

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Nuevas (repetidas) medidas intentan reducir la inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- El próximo COPOM ante la encrucijada

N° 129

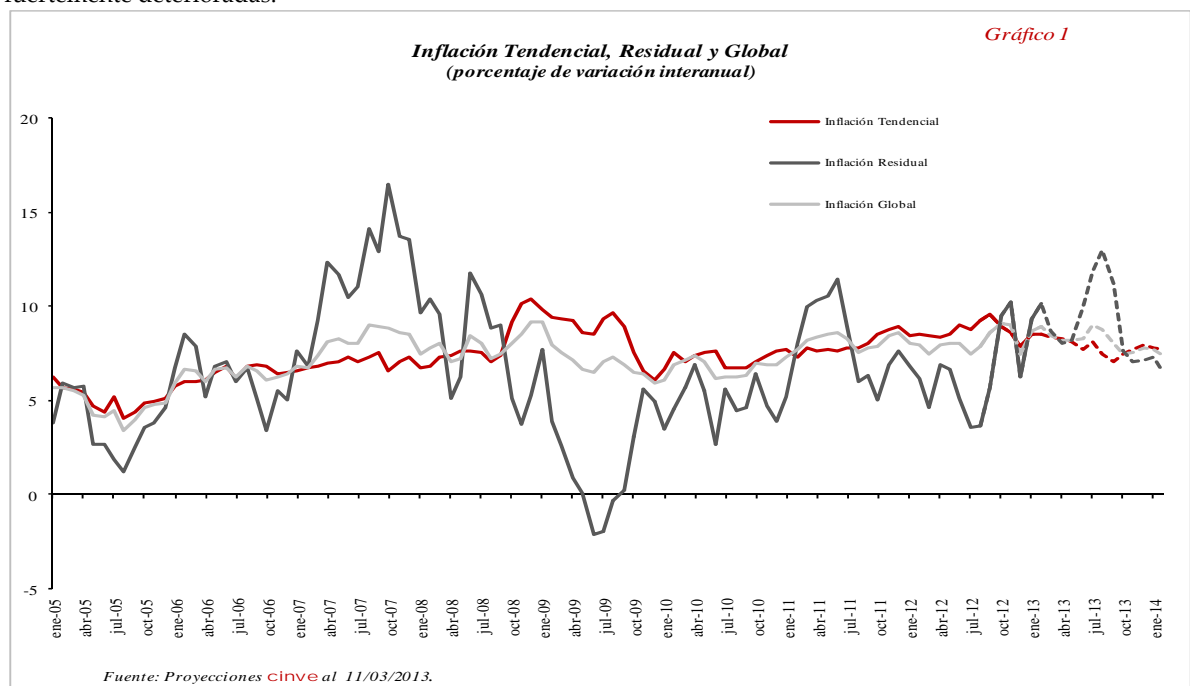
19 de Marzo de 2013

NUEVAS (REPETIDAS) MEDIDAS INTENTAN REDUCIR LA INFLACION

La inflación del primer bimestre del año acumula un alza de precios de 2,9%, más de la mitad de la meta inflacionaria dispuesta por el BCU. Si bien este elevado registro recoge las distorsiones asociadas a las medidas adoptadas hacia fin de 2012 (efecto *rebote*), evidencia que las presiones inflacionarias aún persisten y tensionan el sistema de precios. Si bien dichas presiones se reducirían en el correr del año debido a la desaceleración de la economía y el menor incremento del salario real, que se traduciría en menores empujes sobre los precios domésticos, este escenario no es auspicioso para el control del proceso inflacionario y la estabilidad de precios en el mediano y largo plazo. En este sentido, comienzan a anunciarse nuevas medidas, ya utilizadas en anteriores ocasiones.

A principios de abril comienza a regir una nueva alza de los encajes marginales. En este caso se incrementan un 5% adicional los encajes marginales sobre los depósitos en pesos y dólares. Más allá de su efecto sobre la rentabilidad de los bancos (tema que no es de orden para este informe) es interesante discutir su efecto sobre el proceso inflacionario. Un incremento en los encajes implica que un porcentaje mayor de los depósitos deben ser conservados como reservas, es decir que esos fondos no pueden ser prestados. Esta medida tiene como objetivo encarecer el crédito y de esta forma desincentivar el consumo, con el objetivo de reducir las presiones sobre la demanda interna. En la teoría esto implica acelerar e incrementar el *pass through* de TPM a precios y, dado el nivel de dolarización de la economía, constituye una forma de afectar las transacciones en moneda extranjera. No obstante, dado la evolución del mercado de trabajo y los salarios, el rol del crédito en la demanda interna no parece ser clave, por lo que su reducción no afectará de forma muy significativa al sistema de precios.

Por otro lado, no se descarta la posibilidad de instaurar nuevos acuerdos de precios en los próximos meses. Como comentamos oportunamente, este tipo de medidas transitorias no inciden sobre los fundamentos del proceso inflacionario, deberían ser de corta duración y utilizados sólo en casos excepcionales ya que pierden credibilidad por su uso y abuso y generan distorsiones a nivel microeconómico. Si bien los acuerdos de fin de año pasado tuvieron una incidencia directa sobre los ajustes salariales de principio de año, su efecto no es duradero ni permitió dominar presiones subyacentes ni expectativas futuras. Adicionalmente, reducir tarifas o postergar futuros aumentos de tarifas pondría nuevas presiones sobre las cuentas fiscales, que ya se encuentran fuertemente deterioradas.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El registro de inflación de febrero determinó un incremento de precios de 0,99% en línea con nuestra proyección mensual, dejando la inflación interanual en 8,9%, confirmando la tensión sobre el sistema de precios. Febrero es un mes que se caracteriza por algunos ajustes estacionales, tales como las cuotas de los servicios educativos y algunas tarifas públicas (OSE y en esta ocasión UTE) lo que determina que el mes pasado no se apartó del comportamiento habitual de los precios durante el mes de febrero. Adicionalmente, el temporal ocurrido a fines de enero tuvo un impacto menor en el componente de frutas y verduras, mientras las primeras redujeron su precio en 1,5%, las verduras aumentaron 4,7%, denotando la alta volatilidad de estos componentes.

El diagnóstico sobre las presiones inflacionarias se mantiene con respecto a meses anteriores en lo que refiere al origen de las mismas (internas/externas). Mientras las presiones externas se encuentran parcialmente mitigadas dado la estabilidad relativa de los precios internacionales (en especial alimentos) y el dólar en torno a \$19, las presiones internas continúan impulsando los precios de los bienes no transables. Esto se debe a la firmeza de la demanda interna, asociada a la evolución del salario real y la baja tasa de desempleo. De todas formas, las perspectivas para este año marcan cierta moderación de dichas presiones dado la desaceleración de la economía doméstica y los menores incrementos salariales previstos para 2013.

Por último, el componente tendencial de la inflación se ubicó en 8,5% en febrero, denotando la firmeza de las presiones inflacionarias. Este nivel de inflación tendencial es similar al observado durante 2012 (con la excepción de diciembre) lo que señala las dificultades para encauzar los precios hacia la meta prevista, estimulando mayores desvíos de las expectativas y erosionando la credibilidad del objetivo inflacionario.

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 algunos meses de eventos atípicos (con mediciones de inflación mensual atípicas también), febrero señala la vuelta a mediciones normales similares a las de gran parte de 2012. Por tanto, la inflación de febrero no marca una señal de aceleración del proceso inflacionario sino que es una prueba de que las presiones se mantienen con respecto al año pasado y que fueron los dos meses anteriores que representaron una irregularidad en la evolución de los precios.

En el frente externo, se observa una menor incertidumbre a nivel internacional, a pesar de que algunos problemas persisten, lo que determina una estabilidad relativa de los precios internacionales, bajas tasas de interés y alta liquidez. Si bien se observan algunos cambios en los precios de los alimentos, la tónica general es de cierta estabilidad y mantenimiento de los mismos en niveles relativamente altos. En el caso del petróleo se observa que a pesar de ciertos incrementos en el precio internacional observados en febrero, la tendencia para el futuro es de mantenimiento de los precios actuales. Esto se mantendrá si no ocurren recrudescimientos de algunos conflictos geopolíticos en el norte de África y Medio Oriente.

Adicionalmente, el contexto anterior determina que el dólar se mantenga débil de cara a los próximos meses. Si a esto se le agregan las decisiones de política monetaria en Uruguay y su asimetría con respecto a la política monetaria brasileña, esto implicaría un dólar relativamente estable en torno de \$19. Sin embargo, en el caso de que el próximo COPOM decida incrementar la TPM en su próxima reunión, es posible que existan nuevas presiones a la baja sobre el tipo de cambio. En el caso que esto ocurra es posible que el BCU intervenga nuevamente en el mercado cambiario para evitar nuevas distorsiones de precios relativos originadas por la política monetaria más restrictiva, tal como sucedió luego del último ajuste de la TPM.

A nivel doméstico, el diagnóstico señala la persistencia de presiones sobre los bienes no transables originadas en la aún firme demanda interna. No obstante, para este año se espera que las presiones internas se mitiguen parcialmente producto de la desaceleración de la actividad económica y los menores incrementos salariales inducidos por un menor correctivo por inflación pasada.

Por último, cabe señalar que nuestras proyecciones para 2013 y 2014 incorporan la repetición del plan de bonificación sobre la energía eléctrica de fin de año, tal como aconteció en diciembre de 2012. De todas formas de cambiar la magnitud del descuento o el alcance del mismo, las estimaciones para fin de año se verían modificadas. Por tanto, nuestras proyecciones para 2013 se corrigen levemente al alza, ubicándose en 7,8% en términos interanuales a diciembre de este año.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Marzo)	0.6	0.7
Próximos 12 meses (Febrero 2014)	7.4	7.7
Año calendario 2013	7.8	8.0
Año calendario 2014	7.5	7.8

Fuente: Proyecciones cinve al 11/03/2013.

EL PRÓXIMO COPOM ANTE LA ENCRUCIJADA

A fines de este mes se reúne el Comité de Política Monetaria (COPOM) para evaluar la marcha de la inflación y el desempeño de la política monetaria, decidiendo de esta forma sobre el sesgo de la misma para los siguientes meses. Si en anteriores oportunidades alertábamos sobre el dilema entre estabilidad de precios y competitividad, en esta oportunidad dicha disyuntiva se encuentra aún mas tensionada. No obstante, las señales implícitas del accionar del BCU determinan que el objetivo es dual: combatir la inflación minimizando los costos sobre la competitividad.

El escenario de cara al COPOM no presenta cambios significativos: la inflación se encuentra sistemáticamente por encima del rango meta, la competitividad se deteriora y la economía se desacelera haciendo que las presiones inflacionarias aún activas se amortigüen, al menos parcialmente. Todo esto en un contexto regional menos favorable dado el magro crecimiento de Brasil y Argentina. Por tanto, el escenario a tomar en cuenta para la próxima reunión se presenta complejo y los desequilibrios macroeconómicos, en especial la disyuntiva entre inflación y competitividad, estarán presentes en la discusión.

Ante este escenario, el menú de opciones disponibles en cuanto al manejo de la política monetaria mediante el uso de la TPM es acotado. Más precisamente, el COPOM se enfrentará a un nuevo trade off, aumentar la tasa o mantenerla incambiada en 9,25%. Esta decisión dependerá directamente de la evaluación de riesgos y beneficios en cada caso y de la ponderación que tengan los problemas anteriormente comentados (inflación desviada, pérdida de competitividad y enlentecimiento del nivel de actividad) en la función objetivo de las autoridades monetarias.

Una nueva alza de la tasa de referencia implicaría nuevas presiones a la baja sobre el tipo de cambio. De esta forma, si el BCU decide continuar con su política de amortiguar la apreciación del peso mediante intervenciones en el mercado de cambios, el traslado del alza en la TPM hacia el nivel de precios (a través de la reducción del tipo de cambio) se reducirá rápidamente, al menos en el corto plazo. En este sentido la transmisión recaería, casi únicamente, en el canal del crédito y en las expectativas. En cuanto al primero, se esperaría que la suba de la TPM encarezca el crédito debilitando la demanda interna, de forma similar a lo que sucedería con el aumento de encajes marginales implementado recientemente. Sin embargo, éste canal actúa con rezagos lo que implica un lento traspaso a precios. Adicionalmente, su impacto dependerá fuertemente de la evolución de los salarios y del rol del crédito en la demanda interna. El enlentecimiento esperado para la demanda interna dado el menor crecimiento de los salarios previsto para este año podría mitigar parte de las presiones inflacionarias internas, una nueva suba de la TPM podría reforzar este efecto. No obstante, el crédito no tendría actualmente una fuerte incidencia en el dinamismo de la demanda interna y por lo tanto la efectividad del canal del crédito se ve reducida. En cuanto al rol de las expectativas, en informes anteriores hemos comentado sobre su deterioro ante el reiterado incumplimiento del rango meta, lo que reduce significativamente el impacto de las medidas de política económica sobre los registros de inflación esperada. Esto constituye una observación generalizada, el descreimiento del objetivo inflacionario se evidencia tanto en los pronósticos de los analistas como las discusiones de las pautas salariales en los Consejos de Salarios.

En línea con lo anterior, una contracción monetaria como la comentada anteriormente podría reforzar el proceso de desaceleración económica y de pérdida de competitividad de los últimos meses al presionar sobre la apreciación del peso, aunque esta última podría verse mitigada por la reciente apreciación del real y una posible contracción monetaria en Brasil.

Por último, el mantenimiento de la tasa de interés en el nivel actual (9,25%) sería consistente con un escenario de enlentecimiento de la actividad y de la demanda interna, que reducirían consecuentemente las presiones internas sobre el proceso inflacionario. Adicionalmente, se evitaría un mayor deterioro de la competitividad por la apreciación del peso, permitiéndose incluso recomponer parcialmente la pérdida de competitividad con respecto a los principales socios comerciales (en especial Brasil).

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Febrero de 2013

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.53	0.35	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.28	1.24	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.24	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.81	0.68	
(4) ANE (12,12%)	0.82	0.32	3.3%
(5) ENE (8,33%)	2.85	2.63	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	1.01	1.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.55	1.22	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.99	0.82	
(*) 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	Índices de los Precios del Consumo								INFLACIÓN IPC (100%)
	(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%)	
<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
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.93	9.74	5.85	7.98	11.87	2.01	2.02	7.11	7.77
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	6.78	9.38	6.00	7.79	9.52	3.23	2.00	6.45	7.47
<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
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.40	9.83	7.33	7.92	13.99	6.25	1.61	9.32	8.26
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	6.94	9.43	6.00	7.88	10.20	3.39	2.43	6.74	7.60

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 11/03/2013.

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

Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

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	0.53	1.32	2.00	1.03	2.22	10.77	-0.01	4.65	1.90
02/13	0.53	1.28	0.24	0.81	0.82	2.85	1.01	1.55	0.99
03/13	0.72	0.78	0.17	0.68	0.26	0.00	0.00	0.13	0.55
04/13	0.74	0.55	0.00	0.58	1.66	0.00	0.00	0.83	0.64
05/13	0.62	0.52	0.00	0.51	-0.35	0.00	0.00	-0.18	0.34
06/13	0.57	0.60	0.00	0.52	-0.10	0.00	0.00	-0.05	0.38
07/13	0.58	0.75	3.08	0.93	1.74	0.00	1.00	1.03	0.96
08/13	0.25	1.02	0.00	0.54	2.55	0.00	0.00	1.30	0.73
09/13	0.52	0.63	0.27	0.54	1.21	0.00	0.00	0.62	0.56
10/13	0.70	0.54	0.00	0.55	1.51	0.00	0.00	0.78	0.61
11/13	0.56	0.78	0.00	0.59	-0.46	0.00	0.00	-0.24	0.38
12/13	0.41	0.57	0.00	0.43	0.28	-10.47	0.00	-3.35	-0.51
01/14	0.63	0.89	1.90	0.88	1.67	12.71	0.00	4.84	1.83
02/14	0.39	1.22	0.00	0.70	-0.56	2.43	2.00	0.80	0.72
03/14	0.83	0.94	0.94	0.89	0.69	0.00	0.00	0.36	0.76
04/14	0.83	0.63	0.00	0.65	1.62	0.00	0.00	0.84	0.70
05/14	0.59	0.57	0.00	0.52	-0.26	0.00	0.00	-0.13	0.35
06/14	0.48	0.59	0.00	0.47	0.12	0.00	0.00	0.06	0.37

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/03/2013.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

Cuadros estadísticos

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas ▪ Área de Macroeconomía, Finanzas y Coyuntura

Cuadro Estadístico 4

Predicciones de inflación, tasas de variación anual

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	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	6.64	10.46	9.36	8.52	15.20	4.94	1.87	9.37	8.72
02/13	6.75	10.66	7.97	8.50	14.79	7.92	1.07	10.11	8.89
03/13	6.83	10.10	8.17	8.33	11.75	7.86	1.07	8.67	8.42
04/13	6.79	10.06	8.04	8.28	11.68	6.17	1.05	8.06	8.23
05/13	6.72	9.95	7.57	8.15	12.66	5.31	1.05	8.20	8.17
06/13	6.22	9.48	7.40	7.70	16.67	5.09	1.04	9.95	8.25
07/13	6.30	9.54	10.28	8.09	16.60	9.79	2.04	11.86	8.99
08/13	5.78	9.56	6.64	7.44	17.23	11.97	2.04	12.97	8.77
09/13	5.51	9.39	5.17	7.07	14.96	9.90	2.03	11.18	8.07
10/13	6.00	9.52	5.97	7.45	13.10	2.26	2.03	7.61	7.49
11/13	6.43	9.59	5.90	7.68	11.88	2.36	2.03	7.05	7.52
12/13	6.93	9.74	5.85	7.98	11.87	2.01	2.02	7.11	7.77
01/14	7.04	9.27	5.75	7.82	11.27	3.79	2.02	7.30	7.69
02/14	6.89	9.20	5.50	7.70	9.74	3.36	3.02	6.51	7.41
03/14	7.01	9.38	6.32	7.92	10.22	3.36	3.02	6.76	7.63
04/14	7.10	9.46	6.32	8.00	10.18	3.36	3.02	6.76	7.69
05/14	7.07	9.52	6.32	8.01	10.28	3.36	3.02	6.81	7.71
06/14	6.98	9.51	6.32	7.96	10.53	3.36	3.02	6.93	7.71

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 11/03/2013.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.