

INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

Contenido:

Inflación interanual se modera menos de lo previsto
Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
La economía internacional como fuente de incertidumbre

N° 110

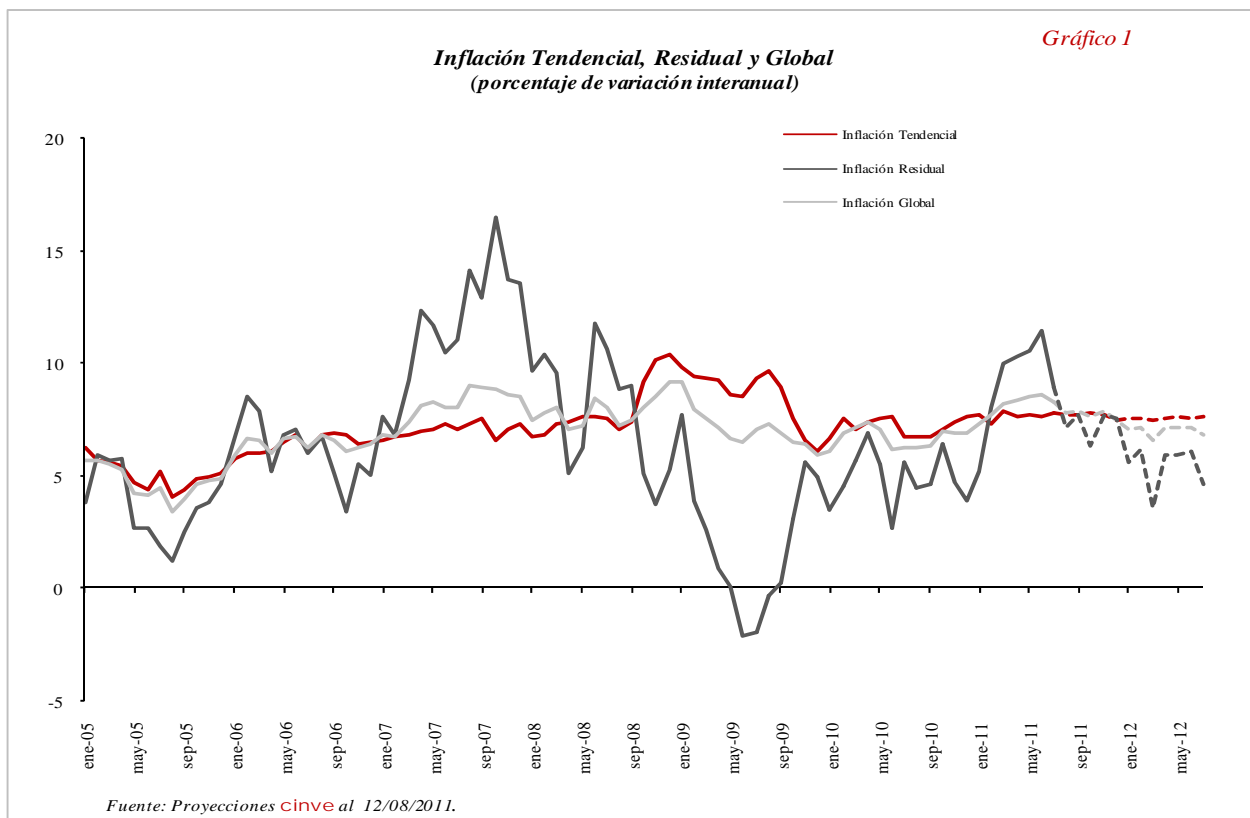
22 de agosto de 2011

INFLACIÓN INTERANUAL SE MODERA MENOS DE LO PREVISTO

La inflación interanual a julio de 2011 se ubicó en 8,25% lo que representó un quiebre a la tendencia alcista observada en los últimos siete meses. Si bien este comportamiento era esperable, a la luz de los altos niveles de inflación correspondientes a los primeros meses del segundo semestre de 2010, el registro de julio representó una caída de la inflación menor a la prevista. No obstante, se espera que en los próximos meses la inflación mensual continúe en niveles moderados permitiendo que la inflación interanual siga una trayectoria descendente, cerrando el año en 7,5%.

El núcleo central de la inflación, representado por la inflación tendencial se mantiene claramente por encima del rango establecido por las autoridades y se ubicaría por encima de 7,5% hasta diciembre de este año. Esto demuestra que las presiones inflacionarias persisten y que lograr el cumplimiento de la meta inflacionaria requerirá esfuerzos adicionales en los próximos meses. Sin embargo, la creciente volatilidad internacional podría derivar en un escenario más inflacionario que el actual. Esto implica mayores riesgos en términos de precios así como una señal de alerta para las autoridades que deberán tener presente la evolución de la demanda interna así como el contexto internacional y su impacto en los precios locales.

En la última sección de este informe discutiremos el impacto de diferentes escenarios internacionales sobre el nivel de precios en Uruguay. La relevancia de este análisis radica en los problemas económicos y financieros en Estados Unidos y algunos países la Unión Europea que han generado distorsiones e incertidumbre en los mercados financieros internacionales, con el consecuente impacto sobre nuestro país, reflejado principalmente sobre el tipo de cambio nominal. En línea con esto, analizar la profundidad y duración de estos comportamientos permite analizar distintas configuraciones de precios internacionales con efectos dispares sobre los precios domésticos. Estos deben ser tenidos en cuenta con el objetivo de tomar los recaudos necesarios para reducir el impacto de los cambios o actuar mitigando los efectos.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

Análisis del último dato

El índice de precios al consumo registró un aumento de 0,75% en el mes de julio, estableciendo que la inflación acumulada en los últimos 12 meses se sitúe en 8,25%. Este comportamiento determinó un quiebre en la tendencia al alza de la inflación interanual observada durante los últimos siete meses. Este aumento se encontró levemente por encima de nuestra proyección puntual que indicaba un incremento de 0,59%. De todas formas, ratificó el proceso de moderación en el aumento de precios en relación a lo acontecido durante parte de 2010 y el primer trimestre de este año.

En cuanto al componente tendencial de la inflación, que recoge la evolución del patrón de precios más estable y por tanto representa el comportamiento central de mediano y largo plazo, se incrementó en 0,74% en línea con nuestra proyección para julio (0,63%). Este dato implicó que la inflación tendencial acumulada aumente hasta 7,8% demostrando una relativa persistencia de las presiones sobre los precios. Esto determina que se deban tomar medidas adicionales si se quiere cumplir con el rango objetivo de inflación vigente (4%-6%). Por su parte, el componente residual de la inflación, cuyo comportamiento es más volátil, se incrementó en 0,77% de la mano de un aumento en el precio de las frutas y verduras frescas esperable en esta parte del año.

Al observar la evolución de los bienes transables y no transables durante el mes de julio, se destaca que los no transables experimentaron un mayor aumento impulsados por la demanda interna. En tanto, los transables tuvieron incrementos menores –o descensos en algunos casos- en línea con la evolución del tipo de cambio del mes de julio que siguió a la baja en promedio a pesar de las intervenciones del BCU y BROU.

En resumen, el dato de inflación de julio se encontró en línea con lo previsto, provocando un corte en la tendencia alcista de la inflación en términos interanuales, aunque la moderación fue menor a la prevista. De todas formas, tanto la inflación interanual global como tendencial se mantienen claramente por encima del rango objetivo lo que constituye un desafío para las autoridades de cara a los próximos meses.

Diagnóstico y proyecciones

Durante el mes de julio se observa que las presiones inflacionarias derivadas de la demanda interna continuaron incidiendo en la dinámica de precios a través de los bienes y servicios no transables. Por el lado de los precios internacionales, la incertidumbre sobre el devenir de la economía internacional asociado a la discusión sobre el aumento del tope de deuda en Estados Unidos y la situación fiscal de algunos países de la Unión Europea, han ayudado al descenso de algunos commodities relevantes para el país como los alimentos y el petróleo, con el consecuente impacto a la baja de los precios domésticos de algunos bienes elaborados que los utilizan como insumos. Adicionalmente, las presiones sobre el precio de los transables habrían disminuido a través de una baja del tipo de cambio a pesar de que las intervenciones estatales en el mercado cambiario habrían mitigado este descenso. Si bien el dato puntual del mes de julio implicó una pequeña aceleración con respecto a meses anteriores y que la inflación interanual se mantiene por fuera del rango meta del objetivo fijado por la autoridad monetaria, la evolución de los precios habría permitido quebrar la tendencia alcista de la inflación interanual de los últimos siete meses lo que constituye una señal optimista al bajar la barrera de 8%.

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 continuaría descendiendo en los próximos meses. Sin embargo el complicado contexto internacional observado los primeros días de agosto arroja incertidumbre sobre algunas variables relevantes en la estimación de los precios para los próximos meses. Más precisamente, la alta volatilidad de los mercados internacionales ha determinado que aparezcan conductas de “vuelo hacia la calidad”, las cuales consisten en que los inversores desarman posiciones riesgosas para buscar activos más seguros con el objetivo de reducir la exposición a la inestabilidad del mercado. Estos comportamientos habrían provocado, al menos en los primeros días de agosto, un aumento en el precio del dólar junto a la caída en el precio de los commodities salvo algunos metales como el oro. Si bien la duración y profundidad de estos comportamientos aún no se pueden determinar, estos movimientos afectan en distinta medida la formación de precios a nivel interno y plantean un desafío adicional al evaluar la dinámica de precios para los próximos meses.

En línea con esto, se espera que los precios continúen un leve descenso hacia fin de año para cerrar a diciembre en el entorno de 7,5%. Este comportamiento esperado de los precios se relaciona con un tipo de

cambio estable salvo para el mes de agosto donde la inestabilidad provocaría un aumento puntual, que se disiparía rápidamente. Es así que el tipo de cambio se situaría a fin de año en \$ 18,4 por dólar.

Cuadro 1

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Agosto)	0.8	0.7
Próximos 12 meses	7.2	7.5
Año calendario 2011	7.5	7.5
Año calendario 2012	6.9	7.8

Fuente: Proyecciones cinve al 12/08/2011.

LA ECONOMIA INTERNACIONAL COMO FUENTE DE INCERTIDUMBRE

En los últimos días de julio y principios de agosto el panorama internacional se mostró incierto. A los ya conocidos problemas asociados a la lenta recuperación económica de Estados Unidos y la situación fiscal de algunos países de la Unión Europea se sumaron nuevos obstáculos para la economía internacional. Por el lado europeo, las calificadoras de riesgo situaron la deuda griega a niveles de “activos basura” dado el default técnico planteado mediante el último plan de rescate. El “miedo al contagio” de la situación griega hacia otras economías de la Eurozona determinó una alta volatilidad en los mercados europeos y un aumento de la prima de riesgo soberana de algunos países cuyos fundamentos reales y fiscales no demuestran solidez como España e Italia, entre otros.

Por el lado de Estados Unidos el panorama no resulta más alentador. Los últimos datos sobre el nivel de actividad y empleo en Estados Unidos mostraron signos de una recuperación muy lenta, en tanto las expectativas sobre los precios demostraron una perspectiva deflacionaria. Adicionalmente, la discusión parlamentaria sobre el tope de deuda y una posible cesación de pagos despertaron mayores dudas sobre el bienestar de Estados Unidos lo que derivó en una rebaja de la calificación de la deuda estadounidense de AAA a AA+ por parte de Standard & Poor's, lo que constituye un hito ante la pérdida de la máxima calificación de los activos de deuda de Estados Unidos.

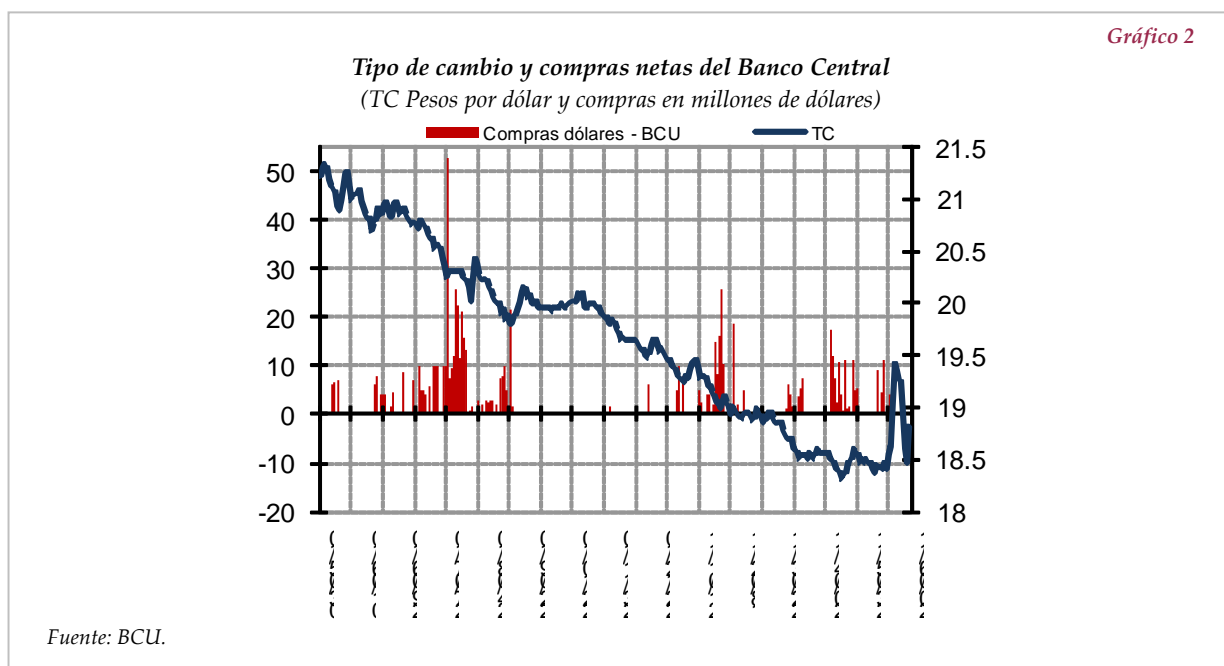
Ante estas turbulencias descritas anteriormente los mercados reaccionaron rápidamente aumentando la volatilidad y generando que los inversores actúen en el sentido de un “vuelo hacia la calidad” (*flight to quality*). Más precisamente este comportamiento implica que los inversores se posicionen en activos seguros con el objetivo de protegerse ante la inestabilidad del mercado, desarmando posiciones en activos riesgosos. Esto implicó, en una primera instancia, una fuerte presión vendedora de algunos activos como los commodities y algunos títulos de deuda de países cuya prima soberana se encontraba en aumento, lo que determinó una caída en sus precios. Por otro lado, se observó un aumento de la demanda de los Treasuries, de algunos metales preciosos como el oro y del dólar, ratificando la confianza del mercado en los activos americanos como refugio ante las turbulencias, empero la reciente baja en la calificación.

Por tanto, ante este fenómeno de aumento del precio del dólar y caída en los precios internacionales de algunos productos relevantes para nuestro país como los *commodities* alimenticios y el petróleo, resta definir la profundidad y la duración de estos cambios ya que podrían configurar nuevos escenarios de precios domésticos para los próximos meses. Ante este posible cambio de circunstancias es que presentaremos a continuación dos escenarios posibles en función de la evolución de las variables relevantes en el mercado internacional. Si bien nuestro escenario central se mantiene relativamente estable con respecto al planteado en los últimos meses, es interesante reflexionar sobre algunas alternativas que pudieran surgir situando a la economía internacional ante condiciones similares a las de finales de 2008.

El escenario alternativo planteado supone mayores turbulencias internacionales que derivan en un aumento del dólar que se situaría en \$20,8 a diciembre de 2011 lo que implica una depreciación del peso de 13% con respecto al promedio de julio 2011. Como contraparte del aumento del dólar, se observaría una caída en los precios internacionales de algunos *commodities* en el segundo semestre. Si bien a junio se preveía que los alimentos crecerían un 24% y el petróleo casi un 27% en el año cerrado a diciembre, este nuevo escenario prevé que estos incrementos sean significativamente menores, siendo 12% y 13,1% respectivamente para el año 2011.

Ante esta nueva configuración internacional nuestras predicciones situarían la inflación en 8,8% a diciembre de este año, claramente por encima del rango meta establecido por las autoridades monetarias, dando cuenta que este nuevo escenario internacional adverso es más problemático en términos del control de precios, aumentando los riesgos de un posible desvío por encima de la barrera psicológica de 10%.

Nuestro escenario principal no dista sustancialmente de lo que suponíamos previo a estos eventos adversos en la economía internacional. Dados los últimos acontecimientos, se espera que los comportamientos observados durante algunos días de agosto donde el dólar se disparó de \$18,4 a \$19,4 en cinco días, se moderen rápidamente. Por tanto se considera que estos comportamientos se deberían a un comportamiento transitorio en los mercados internacionales aunque no se descarta que persista cierta volatilidad en el corto plazo. De hecho, este aumento del dólar se habría revertido en estos días, volviendo a la dinámica prevista previo al shock (ver gráfico 2) aunque implicaría una corrección de la predicción puntual del tipo de cambio de agosto y a su vez de la inflación mensual. Por el lado de los precios internacionales, si bien se suponen algunos cambios transitorios con caídas para el mes de agosto, se prevé que los precios internacionales retornen a la dinámica esperada dada la transitoriedad de los fenómenos.



En línea con lo esperado, este escenario central indica que la inflación puntual para agosto se situaría en 0,8% ubicando la inflación interanual en 7,8%, lo que supone una nueva baja en términos interanuales a pesar de las correcciones planteadas por la incertidumbre internacional. Este escenario es el de mayor probabilidad de ocurrencia según nuestras estimaciones y permitiría que la inflación se ubique por debajo de 7,5% en el año cerrado a diciembre 2011.

En suma, del análisis de los distintos escenarios surgen algunas reflexiones sobre la evolución de las variables internacionales y su impacto sobre la inflación doméstica. En primer lugar, se destaca el impacto de la incertidumbre internacional sobre el precio del dólar a nivel mundial, sobre todo en lo que refiere al alza en la cotización asociada a comportamientos de *flight to quality* lo que comprueba que el dólar continúa siendo una moneda de refugio para los inversores. No obstante, este aumento del precio del dólar tiene un fuerte impacto en los precios domésticos a nivel nacional. El *pass-through* que se observa implica un alza importante en la inflación dado que una depreciación del peso del 13% en cinco meses, a pesar de una caída en los commodities, genera un desvío aproximado de 1,4% sobre la inflación esperada previo al aumento en la moneda estadounidense. Dado este comportamiento de la inflación se concluye que la caída en el precio de los *commodities* tiene un impacto mucho menor y no alcanza para compensar un potencial aumento en el tipo de cambio. En este sentido los canales de propagación del aumento del TC abarcan un mayor número de bienes y servicios, con una mayor incidencia en la canasta de consumo relevada, que la caída en los commodities, sean estos alimenticios o petróleo.

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.33	0.33	18.0%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.11	0.68	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	1.12	1.67	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.74	0.63	
(4) ANE (12,12%)	1.40	0.95	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.26	0.00	n.c.
1(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.77	0.46	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.75	0.59	

(*) 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>	4.93	10.77	6.40	7.45	7.74	10.25	1.67	7.54	7.47
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.12	10.07	6.26	7.78	7.48	1.15	2.10	4.41	6.94
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>	5.71	10.74	6.40	7.67	10.50	8.83	0.21	8.37	7.96
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	5.53	10.40	6.14	7.59	6.53	3.97	2.07	4.92	6.93

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 12/08/2011.

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	1.11	1.12	0.74	1.40	0.26	0.01	0.77	0.75
08/11	0.26	1.14	0.00	0.59	2.50	0.20	0.00	1.29	0.76
09/11	0.32	0.59	0.00	0.40	0.92	0.00	0.00	0.45	0.41
10/11	0.35	0.55	0.00	0.39	0.93	0.00	0.00	0.46	0.41
11/11	0.27	0.77	0.00	0.44	-1.72	0.00	0.00	-0.86	0.12
12/11	0.25	0.70	0.00	0.41	-1.18	0.00	0.00	-0.58	0.16

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 12/08/2011.

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	11.13	7.56	7.82	10.99	9.91	-0.84	8.91	8.25
08/11	5.46	10.90	6.97	7.71	7.19	10.12	1.67	7.14	7.79
09/11	5.42	10.98	6.77	7.71	8.34	10.12	1.67	7.71	7.91
10/11	5.35	11.11	6.76	7.77	5.79	10.22	1.67	6.33	7.66
11/11	5.23	11.12	6.73	7.75	8.18	10.27	1.67	7.72	7.86
12/11	4.93	10.77	6.40	7.45	7.74	10.25	1.67	7.54	7.47

Fuente: Predicciones elaboradas por *cinve* al 12/08/2011.

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