

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

Inflación cierra 2010 dentro del rango meta
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
La política monetaria y su impacto sobre la inflación

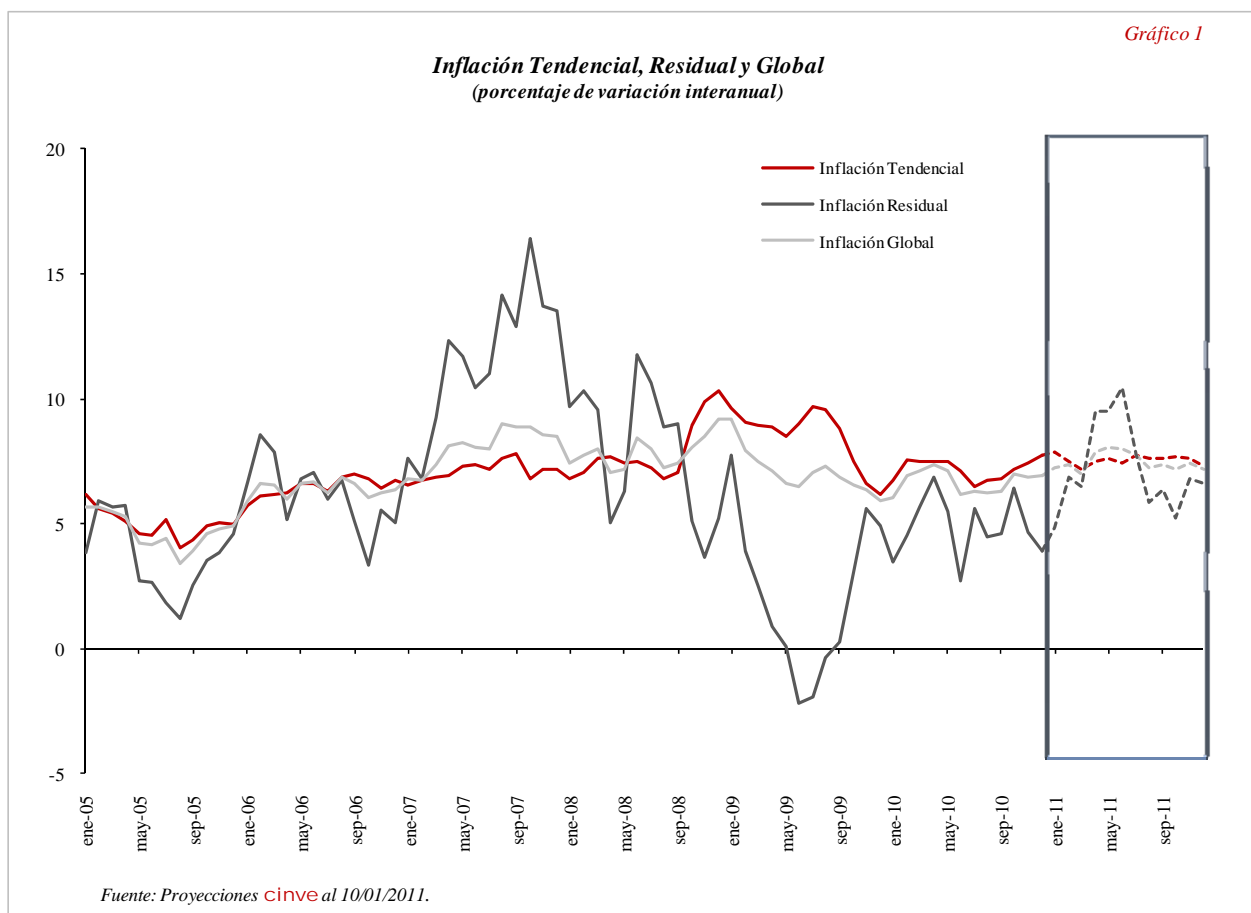
N° 103

21 de Enero de 2011

INFLACIÓN CIERRA 2010 DENTRO DEL RANGO META

Los precios al consumo presentaron un incremento acumulado durante 2010 de 6,9%, con lo que la inflación se ubicó por segundo año consecutivo dentro del rango meta de inflación propuesto (3%-7%). El cumplimiento de la meta resulta una noticia positiva desde el punto de vista de la institucionalidad del régimen monetario, en el sentido de que solamente si las metas se respetan, cumplirán su objetivo de guiar las expectativas de los agentes. No obstante, a pesar del cumplimiento de las metas en 2009 y 2010, las expectativas de los agentes señalan que la inflación se ubicará casi un punto porcentual por encima del techo del rango objetivo para 2011 (la mediana de la encuesta de expectativas que releva el Banco Central entre analistas y agentes económicos indica una inflación proyectada para 2011 de 6,85%).

¿Por qué los agentes no creen en el cumplimiento de la meta para 2011? Dos factores principales estarían incidiendo en que las metas de inflación, (más allá de su reciente cumplimiento) no logren anclar las expectativas de los agentes. En primer lugar, la inflación tendencial (componente más permanente de la inflación) se encuentra actualmente en 7,7%, siendo amortiguada por el componente residual de la inflación (tarifas públicas y precios de mayor volatilidad). Si la inflación residual no contribuye a la baja sobre el índice global nuevamente en 2011 (evento que esperamos ocurra como consecuencia del incremento del precio del petróleo que presionará sobre los combustibles y de las condiciones climáticas previstas que seguramente impactarán al alza sobre el precio de los alimentos frescos) la inflación podría incrementarse en 2011 en lugar de evolucionar a la baja como sería necesario para un nuevo cumplimiento de las metas. En segundo lugar, si bien en 2009 y 2010 la inflación se ubicó dentro del rango objetivo, de los 7 años en que se han dado a conocer metas de inflación solamente en 4 las mismas se han cumplido. En este sentido, los agentes no consideran la desviación de las metas como un extraordinario sino como un escenario probable. Será necesario trabajar en la credibilidad de las metas de inflación si se pretende que las mismas operen guiando las expectativas, aunque dicha credibilidad probablemente solo se consiga con varios años de cumplimiento de las metas.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo presentó durante el mes de diciembre un incremento de 0,53%, lo que determinó que la inflación cerrara el 2010 en 6,9%, dentro del rango objetivo vigente (3%-7%). Este incremento de precios se ubicó levemente por encima de lo previsto por *cinve* (0,41%). En diciembre se observó además un significativo incremento del componente tendencial de la inflación (componente más estable del índice y por lo tanto más representativo del comportamiento de mediano y largo plazo de la inflación) el que creció 0,78%, por encima de lo previsto (0,5%). Con dicho aumento, la inflación tendencial cerró el año 2010 en 7,7%, significativamente por encima del techo del rango objetivo.

El incremento de precios de diciembre fue impulsado principalmente por bienes de características no transables, lo que evidencia las presiones inflacionarias provenientes de la fortaleza de la demanda interna. Los bienes de carácter transable continuaron mostrando reducidos incrementos o comportamientos deflacionarios, especialmente en el caso de los bienes de mayor elaboración (no *commodities*). A su vez, durante el mes de diciembre volvió a registrarse una caída en los precios de los rubros “verduras, legumbres y tubérculos” (-4,43%) y “carnes y derivados” (-0,75%) caracterizados por su alta volatilidad. Estos rubros determinaron que la inflación residual (tarifas públicas y precios de mayor volatilidad) resultara negativa en diciembre, amortiguando coyunturalmente el empuje de la inflación tendencial.

En síntesis, la inflación cerró el año 2010 por debajo de 7%, dentro del rango meta. No obstante, la inflación ha sido amortiguada coyunturalmente en los últimos meses por caídas en rubros de alta volatilidad, además de las tarifas públicas, manteniéndose la inflación tendencial claramente por encima del rango meta.

Diagnóstico y proyecciones

La inflación al cierre de 2010 presentó dos claras características que se espera persistan al menos durante la primera mitad de 2011. En primer lugar un nivel moderado, y relativamente estable. Durante todo 2010, la inflación acumulada en los últimos doce meses fluctuó entre valores del 6% y 7,5%. Esta característica se presenta como un desafío para 2011, donde el rango meta se estableció entre 4% y 6%, es decir en valores que hace más de un año no se registran en nuestro país. No obstante, también se presenta como una característica positiva, en tanto, a pesar de la existencia de presiones inflacionarias internas de demanda y de algunos precios internacionales, no se observa un proceso creciente en la inflación interna.

La segunda característica que evidenció la evolución de los precios al consumo durante 2010, fue la de implicar un significativo proceso de ajuste en los precios relativos, donde los precios de los bienes no transables han crecido persistentemente en relación a los transables. La fortaleza de la demanda interna, impulsando los precios no transables y la apreciación de la moneda nacional amortiguando el incremento de los transables son los factores que determinaron dicha evolución de precios relativos. Esta característica estuvo presente durante prácticamente todo el año, salvo en los meses de julio y agosto donde las medidas del ministerio de Economía lograron generar una significativa devaluación de la moneda, impulsando los precios transables.

Se espera que para el año 2011 la evolución de los precios presente características similares a lo ocurrido en 2010, cerrando el año con un crecimiento de 7,2%, más de 1 p.p por encima del techo del rango objetivo y donde se prolongue el encarecimiento relativo de los bienes no transables.

Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (enero)	1.2	1.0
Próximos 12 meses	7.2	7.3
Año calendario 2011	7.2	7.3
Año calendario 2012	7.2	7.8

Fuente: Proyecciones *cinve* al 10/01/2011.

LA POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

El pasado 23 de diciembre de 2010 se realizó una nueva reunión ordinaria del Comité de Política Monetaria (COPOM) a los efectos de analizar la evolución reciente de la inflación y determinar el nivel de la tasa de referencia de política monetaria (TPM). Como era esperable, se decidió mantener la tasa de referencia en 6,5%, lo que en cierta medida constituye una solución de compromiso entre los objetivos de controlar la inflación y evitar una apreciación significativa de la moneda nacional.

El comunicado del COPOM expresa que se continúan visualizando presiones inflacionarias, derivadas de los precios internacionales, la escasez de oferta doméstica en algunos rubros y la fortaleza de la demanda interna. Se señala como un elemento adicional a considerar que el crecimiento del consumo privado se encuentra asociado a un importante crecimiento del crédito. No obstante, se afirma que un nivel de 6,5% de la tasa de referencia, además de mantener un valor positivo en términos reales respecto a las expectativas de inflación a 18 meses, es consistente con una estructura de tasas de interés adecuada a los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Por este motivo, se indica, se decidió mantener la tasa dicho nivel.

En el argumento expuesto podría notarse una cierta inconsistencia. En efecto, si parte de las presiones inflacionarias se considera provienen de la fortaleza del consumo interno, el cual está siendo impulsado en parte por el incremento del crédito, un incremento de tasas se muestra como una política adecuada encareciendo el crédito y disminuyendo por lo tanto las presiones de demanda. Además un incremento de tasas, presionaría a la baja sobre el tipo de cambio nominal lo que disminuiría el impacto sobre la inflación local derivado de los elevados precios internacionales, atacando de esta forma la otra causa señalada como fuente principal de presiones sobre los precios. Entonces, *¿por qué no adoptar un sesgo más contractivo de política y subir la tasa de referencia?*

Si bien en el comunicado del COPOM no se menciona a la evolución del tipo de cambio real como un elemento tenido en cuenta para adoptar la decisión de mantener la tasa en su nivel de 6,5%, sin dudas, dicha decisión estuvo determinada parcialmente por el objetivo de evitar un deterioro de la competitividad de la economía. Es solamente cuando se considera el objetivo competitividad, que la opción de un incremento de tasas se torna problemática. En efecto, como se mencionó anteriormente un incremento de tasas determinaría presiones para una mayor apreciación de la moneda nacional, fenómeno contra el cual las autoridades del Ministerio de Economía y Finanzas se encuentran tomando activas medidas desde mediados de 2010.

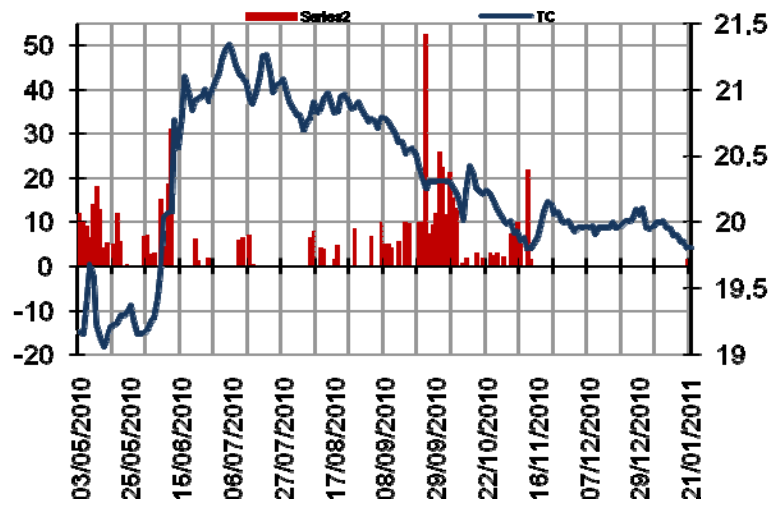
Las importantes compras de divisas por parte del Banco República (BROU) habían evitado una apreciación durante el mes de diciembre, pero las presiones de mercado continúan siendo a la baja para el dólar en el mercado local e internacional. Si a las típicas presiones a la baja sobre el tipo de cambio determinadas principalmente por los cambios de portafolio y entrada de capitales que se suceden como consecuencia de la atractiva rentabilidad que presentan los títulos en moneda nacional se suma la entrada de divisas provenientes del turismo en estos primeros meses del año, se genera un escenario de fuerte presión a la baja sobre el tipo de cambio nominal, que sin dudas se hubiera visto incrementado con un nuevo incremento de las tasas locales. Las presiones existentes en el mercado de cambios se han podido apreciar en las últimas semanas, donde el peso ha comenzado nuevamente a apreciarse respecto al dólar (ver gráfico 2).

Considerando el escenario de *trade-off* existente entre el objetivo de inflación y el de tipo de cambio real, ¿qué es esperable que ocurra en los próximos meses con la política monetaria? En principio el dilema para la próxima reunión del COPOM, prevista para el 24 de marzo, estará planteado en el mismo sentido que ahora, es decir entre mantener la tasa en su nivel actual o incrementarla. La decisión final dependerá de lo que ocurra con la inflación y con la política monetaria a nivel internacional y con el balance externo de la economía.

Si la inflación se incrementa notoriamente por encima del 7% se acrecienta la probabilidad de que se observen futuros incrementos en la tasa de referencia. Esta opción se hace más probable aún si algunos de nuestros principales socios comerciales comienzan a adoptar políticas monetarias más contractivas, flexibilizando el escenario de "guerra cambiaria" que se planteó en la economía internacional en los últimos meses. En este sentido, el reciente incremento de la tasa de referencia en Brasil y la previsión de nuevos aumentos, vuelve más probable que se concrete un sesgo más contractivo en la política monetaria local. Por el contrario, si la inflación se mantiene relativamente estable en sus valores actuales (aún que se sitúe por fuera del rango objetivo 4%-6%), a nivel internacional los gobiernos continúan realizando esfuerzos por depreciar sus monedas o se percibe un importante deterioro del balance externo, es posible que prime la opción de no realizar nuevos incrementos en la tasa de referencia priorizando en cierto sentido el objetivo competitividad al cumplimiento de las metas de inflación.

Gráfico 2

Tipo de cambio y compras netas del Banco Central
(TC pesos por dólar y compras en millones de dólares)



Fuente: BCU

En síntesis, a pesar de que no se menciona explícitamente en el comunicado del COPOM, la decisión de mantener la tasa de referencia en su valor actual, a pesar de que las expectativas de inflación tanto a 12 como a 18 meses se ubican claramente por fuera del rango objetivo vigente a dichos horizontes, constituye una clara señal del *trade-off* existente entre el objetivo de inflación y el objetivo competitividad. Evitar generar nuevas presiones a la baja sobre el tipo de cambio nominal, sin dudas constituye el elemento que ha evitado la concreción de un sesgo más contractivo de la política monetaria a nivel local. El escenario considerado en las proyecciones aquí presentadas, estima que la política monetaria no adoptará un significativo cambio de sesgo en el año, determinando una trayectoria relativamente estable del tipo de cambio nominal y una inflación desviada en torno a 1 p.p del techo del rango objetivo de inflación establecido para 2011.

◆◆◆◆

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Diciembre de 2010

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,05%)	0.76	0.39	0.9%
(2) SERVnoA (29,84%)	1.02	0.79	0.9%
(3) SERVAd (16,60%)	0.31	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (82,49%)	0.78	0.47	
(4) ANE (8,43%)	-0.78	0.46	2.5%
(5) ENE (6,21%)	0.01	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (2,87%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (17,51%)	-0.41	0.21	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.53	0.41	
(*) Al 80% de significación. Fuente: Datos observados: INE - Predicción: <i>cinve</i>			
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%)
Dic 2008/ Dic 2007	9.91	13.41	5.40	10.31	8.72	1.83	1.07	5.25	9.19
Dic 2009/ Dic 2008	3.23	7.61	9.42	6.16	1.59	10.20	2.67	4.94	5.90
Dic 2010/ Dic 2009	6.28	9.92	6.35	7.74	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	5.99	9.19	6.18	7.32	7.50	6.78	1.50	6.64	7.18
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.87	9.61	5.93	7.81	5.48	3.91	3.20	4.69	7.18
Prom 2008/ Prom 2007	8.21	10.91	1.93	7.87	10.33	7.47	-1.73	7.89	7.87
Prom 2009/ Prom 2008	7.01	11.14	6.55	8.51	5.09	-2.13	2.53	1.99	7.06
Prom 2010/ Prom 2009	4.69	8.47	9.74	7.19	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	6.23	9.62	6.08	7.56	9.11	6.41	-0.05	7.17	7.48
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.18	9.23	6.04	7.39	6.31	4.21	2.92	5.22	6.94

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/01/2011.

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

Cuadro Estadístico 3

Predicciones de inflación, tasas de variación mensual									
Indices 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 (1+2+3+4+5+6) (100%)
01/10	0.21	0.55	2.74	0.86	3.52	-1.44	0.00	1.22	0.93
02/10	0.18	1.68	1.49	1.04	-2.05	-1.00	2.04	-1.25	0.56
03/10	1.34	0.91	0.04	0.90	2.17	0.08	0.00	1.15	0.95
04/10	0.82	0.34	0.23	0.51	-2.05	-0.03	0.00	-1.08	0.18
05/10	0.18	0.48	0.05	0.27	-0.60	0.08	0.00	-0.28	0.16
06/10	0.76	0.74	0.02	0.60	-1.89	0.05	0.00	-0.95	0.28
07/10	0.42	0.74	0.56	0.58	5.84	0.34	0.00	3.10	1.09
08/10	0.22	1.35	0.55	0.74	6.13	0.00	-2.47	2.96	1.20
09/10	0.37	0.53	0.19	0.40	-0.15	0.00	0.00	-0.08	0.30
10/10	0.44	0.43	0.01	0.35	3.36	-0.09	0.00	1.77	0.64
11/10	0.42	0.75	0.02	0.47	-3.88	-0.04	0.00	-2.13	-0.08
12/10	0.76	1.02	0.31	0.78	-0.78	0.01	0.00	-0.41	0.53
01/11	0.38	0.82	2.61	1.00	1.85	3.10	0.00	2.11	1.23
02/11	0.29	1.35	0.00	0.66	-0.20	2.09	0.00	0.68	0.67
03/11	0.85	0.64	0.00	0.59	0.18	1.45	1.50	0.78	0.63
04/11	0.76	0.51	1.44	0.80	3.20	0.00	0.00	1.68	0.98
05/11	0.58	0.51	0.00	0.44	-0.44	0.00	0.00	-0.23	0.30
06/11	0.42	0.55	0.00	0.39	-0.25	0.00	0.00	-0.14	0.28
07/11	0.44	0.76	2.01	0.88	1.17	0.00	0.00	0.62	0.83
08/11	0.24	1.23	0.00	0.59	2.18	0.00	0.00	1.17	0.71
09/11	0.57	0.53	0.00	0.44	0.65	0.00	0.00	0.35	0.42
10/11	0.49	0.49	0.00	0.39	1.33	0.00	0.00	0.72	0.46
11/11	0.39	0.62	0.00	0.41	-1.28	0.00	0.00	-0.70	0.18
12/11	0.41	0.82	0.00	0.50	-1.02	0.00	0.00	-0.55	0.28

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/01/2011.

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

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%)
01/10	3.76	7.47	11.61	6.77	-1.94	12.00	2.67	3.46	6.05
02/10	4.09	8.22	13.53	7.58	-1.44	14.44	2.04	4.52	6.93
03/10	4.56	7.76	13.11	7.51	0.57	14.67	2.04	5.68	7.12
04/10	4.72	7.76	12.62	7.48	2.66	14.55	2.04	6.88	7.35
05/10	4.65	7.97	12.48	7.50	2.81	10.29	2.04	5.50	7.09
06/10	4.36	8.19	10.59	7.10	1.38	4.66	2.04	2.70	6.19
07/10	4.02	8.24	7.99	6.47	7.06	4.55	2.04	5.59	6.29
08/10	4.36	8.59	7.86	6.74	10.64	-2.25	-0.48	4.47	6.25
09/10	4.69	8.67	7.23	6.78	11.10	-2.36	-0.48	4.63	6.32
10/10	5.22	9.16	7.23	7.18	14.63	-2.41	-0.48	6.41	7.02
11/10	5.50	9.56	7.24	7.46	11.23	-2.35	-0.48	4.68	6.87
12/10	6.28	9.92	6.35	7.74	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
01/11	6.46	10.21	6.23	7.89	7.65	2.49	-0.48	4.84	7.25
02/11	6.58	9.86	4.67	7.49	9.68	5.69	-2.47	6.90	7.36
03/11	6.06	9.57	4.63	7.16	7.54	7.13	-1.00	6.51	7.02
04/11	5.99	9.76	5.90	7.47	13.31	7.17	-1.00	9.48	7.88
05/11	6.42	9.80	5.84	7.65	13.49	7.09	-1.00	9.53	8.03
06/11	6.07	9.59	5.82	7.42	15.38	7.03	-1.00	10.43	8.03
07/11	6.09	9.61	7.34	7.75	10.28	6.66	-1.00	7.77	7.75
08/11	6.11	9.48	6.75	7.59	6.19	6.66	1.50	5.89	7.24
09/11	6.32	9.48	6.55	7.64	7.03	6.66	1.50	6.35	7.37
10/11	6.38	9.55	6.54	7.69	4.92	6.75	1.50	5.24	7.17
11/11	6.36	9.40	6.51	7.62	7.76	6.80	1.50	6.79	7.44
12/11	5.99	9.19	6.18	7.32	7.50	6.78	1.50	6.64	7.18

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 10/01/2011.

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