

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

- Inflación y dólar: nuevas medidas para viejos desafíos
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Los encajes como instrumento de política monetaria

Nº 122

21 de Agosto de 2012

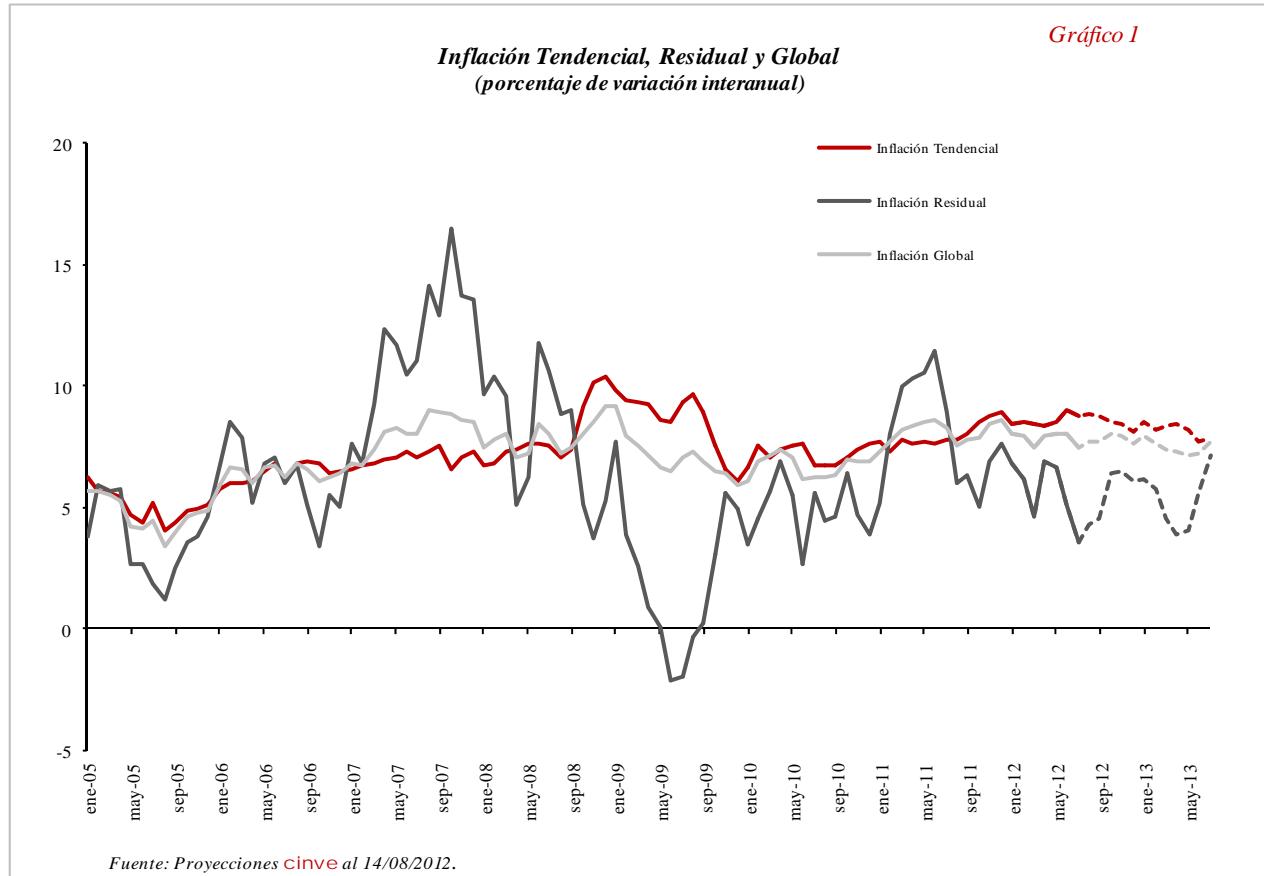
INFLACIÓN Y DÓLAR: NUEVAS MEDIDAS PARA VIEJOS DESAFÍOS

El registro de inflación de julio mostró una moderación en los incrementos de precios, que aumentaron 0,27%, dejando la inflación interanual en 7,5%. Si bien la inflación se encuentra largamente por fuera del rango meta definido por las autoridades, en los últimos dos meses ha descendido luego de encontrarse por encima de 8% durante los primeros meses del 2012. Sin embargo dicho descenso se produce por factores puntuales, como el Plan de Ahorro Energético que determinó una reducción de las tarifas pagadas por aquellos hogares que redujeron su consumo energético. De todas formas, es previsible que esta reducción se revierta una vez finalizado el Plan, por lo que se espera que en octubre se vuelva a los niveles tarifarios previos a su adopción.

A pesar de la reducción de la inflación general, continúa preocupando la inflación tendencial que se mantiene cercana al 9% (8,8% en julio) lo que denota la existencia de presiones persistentes. En este sentido son bienvenidas medidas tales como el alza en los encajes instaurada en agosto, al menos para señalar la preocupación con la inflación por fuera del rango meta ya que la reducción en el precio de los energéticos o algunas bajas puntuales en rubros volátiles, sólo permiten actuar sobre el dato puntual de inflación pero no tienen efecto directo sobre sus causas.

Además del alza en los encajes, el BCU instauró medidas para controlar la llegada de capitales externos para inversiones de cartera en títulos públicos y revocó la prohibición de comprar títulos con dólares. Ambas medidas reducen las presiones bajistas sobre el dólar en el mercado cambiario. Por tanto la decisión del incremento de encajes intenta atacar el desvío inflacionario mientras que las últimas medidas intentan ubicar al dólar en una zona de confort en términos de competitividad. Más precisamente, el BCU habría señalado implícitamente con su reciente accionar, que un dólar por encima de \$22 sería riesgoso para el control inflacionario (y prohibió la compra de títulos de deuda con dólares) al tiempo que una cotización por debajo de \$21 podría complicar la competitividad, en especial a nivel regional. Esto derivó en que en los últimos días el BCU vuelva a intervenir en el mercado cambiario.

Gráfico 1



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El registro de inflación de julio estableció un leve incremento en el nivel de precio (0,27%), ubicándose por debajo de nuestra estimación mensual. Esto determinó una atenuación en el registro de inflación interanual, que se situó en 7,5% en los doce meses cerrados a julio. Dos fenómenos puntuales permiten explicar el error de estimación. Por un lado la rebaja en las tarifas de energía eléctrica producto del Plan de Ahorro Energético supuso una reducción en el precio relevado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Sin embargo este efecto sería transitorio y se revertiría una vez que finalice dicho plan. Otro elemento que explica el desvío de nuestras proyecciones se origina en algunos servicios administrados, dónde se pospusieron los aumentos de precios esperados a la espera de las resoluciones de las distintas negociaciones salariales.

Por el lado de los rubros transables, es decir aquellos que se comercian internacionalmente, los incrementos de precios se moderaron levemente con respecto a meses anteriores. Por el lado de los no transables, estos se incrementaron por encima de los transables lo que confirma que las presiones salariales continúan incidiendo sobre estos rubros.

En cuanto al componente tendencial, que recoge la evolución de los precios más estables, la inflación tendencial se redujo muy levemente en términos interanuales, ubicándose en 8,8%. El mantenimiento del desvío por encima del techo del rango meta es preocupante ya que señala una importante persistencia y permite descartar el cumplimiento de la meta inflacionaria en el corto y mediano plazo. Adicionalmente, a pesar de que se espera cierta moderación en las próximas pautas salariales, se descarta que desaparezcan estas presiones.

En suma, si bien el dato de inflación de julio fue menor al esperado, esto ocurrió principalmente por una reducción transitoria de las tarifas de energía eléctrica producto del Plan de Ahorro Energético.

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.

Por el lado de los salarios, durante julio se observó que algunas ramas que debían renegociar los convenios salariales, atenuaron las alzas de precios a la espera de la resolución de los nuevos acuerdos. Esto permitió reducir levemente las presiones salariales durante el mes pasado lo que podría volver a ocurrir en agosto, al menos para algunas ramas que aún no habrían acordado. No obstante, a pesar de los pedidos de moderación por parte de los empresarios, las perspectivas de evolución salarial determinan que los salarios continuarán al alza aunque moderando levemente su ritmo de crecimiento, lo que continuará dinamizando la demanda interna e impulsando los precios. Cabe destacar que, según nuestras estimaciones, de cada 1% de aumento de salarios, se observa un aumento de 0,33% en el IPC.

Por el lado de los principales precios internacionales, el petróleo continúa su senda alcista luego de algunos meses de descenso. Esto derivó en que la baja de los combustibles que preveíamos en julio o agosto se disipa, ya que dicho aumento eliminó el margen favorable que permitía la reducción de las tarifas de ANCAP. En cuanto a los granos, problemas de oferta originados en la sequía en Estados Unidos han elevado los precios de las materias primas alimenticias agrícolas. Este fenómeno no se revertiría hasta que se reviertan las condiciones climáticas o aparezca un nuevo brote de incertidumbre en los mercados internacionales. De todas formas, las alzas en los precios internacionales podrían implicar riesgos inflacionarios futuros y para algunos productos en particular. Por ejemplo algunos de estos comenzaron a reflejarse a principios de agosto con el alza en los farináceos, entre otros derivados de los granos.

Por último, en lo que refiere a la evolución del dólar la primera quincena de agosto arrojó señales ambiguas. Si bien el dólar tuvo un marcado descenso en los primeros días del mes, dos medidas adoptadas por el BCU revirtieron, al menos transitoriamente, dicha tendencia. Las medidas fueron el restablecimiento de la posibilidad de comprar títulos de deuda con moneda extranjera (resolución que se había modificado recientemente y derivó en presiones bajistas sobre el tipo de cambio) junto a la adopción de un nuevo instrumento que inmoviliza fondos de los intermediarios cuando éstos compren títulos para inversores extranjeros. Esta medida desalentaría la llegada de capitales especulativos por la reducción en la rentabilidad de las colocaciones pero, fundamentalmente, evitaría las apreciaciones del peso uruguayo derivadas de la llegada de estos capitales. Ante estas nuevas medidas es esperable que el dólar reduzca su volatilidad y se mantenga entre \$21 y \$ 21,5 de aquí a fin de año, siempre que no resurjan malas noticias referentes a la crisis internacional, y en especial, sobre la situación de Europa.

En suma, los últimos dos registros de inflación menores a lo esperado y una leve corrección a la baja en

INFORME de INFLACION

inflación, que se ubican en 7,6% para fin de año. No obstante esto, se debe monitorear la evolución de las variables internacionales y del tipo de cambio a nivel local producto de los recientes cambios regulatorios.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Agosto)	0.8	0.8
Próximos 12 meses	7.7	7.8
Año calendario 2012	7.6	8.1
Año calendario 2013	6.6	7.1

Fuente: Proyecciones cinve al 14/08/2012.

LOS ENCAJES COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Agosto resultó ser un mes prolífico en temas de política monetaria y cambiaria, con varias resoluciones adoptadas por el BCU, con distintos objetivos. En este sentido se intenta afrontar los dos principales frentes de política económica, el control inflacionario y la competitividad externa. En primer término se decidió aumentar los encajes marginales a los depósitos en bancos comerciales y luego se instrumentaron medidas tendientes a controlar la llegada de capitales externos junto a la revocación de la prohibición a comprar títulos de deuda con dólares, que había sido resuelta durante julio y derivó en la apreciación del peso. En esta sección ahondaremos en la primera medida, el aumento de los encajes marginales.

Desde el 1º de Agosto rige una nueva disposición sobre los encajes que implica el aumento de los encajes marginales a los depósitos bancarios con el objetivo de restringir el crédito bancario y desestimular la demanda interna para reducir las presiones inflacionarias.

Los encajes se definen como la proporción de recursos que los bancos comerciales están obligados a mantener inmóviles bajo la forma de reservas, es decir un porcentaje de los depósitos que no pueden ser prestados. Los requerimientos pueden ser diferentes según el plazo y la moneda en la que se valúan. Si bien en un comienzo fueron diseñados con fines de asegurar la liquidez y evitar quiebras, sus finalidades se han ampliado. En economías como la uruguaya, con metas inflacionarias, el instrumento principal es la Tasa de Política Monetaria (TPM), tasa *call* para préstamos entre bancos a un día. El Banco Central suele actuar a partir de ésta, con el fin de inducir variaciones en el crédito y la cantidad de dinero, de manera tal que sean consistentes con el objetivo inflacionario. En este contexto, el rol de los encajes es de complementariedad a la TPM, de manera tal de reforzar sus efectos.

Estos instrumentos alternativos contribuyen a la estabilidad monetaria y financiera colaborando en el control del crédito bancario, los flujos internacionales de capital y la regulación macroprudencial. Se argumenta que los encajes actúan de manera contracíclica ante shocks externos, permitiendo acumular reservas en períodos de auge que actúen como colchón en momentos de recesión. Asimismo, aumentos en los requerimientos de encaje ayudan a restringir la liquidez y frenar el crédito sin que sea necesario afectar la TPM. La cantidad de dinero se ve afectada a través de cambios en el multiplicador bancario y no en la base monetaria, a la vez que su efecto sobre la volatilidad de las tasas de interés y el tipo de cambio es menor.

En línea con lo anterior, el Banco Central resolvió incrementar los encajes marginales a los incrementos en los depósitos en pesos y en dólares. Mas precisamente se incrementan de 27% a 40% los encajes marginales en dólares y de 15% a 20% en moneda nacional, con el objetivo de reducir la expansión del crédito. Un elemento a destacar de esta medida es que la misma permite actuar sobre variables en moneda extranjera, las cuales no recogen el efecto de los cambios en la TPM salvo por el canal del tipo de cambio. Es decir, los cambios en la tasa de interés en pesos no afectan las variables en dólares salvo por los cambios inducidos en el valor del tipo de cambio (o en la relación peso-dólar), sin lograr influir directamente sobre la demanda interna. Los cambios en los encajes marginales, y en especial sobre aquellos denominados en moneda extranjera, intentan reducir las presiones originadas en la dinámica demanda interna, sin afectar la competitividad precio de los productos uruguayos.

El impacto de este aumento en los encajes depende del diagnóstico sobre el origen de las presiones inflacionarias y sobre la situación financiera de los bancos. Con respecto a la segunda si los bancos tienen suficiente liquidez no tendrían problemas con los aumentos de los encajes ya que podrían cumplir lo requerido por el BCU sin afectar el otorgamiento de créditos. En otro orden los bancos podrían realizar cambios al interior de sus carteras. Ejemplificando, al ser el banco un intermediario que recibe dinero (depósitos) para prestarlo o

colocarlo en inversiones para mantener una renta, se puede observar que ante un mayor requerimiento de fondos inmovilizados (encajes) se reduzcan las colocaciones financieras en el exterior sin afectar directamente los créditos otorgados. De todas formas, estas posibilidades dependen de cada institución financiera y su situación particular.

Por el lado del diagnóstico inflacionario, hemos insistido en informes anteriores sobre la importancia de las presiones internas en la dinámica inflacionaria, ya que las externas se dirimen principalmente en función del contexto internacional y éste ha fluctuado entre la incertidumbre y la calma. En los últimos meses, las presiones internas han contribuido a sostener el nivel general de precios sistemáticamente por encima del techo del rango meta definido como objetivo.

Estas presiones internas provienen principalmente del crecimiento de los salarios que se incrementaron más de 4% en términos reales durante 2011 y lo que va de 2012. Por el lado del crédito, si bien este ha aumentado por encima de la inflación, tanto en pesos como en dólares, se relativiza su rol como causante de la inflación. Por tanto el incremento de los encajes marginales para reducir el crédito bancario no evitaría las presiones internas sobre los precios dado que la dinámica interna recaería en los incrementos del poder adquisitivo asociado a los salarios y no en el incremento del crédito. Asimismo, la reducción en el otorgamiento de créditos alcanzaría a las instituciones reguladas por el BCU, quedando fuera de la resolución el crédito para-bancario asociado a casas financieras y otras entidades de crédito al consumo.

En suma la medida adoptada por el BCU de incrementar los encajes marginales podrá ayudar a reducir el crédito bancario y desalentar, en alguna medida, la demanda interna amortiguando levemente presiones internas pero los salarios continúan siendo la principal fuente de presiones sobre los precios. Esto implica que la moderación de la inflación dependerá de la resolución de los próximos convenios colectivos a definirse en lo que resta del año y durante el año que viene. Si bien desde el gobierno y el sector empresarial se ha pedido moderación en los próximos aumentos de salarios, tanto la propuesta de los sindicatos como las pautas presentadas por el gobierno señalan que la moderación no sería la esperada. En línea con esto se estima que el piso para los aumentos salariales se ubicaría en el entorno de 9,5% en términos nominales (sin tomar en cuenta ajustes sectoriales). Adicionalmente el gobierno presentó en su Rendición de Cuentas una previsión de incremento del salario real de 3,5% para el 2013 lo que mantendría altos niveles de demanda interna y determinaría que las presiones salariales continúen sosteniendo la inflación desviada de la meta.

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%)	0.50	0.60	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.69	0.92	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.39	2.12	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.57	0.90	
(4) ANE (12,12%)	1.80	2.79	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-4.28	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.69	1.33	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.27	1.01	

(*) 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								
	(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	6.86	9.90	7.03	8.12	6.68	7.30	1.90	6.11	7.63
Dic 2013/ Dic 2012	6.14	9.26	2.71	7.05	5.76	3.83	5.50	5.04	6.57
<hr/>									
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	7.47	10.06	7.81	8.56	5.19	7.97	2.07	5.63	7.83
Prom 2013/ Prom 2012	6.87	9.80	4.50	7.81	5.49	5.88	5.21	5.58	7.26

Fuente: Proyecciones elaboradas por [cinve](#) al 14/08/2012.

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									INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)
	(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%)		
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	0.38	0.87	1.86	0.75	1.80	0.00	0.00	0.88	0.78	
09/12	0.33	0.67	0.49	0.49	1.11	0.00	0.00	0.55	0.51	
10/12	0.55	0.78	0.15	0.60	1.22	4.82	0.00	2.26	1.00	
11/12	0.68	0.55	0.00	0.55	-0.53	0.00	0.00	-0.26	0.35	
12/12	0.49	0.77	0.36	0.59	-0.29	0.00	0.00	-0.14	0.41	
01/13	0.71	0.96	0.47	0.79	0.97	3.55	0.00	1.73	1.01	
02/13	0.27	1.05	0.00	0.56	-0.85	0.00	5.50	0.44	0.53	
03/13	0.79	0.97	1.36	0.93	0.66	0.00	0.00	0.32	0.78	
04/13	0.82	0.75	0.00	0.70	1.59	0.00	0.00	0.77	0.71	
05/13	0.52	0.51	0.00	0.46	-0.39	0.00	0.00	-0.19	0.30	
06/13	0.46	0.62	0.00	0.48	-0.29	0.00	0.00	-0.14	0.33	
07/13	0.54	0.79	0.86	0.68	1.40	0.27	0.00	0.77	0.70	
08/13	0.20	0.90	0.00	0.47	2.16	0.00	0.00	1.05	0.61	
09/13	0.35	0.67	0.00	0.45	0.73	0.00	0.00	0.36	0.43	
10/13	0.51	0.49	0.00	0.44	0.95	0.00	0.00	0.47	0.45	
11/13	0.45	0.51	0.00	0.43	-0.99	0.00	0.00	-0.49	0.21	
12/13	0.36	0.68	0.00	0.45	-0.27	0.00	0.00	-0.13	0.31	

Fuente: Predicciones elaboradas por CINVE al 14/08/2012.

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	8.22	9.87	7.86	8.85	5.23	3.93	2.09	4.26	7.71
09/12	7.94	9.90	7.94	8.74	5.83	3.97	2.09	4.57	7.71
10/12	7.40	10.12	7.72	8.55	6.13	8.79	2.09	6.39	8.02
11/12	7.38	10.04	6.89	8.41	6.41	8.75	2.01	6.50	7.94
12/12	6.86	9.90	7.03	8.12	6.68	7.30	1.90	6.11	7.63
01/13	7.46	10.38	6.08	8.50	7.28	6.71	1.85	6.20	7.93
02/13	7.30	10.34	4.48	8.22	5.13	6.70	5.54	5.75	7.61
03/13	7.46	9.99	5.92	8.32	2.76	6.63	5.54	4.56	7.39
04/13	7.50	10.16	5.80	8.40	2.62	4.96	5.51	3.90	7.28
05/13	7.32	10.04	5.34	8.22	3.48	4.11	5.51	4.03	7.18
06/13	6.70	9.59	5.17	7.72	6.96	3.89	5.51	5.62	7.21
07/13	6.74	9.70	5.66	7.84	6.54	8.83	5.50	7.17	7.68
08/13	6.54	9.73	3.73	7.54	6.92	8.83	5.50	7.35	7.50
09/13	6.56	9.74	3.23	7.50	6.52	8.83	5.50	7.15	7.41
10/13	6.52	9.42	3.07	7.33	6.23	3.83	5.50	5.27	6.83
11/13	6.28	9.37	3.07	7.20	5.74	3.83	5.50	5.03	6.67
12/13	6.14	9.26	2.71	7.05	5.76	3.83	5.50	5.04	6.57

Fuente: Predicciones elaboradas por [cinve](#) al 14/08/2012.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.