

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

Trade-off entre inflación y equilibrio externo
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
La política monetaria y su impacto sobre la inflación

N° 108

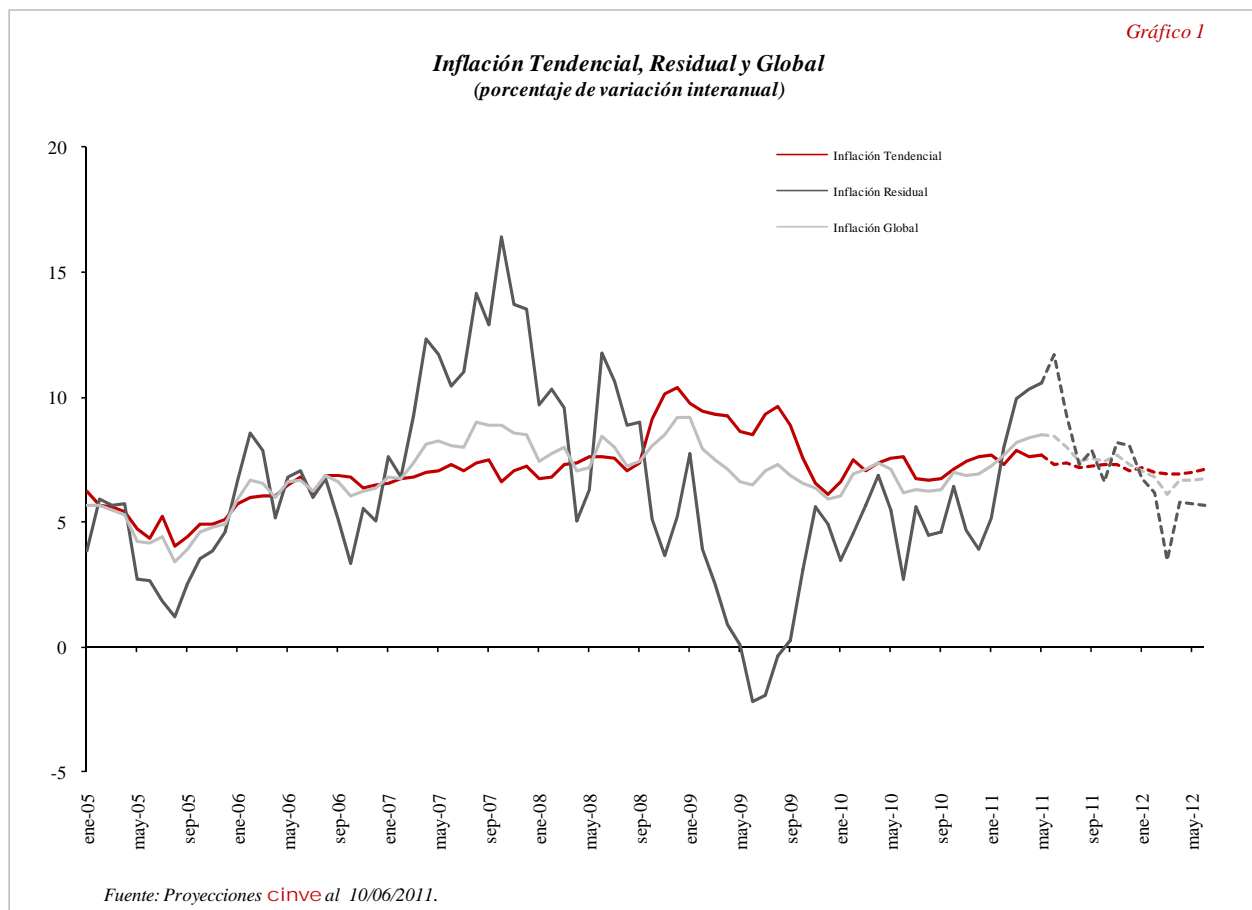
20 de junio de 2011

TRADE-OFF ENTRE INFLACIÓN y EQUILIBRIO EXTERNO

El próximo jueves 23 de junio se reúne el Comité de Política Monetaria (COPOM) a los efectos de fijar la tasa de referencia de política monetaria para los próximos meses. El COPOM se enfrenta en este caso a un escenario de elevada inflación (8,53% interanual), más allá de que los dos últimos meses se observó una moderación en el incremento de precios. Nuestra estimación del componente tendencial de la inflación (más representativo de la evolución de mediano plazo) se ubica en el orden del 7,7% lo que complementa un diagnóstico de alerta respecto a la inflación. Estos datos determinan que sea probable la adopción de un sesgo monetario más contractivo a partir de un nuevo incremento de la tasa de referencia.

No obstante, dos argumentos matizan este diagnóstico aportando fundamentos para mantener la tasa en su nivel actual. En primer lugar la fuerte caída que ha presentado el tipo de cambio nominal en los últimos meses, alcanzando valores mínimos desde la devaluación del año 2002. Esta apreciación de la moneda nacional, ha causado un fuerte incremento de los ingresos en dólares de los agentes locales determinando una importante escalada de las importaciones. Ello podría transformarse a mediano plazo en un significativo desequilibrio externo que cuestione el crecimiento equilibrado que se ha observado en los últimos años. En este sentido, un nuevo incremento de tasas acentuaría las presiones a la baja sobre el tipo de cambio nominal, lo que podría profundizar el desequilibrio comercial.

En segundo lugar, el Banco Central ya ha adoptado medidas tendientes a controlar la inflación la que se espera comience a registrar una trayectoria descendente en la segunda mitad del año. Adicionalmente, parte de los efectos de las medidas adoptadas aún no se han concretado, lo que podría constituir un argumento para que el COPOM, decida mantener la tasa en su nivel actual esperando que se observen dichos efectos, antes de decidir adoptar un sesgo más contractivo. En síntesis, la necesidad de conciliar los objetivos de inflación y evitar un potencial desequilibrio externo de la economía, marcarán la discusión del próximo COPOM.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo registró un incremento de 0,33% en el mes de mayo, determinando que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se incrementó levemente hasta 8,5%. El registro de inflación de mayo se ubicó en niveles moderados, en línea con nuestra proyección puntual que indicaba un aumento de precios de 0,28%. Tal como se esperaba, este dato consolida la moderación de la inflación que se había ya observado en abril, luego de que en los tres primeros meses del año se observaran importantes incrementos de precios. 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 incremento de 0,47%, también en línea con lo previsto (0,39%). La inflación tendencial acumulada en los últimos doce meses se mantiene firme, situándose en 7,7%, notoriamente por encima del techo del rango objetivo de inflación vigente (4%-6%).

Durante el mes de mayo se observó nuevamente que los rubros de carácter no transable presentaron los mayores incrementos. En tanto los bienes transables elaborados, como consecuencia de la reducción del tipo de cambio nominal presentaron incrementos menores o evolucionaron a la baja, amortiguando el crecimiento general de precios. Este escenario de precios relativos se espera persista durante los próximos meses.

En resumen, el dato de inflación de mayo se encontró en línea con lo previsto confirmando una moderación de la inflación, luego de un primer trimestre con fuertes incrementos en los precios al consumo. No obstante, tanto la inflación interanual global como tendencial se mantienen en registros elevados, y claramente por encima del rango objetivo, lo que obligará a las autoridades a mantener el sesgo monetario actual en los próximos meses e incluso a volverlo más contractivo.

Diagnóstico y proyecciones

Durante el mes de mayo nuestra economía continuó experimentando presiones inflacionarias derivadas de la demanda interna. En el caso de las presiones derivadas de la evolución de los precios internacionales, parece registrarse un cierto alivio, especialmente a partir de un retroceso en el precio internacional de algunos *commodities* alimenticios y particularmente del petróleo, que permitió, al menos postergar un nuevo incremento de combustibles a nivel local. Esta evolución de precios, sumado a la evolución a la baja del tipo de cambio nominal determinó que la inflación se ubique en niveles moderados, en torno a los que se espera se mantenga durante el resto del año.

En este sentido, y considerando que el segundo semestre de 2010 fue un período de registros de inflación comparativamente elevados (salvo las excepciones de noviembre y diciembre) se estima que la inflación interanual ha alcanzado su pico máximo en el pasado mes de mayo, manteniéndose prácticamente estable en junio, para posteriormente comenzar una trayectoria a la baja, culminando el año en el orden de 7,3%.

De esta forma, el país habría superado los meses de máxima tensión inflacionaria con un margen significativo respecto a la problemática cifra del 10% y en ausencia de shocks inesperados de gran magnitud, la posibilidad de que la inflación sobrepase dicho nivel en el este año presenta una probabilidad prácticamente nula. En la medida que se confirme un escenario de precios internacionales más moderados, es posible observar un leve repunte del tipo de cambio nominal hacia el cierre del año, no obstante lo cual se espera que se ubique a diciembre por debajo de los \$19 por dólar.

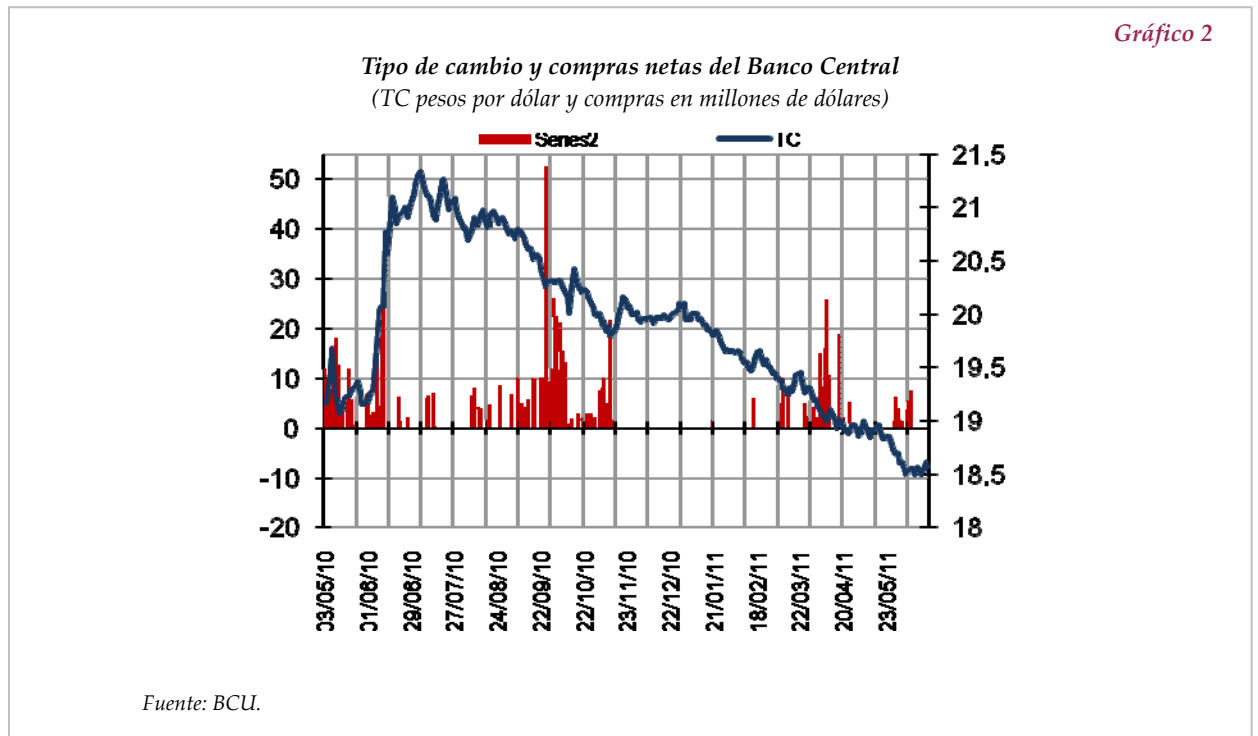
Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Mayo)	0.2	0.3
Próximos 12 meses	6.7	7.0
Año calendario 2011	7.3	7.1
Año calendario 2012	7.4	8.2

Fuente: Proyecciones cinve al 10/06/2011.

LA POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

Durante el mes de mayo, el manejo de la liquidez de plaza permitió que la tasa media de mercado en moneda nacional a un día hábil se ubique prácticamente sin excepciones en el nivel de referencia de 7,5%, establecido en la última reunión del COPOM. Por su parte, el tipo de cambio nominal evolucionó en forma significativa a la baja, acumulando una caída en el mes de 1,8%. La caída del tipo de cambio nominal, se continuó observando en los primeros días del presente mes de junio, donde se registra una baja desde comienzos del mes de un 0,3% adicional. Como se puede observar en el gráfico 2, el Banco Central no reaccionó ante la apreciación de la moneda nacional con un volumen importante de compras en el mercado de cambios (realizó compras por solo 13.1 millones de dólares contra los 103.5 millones que compró en abril) permitiendo en cierto modo que se concrete la apreciación del peso.



Más allá del manejo de tasas, durante el mes de mayo se adoptó como medida monetaria complementaria, un incremento de los requerimientos de encaje al sistema bancario. El objetivo de esta medida consiste en evitar un importante crecimiento del crédito a los efectos de actuar sobre una de las fuentes del crecimiento de la demanda agregada en el mercado de bienes. La medida, que se explicó con mayor detalle en la pasada edición de este informe, se aplicó en forma diferencial sobre los encajes medios y marginales. Los encajes medios, esto es, los referidos a todo el stock de depósitos bancarios, se incrementaron en 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 presentaron 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.

La medida de encajes presenta al menos dos aspectos positivos. En primer lugar, permite a las autoridades afectar el crédito en moneda extranjera, el cual se encuentra comparativamente barato en la actualidad, y cuyo costo es prácticamente insensible al manejo de la tasa de referencia en moneda nacional. En segundo lugar, al focalizarse el incremento más fuerte de encajes sobre los depósitos marginales, afecta en menor medida la rentabilidad bancaria, sin por ello dejar de constituir una señal fuerte respecto de la preocupación del BCU por evitar un incremento significativo del crédito.

No obstante, cabe hacer dos apreciaciones respecto del impacto que puede llegar a tener esta medida sobre la evolución de la inflación. En primer lugar, el crecimiento del crédito bancario no ha presentado en los últimos meses un nivel que resulte realmente preocupante. En efecto, en términos reales el crédito no ha presentado una evolución que diste en forma significativa de la evolución de la economía en su conjunto. En este sentido, la expansión de la demanda agregada tiene una base sólida, más allá del mercado de créditos por

lo que aún logrando desacelerar el incremento del crédito, el impacto de esta medida sobre la demanda no sería de una magnitud importante. En segundo lugar, al recaer la medida de encajes principalmente sobre el incremento de los depósitos, la desaceleración del crédito se registrará en forma moderada durante los próximos meses. De esta forma, los efectos sobre la demanda y principalmente sobre la inflación de la medida de encajes actuarán con rezagos significativos, observándose mayoritariamente en la segunda mitad del año.

Reunión del COPOM de Junio

Como se mencionó en la carátula de este informe, el Comité de Política Monetaria (COPOM) se reunirá el próximo jueves 23 de junio a los efectos de evaluar la evolución de los precios y del contexto macroeconómico general a los efectos de establecer el valor de la tasa de referencia de la política monetaria para el próximo trimestre. La disyuntiva nuevamente se encuentra entre las posibilidades de incrementar la tasa de referencia (en la reunión de marzo se resolvió un incremento de 100 puntos básicos) o mantenerla en su nivel actual de 7,5%.

Un nuevo incremento de la tasa evidentemente reforzaría el esfuerzo que está realizando el BCU por controlar la inflación y conducirla a una trayectoria convergente hacia el rango meta. Si bien se espera que la inflación interanual comience a descender a partir del mes de julio, cerrando el año en el orden de 7,3%, este registro dista en más de un punto porcentual del techo del rango objetivo vigente (4%-6%). En este sentido, las proyecciones de inflación actuales podrían constituir una señal respecto de la necesidad de adoptar nuevas medidas a para cumplir la meta de inflación en 2011.

No obstante, cabe señalar que un nuevo incremento de la tasa de referencia introduciría nuevas presiones a la baja sobre el tipo de cambio nominal, que como se mencionó anteriormente ha presentado una importante caída en los últimos meses, alcanzando valores mínimos en el período posterior a la macrodevaluación del año 2002. El potencial deterioro de la competitividad asociado a la apreciación de la moneda convierte a la evolución del tipo de cambio nominal en una posible fuente de desequilibrios macroeconómicos que podrían cuestionar el proceso de crecimiento económico a mediano plazo. De esta forma, la evolución del tipo de cambio se transforma en un elemento que seguramente será tenido en cuenta a la hora de decidir el sesgo de la política monetaria.

Considerando el trade-off existente entre los objetivos de inflación y competitividad y que aún es esperable que se procesen parte de los efectos del último incremento de tasas y de las medidas de encajes, es que asignamos una mayor probabilidad a que el COPOM decida mantener la tasa de referencia en su nivel actual. No obstante, no descartamos la posibilidad de que se concrete un reducido incremento de 0,25 o 0,5 puntos porcentuales, en tanto que si constituiría una sorpresa un incremento mayor a medio punto.

♦♦♦♦

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.41	0.28	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.56	0.63	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.35	0.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.47	0.39	
(4) ANE (12,12%)	-0.24	-0.10	2.5%
(5) ENE (8,33%)	0.13	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.07	-0.05	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.33	0.28	

(*) 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									
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>	5.12	9.66	6.10	7.06	9.20	9.65	1.66	8.05	7.30
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	7.17	10.14	5.30	8.19	6.32	4.70	2.26	5.10	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>	5.63	10.24	6.22	7.41	11.10	8.54	0.21	8.56	7.82
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	5.77	9.55	5.64	7.30	6.35	5.62	2.21	5.42	6.83

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/06/2011.

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	0.41	0.56	0.35	0.47	-0.24	0.13	0.01	-0.07	0.33
06/11	0.11	0.41	0.34	0.26	0.22	0.00	0.00	0.11	0.22
07/11	0.39	0.68	1.09	0.59	1.68	0.00	0.00	0.82	0.65
08/11	0.09	1.13	0.00	0.50	2.30	0.00	0.00	1.13	0.66
09/11	0.53	0.49	0.00	0.45	0.90	0.00	0.00	0.45	0.45
10/11	0.50	0.49	0.00	0.44	1.19	0.00	0.00	0.59	0.48
11/11	0.42	0.61	0.00	0.45	-1.41	0.00	0.00	-0.71	0.15
12/11	0.32	0.70	0.00	0.44	-1.07	0.00	0.00	-0.53	0.20

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/06/2011.

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	5.72	10.80	6.37	7.69	14.11	9.97	-0.85	10.55	8.53
06/11	5.05	10.44	6.70	7.33	16.56	9.91	-0.85	11.73	8.46
07/11	5.08	10.38	7.25	7.37	11.98	9.53	-0.85	9.25	7.99
08/11	5.04	10.14	6.66	7.16	7.94	9.53	1.66	7.31	7.42
09/11	5.21	10.11	6.47	7.23	9.07	9.52	1.66	7.88	7.59
10/11	5.30	10.17	6.45	7.33	6.78	9.62	1.66	6.63	7.41
11/11	5.33	10.01	6.43	7.32	9.53	9.67	1.66	8.18	7.66
12/11	5.12	9.66	6.10	7.06	9.20	9.65	1.66	8.05	7.30

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 10/06/2011.

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