

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

Posibles escenarios de inflación y tipo de cambio
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
La política monetaria y su impacto sobre la inflación

N° 107

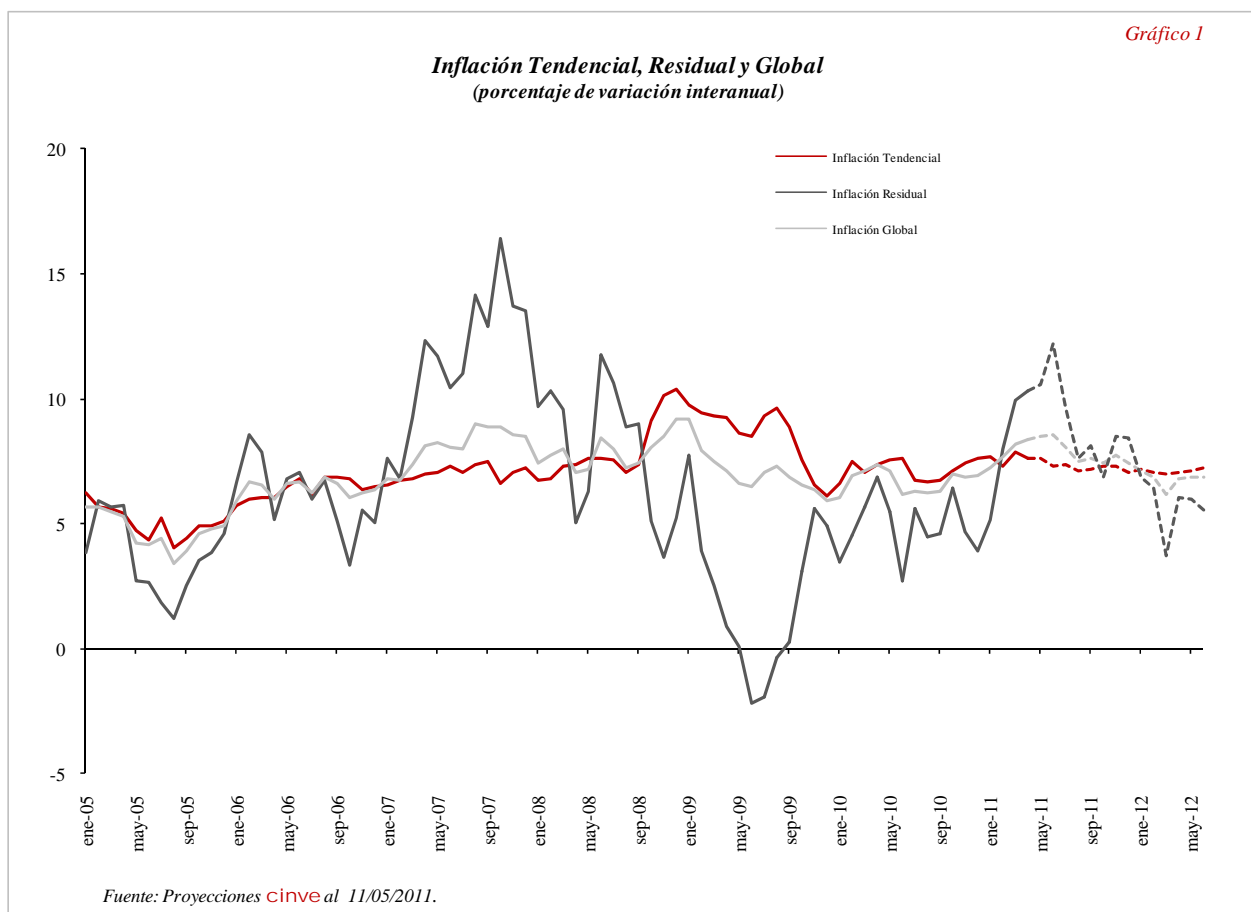
13 de Mayo de 2011

POSIBLES ESCENARIOS DE INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO

El dato de inflación de abril, si bien fue moderado no marcó un quiebre respecto al comportamiento de los precios de los últimos meses. En efecto, la inflación se mantiene en niveles elevados en un contexto donde se perciben fuertes presiones inflacionarias sobre los bienes no transables derivadas de la fortaleza de la demanda interna y presiones internacionales derivadas del incremento de los precios internacionales de los *commodities*.

Este escenario, tiene su mayor foco de incertidumbre en la evolución de los precios internacionales. Cabe señalar en este sentido, que el mercado financiero internacional se mantiene inestable, especialmente a raíz de la situación económica europea, lo que determinó una importante caída durante la semana pasada en los precios de las materias primas. Dicha inestabilidad se reflejó adicionalmente en algunas paridades cambiarias, destacándose la depreciación del euro y el real frente al dólar americano. Si bien es probable que la reacción de los mercados de la semana pasada no constituya una caída permanente en los precios de los *commodities*, el contexto internacional continúa representando una fuente de incertidumbre desde el punto de vista macroeconómico para el país. En concreto, existe la posibilidad de que ante un mayor deterioro de las economías europeas se registren conductas del tipo *flight to quality* que deriven en el desarme de posiciones en *commodities* de los inversores internacionales, caídas en dichos precios y una mayor fortaleza del dólar. De concretarse un escenario de este tipo, Uruguay no debería desalinearse respecto de la evolución de las paridades cambiarias de sus principales socios comerciales lo que derivaría en una reversión de la trayectoria del tipo de cambio nominal.

En síntesis, desde el punto de vista de la inflación global, cambios como los observados en el escenario internacional probablemente no tengan mayores consecuencias aunque si implicarían una evolución diferente de los precios relativos al interior de la canasta del IPC.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo registró un incremento de 0,34% en el mes de abril, determinando que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se incremente levemente hasta 8,34%. El dato de inflación de abril se encontró en línea con lo esperado, aunque algo por debajo de la proyección puntual de *cinve* (0,52%). El componente tendencial de la inflación (componente más estable del índice y por lo tanto más representativo del comportamiento de mediano y largo plazo) presentó un nuevo incremento significativo (0,71%), en línea con lo previsto (0,61%). La inflación tendencial acumulada en los últimos doce se mantiene firme, situándose en 7,65%. El error de predicción se explicó principalmente en caídas no anticipadas en rubros de alimentos no elaborados (de alta volatilidad). No obstante, también se produjo una caída del tipo de cambio nominal mayor a la prevista, impactando a la baja sobre los precios de los bienes transables. En contraste, las presiones de demanda interna se mantuvieron firmes determinando que los precios en rubros vinculados a servicios (de carácter claramente no transable) se incrementaran de forma significativa, incluso por encima de lo previsto.

En resumen, el dato de inflación de abril presentó un registro moderado y levemente por debajo de lo proyectado, interrumpiendo de este modo la serie de datos elevados de inflación que se observaron en los primeros tres meses del año. Si bien la inflación interanual se mantiene elevada, el dato de abril permitió mantener un margen significativo respecto del umbral de los dos dígitos, disminuyendo el riesgo de superar dicho registro. No obstante, la inflación tendencial continúa elevada y significativamente por fuera del rango objetivo, indicando que las presiones inflacionarias continúan siendo un problema de primer orden para la agenda de políticas macroeconómicas.

Diagnóstico y proyecciones

Durante el mes de abril el país continuó experimentando significativas presiones inflacionarias derivadas tanto de la evolución de los precios internacionales como de la dinámica de la demanda interna. Ello determinó que la inflación se mantenga por encima del 8%, significativamente superior al rango objetivo establecido para el año (4%-6%). Se espera que este escenario se mantenga durante los próximos dos meses, la inflación continuaría evolucionando levemente al alza, presentando un pico máximo anual en el mes de junio. Para el segundo semestre, se proyecta que las presiones sobre los precios comenzarían a ceder, permitiendo que la inflación cierre el año en un nivel en torno a 7,5%. En este sentido, la inflación a diciembre se ubicaría claramente por encima del rango meta. No obstante, no representaría un problema importante desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica.

En concreto, nuestras proyecciones señalan que durante los próximos tres meses las presiones sobre los precios se mantendrán firmes, determinando que la inflación se ubique en niveles algo superiores a 8,5% anual. Si bien estos niveles de inflación son elevados, con el dato de abril parece haber disminuido el riesgo de que la inflación sobrepase el umbral del 10%. De todas formas, las proyecciones no están exentas de incertidumbre y el margen aún no es suficientemente amplio, por lo que los próximos dos meses volverán a ser de tensión en cuanto a la evolución de los precios. Estas proyecciones suponen que el tipo de cambio se mantiene en niveles inferiores a \$19 por dólar hasta el cierre del año. Adicionalmente se supone que los precios internacionales de los *commodities* alimenticios y del petróleo se mantendrían relativamente estables en valores elevados, lo que determinaría un nuevo ajuste de combustibles en los próximos meses del orden del 3,5%.

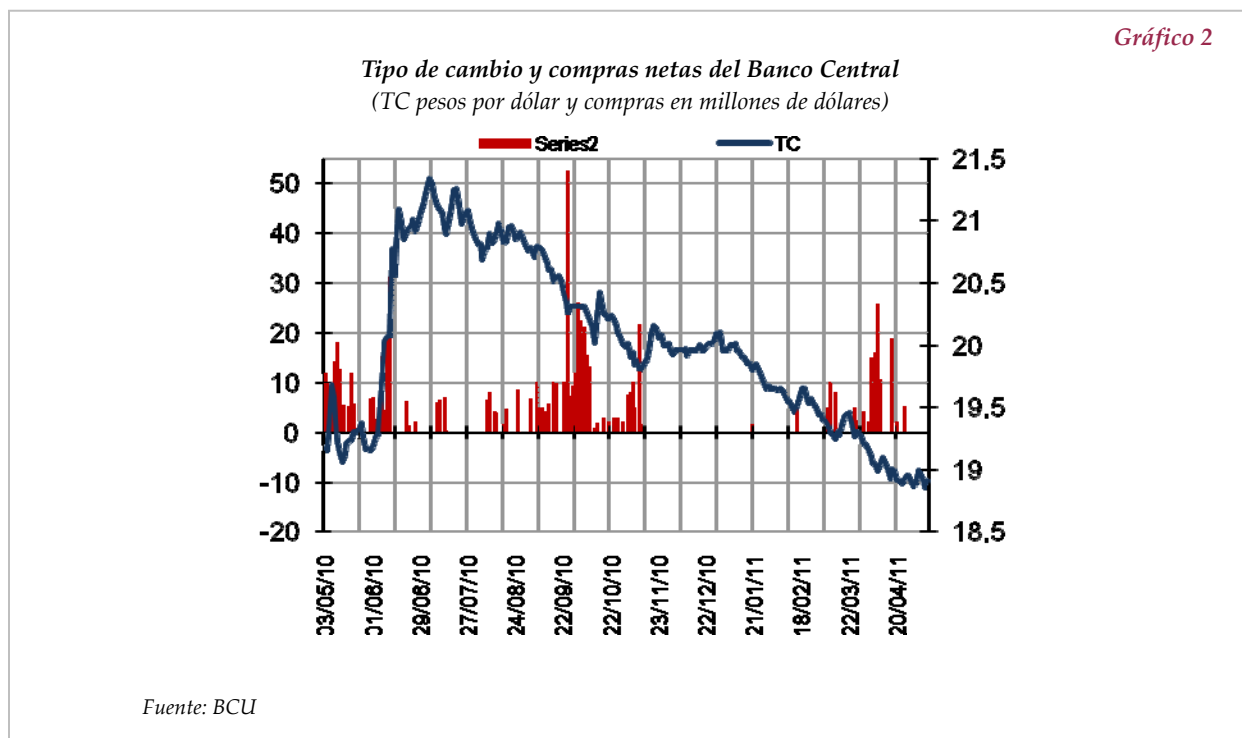
Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Mayo)	0.3	0.4
Próximos 12 meses	6.9	7.0
Año calendario 2011	7.5	7.1
Año calendario 2012	7.6	8.4

Fuente: Proyecciones *cinve* al 10/05/2011.

LA POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

Durante el mes de abril, el manejo de la liquidez de plaza permitió que la tasa media de mercado en moneda nacional a un día hábil se mantenga en el nivel de referencia de 7,5%, establecido en la última reunión del COPOM. No obstante ello, en las últimas semanas las tasas de corto plazo en moneda nacional (30 a 90 días) han evolucionado a la baja, incluso por debajo de la referencia para la tasa a un día, lo que evidencia un manejo de la liquidez algo más expansivo de lo previsto. Más allá de la citada caída de las tasas de interés de corto plazo en moneda nacional, el tipo de cambio nominal, como era previsible, continuó evolucionando a la baja durante el mes de abril, alcanzando valores mínimos para el período posterior a la crisis y devaluación del año 2002. En efecto, durante el mes de abril el tipo de cambio nominal presentó una caída de 1,3%, situándose por debajo de la barrera psicológica de los \$19. Como se puede observar en el gráfico 3, esta apreciación de la moneda derivó en una significativa intervención compradora del Banco Central en el mercado de cambios (compró 103 millones de dólares en el mes), lo que amortiguó parcialmente la caída.

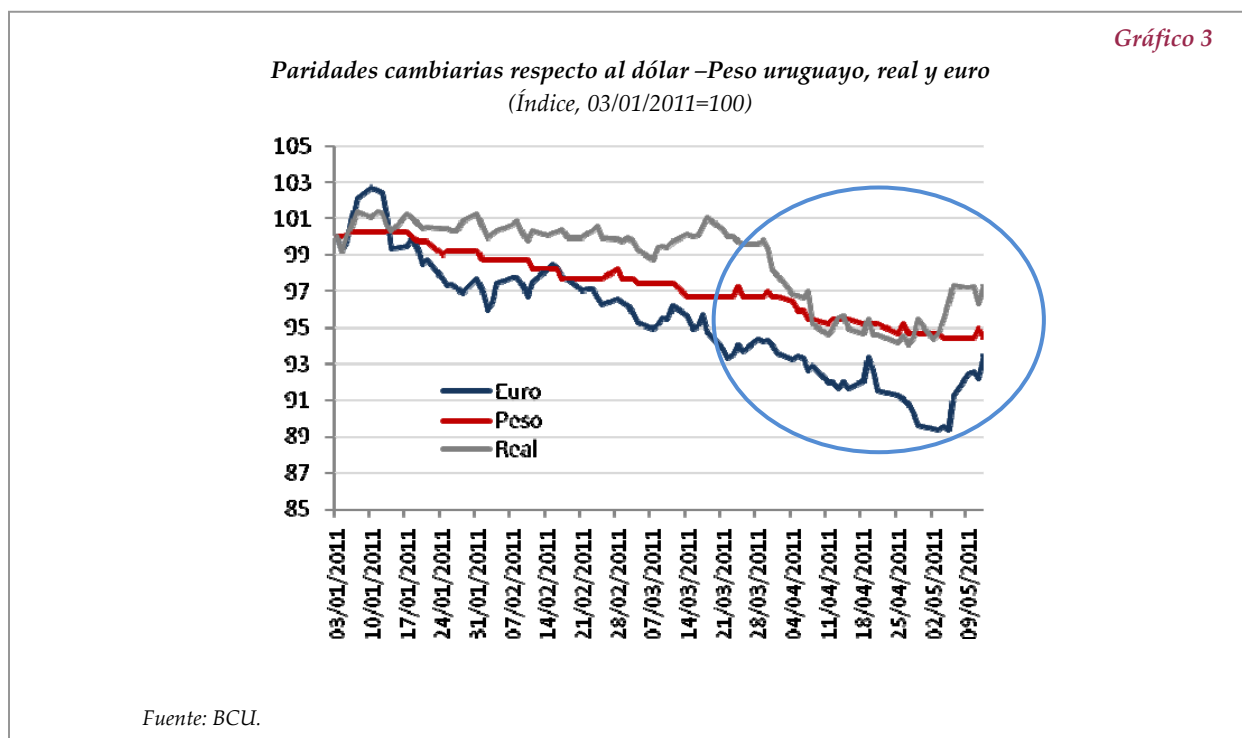


Aunque podría considerarse que la fuerte apreciación de la moneda nacional es el resultado de un decidido compromiso con el objetivo de inflación por parte de las autoridades monetarias, cabe señalar que el contexto internacional operó en el mismo sentido dando cierto margen para que tal apreciación tuviera lugar. En efecto, durante el mes de abril se observó una depreciación del dólar en forma bastante generalizada a nivel internacional. Particularmente, en el caso de Brasil, principal socio comercial de Uruguay. La apreciación del real respecto al dólar en abril alcanzó un 2,7%, es decir más de un punto porcentual superior a la registrada por el peso. En este sentido, durante el mes de abril el contexto internacional otorgó margen a las autoridades para dejar caer el tipo de cambio nominal, sin alterar significativamente la competitividad global de la economía (medida a partir del tipo de cambio real).

Esta situación, no obstante, se revirtió en la primera semana del presente mes de mayo (ver gráfico 3) cuando la incertidumbre financiera internacional determinó un fortalecimiento del dólar, destacándose la depreciación registrada por el euro y el real. Esta situación no se concretó a nivel local, donde el tipo de cambio nominal permaneció relativamente constante, implicando un fortalecimiento del peso respecto a las monedas que se depreciaron. Como fuera comentado en la carátula del presente informe, la compleja situación de algunas economías europeas -como Grecia, Portugal, Irlanda y España- generó desconfianza en los mercados financieros internacionales, lo que se manifestó en caídas de las principales bolsas del mundo, reducciones en los precios de las materias primas y fortalecimiento del dólar. Si bien en la presente semana se observó una recuperación de algunos precios y paridades cambiarias, la inestabilidad internacional alerta sobre un posible cambio del contexto internacional, con *commodities* más bajos y monedas más débiles en países emergentes.

En tanto un contexto internacional con *commodities* a la baja, como ocurrió durante la semana pasada, presenta aspectos positivos desde el punto de vista de las presiones inflacionarias internas, es evidente que de

concretarse, las autoridades deberían permitir una depreciación de la moneda nacional, de forma de amortiguar el shock de precios y mitigar posibles efectos de competitividad si el dólar se fortalece a nivel internacional. En este sentido, desde el punto de vista de la inflación local, una reversión del contexto internacional no necesariamente afectaría en forma relevante el incremento global de precios.



Nuevas medidas

A su vez, recientemente el BCU anunció medidas adicionales para contener la inflación. La autoridad monetaria determinó un incremento de encajes, que se aplicarán en forma diferencial sobre los encajes medios y marginales. Los encajes medios, esto es, los referidos a todo el stock de depósitos bancarios, se incrementarán en un 3% para los depósitos en moneda nacional a plazos menores a 30 días y en moneda extranjera con plazos inferiores a 180 días, y en un 5% para depósitos en moneda extranjera con plazos mayores a 180 días (no tendrán incrementos los encajes medios de los depósitos en unidades indexadas). Adicionalmente se creó un encaje marginal, que se aplica sobre los depósitos excedentarios respecto al promedio correspondiente al mes de abril de 2011, de un 15% para depósitos en moneda nacional y unidades indexadas y de un 27% para los depósitos en moneda extranjera.

De esta forma, el encaje total aplicable a los nuevos depósitos (encaje medio + encaje marginal) se encuentra entre un 15% y un 30% para los depósitos en moneda nacional, entre un 15% y un 21% para los depósitos en unidades indexadas y entre un 41% y un 45% para los depósitos en moneda extranjera. Estos elevados requerimientos de encaje sin duda constituyen una clara señal respecto a la preocupación por contener el crédito, y constituyen de hecho una limitación significativa para la utilización el incremento previsto de los depósitos en nuevos créditos. A su vez, esta medida se tiene un efecto particular sobre el canal del crédito en moneda extranjera, que prácticamente no se ve afectado por los movimientos de la tasa de referencia nominada en moneda nacional.

En síntesis, desde la política monetaria, las medidas continúan en línea con el objetivo de contener la inflación. Al incremento de la tasa de referencia resuelto por el COPOM en marzo, se suma un incremento de los requerimientos de encajes al sistema bancario que redundaría en un encarecimiento del crédito. En la medida en que el escenario internacional no presente una reversión significativa, esto es, los precios de los *commodities* continúen al alza o estables en niveles históricamente elevados y el dólar se deprecie a nivel internacional, no es esperable que se registre un cambio en el sesgo del manejo monetario interno. Ello sería consistente con un tipo de cambio nominal que se mantendría por debajo de \$19 hasta el cierre del año. No obstante, un posible cambio del sesgo monetario podría concretarse si el escenario internacional se revierte, como se insinuó en los mercados financieros internacionales en la primera semana del mes.

◆◆◆

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Abril de 2011

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.72	0.82	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.82	0.52	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.26	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.71	0.61	
(4) ANE (12,12%)	-1.78	-0.10	2.5%
(5) ENE (8,33%)	0.40	1.02	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.73	0.30	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.34	0.52	
(*) 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	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>	5.06	9.97	5.37	7.07	8.84	11.31	1.65	8.43	7.41
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	7.39	10.38	5.28	8.39	6.75	4.18	2.41	5.16	7.58
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>	5.59	10.39	5.76	7.40	10.83	9.50	0.20	8.75	7.85
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	5.87	9.85	5.35	7.44	6.51	5.67	2.35	5.54	6.97

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/05/2011.

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									
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	0.82	1.07	1.42	0.99	2.50	5.08	0.01	2.95	1.42
04/11	0.53	0.82	0.26	0.62	-1.78	0.40	0.01	-0.73	0.34
05/11	0.28	0.63	0.00	0.39	-0.10	0.00	0.00	-0.05	0.28
06/11	0.25	0.52	0.00	0.33	-0.14	1.63	0.00	0.50	0.37
07/11	0.37	0.69	1.08	0.58	1.49	0.00	0.00	0.72	0.62
08/11	0.06	1.13	0.00	0.49	2.19	0.00	0.00	1.07	0.64
09/11	0.51	0.49	0.00	0.44	0.80	0.00	0.00	0.40	0.43
10/11	0.51	0.51	0.00	0.45	1.24	0.00	0.00	0.61	0.49
11/11	0.41	0.65	0.00	0.46	-1.29	0.00	0.00	-0.64	0.18
12/11	0.34	0.73	0.00	0.46	-0.97	0.00	0.00	-0.48	0.22

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/05/2011.

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	3.41	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	7.07	10.17	6.02	7.88	13.39	9.43	-0.87	9.94	8.17
04/11	5.87	10.71	6.05	7.65	13.70	9.91	-0.86	10.33	8.35
05/11	5.58	10.88	5.99	7.61	14.28	9.83	-0.86	10.58	8.48
06/11	5.05	10.64	5.97	7.33	16.31	11.56	-0.86	12.20	8.58
07/11	5.07	10.59	6.52	7.37	11.53	11.18	-0.86	9.61	8.07
08/11	4.99	10.35	5.93	7.14	7.40	11.18	1.65	7.59	7.48
09/11	5.14	10.31	5.73	7.19	8.42	11.18	1.65	8.10	7.62
10/11	5.24	10.40	5.72	7.31	6.19	11.28	1.65	6.87	7.46
11/11	5.27	10.28	5.70	7.31	9.06	11.32	1.65	8.50	7.73
12/11	5.06	9.97	5.37	7.07	8.84	11.31	1.65	8.43	7.41

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 10/05/2011.

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