

# INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

Alta inflación en los primeros meses de 2011  
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones  
La política monetaria y su impacto sobre la inflación

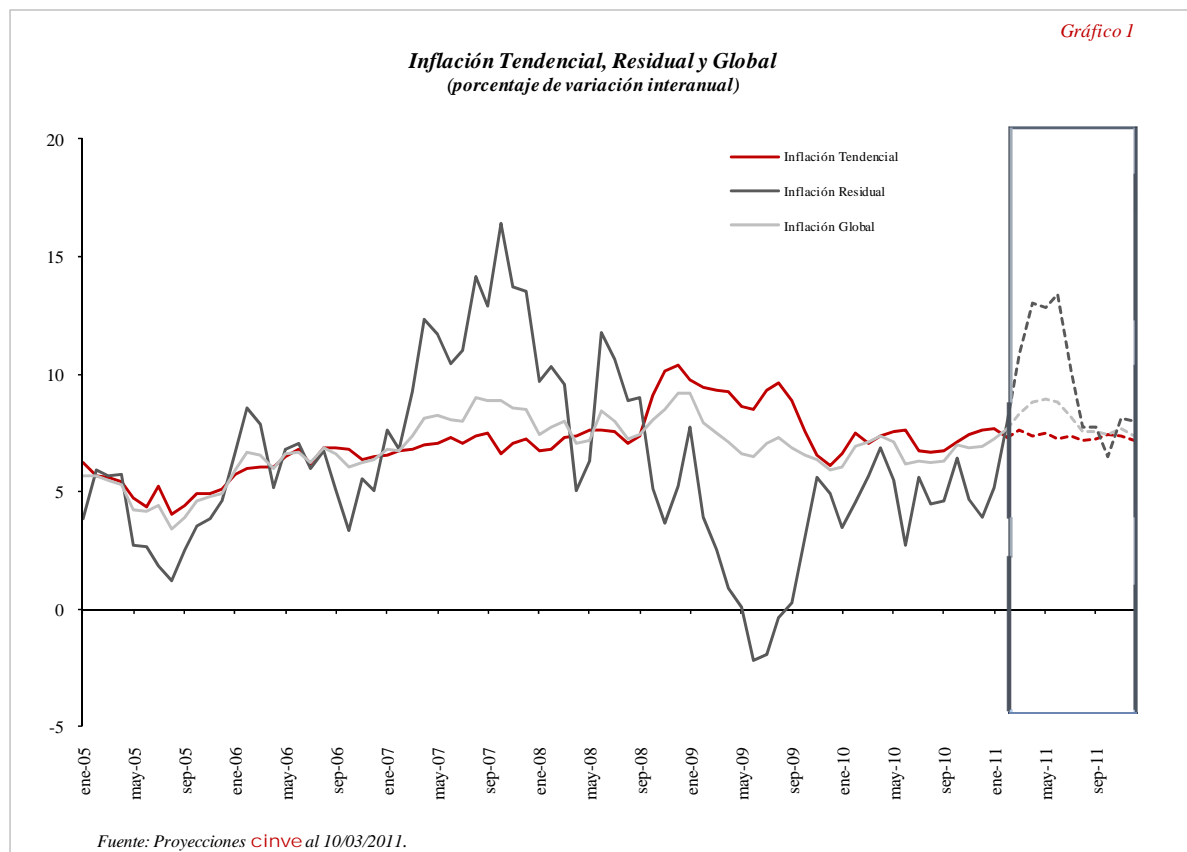
N° 105

15 de Marzo de 2011

## ALTA INFLACIÓN EN LOS PRIMEROS MESES DE 2011

A los significativos registros de inflación observados en los dos primeros meses del año se sumaría un nuevo incremento superior al 1% de los precios al consumo en marzo, provocando que la inflación acumulada en los últimos doce meses se eleve por encima del 8%. El incremento de los combustibles, como consecuencia del alza del precio internacional del petróleo y el incremento de algunos alimentos no elaborados, como la carne, han determinado que el componente residual de la inflación, que había amortiguado la evolución de los precios en 2010, se encuentre actualmente presionando al alza. La inflación tendencial, si bien es elevada y se sitúa por encima del rango objetivo, no muestra una evolución creciente.

Si bien se estima que para la segunda mitad del año la inflación mostrará una trayectoria descendente hasta ubicarse en torno a 7,4% (igualmente, por encima del rango meta), la evolución de los precios de los próximos meses podría aparejar serios problemas. En primer lugar, los altos registros de inflación de este primer trimestre del año podrían afectar las expectativas, causando una sensación de aceleración de precios en los agentes, lo que, entre otros efectos, impactaría en las negociaciones salariales que aún no han concluido. Asimismo, si las autoridades no dan una señal clara de preocupación y adoptan medidas acordes a ello, las propias expectativas podrían retroalimentar la inflación en la segunda mitad del año. Por último, el hecho de que la inflación se incremente por encima del 8%, eleva el riesgo de que ante cualquier shock no esperado, ésta sobrepase los dos dígitos. Basta con observar el mínimo margen que se observa en los meses de abril a junio de 2001 (cuadro estadístico 4). No solo constituye un problema desde el punto de vista de las expectativas de inflación - ya que los dos dígitos representan una barrera psicológica- sino que obligaría a reabrir las negociaciones salariales en el sector público, lo que eventualmente implicaría un significativo costo fiscal adicional. En este sentido, es esperable comiencen a observarse medidas que dejen de manifiesto la preocupación de las autoridades por el problema inflacionario. Ello seguramente se reflejará en la próxima reunión del COPOM del 24 de Marzo, y eventualmente en medidas adicionales que refuercen la señal de tasa.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El índice de precios al consumo presentó durante el mes de febrero un incremento de 0,94%, determinando que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se eleve hasta 7,7%, claramente por encima del rango objetivo vigente hasta junio (3%-7%). El incremento de precios de febrero se encontró nuevamente en línea con lo previsto por *cinve* (0,91%) por lo que si bien el registro fue importante, 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 0,8%, levemente por encima de lo previsto (0,7%). No obstante, la inflación tendencial acumulada en los últimos doce meses se redujo levemente hasta 7,3%.

El incremento de precios de febrero estuvo principalmente impulsado por el ajuste de tarifas públicas en UTE y OSE, la presión derivada del incremento de los precios internacionales de los *commodities* alimenticios y el traslado parcial a precios de los incrementos salariales de enero. Adicionalmente la fortaleza de la demanda interna volvió a presionar sobre los precios de los bienes no transables. En contraste, los bienes transables no *commodities* volvieron a registrar reducidos incrementos o un comportamiento deflacionario como consecuencia de la evolución a la baja del tipo de cambio nominal.

*En síntesis*, la inflación de los pasados meses no constituyó una sorpresa y es compatible con una proyección de inflación en torno a 7,4 al cierre del año (por encima del rango objetivo a diciembre: 4%-6%). No obstante, el nuevo incremento de combustibles de marzo y la evolución de los precios internacionales determinan que la inflación pueda acercarse a 9% en los próximos meses, aumentando el riesgo de superar coyunturalmente la barrera de los dos dígitos.

### Diagnóstico y proyecciones

Los primeros dos meses del año presentaron registros de inflación importantes como consecuencia de las presiones inflacionarias provenientes de los precios internacionales que se sumaron a las provenientes de la demanda interna y al efecto estacional de los primeros meses del año (consecuencia del traslado a precios de parte de los incrementos salariales y ajustes de tarifas públicas). En el mes de marzo se apreciará nuevamente un incremento importante de precios principalmente como consecuencia del nuevo y significativo ajuste de los combustibles, el incremento de precios del transporte urbano, y algunos rubros vinculados a la educación que por razones estacionales ajustan sus precios en este marzo. Estos incrementos se sumarían a las presiones inflacionarias existentes desde hace meses provenientes de la demanda interna y de la evolución de los precios internacionales.

De esta forma, la inflación interanual volverá a incrementarse en marzo y probablemente en abril, superando el 8% y acercándose a 9%. Si bien esta trayectoria es consistente con una proyección de inflación al cierre del año de 7,4%, determina que en los próximos meses la inflación podría presentar un punto de tensión amenazando la importante barrera psicológica de los dos dígitos. En este sentido, representa un importante desafío para las autoridades contener las expectativas de inflación durante los próximos meses, cuando la inflación interanual trepe a valores largamente alejados del techo del rango objetivo.

*Cuadro 1*

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Marzo)	1.5	0.8
Próximos 12 meses	6.9	7.1
Año calendario 2011	7.4	7.2
Año calendario 2012	7.4	8.2

*Fuente: Proyecciones cinve al 10/03/2011.*

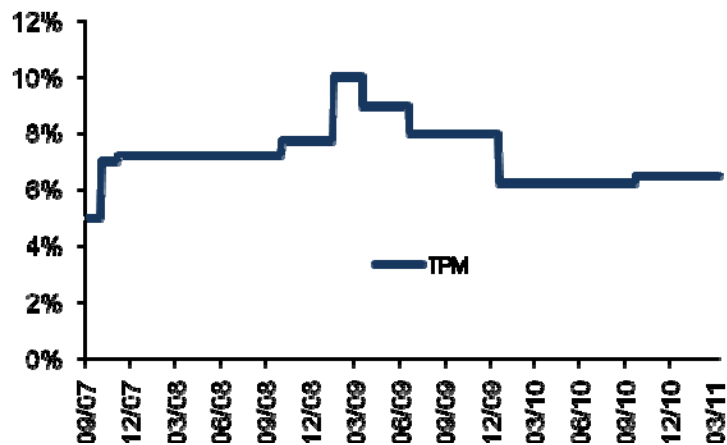
## LA POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

Durante los últimos meses la política monetaria, en su versión más ortodoxa, vinculada al manejo de la tasa de interés de referencia, había estado bastante relegada como instrumento para controlar la trayectoria de la inflación. En efecto, como se puede observar en el gráfico 2, prácticamente desde comienzos del 2010 la tasa de referencia de política monetaria había permanecido incambiada, con la sola excepción de un reducido incremento de 25 puntos básicos en setiembre de 2010. Este comportamiento prácticamente estable de la tasa de referencia se ha dado, sin embargo, en un contexto donde las expectativas de inflación se han movido al alza, donde se han incrementado las presiones inflacionarias derivadas del crecimiento de los precios internacionales de los *commodities* y donde además se acerca una modificación en el rango objetivo de inflación, cuyo techo pasará a situarse a partir del año móvil cerrado en junio en 6%.

Esta relativa pasividad que presentó la política monetaria en el último año tiene una explicación clara: la preocupación por no generar una significativa apreciación de la moneda nacional que pudiera afectar la competitividad de la economía y por lo tanto sus posibilidades de crecimiento a mediano plazo. La adopción de un sesgo más contractivo de la política monetaria, incrementando las tasas de interés en moneda nacional, determinaría que estos títulos se tornen más atractivos. Ello generaría un incentivo adicional al cambio de portafolio de los agentes financieros que desarmarían posición en dólares para colocarse en pesos, incrementando la oferta de divisas y por lo tanto presionando a la baja sobre el tipo de cambio nominal. A su vez, se crearía también un incentivo a la entrada de capitales, que buscan colocarse en títulos locales, lo que nuevamente incrementaría la oferta de divisas generando presiones a la baja sobre el tipo de cambio nominal.

Gráfico 2

Tasa de Referencia de Política Monetaria



Fuente: BCU.

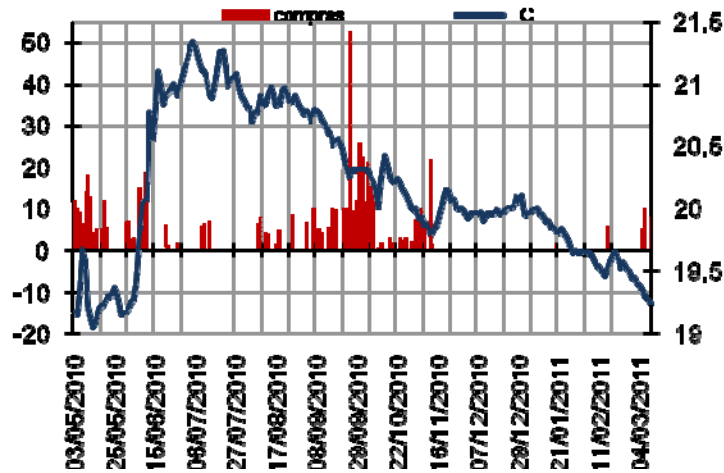
Más allá de la legítima preocupación por parte de los hacedores de política respecto de evitar una apreciación de la moneda nacional, la relativa pasividad de la política monetaria ante el incremento de las presiones inflacionarias fue suplida por la instrumentación de medidas de carácter más heterodoxo, basadas en herramientas fiscales (intervenciones sobre precios administrados). Estas medidas, además de tener un rápido impacto sobre el IPC, permitían evitar acciones monetarias más ortodoxa, conciliando de cierta forma los objetivos de inflación y competitividad.

Sin embargo, además de las presiones de precios internacionales y de las derivadas de la demanda interna, una parte de la explicación del incremento de la inflación interanual reciente radica en los ajustes que se procesaron en los primeros meses del año en gran parte de los precios administrados por el gobierno (combustibles, energía, salud, boleto urbano, OSE). En este sentido, parecería contradictorio que las políticas para amortiguar los shocks coyunturales de precios se basen en reducciones de las tarifas públicas que recientemente se han aumentado.

En este sentido, y ante la necesidad de enviar una señal de que las autoridades se mantienen alertas ante la evolución de los precios, es esperable que se recurra a acciones de política monetaria que habían sido dejadas parcialmente de lado en 2010. Es así que es esperable que el Comité de Política Monetaria (COPOM) resuelva en su próxima reunión del COPOM un incremento de la tasa de interés de referencia de entre 50 y 100 puntos básicos. Un aspecto a tener en cuenta, referido a recurrir a los mecanismos tradicionales de la política monetaria para contener la inflación, se observa en el mercado de cambios donde si bien el gobierno ha realizado operaciones de compra en las últimas semanas a partir del BCU y el BROU, no se ha evitado que el tipo de cambio evolucione fuertemente a la baja (2,13% desde comienzos del mes).

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 comienzo del año ha mostrado un incremento significativo de la inflación fundamentalmente como consecuencia de la presión derivada de la demanda interna y los precios internacionales de los *commodities* que se han sumado a los ajustes de tarifas y traslado a precios de parte de los incrementos salariales. En este sentido, la inflación acumulada en los últimos doce meses, que actualmente se encuentra en 7,7%, se estima que treparía por encima del 8% en los próximos meses. Ante este incremento de la inflación, que se acerca a la barrera de los dos dígitos, y la baja probabilidad de que las medidas para contener la inflación recaigan sobre los precios administrados (que se acaban de aumentar), se estima que el próximo COPOM resolverá un incremento de la tasa de referencia de la política monetaria. Adicionalmente y como en ocasiones anteriores, esta resolución podría ser acompañada por medidas de carácter fiscal (por ej. rebaja de IVA a rubros controlables y específicos), ajustes de encajes, etc. En este marco, el tipo de cambio nominal se mantendría en niveles reducidos, cercanos a los \$19 pesos por dólar, al menos en la primera mitad del año.

\*\*\*\*

*Cuadro Estadístico 1.*

*Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Febrero de 2010*

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.40	0.18	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.31	1.48	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.52	0.00	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.78	0.69	
(4) ANE (12,12%)	1.24	0.10	2.5%
(5) ENE (8,33%)	1.57	3.53	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	1.63	2.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	1.42	1.58	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	0.94	0.91	

(\*) 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 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	9.34	5.23	7.16	9.40	9.22	1.63	7.99	7.36
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	7.26	9.91	5.97	8.21	6.22	4.53	2.45	5.03	7.42
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>	5.95	9.93	5.60	7.38	12.80	8.19	0.19	9.26	7.97
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.14	9.34	5.79	7.41	4.97	5.36	2.38	4.68	6.72

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/03/2011.

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	0.40	1.31	0.52	0.78	1.24	1.57	1.63	1.42	0.94
03/11	0.52	0.89	1.37	0.77	4.51	4.64	0.00	3.79	1.53
04/11	0.76	0.52	0.00	0.57	1.37	0.56	0.00	0.87	0.65
05/11	0.67	0.58	0.00	0.56	-0.85	0.00	0.00	-0.43	0.30
06/11	0.36	0.51	0.00	0.38	-0.95	0.00	0.00	-0.47	0.16
07/11	0.40	0.70	1.27	0.62	0.42	0.00	0.00	0.21	0.52
08/11	0.17	1.16	0.00	0.55	1.29	0.00	0.00	0.64	0.57
09/11	0.55	0.51	0.00	0.47	-0.17	0.00	0.00	-0.09	0.33
10/11	0.54	0.48	0.00	0.46	1.21	0.00	0.00	0.60	0.49
11/11	0.41	0.61	0.00	0.45	-1.27	0.00	0.00	-0.64	0.17
12/11	0.37	0.71	0.00	0.47	-1.05	0.00	0.00	-0.52	0.22

Fuente: Predicciones elaboradas por Cinve al 10/03/2011.

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	6.38	10.00	4.56	7.29	13.02	4.23	-0.88	8.02	7.67
03/11	6.75	9.97	5.96	7.64	15.61	8.97	-0.88	10.84	8.29
04/11	5.80	10.17	5.72	7.36	19.65	9.61	-0.88	13.02	8.80
05/11	5.92	10.28	5.66	7.50	19.34	9.53	-0.88	12.86	8.96
06/11	5.51	10.03	5.63	7.28	20.49	9.47	-0.88	13.40	8.83
07/11	5.56	10.00	6.38	7.35	14.31	9.09	-0.88	10.22	8.22
08/11	5.60	9.79	5.79	7.19	9.10	9.09	1.63	7.73	7.55
09/11	5.80	9.77	5.59	7.28	9.07	9.09	1.63	7.72	7.59
10/11	5.93	9.84	5.58	7.40	6.80	9.19	1.63	6.49	7.43
11/11	5.96	9.68	5.56	7.39	9.70	9.23	1.63	8.11	7.69
12/11	5.79	9.34	5.23	7.16	9.40	9.22	1.63	7.99	7.36

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/03/2011.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Bienes Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.