

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

Cambia la base del IPC

Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones

La política monetaria y su impacto sobre la inflación

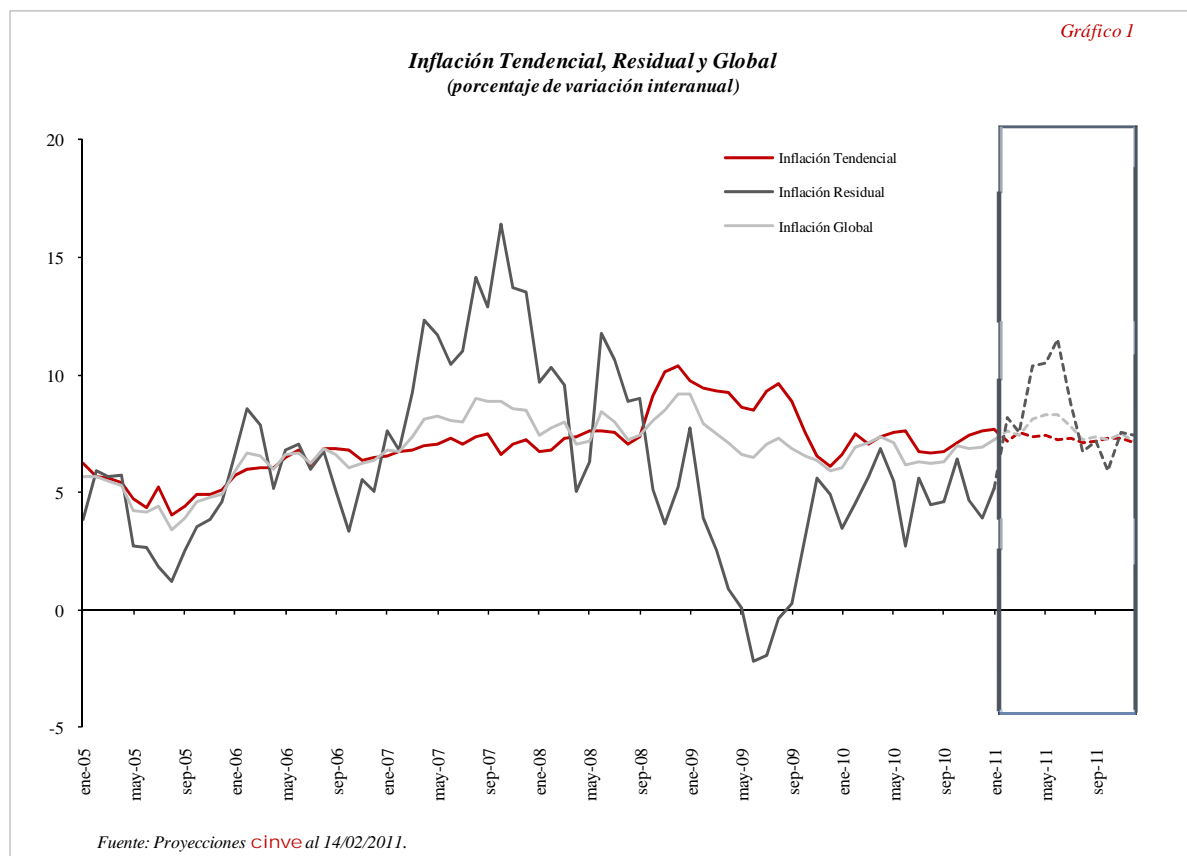
N° 104

17 de Febrero de 2011

ALTO REGISTRO DE INFLACIÓN EN ENERO NO SORPRENDE

En el mes de enero el Instituto Nacional de Estadística (INE) comenzó a publicar el índice de precios al consumo (IPC) con una nueva base (diciembre 2010=100) lo que constituye una novedad positiva para el análisis de la inflación. En efecto, en la nueva base del IPC el peso de cada artículo en el índice agregado está dado por la estructura de gasto de los hogares estimada a partir de la Encuesta de Gastos e Ingresos de los Hogares 2005-2006 realizada por el INE, complementada en algunos casos por información proveniente del Sistema de Cuentas Nacionales. Teniendo en cuenta que la base anterior del índice estaba construida a partir de la estructura de gasto relevada por la Encuesta de Gastos e Ingresos de 1994-1995 y que el patrón de consumo de los hogares se ha modificado en forma significativa desde entonces, se puede afirmar que el cambio de base implica una sensible mejora en la estimación de la evolución de precios de los bienes efectivamente consumidos por la población en la actualidad. Una novedad adicional de la nueva estructura del índice de precios al consumo es que amplía su cobertura geográfica. Mientras que la base anterior tomaba sus ponderaciones de la estructura de consumo de los hogares de Montevideo, en la nueva estructura se incorpora al interior del país, por lo que, a partir de la fecha, se podrá conocer y comparar la evolución de los precios de ambas regiones.

A pesar del cambio de base, no se percibió un cambio significativo en el comportamiento reciente del IPC que evolucionó de acuerdo a lo esperado. En efecto, tal como se proyectaba, el año comenzó con un registro elevado de inflación, que confirma un escenario de difícil cumplimiento de la meta establecida para 2011 (4%-6%). La inflación acumulada en los últimos doce meses se ubica en 7,3%, en tanto el componente tendencial de la inflación se ubica en 7,7%. Si bien no se espera un crecimiento tendencial de la inflación a corto plazo, el crecimiento del componente residual (impulsado por incrementos en los combustibles y alimentos frescos) determinaría que la inflación se eleve por encima de 8%, en los próximos meses.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo presentó durante el mes de enero un incremento de 1,25%, determinando que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se incremente hasta 7,3%, nuevamente por encima del rango objetivo actualmente vigente (3%-7%). El incremento de precios de enero se encontró en línea con lo previsto por *cinve* (1,23%) por lo que si bien el registro fue elevado, no constituyó una sorpresa. El 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) creció 0,9%, levemente por debajo de lo previsto (1%). Por su parte, la inflación tendencial acumulada en los últimos doce meses se mantuvo prácticamente estable en 7,7%.

El incremento de precios de enero estuvo principalmente impulsado por la demanda interna y por el incremento de los precios internacionales de los *commodities*. Mientras que el impacto de la demanda interna volvió a reflejarse en aumentos de precios de los bienes no transables, el impacto de los precios internacionales de los *commodities* se manifestó en la inflación local a partir del incremento en los precios de los combustibles y de algunos elementos elaborados. Adicionalmente, los precios de los alimentos frescos que se habían comportado a la baja en los últimos meses amortiguando la inflación a nivel global, revirtieron su comportamiento en enero. En efecto, los rubros “Frutas” y “Legumbres y hortalizas” mostraron incrementos importantes (11% y 4,6%, respectivamente), que indujeron un aumento adicional en la inflación de enero.

En síntesis, la inflación se mantiene en niveles moderados, aunque claramente por encima del rango vigente al cierre del año. Si bien el dato de inflación de enero mostró un registro elevado, dicho incremento de precios se encontró en línea con lo previsto y por lo tanto es compatible con una proyección para el año, levemente superior al 7%. En este sentido, el dato de enero no representó una nueva señal de alerta respecto a la dinámica de los precios.

Diagnóstico y proyecciones

El comienzo del año muestra dos claras fuentes de presión sobre los precios. En primer lugar el fuerte crecimiento del nivel de actividad y los salarios continúa determinando importantes presiones sobre los precios por el lado de la demanda. En segundo lugar, se observan presiones derivadas de la evolución de los precios internacionales de los *commodities* alimenticios y del petróleo. Si bien las presiones existentes no determinan un escenario de significativo incremento de la inflación (se proyecta que se mantenga en torno a 7%) si dan cuenta de las dificultades que tendrán las autoridades para que la inflación cierre el año por debajo de 6%.

Estas presiones sobre la inflación se ven amortiguadas en parte por la tendencia a la baja del tipo de cambio nominal, lo que reduce el efecto de los precios internacionales sobre la inflación local. Estas proyecciones suponen que el tipo de cambio nominal cerrará el año en torno a \$19,6 por dólar, es decir, una trayectoria relativamente estable en el año. Las proyecciones suponen adicionalmente un escenario donde los precios internacionales de los *commodities* también tienden a estabilizarse. Una trayectoria de mayor crecimiento de los precios internacionales podría estar asociada a una mayor apreciación de la moneda nacional.

Con estos supuestos se espera que para el año 2011 la inflación cierre en 7,2%, más de 1 p.p por encima del techo del rango objetivo. Para 2012, la inflación mantendrá características similares situándose también levemente por encima de 7%.

Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (febrero)	0.9	0.7
Próximos 12 meses	6.9	7.2
Año calendario 2011	7.2	7.1
Año calendario 2012	7.2	7.9

Fuente: Proyecciones cinve al 14/02/2011.

LA POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

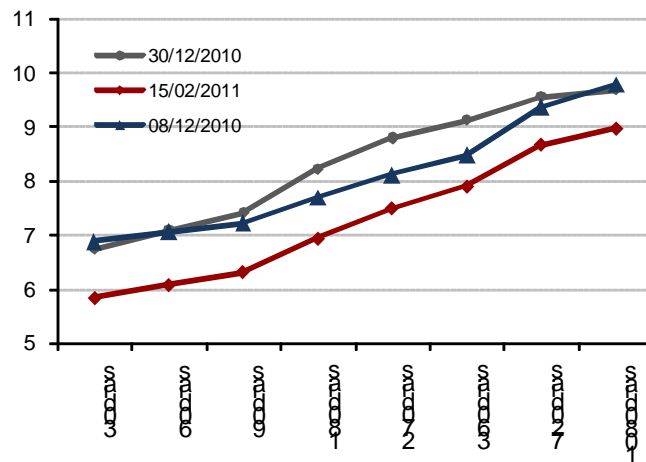
El manejo monetario de los últimos meses ha sido consistente con la tasa de referencia de política monetaria pauta en 6,5% en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) del 23 de diciembre del pasado año. En efecto, la tasa *call* de mercado se ha situado en forma persistente sobre la referencia establecida. No obstante, el manejo de las emisiones de títulos locales ha determinado que la curva de tasas de interés se haya mostrado a la baja en el último mes.

Luego del incremento de la tasa de referencia de política monetaria en la última reunión del COPOM, toda la curva de tasas se había incrementado levemente, especialmente en los plazos entre 180 y 720 días. No obstante, la caída en todas las tasas de interés de los títulos en moneda nacional que se ha observado en lo que va de 2011, más que compensó el movimiento alcista posterior a la reunión del COPOM, siendo las tasas actuales en moneda nacional en todos los plazos inferiores a las que se observaban antes del último COPOM.

Gráfico 2

Expectativas de inflación (próximos 18 meses y cierre del año calendario 2011)

(en porcentaje)

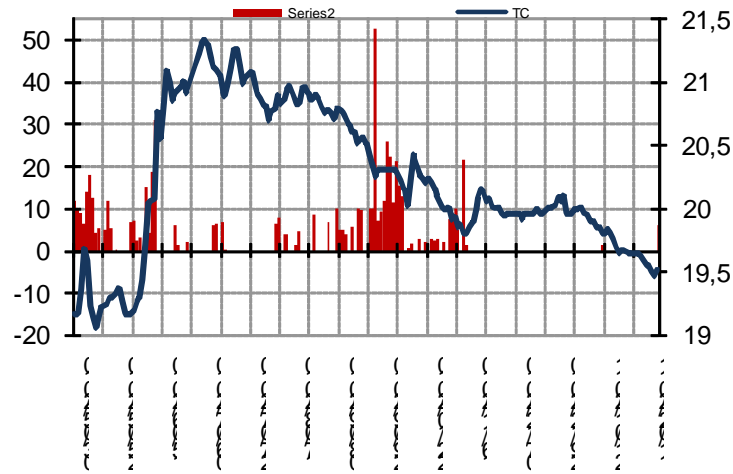


La caída de las tasas en pesos, se presentó en conjunto con una importante apreciación de la moneda nacional, manifestada principalmente desde mediados de enero. La fuerte presión a la baja sobre el tipo de cambio nominal ha sido consecuencia de la fuerte entrada de divisas derivada del turismo y de la persistente entrada de capitales y cambios de portafolio motivados por la rentabilidad de los títulos locales en moneda nacional en comparación con opciones internacionales en dólares. A pesar de la caída de las tasas en pesos las mismas continúan siendo atractivas en términos relativos.

La fuerte caída del tipo de cambio nominal (casi un 3% desde comienzos del año) no ha sido acompañada en este caso por significativas compras de divisas por parte del Banco Central que recién en esta semana ha adoptado una posición compradora. En efecto, desde que comenzó el año no se había observado ningún episodio de compras importantes en el mercado de divisas por parte del Banco Central (ver gráfico 2). Esta actitud pasiva del Banco Central ante la reciente apreciación de la moneda contrasta con la que sostuvo durante el pasado año 2010. El incremento de la inflación, impulsado por el crecimiento de los precios internacionales de los *commodities* representa la hipótesis más factible para explicar el cambio de actitud que se observa en el BCU en este último mes y medio.

Gráfico 3

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



Fuente: BCU.

En síntesis, el manejo monetario del último mes ha sido compatible con la tasa de referencia situada en 6,5%. No obstante, las tasas de interés en moneda nacional han evolucionado notoriamente a la baja. Por otra parte, no se han observado fuertes intervenciones en el mercado de cambios a pesar de la significativa caída que mostró el tipo de cambio nominal en el último mes. A corto plazo, mientras la inflación se mantenga por encima del 7% y los precios internacionales de los *commodities* continúen evolucionando al alza, no es esperable que se instrumenten medidas tendientes a sostener o incrementar el tipo de cambio nominal. No obstante si las presiones sobre los precios comienzan a ceder podría observarse nuevamente una actitud más activa en el mercado de cambios por parte de la autoridad monetaria.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,05%)	0.49	0.38	0.9%
(2) SERVnoA (29,84%)	0.98	0.82	0.9%
(3) SERVAd (16,60%)	1.98	2.61	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (82,49%)	0.86	1.00	
(4) ANE (8,43%)	3.46	1.85	2.5%
(5) ENE (6,21%)	2.20	3.10	n.c.
1(6) SERVPub (2,87%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (17,51%)	2.44	2.11	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	1.25	1.23	
(*) 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									
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 (100%)
Dic 2008/ Dic 2007	10.13	13.41	5.40	10.40	8.72	1.83	1.07	5.25	9.19
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
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	5.79	9.17	5.30	7.10	9.39	7.47	2.00	7.46	7.19
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.92	9.66	5.51	7.89	5.87	4.54	3.16	4.97	7.16
Prom 2008/ Prom 2007	8.36	10.91	1.93	7.93	10.33	7.47	-1.73	7.89	7.87
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
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	5.96	9.80	5.50	7.32	11.05	6.95	0.52	8.05	7.62
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.04	9.15	5.56	7.25	6.58	4.88	3.06	5.42	6.79

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.

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	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	-0.02	0.55	2.74	0.77	3.52	-1.44	0.00	1.22	0.93
02/10	0.50	1.68	1.49	1.17	-2.05	-1.00	2.04	-1.25	0.56
03/10	0.17	0.91	0.04	0.43	2.17	0.08	0.00	1.15	0.95
04/10	1.67	0.34	0.23	0.84	-2.05	-0.03	0.00	-1.08	0.18
05/10	0.56	0.48	0.05	0.42	-0.60	0.08	0.00	-0.28	0.16
06/10	0.75	0.74	0.02	0.59	-1.89	0.05	0.00	-0.95	0.28
07/10	0.35	0.74	0.56	0.55	5.84	0.34	0.00	3.10	1.09
08/10	0.13	1.35	0.55	0.70	6.13	0.00	-2.47	2.96	1.20
09/10	0.36	0.53	0.19	0.39	-0.15	0.00	0.00	-0.08	0.30
10/10	0.41	0.43	0.01	0.34	3.36	-0.09	0.00	1.77	0.64
11/10	0.39	0.75	0.02	0.46	-3.88	-0.04	0.00	-2.13	-0.08
12/10	0.53	1.02	0.31	0.68	-0.78	0.01	0.00	-0.41	0.53
01/11	0.49	0.98	1.98	0.86	3.46	2.20	0.00	2.44	1.25
02/11	0.18	1.48	0.00	0.69	0.10	3.53	2.00	1.58	0.91
03/11	0.77	0.63	1.61	0.81	0.02	1.57	0.00	0.54	0.74
04/11	0.84	0.50	0.00	0.61	3.14	0.00	0.00	1.52	0.84
05/11	0.62	0.51	0.00	0.50	-0.27	0.00	0.00	-0.13	0.34
06/11	0.38	0.52	0.00	0.39	-0.20	0.00	0.00	-0.10	0.27
07/11	0.34	0.68	1.62	0.62	1.17	0.00	0.00	0.57	0.61
08/11	0.17	1.15	0.00	0.55	2.14	0.00	0.00	1.06	0.68
09/11	0.51	0.51	0.00	0.45	0.65	0.00	0.00	0.32	0.42
10/11	0.54	0.50	0.00	0.46	1.21	0.00	0.00	0.61	0.50
11/11	0.41	0.62	0.00	0.45	-1.27	0.00	0.00	-0.64	0.18
12/11	0.38	0.72	0.00	0.48	-1.01	0.00	0.00	-0.51	0.23

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.

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	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	3.41	7.47	11.61	6.63	-1.94	12.00	2.67	3.46	6.05
02/10	3.95	8.22	13.53	7.53	-1.44	14.44	2.04	4.52	6.93
03/10	3.39	7.76	13.11	7.03	0.57	14.67	2.04	5.68	7.12
04/10	4.39	7.76	12.62	7.35	2.66	14.55	2.04	6.88	7.35
05/10	4.73	7.97	12.48	7.54	2.81	10.29	2.04	5.50	7.09
06/10	5.66	8.19	10.59	7.64	1.38	4.66	2.04	2.70	6.19
07/10	4.73	8.24	7.99	6.77	7.06	4.55	2.04	5.59	6.29
08/10	4.26	8.59	7.86	6.70	10.64	-2.25	-0.48	4.47	6.25
09/10	4.62	8.67	7.23	6.75	11.10	-2.36	-0.48	4.63	6.32
10/10	5.00	9.16	7.23	7.10	14.63	-2.41	-0.48	6.41	7.02
11/10	5.40	9.56	7.24	7.42	11.23	-2.35	-0.48	4.68	6.87
12/10	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
01/11	6.49	10.39	5.57	7.70	9.35	1.59	-0.48	5.18	7.27
02/11	6.15	10.18	4.02	7.19	11.75	6.24	-0.52	8.19	7.64
03/11	6.79	9.88	5.66	7.59	9.39	7.82	-0.52	7.54	7.42
04/11	5.92	10.06	5.42	7.34	15.18	7.86	-0.52	10.37	8.13
05/11	5.98	10.10	5.36	7.43	15.57	7.78	-0.52	10.53	8.33
06/11	5.60	9.86	5.34	7.21	17.56	7.72	-0.52	11.48	8.31
07/11	5.58	9.80	6.45	7.29	12.37	7.35	-0.52	8.75	7.81
08/11	5.63	9.58	5.86	7.13	8.16	7.35	2.00	6.75	7.26
09/11	5.78	9.56	5.66	7.19	9.02	7.34	2.00	7.18	7.39
10/11	5.92	9.64	5.65	7.33	6.75	7.44	2.00	5.95	7.23
11/11	5.95	9.49	5.63	7.32	9.65	7.48	2.00	7.57	7.50
12/11	5.79	9.17	5.30	7.10	9.39	7.47	2.00	7.46	7.19

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.