la tarifa energética derivada del plan de mejora de la eficiencia en el uso de la energía eléctrica (como la ocurrida a fines de 2012), la inflación anual ascendería a 7,3%.

En otro orden, la deflación transitoria de diciembre y su efecto sobre el cierre del año se encuentran actualmente en debate en el ámbito sindical. Es que la menor inflación anual determinó menores correctivos por indexación a la inflación pasada, lo que repercute en menores incrementos salariales para aquellos grupos que toman como referencia la inflación anual o semestral del año anterior. En este sentido, el desfase entre el proceso inflacionario de 2012 y la medición del IPC de diciembre impacta a la baja sobre el componente de indexación de los salarios. Con esto se logra mitigar parcialmente la inercia inflacionaria de cara al 2013, moderando la intensidad de las presiones salariales. No obstante, la reducción del correctivo podría afectar el poder adquisitivo de los salarios de no lograrse una moderación sustentable de la inflación en este año.

Asimismo en los últimos días de diciembre tuvo lugar la última reunión del COPOM, dónde se decidió incrementar la tasa de interés de referencia para la política monetaria, ubicándola en 9,25%. Esta nueva alza de la TPM intentó señalar la preocupación de las autoridades ante una inflación desviada por sobre el objetivo. Sin embargo, y tal como se preveía, el efecto inmediato de la medida fue impulsar la apreciación del peso en un contexto de competitividad deteriorada. Ante esto, el BCU decidió intervenir en el mercado cambiario indicando cierta preocupación por el nivel del tipo de cambio y su correlato en la competitividad de los bienes y servicios exportables. En la última sección de este informe ahondaremos sobre la tensión entre inflación y competitividad y la dualidad de objetivos señalada por el BCU.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

De acuerdo a los datos publicados por el INE, se registró en diciembre un descenso del nivel general de precios de 0,73%, lo que determinó que la inflación interanual se ubicara en 7,48%. El dato correspondiente al mes de diciembre fue algo menor a lo esperado debido al fuerte impacto que tuvo la promoción “UTE Premia” sobre la tarifa media de UTE, reduciéndola un 19,2%. Por lo tanto, dicha deflación se explica fundamentalmente por una reducción de los precios de los energéticos (-10,16%) y por la moderación en el incremento de los precios de los alimentos no elaborados (0,29%) respecto al mes anterior. En consecuencia la moderación de la inflación es el resultado de factores puramente coyunturales cuyo efecto se verá revertido a partir del mes de enero. Más precisamente, de no haber mediado el descuento por el plan “UTE Premia” la inflación anual se habría ubicado en torno a 8,4%

En esta ocasión, los rubros transables, se mantuvieron virtualmente estables como consecuencia de los acuerdos de precios vigentes hasta el mes de diciembre y el descenso del tipo de cambio que significó una reducción de las presiones externas sobre los bienes transables. Asimismo, en los rubros no transables se verificó una moderación en la inflación mensual que impactó positivamente en la reducción de la inflación interanual.

La moderación registrada en el incremento de los precios a nivel general se reflejó en un menor registro de inflación tendencial, indicador que cerraría el año en un nivel de 7,9% tras un reducido incremento en diciembre (0,16%). Sin embargo, y a pesar de que la deflación registrada en diciembre permitiría reducir las presiones salariales en enero, la existencia de efectos puntuales que explican la disminución del nivel general de precios no permite concluir que las presiones inflacionarias hayan mermado. En este sentido los próximos meses serán claves para definir la trayectoria del componente tendencial ya que se espera la reversión de los acuerdos de precios y otros aumentos relevantes en enero.

### Diagnóstico y proyecciones

*Como es habitual 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.*

Luego de la deflación registrada en diciembre por factores estrictamente puntuales, enero se presenta como un mes de inflación elevada por diversas causas. En primer lugar por la recomposición de la tarifa normal de UTE al expirar el plan “UTE Premia” y la finalización de los acuerdos de precios. Este punto es relevante ya que si bien el impacto a la baja en los datos globales de inflación de noviembre y diciembre parecería menor, los ajustes de precios en enero, tanto de aquellos productos cuyos precios fueron “congelados” como de los que se redujeron en 10%, podrían aportar alzas importantes al registro mensual. A estos fenómenos se deben agregar otros como el alza en los precios de los servicios de salud y transporte colectivo. Adicionalmente, en enero se generan incrementos de salarios en diversos sectores que, a pesar del menor correctivo que se pagará por la inflación del 2012, continuarán incidiendo en la formación de precios internos dada la elevada utilización de los recursos y la dinámica del consumo interno.

Sin embargo, por el lado de los bienes transables comienza a esbozarse un alivio de las presiones externas, que se viene gestando desde hace algún tiempo, a través de la reducción en el tipo de cambio. En este sentido, la apreciación del peso ha sido en los últimos meses una de las principales herramientas para mitigar las alzas en los precios. Luego de la última contracción monetaria resuelta en diciembre (y sobre la que ahondaremos en la próxima sección) y las presiones bajistas sobre el tipo de cambio asociadas a dicha resolución, el esquema para los próximos meses no ha variado con respecto a lo anunciado anteriormente. Esto es, ante los incipientes problemas de competitividad, el BCU defendería el valor del tipo de cambio en el entorno actual. En este sentido, no se esperan incrementos del tipo de cambio al menos hasta que la inflación se estabilice genuinamente en el entorno de 8%.

Por el lado de los precios internacionales, la tónica comienza a cambiar con respecto a meses anteriores. En primer lugar ANCAP resolvió bajar 2% el precio de los combustibles en enero, fijando una nueva paramétrica hacia el futuro. En cuanto a los precios de los alimentos, la tónica en el último mes es de una leve baja, lo que permitiría disminuir presiones sobre los transables en general y sobre algunos de sus derivados. Sin embargo, para que esto ocurra, dicha baja debería perdurar algún tiempo más ya que el traspaso a precios domésticos ocurre con rezagos.

El escenario descrito no dista sensiblemente del presentado en informes anteriores para el 2013, en el que se espera que las presiones internas se mantengan. Ante esto nuestras proyecciones a diciembre de 2013 se

corrigen muy levemente a la baja producto de los menores correctivos salariales y los menores ajustes previstos en algunos servicios públicos y administrados. No obstante nuestras estimaciones no contemplan la repetición del plan UTE Premia en 2013, a pesar de que es posible que se vuelva a implementar. Estos supuestos sitúan a la inflación en 8,0% a diciembre de 2013, lo que descarta el cumplimiento de la meta inflacionaria y confirma la permanencia de fuertes presiones y de inercia en los incrementos de precios.

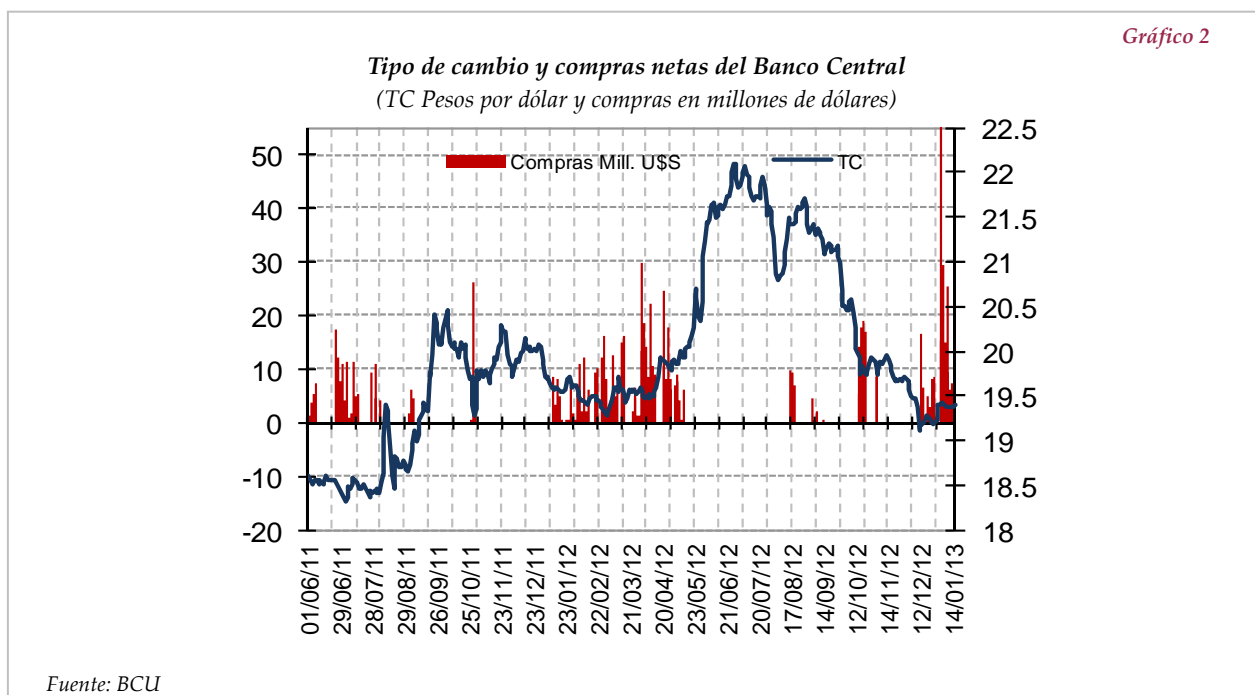
<i>Cuadro 1</i>		
<b>Proyecciones de inflación</b> (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Enero)	1.5	0.7
Próximos 12 meses (Diciembre 2013)	8.0	7.6
Año calendario 2013	8.0	7.6
Año calendario 2014	7.7	7.9

*Fuente: Proyecciones cinve al 16/01/2013.*

## DOS OBJETIVOS: CONTROLAR LA INFLACION Y MINIMIZAR EFECTO SOBRE COMPETITIVIDAD

A fines de diciembre de 2012, el Comité de Política Monetaria se reunió y decidió incrementar la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos, ubicándola en 9,25% y haciendo más restrictiva la política monetaria con el objetivo de señalar su preocupación ante el proceso inflacionario y el apartamiento de la inflación por sobre el rango meta definido por las autoridades (4%-6%).

Si bien la inflación se encuentra ampliamente desviada, la nueva contracción monetaria no era esperable dado el delicado equilibrio existente entre la inflación y la competitividad. Recordemos que desde setiembre de 2012, el tipo de cambio fue utilizado como una de las principales herramientas para combatir las presiones externas (en especial provenientes de los altos precios internacionales) sobre los precios domésticos, depreciándose un 9% entre setiembre y diciembre a valores promedio mensuales. En este sentido el efecto inmediato del alza en la TPM consiste en aportar presiones a la baja sobre el tipo de cambio, dado que el mayor rendimiento de los activos denominados en pesos implica un incremento de la oferta de dólares para adquirir pesos. Al mismo tiempo, la política monetaria de Brasil, quien fuera referencia durante mucho tiempo, consistió en la defensa de la relación real-dólar con el claro objetivo de mejorar la competitividad y reactivar el nivel de actividad, lo que aportó nuevos impulsos para la apreciación del peso.



Sin embargo, en esta oportunidad el alza en la TPM vino acompañada, en el primer día de operativa en el mercado de cambios, de otra señal fuerte por parte del BCU: no se tolerarán nuevos deterioros significativos de la competitividad. En línea con esto el BCU participó activamente en el mercado de cambios para sostener el valor de la divisa, comprando el primer día 120 millones de dólares, totalizando en la primera quincena de

enero compras por 228 millones de dólares.

Ante estas intervenciones, el BCU en su preocupación por manejar el dilema estabilidad de precios y competitividad, redujo la transmisión del alza en la TPM a través del canal “tipo de cambio” (canal de efecto más inmediato). Esto indicaría que la reducción de las presiones inflacionarias no se originaría en una apreciación del peso como en anteriores oportunidades. Por tanto, el efecto del alza en la TPM tardaría más tiempo en operar sobre los precios domésticos dado que los restantes canales de transmisión actúan con mayores rezagos. El efecto sobre la demanda interna, a través del encarecimiento del crédito, dependerá de la utilización de este instrumento por parte de los hogares y las empresas. Sin embargo, en el escenario actual de altos niveles de empleo y salarios reales creciendo fuertemente es esperable que su efecto, al menos en el crédito a familias, se dilate.

Por el lado de las expectativas, el sistemático desvío de la inflación por encima del objetivo ha erosionado la credibilidad de la política monetaria y de esta forma, el efecto de las decisiones de política sobre la percepción de los distintos agentes sobre el proceso inflacionario. Ante esto, recomponer la reputación debería ser una prioridad para las autoridades y para esto deberían conjugarse al menos dos elementos: fuertes señales y compromisos con la lucha contra la inflación y por otro alcanzar el cumplimiento del objetivo. Para el primero serán necesarios anuncios firmes en otros frentes que complementen la política monetaria restrictiva y tensionada al máximo. En el caso del segundo, si bien está sujeto a los anuncios y medidas adoptadas en el primer punto, sería deseable discutir sobre la meta y su factibilidad o al menos dar cuenta de los desvíos y sus causas.

Por último cabe señalar que la intervención cambiaria no está exenta de costos. Por definición una contracción monetaria (como la ocurrida como consecuencia del aumento de la TPM) implica que haya menos pesos en el mercado, mientras que la compra de dólares (posterior a la contracción resuelta en diciembre) implica volcar pesos en el mercado para hacerse de divisas. Este fenómeno contradictorio es solucionado a través de la esterilización de la cantidad excedente de pesos mediante la emisión de títulos por parte de la autoridad monetaria (en especial Letras de Regulación Monetaria). Por tanto, el costo de la intervención proviene principalmente del costo financiero de las nuevas emisiones de deuda, que aumenta en línea con la tasa de referencia de política monetaria.

...

*Cuadro Estadístico 1.*

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	-0.06	0.53	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.43	0.49	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.04	0.00	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.16	0.46	
(4) ANE (12,12%)	0.29	-0.85	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-10.16	-5.28	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	-3.41	-2.27	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	-0.73	-0.22	
(*) 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 (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
<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>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<b><i>Dic 2013/ Dic 2012</i></b>	<b>6.69</b>	<b>9.37</b>	<b>4.92</b>	<b>7.60</b>	<b>10.42</b>	<b>10.25</b>	<b>3.00</b>	<b>9.20</b>	<b>7.99</b>
<b><i>Dic 2014/ Dic 2013</i></b>	<b>7.05</b>	<b>9.30</b>	<b>5.96</b>	<b>7.88</b>	<b>10.27</b>	<b>3.52</b>	<b>4.64</b>	<b>7.21</b>	<b>7.72</b>
<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>	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<b><i>Prom 2013/ Prom 2012</i></b>	<b>6.20</b>	<b>9.39</b>	<b>6.40</b>	<b>7.54</b>	<b>12.14</b>	<b>3.99</b>	<b>2.94</b>	<b>7.83</b>	<b>7.61</b>
<b><i>Prom 2014/ Prom 2013</i></b>	<b>7.05</b>	<b>9.46</b>	<b>5.99</b>	<b>7.94</b>	<b>10.87</b>	<b>3.49</b>	<b>4.51</b>	<b>7.42</b>	<b>7.81</b>

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 16/01/2013.

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 (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
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	0.24	0.41	-0.76	0.20	3.17	7.47	0.00	4.13	1.15
11/12	0.15	0.71	0.07	0.37	0.62	-0.10	0.00	0.28	0.35
12/12	-0.06	0.43	0.04	0.16	0.29	-10.16	0.01	-3.41	-0.73
01/13	0.52	0.80	1.45	0.74	0.75	10.56	0.00	3.82	1.49
02/13	0.30	1.18	0.00	0.63	-0.76	-0.28	3.00	-0.03	0.47
03/13	0.79	1.03	0.00	0.80	0.95	0.00	0.00	0.47	0.72
04/13	0.76	0.52	0.00	0.57	2.09	0.00	0.00	1.05	0.69
05/13	0.59	0.50	0.00	0.49	0.01	0.00	0.00	0.01	0.37
06/13	0.55	0.63	0.00	0.52	0.17	0.00	0.00	0.09	0.41
07/13	0.53	0.73	3.14	0.91	1.68	0.00	0.00	0.85	0.89
08/13	0.27	1.05	0.00	0.57	2.47	0.00	0.00	1.26	0.74
09/13	0.55	0.64	0.27	0.56	1.25	0.00	0.00	0.65	0.58
10/13	0.72	0.54	0.00	0.56	1.54	0.00	0.00	0.80	0.62
11/13	0.50	0.77	0.00	0.56	-0.39	0.00	0.00	-0.21	0.37
12/13	0.41	0.60	0.00	0.44	0.25	0.00	0.00	0.13	0.37
01/14	0.70	0.92	1.96	0.93	1.46	3.52	0.00	1.92	1.17
02/14	0.38	1.22	0.00	0.69	-0.44	0.00	4.64	0.45	0.63
03/14	0.84	0.95	0.93	0.89	0.87	0.00	0.00	0.45	0.78
04/14	0.84	0.58	0.00	0.64	1.63	0.00	0.00	0.84	0.69
05/14	0.62	0.54	0.00	0.52	-0.19	0.00	0.00	-0.10	0.37
06/14	0.50	0.59	0.00	0.48	0.20	0.00	0.00	0.11	0.39

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 16/01/2013.

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									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
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	7.92	9.99	9.65	8.97	10.64	11.43	2.10	9.52	9.11
11/12	7.34	10.09	8.89	8.64	12.22	11.29	2.02	10.22	9.03
12/12	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
01/13	6.63	9.88	8.77	8.21	13.54	4.74	1.88	8.50	8.28
02/13	6.51	9.99	7.13	8.01	11.36	4.44	3.07	7.54	7.89
03/13	6.65	9.70	7.15	7.97	9.16	4.37	3.06	6.50	7.60
04/13	6.63	9.63	7.03	7.91	9.55	2.74	3.04	6.12	7.47
05/13	6.53	9.50	6.57	7.76	10.91	1.91	3.04	6.46	7.44
06/13	6.01	9.06	6.39	7.32	15.17	1.70	3.03	8.33	7.56
07/13	6.04	9.10	9.31	7.68	15.03	6.24	3.03	10.01	8.24
08/13	5.55	9.16	5.70	7.06	15.57	8.36	3.03	11.07	8.02
09/13	5.30	9.00	4.24	6.71	13.38	6.35	3.01	9.34	7.34
10/13	5.81	9.14	5.04	7.10	11.59	-1.05	3.01	5.85	6.79
11/13	6.18	9.20	4.96	7.29	10.46	-0.95	3.01	5.34	6.81
12/13	6.69	9.37	4.92	7.60	10.42	10.25	3.00	9.20	7.99
01/14	6.88	9.50	5.45	7.80	11.21	3.22	3.00	7.20	7.65
02/14	6.96	9.54	5.45	7.87	11.57	3.52	4.64	7.71	7.83
03/14	7.01	9.45	6.44	7.97	11.48	3.52	4.64	7.68	7.90
04/14	7.10	9.51	6.44	8.04	10.98	3.52	4.64	7.46	7.90
05/14	7.13	9.55	6.44	8.07	10.76	3.52	4.64	7.35	7.89
06/14	7.07	9.51	6.44	8.03	10.79	3.52	4.64	7.37	7.87

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 16/01/2013.

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