

# INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

Nueva medida para combatir la inflación  
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones  
La política monetaria y su impacto sobre la inflación

N° 109

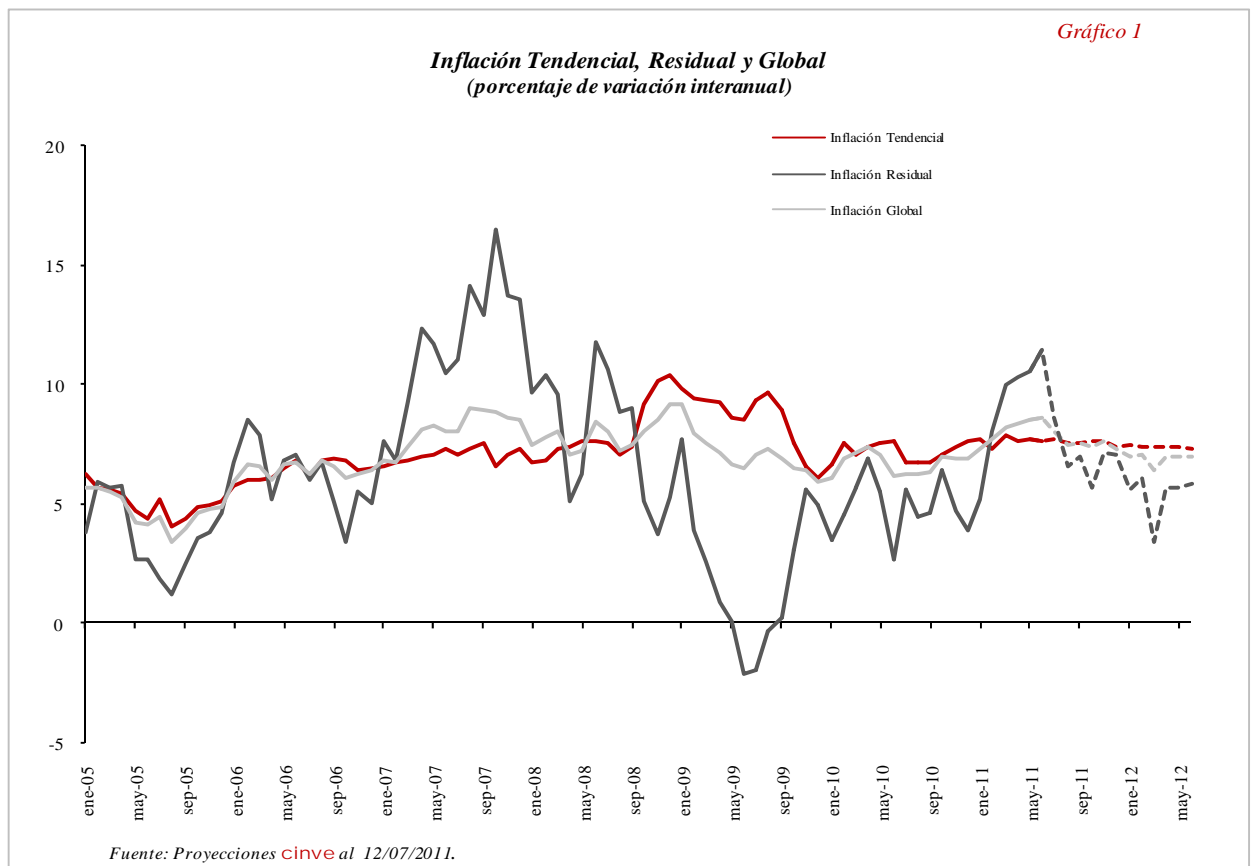
19 de julio de 2011

## NUEVA MEDIDA PARA COMBATIR LA INFLACIÓN

El pasado jueves 23 de junio en su reunión trimestral, el COPOM decidió aumentar la tasa de referencia de la política monetaria en 0,5 puntos porcentuales, ubicándola en 8%. Esta contracción de la política monetaria reafirma la preocupación y el compromiso de la autoridad monetaria sobre el control de precios domésticos. Si bien, según nuestras estimaciones los precios habrían comenzado a moderarse ya desde el pasado mes de abril, el incremento en la tasa de referencia actúa como una señal adicional para anclar las expectativas de los agentes.

Esta decisión se concretó en un contexto de inflación mensual moderada, a pesar que en términos interanuales se encuentra en 8,5%, por encima del rango meta vigente desde junio (4%-6%). Si bien el escenario de que la inflación alcance el 10% parece prácticamente imposible, la evolución del nivel de precios constituye uno de los principales desafíos macroeconómicos. En cuanto a la inflación tendencial, ésta aumentó por encima de lo esperado en junio situándose en 0,53%, lo que implica que en términos interanuales la misma se mantenga en 7,6%, dando cuentas de que el desvío de la inflación respecto a la meta, presenta en una proporción importante un carácter estable, de más difícil reversión. En este contexto, la decisión del COPOM no representa una sorpresa.

Sin embargo, como se analizó en informes anteriores, el efecto de un incremento en la tasa de referencia no actúa inmediatamente sobre el nivel de precios, sino que su efecto tarda algunos meses en concretarse en su totalidad. En este sentido, medidas adoptadas en meses anteriores, como el incremento de la tasa de referencia decidido en marzo y el aumento en los requerimientos de encajes implementado en mayo aún no habrían agotado su efecto sobre el nivel de precios. A su vez, una mayor contracción monetaria puede implicar costos en términos de competitividad, dada la mayor presión a la baja que ejerce sobre el tipo de cambio nominal. En este sentido, el nuevo aumento en la tasa de referencia podría acarrear mayores costos que beneficios en el corto plazo, máxime considerando que más allá de la medida adoptada, la inflación cerrará el año con un desvío de más de un punto porcentual respecto al techo del rango objetivo.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El índice de precios al consumo registró un aumento de 0,35% en el mes de junio, determinando que la inflación acumulada en los últimos 12 meses, se eleve levemente hasta 8,6% lo que constituye el mayor registro en términos interanuales desde enero de 2009. La inflación en junio registró un aumento moderado, aunque levemente por encima de nuestra proyección que indicaba un aumento de 0,29%. En línea con lo esperado, el dato puntual de junio confirma un proceso de moderación de la inflación que se observa desde abril, luego de los fuertes incrementos de precios en el primer trimestre del año. En cuanto al componente tendencial de la inflación - componente más estable del índice, más representativo del comportamiento de mediano y largo plazo - se incrementó en 0,53%. Este dato determinó que la inflación acumulada en los últimos doce meses se mantenga en 7,6%, por encima del techo del rango objetivo de inflación vigente (4%-6%). Se debe notar que la inflación residual, cuyo comportamiento es más volátil, experimentó un leve descenso en el mes, cercano a 0,2%, amortiguando el incremento tendencial.

Durante el mes de junio el comportamiento de los bienes transables y no transables mantuvo la tendencia de los meses pasados. Los bienes no transables experimentaron un incremento mayor que el de los transables, impulsados por la demanda interna. En tanto, los bienes transables tuvieron menores incrementos -o evolucionaron a la baja en algunos casos- como consecuencia de la evolución del tipo de cambio nominal.

*En resumen*, el dato de inflación de junio se encontró en línea con lo previsto ratificando una moderación de la inflación mensual. Sin embargo, tanto la inflación interanual global como tendencial se mantienen en registros elevados y claramente por encima del rango objetivo, lo que constituye un desafío para las autoridades cuyo objetivo es el cumplimiento de la meta de inflación para lograr anclar las expectativas de los agentes con el objetivo de precios del BCU.

### Diagnóstico y proyecciones

Durante el mes de junio nuestra economía continuó experimentando presiones inflacionarias derivadas de la demanda interna determinando el aumento en los precios no transables. En cuanto al escenario de precios internacionales, se confirma la tendencia a la baja de algunos precios relevantes para nuestro país como algunos *commodities* alimenticios y el petróleo. Este fenómeno permitió mitigar el aumento sostenido de los precios a nivel interno en productos elaborados en base a estos *commodities*. Un elemento adicional que permitió mantener las presiones externas bajo control es la caída del tipo de cambio nominal, provocando un descenso en los precios de los transables. Este comportamiento de los precios ha determinado que la inflación se ubique en niveles moderados por tercer mes consecutivo, a pesar de que en términos anuales la misma se desvía más de dos puntos porcentuales por encima del techo del rango meta.

En línea con el escenario anteriormente descrito y tomando en cuenta que el segundo semestre de 2010 fue un período de inflación relativamente elevada se estima que la inflación interanual habría alcanzado un máximo en el pasado mes de junio. A partir de julio, y al menos hasta fin de año, los precios comenzarían a transitar un leve descenso para cerrar a diciembre de este año en el entorno de 7,3%. Esta moderación de los precios es compatible con un tipo de cambio levemente a la baja, situado a fin de año en torno a \$18,2 por dólar, aunque aún el nivel y la frecuencia de las intervenciones de los bancos estatales en el mercado de cambios imprime incertidumbre sobre el valor del dólar en los próximos meses.

Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Julio)	0.6	0.6
Próximos 12 meses	7.0	7.3
Año calendario 2011	7.3	7.4
Año calendario 2012	7.1	7.5

Fuente: Proyecciones *cinve* al 12/07/2011.

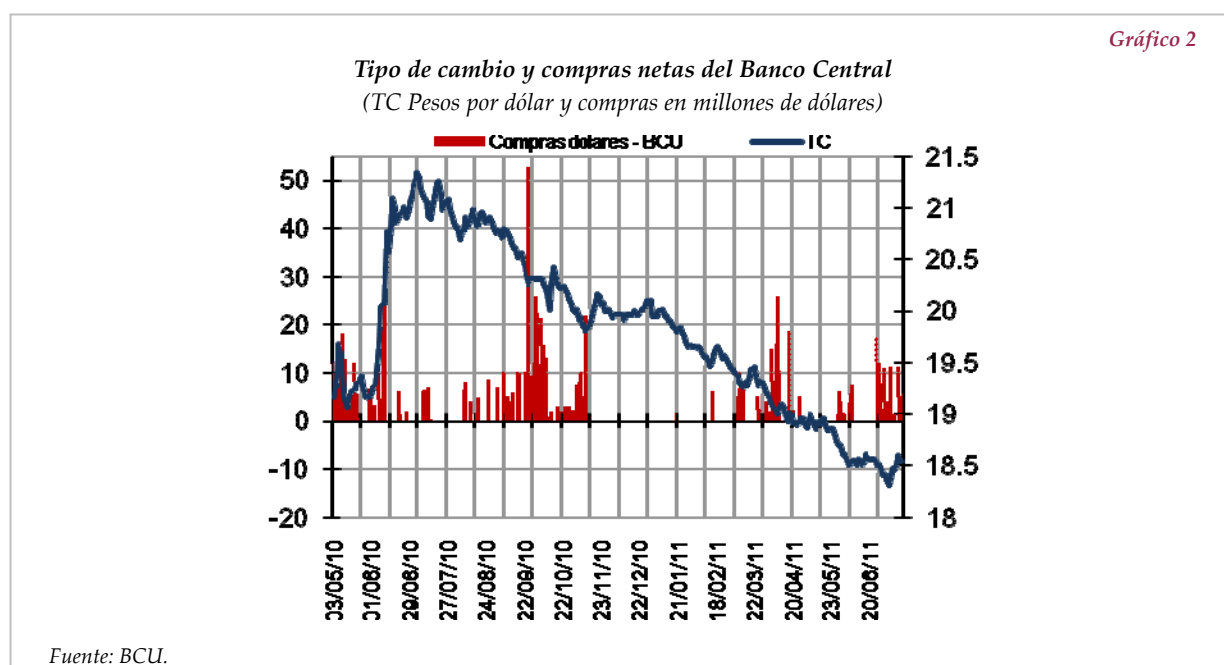
## LA POLÍTICA MONETARIA Y SU IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN

El pasado 23 de junio se reunió el Comité de Política Monetaria (COPOM) resolviendo elevar la tasa de referencia de política en medio punto porcentual, ubicándola en 8%. El incremento de la tasa de referencia constituye una señal que demuestra la preocupación por la inflación y refuerza las medidas adoptadas en los meses anteriores. Este incremento busca actuar como desincentivo al crédito y la demanda interna, al tiempo que presiona a la baja al tipo de cambio nominal con el objetivo de impactar a la baja sobre los precios minoristas.

En el comunicado posterior a la reunión, las autoridades transmitieron que “El compromiso de las autoridades económicas con la preservación de los equilibrios macroeconómicos básicos es inequívoco y, en ese marco, la inflación sigue demandando una atención prioritaria. La perspectiva de que la inflación vaya cediendo en los próximos meses es consistente con la necesidad de dar continuidad a un desarrollo armónico de la producción (...)”. Esto implica que se espera que la inflación comience a descender en la segunda mitad del año. Asimismo, si bien los precios habrían comenzado un proceso de descenso, más allá del aumento de la tasa de política monetaria, según nuestras estimaciones, la decisión del COPOM implicaría una nueva señal de compromiso para lograr que las expectativas de los agentes converjan con el rango previsto por las autoridades.

No obstante, como fuera anunciado en informes anteriores, un nuevo incremento de tasas podría tener efectos no deseables en el mercado de cambios. El dólar se encuentra actualmente en niveles mínimos desde la macro devaluación del 2002 y el incremento en las tasas de interés en moneda nacional introdujo nuevas presiones a la baja en el tipo de cambio nominal que podrían provocar desequilibrios externos en cuanto a la cuenta corriente de la economía. Más precisamente, la pérdida de competitividad asociada a la apreciación real del peso constituye un freno para las exportaciones y alienta las importaciones, fenómeno que a mediano plazo podría constituirse en un obstáculo para el crecimiento equilibrado de la economía.

En este sentido, si observamos el manejo de las operaciones cambiarias de plaza durante el mes de junio y los días posteriores a la decisión del COPOM, se observa que el Banco Central tuvo una fuerte incidencia en el precio del dólar a través de operaciones cambiarias luego del aumento en la tasa de referencia. Las operaciones del Central fueron complementadas a su vez, con compras adicionales del como el MEF operadas a través del BROU.



Como se puede observar en el gráfico 2, el Banco Central reaccionó ante la apreciación de la moneda nacional luego de la reunión del COPOM. El Banco Central actuó comprando un volumen importante de dólares en el mercado de cambios (realizó compras por más de 90 millones de dólares desde el 24 de junio hasta el 13 de julio) evitando en cierto modo que se concrete una apreciación brusca del peso, esperable luego del incremento en la tasa de referencia. Este comportamiento de la autoridad monetaria podría implicar un quiebre en su comportamiento ya que durante los meses de mayo y abril las compras del BCU fueron mínimas, no influyendo en la determinación del precio del dólar.

Las intervenciones en el mercado de cambios podrían tener dos fundamentos. Por un lado podrían responder a la preocupación de evitar movimientos abruptos del tipo de cambio nominal, buscando suavizar su evolución luego del anuncio. Si este fuera el principal fundamento de las intervenciones, cabe esperar que las mismas se vayan disipando en las próximas semanas, al tiempo que se vaya consolidando un nivel algo más bajo del tipo de cambio nominal.

Una segunda opción es que las intervenciones respondan a la preocupación de las autoridades respecto al “objetivo competitividad”, es decir, evitar el descenso en el precio del dólar a través de la intervención diaria en el mercado cambiario. Si las intervenciones persiguen este segundo objetivo, estarían, al menos en parte, impidiendo que se concrete el efecto del aumento en la tasa de interés sobre el tipo de cambio y por lo tanto bloqueando este canal de transmisión de la política de tasas, lo que implicaría una importante contradicción entre ambas políticas del Banco Central. En efecto, el incremento de la curva de interés en moneda nacional derivado del aumento en la tasa de referencia, implica un mayor costo de la deuda del BCU, y por lo tanto del déficit parafiscal del Banco, que no se vería recompensado con un efecto significativo sobre la inflación.

*En síntesis*, la política monetaria asumió, luego del último COPOM del 23 de junio un sesgo más contractivo. Esta decisión, si bien es compatible con el compromiso de que la inflación se reduzca, para comenzar a converger al rango objetivo, implica nuevas presiones a la baja sobre el tipo de cambio nominal, que podrían afectar la competitividad de algunos sectores. Si bien, se observaron intervenciones importantes en el mercado de cambios en las semanas posteriores al anuncio del COPOM, es esperable que las mismas presenten únicamente el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, puesto que de otra forma representarían una contradicción con la medida de tasas. En este sentido, el sesgo más contractivo de la política monetaria es consistente con un tipo de cambio que se mantendrá estable o a la baja en los próximos meses.

◆◆◆◆

*Cuadro Estadístico 1.*

*Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Junio de 2011*

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.39	0.29	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.67	0.42	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	0.59	0.34	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	0.53	0.35	
(4) ANE (12,12%)	-0.39	0.22	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.09	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	-0.16	0.11	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	0.35	0.29	
(*) 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>	5.08	10.18	6.99	7.35	7.10	9.75	1.66	7.05	7.28
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	5.97	9.60	6.28	7.51	6.85	6.47	2.10	5.94	7.12
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>	5.72	10.45	6.69	7.59	10.08	8.60	0.21	8.09	7.83
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	5.56	9.87	6.44	7.42	5.77	7.25	2.07	5.67	6.99

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/07/2011.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.  
 SERVnoA: Servicios No Administrados  
 SerVAd: Servicios Administrados  
 ANE: Alimentos No Elaborados.  
 ENE: 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	0.39	0.67	0.59	0.53	-0.39	0.09	0.00	-0.16	0.35
07/11	0.33	0.68	1.67	0.63	0.95	0.00	0.00	0.46	0.59
08/11	0.15	1.11	0.00	0.52	2.14	0.00	0.00	1.04	0.65
09/11	0.40	0.49	0.00	0.39	0.65	0.00	0.00	0.32	0.38
10/11	0.42	0.54	0.00	0.42	1.05	0.00	0.00	0.52	0.45
11/11	0.32	0.79	0.00	0.47	-1.48	0.00	0.00	-0.74	0.17
12/11	0.30	0.71	0.00	0.43	-1.07	0.00	0.00	-0.53	0.19

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/07/2011.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

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	5.34	10.72	6.97	7.62	15.85	10.00	-0.85	11.43	8.61
07/11	5.32	10.66	8.15	7.70	10.50	9.62	-0.85	8.58	8.07
08/11	5.34	10.40	7.56	7.51	6.35	9.62	1.66	6.56	7.49
09/11	5.38	10.37	7.36	7.52	7.20	9.62	1.66	6.98	7.58
10/11	5.39	10.49	7.34	7.61	4.80	9.72	1.66	5.66	7.37
11/11	5.32	10.52	7.32	7.62	7.42	9.76	1.66	7.17	7.63
12/11	5.08	10.18	6.99	7.35	7.10	9.75	1.66	7.05	7.28

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 12/07/2011.

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