

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Shock transitorio sobre el sistema de precios
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 168

30 de Junio de 2016

## Shock transitorio sobre el sistema de precios

En el mes de mayo, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) presentó un incremento mensual de 0,97%, guarismo que se ubicó sensiblemente por encima de nuestra proyección puntual de crecimiento, y de la mediana de las expectativas relevadas por el BCU (0,48%). Este importante crecimiento situó la inflación interanual en 11% lo que representa el valor más elevado desde marzo de 2003. De todas formas, como será explicitado a continuación, este crecimiento se debe a factores puntuales y de naturaleza transitoria que se revertirían en los próximos meses.

En concreto, la discrepancia respecto a nuestras previsiones se concentró casi en su totalidad en el componente residual de la inflación, componente altamente errático. La inflación residual presentó en mayo un crecimiento mensual de 2,2%, impulsado por los recientes eventos climáticos que concentraron sus efectos en los Alimentos no Elaborados (variación próxima al 4%). Al interior del agregado, destaca el incremento evidenciado por el rubro Legumbres y Hortalizas que escalaron 18,9% por importantes aumentos en acelgas (45,5%), lechugas (29,4%), zapallitos (101,7%). Si bien esta innovación es considerada como un evento transitorio, que por tanto tendería a revertirse en los próximos meses, la elevada erraticidad que caracteriza a este componente imprime un importante grado de incertidumbre sobre la trayectoria del agregado.

Por todo lo antes dicho, en esta ocasión el análisis de la inflación tendencial o subyacente cobra particular interés, ya que al excluir los elementos más irregulares de la canasta (Carnes frescas, Frutas y verduras, precios de energéticos y tarifas públicas) brinda una señal más estable de la inflación sin distorsiones puntuales como la que se observara en mayo. Este componente registró un crecimiento mensual de 0,58% en mayo, muy próximo a lo previsto (0,5%), lo que ubicó la variación interanual en 10,8% lo que representa cierta estabilidad respecto al mes anterior. Por tanto, más allá de la innovación transitoria registrada en los precios de Frutas y verduras, el componente más estable de la inflación se mantiene en niveles elevados, indicando la persistencia de las presiones inflacionarias vigentes en la economía. De cara al futuro, este componente mostraría una cierta moderación, aunque no se estima una reversión significativa.

Por otra parte, el peso uruguayo continuó fortaleciéndose en relación al dólar, acumulando al cierre de mayo una apreciación de 2,4% punta-punta, lo que representa el tercer mes consecutivo bajo esta tónica. En consonancia, la inflación transable (que incluye aquellos bienes comercializados con el exterior) mostró un aumento mensual de 0,3%, desacelerando su crecimiento por quinto mes consecutivo y ubicando el crecimiento interanual en 10,4%. Por su parte, los precios de aquellos bienes cuyos fundamentos se encuentran en el mercado interno mostraron un crecimiento de 1,5% respecto a abril, y de 11,4% respecto a mayo de 2015. De todas formas, estas últimas cifras se encuentran fuertemente distorsionadas por el crecimiento atípico ya mencionado de hortalizas.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Junio)	-0.05	0.36	
Año calendario 2016	10.38	10.21	
Año calendario 2017	10.25	10.23	

Fuente: Proyecciones cinve al 19/06/2016.

Las proyecciones cinve para lo que resta de 2016 y 2017, presentan ciertas modificaciones como se puede apreciar en el Gráfico 1. En este sentido, las correcciones pautadas para 2016 no fueron significativas, tanto a nivel de la trayectoria esperada como el valor de cierre para finales de año, en tanto para 2017 se observan ciertas modificaciones.

Sobre las correcciones efectuadas, se destaca un menor valor previsto para el dólar al cierre de 2016, que se situaría cercano a los 35 UYU/USD, lo que representa una corrección relevante en relación al 36 UYU/USD estimado previamente. Esta corrección debe ser entendida en un contexto global donde el dólar que se ha debilitado sensiblemente tras el reciente deterioro de las perspectivas para la economía estadounidense, lo que ha imprimido un mayor gradualismo al endurecimiento de la política monetaria, fenómeno subyacente al fortalecimiento del dólar esperado para los próximos años. Por tanto, si bien nuestro escenario de proyección

continúa previendo que el dólar se fortalecerá en el mediano plazo, las señales recientes indican un menor ritmo de crecimiento futuro.

Sin embargo, esta situación no quedará exenta de fluctuaciones en el corto plazo. Por un lado, si las perspectivas para la economía norteamericana repuntaran, acompañadas de un escenario global de relativa calma, es probable que las especulaciones pusieran sobre la mesa nuevamente un inminente aumento de tasas, impulsando nuevas presiones alcistas sobre el dólar. Por otra parte, episodios de incertidumbre a nivel global, que impulsaran un proceso de *fly to quality*, reavivarían también presiones sobre las divisas emergentes.

Contrarrestando parcialmente el efecto de un menor crecimiento del dólar sobre el nivel de precios, se incorpora en el segundo semestre de 2016 un incremento de combustibles. Esto surge en primer lugar de una reversión en la tendencia bajista evidenciada por el precio del petróleo que se ubica actualmente próximo a 50 USD/barril. Así, el margen respecto a la paramétrica manejada por ANCAP se ha esfumado, lo que sumado a las tensiones en el frente fiscal pautan como muy probable un incremento a nivel de combustibles.

Otro elemento relevante es la consideración del evento inflacionario atípico que tuvo lugar en el mes de mayo. Esta innovación es considerada como transitoria, estimándose una reversión en los próximos meses, diluyendo sus efectos sobre la trayectoria prevista para el presente año. Asimismo, la evolución de los precios prevista para 2017 está fuertemente determinada por este evento, observándose una importante caída en el mes de mayo, con una trayectoria a partir de aquí superior a la esperada previamente.

Por último, desde el gobierno se anunció en el proyecto de Rendición de Cuentas una nueva rebaja del IVA de 2pp. que se complementaría con la rebaja dispuesta en la Ley de Inclusión Financiera para las compras electrónicas, que es de 3% en la actualidad y será de 2% a partir de agosto, de modo de que a partir de enero de 2017 la disminución efectiva del IVA sería de 4% para las transacciones mencionadas. De efectivizarse, deberán estimarse sus efectos sobre la inflación que debería experimentar presiones a la baja a partir de la entrada en vigencia de estas medidas.

En este marco, la inflación interanual al cierre del presente año se ubicaría en 10,38% pautando una corrección a la baja de 0.09 pp., mientras que al cierre de 2017 la misma se ubicaría en 10,25%, evidenciando un incremento de 0.25 pp. respecto a lo esperado previamente.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

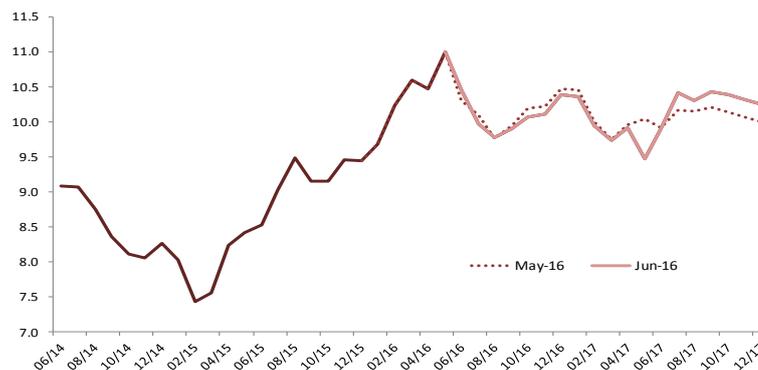
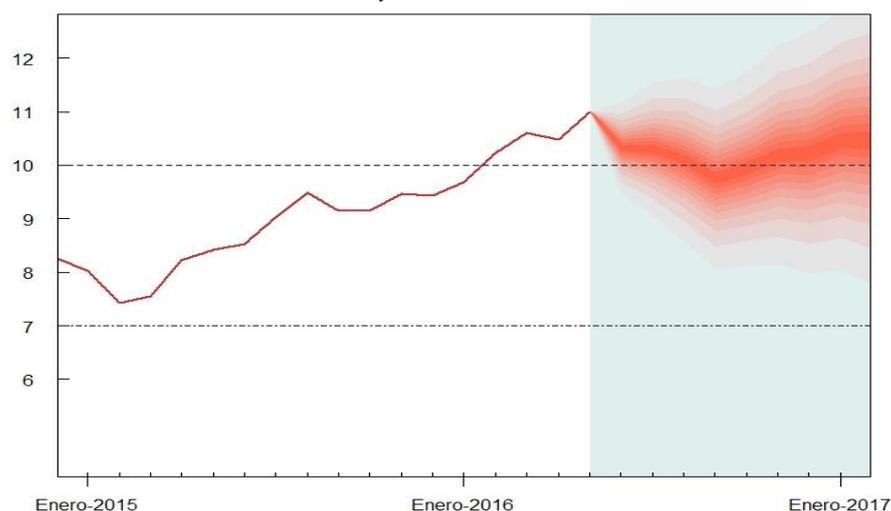


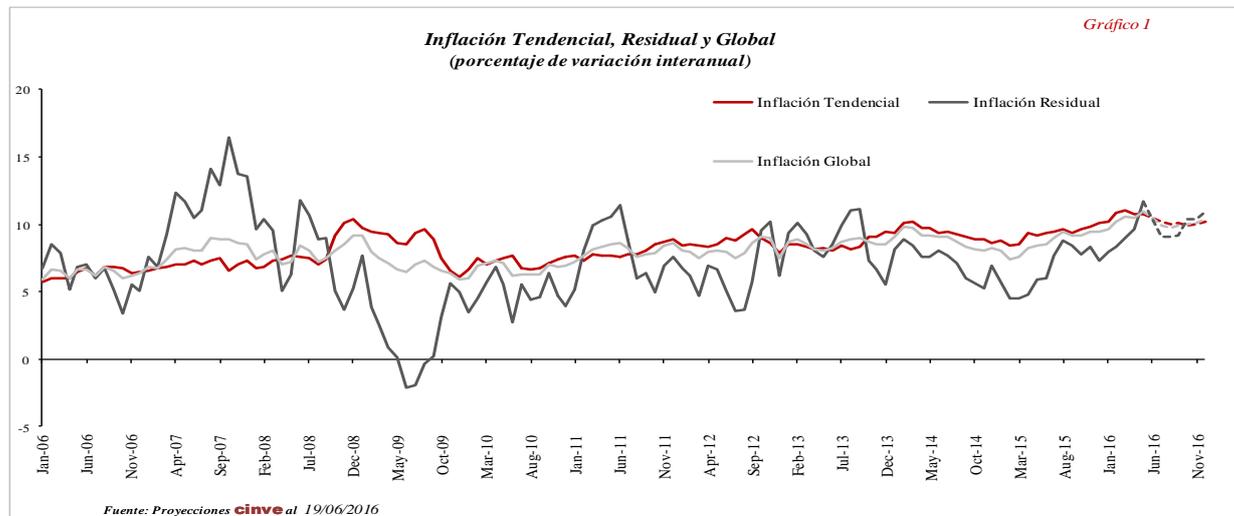
Gráfico 2. Fan Chart



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

De acuerdo a la información publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el IPC verificó en mayo un excepcional crecimiento de 0,97%, situándose por encima de nuestra proyección puntual (0,36%). De esta forma, la inflación interanual se situó en 11%, revirtiendo la desaceleración comenzada en abril. Pese a ello, debemos considerar que este crecimiento fue impulsado por eventos de carácter atípico asociados a factores climáticos, y que estimamos que se reviertan en los próximos meses.

Para acceder a nuestro análisis completo del último dato de inflación (junio 2016), [hacer click aquí](#)



A continuación se presenta un resumen de los principales sucesos en el escenario relevante para nuestras proyecciones.

El elemento más notorio de los últimos meses ha sido la celebración del referéndum en Reino Unido, donde se impuso la opción de abandonar la Unión Europea con un 51,9% de los votos. Este resultado generó importantes turbulencias en los mercados financieros, indicando que resultó una sorpresa para los mismos y que por tanto no había sido correctamente internalizado. De todas formas, las volatilidades a nivel global parecerían haberse apaciguado en los últimos días, donde los indicadores de volatilidad en los mercados financieros habrían retornado a una relativa calma.

Hacia adelante aún es muy incierto el desenlace que tendrá esta decisión, lo que dependerá de un arduo proceso de negociación entre las partes involucradas que podría extenderse por años. Algunos esperan que la transición sea lo menos dolorosa posible, evitando impactos indeseados sobre las partes involucradas. En esta línea, podría pensarse en un régimen similar al que mantienen actualmente países como Noruega, Islandia y Liechtenstein, aceptando las normativas de mercado único; la controversia aquí es que el Reino Unido tendría que aceptar también la libre circulación de personas, principal fundamento del conflicto. Por otra parte, una negociación benévola podría auspiciar movimientos similares en otros países miembros, lo que actuaría en detrimento de la UE, por lo que países como Francia e Alemania abogan por un trato firme en las negociaciones.

En este escenario, los precios del petróleo mostraron una importante senda bajista tras conocerse los resultados del referéndum llegando a un piso de 46 USD/barril el 27 de junio. Una vez despejado el miedo de los inversores, retornó a niveles cercanos a 50 USD/barril, coincidiendo con lo observado en los últimos meses. Situaciones análogas se vieron en las principales bolsas a nivel mundial, que actualmente muestran cierto repunte. De todas formas, durante las negociaciones no se descartan nuevos episodios de incertidumbre sobre los inversores con efectos significativos a nivel global.

En la región, no se observan novedades desde Brasil que continúa balanceándose entre los conflictos políticos y la profundización de los desequilibrios macroeconómicos, siendo difícil vislumbrar una pronta recuperación. Por el lado de Argentina, las últimas cifras de actividad dan cuenta de un crecimiento de 0,5% en el primer trimestre del año respecto a igual periodo del año anterior, resultado mejor al esperado pero que mantiene a dicha economía aún en recesión.

En el frente local, recientemente fueron publicadas las cifras de crecimiento para el primer trimestre del año, que consolidan aún más el diagnóstico de estancamiento para la economía uruguaya. En efecto, el PIB evidenció una contracción interanual de 0,5% en los primeros tres meses del año, donde destaca el deterioro evidenciado por la demanda interna, compensado parcialmente por la incidencia positiva del sector externo asociado al acomodo de precios relativos procesado desde el pasado año.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.			
Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Mayo de 2016			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.37	0.61	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.87	0.48	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.39	0.15	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.58	0.50	
(4) ANE (12,12%)	4.03	-0.19	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.16	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	2.21	-0.10	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.97	0.36	
(*) Al 80% de significación. Fuente: Datos observados: INE - Predicción: <b>cinve</b>			
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									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.17	10.48	3.90	8.65	12.88	1.21	-0.78	6.98	8.26
<i>Diciembre 2015/ Diciembre 2014</i>	9.76	10.68	9.06	10.07	9.51	5.31	3.40	7.35	9.44
<i>Diciembre 2016/ Diciembre 2015</i>	10.11	10.90	7.95	10.21	13.51	7.71	7.64	10.95	10.38
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	9.67	10.88	10.07	10.24	12.63	6.98	7.48	10.29	10.25
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8.32	10.98	7.96	9.40	10.04	6.13	0.65	7.29	8.88
<i>Promedio 2015/ Promedio 2014</i>	9.15	10.60	5.18	9.31	10.27	2.77	2.76	6.65	8.67
<i>Promedio 2016/ Promedio 2015</i>	10.3	10.6	9.6	10.4	11.4	7.7	7.7	9.7	10.2
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	9.6	10.6	9.1	10.0	13.1	7.5	7.5	10.5	10.1

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 19/06/2016.

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									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
01/15	0.77	1.42	1.00	1.07	2.19	14.02	3.33	6.00	2.22
02/15	0.40	1.94	0.86	1.11	0.95	1.65	0.00	1.05	1.10
03/15	1.06	0.73	0.48	0.85	0.39	0.03	0.00	0.22	0.70
04/15	1.14	0.65	0.16	0.82	-0.50	0.16	0.01	-0.21	0.57
05/15	0.69	0.44	0.29	0.54	0.53	0.14	0.00	0.33	0.49
06/15	0.70	0.71	0.20	0.65	-0.47	0.15	0.01	-0.20	0.45
07/15	1.27	0.84	0.81	1.03	2.87	0.74	0.02	1.77	1.21
08/15	0.82	1.16	0.73	0.96	2.36	1.86	0.02	1.88	1.18
09/15	0.30	0.55	2.36	0.63	1.63	0.03	-0.02	0.88	0.69
10/15	1.15	0.61	1.20	0.92	-0.73	-0.07	0.01	-0.42	0.60
11/15	0.76	0.57	0.07	0.60	0.01	-0.45	0.01	-0.14	0.43
12/15	0.29	0.58	0.57	0.45	-0.01	-11.44	0.01	-3.77	-0.55
01/16	0.80	1.68	1.01	1.20	1.16	16.38	7.57	6.65	2.45
02/16	2.11	1.43	0.73	1.67	1.28	2.13	0.02	1.38	1.60
03/16	1.29	0.86	1.22	1.10	1.50	0.13	0.01	0.84	1.04
04/16	0.58	0.40	0.56	0.50	0.59	0.00	0.03	0.32	0.46
05/16	0.37	0.87	0.39	0.58	4.03	0.16	0.01	2.21	0.97
06/16	0.22	0.56	0.12	0.36	-2.44	0.00	0.00	-1.33	-0.05
07/16	0.57	0.80	2.07	0.83	1.01	0.00	0.00	0.54	0.76
08/16	0.48	1.06	0.35	0.72	2.18	2.28	0.00	1.93	1.00
09/16	0.84	0.61	1.05	0.77	1.74	0.00	0.00	0.94	0.81
10/16	0.96	0.79	0.03	0.78	1.15	0.00	0.00	0.63	0.75
11/16	0.74	0.70	0.01	0.65	-0.13	0.00	0.00	-0.07	0.47
12/16	0.73	0.64	0.16	0.63	0.80	-11.65	0.00	-3.31	-0.30

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 19/06/2016.

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 interanual									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
01/15	8.64	10.38	3.51	8.77	12.88	-1.77	-0.09	5.74	8.02
02/15	8.09	9.86	4.21	8.40	9.31	-0.60	-0.11	4.48	7.43
03/15	8.40	10.07	3.44	8.54	7.50	0.60	3.29	4.52	7.55
04/15	8.90	10.62	6.43	9.36	8.01	0.59	3.29	4.77	8.23
05/15	8.82	10.39	6.41	9.22	10.13	0.87	3.29	5.93	8.41
06/15	8.88	10.55	6.50	9.33	10.36	0.92	3.29	6.04	8.53
07/15	9.57	10.73	4.17	9.45	11.15	4.21	3.30	7.67	9.02
08/15	9.95	11.01	3.72	9.69	11.93	6.27	3.41	8.83	9.48
09/15	9.23	10.92	4.29	9.38	11.13	6.22	3.39	8.42	9.14
10/15	9.47	10.91	5.30	9.60	10.04	5.90	3.40	7.74	9.15
11/15	9.89	11.00	5.18	9.82	11.40	5.47	3.40	8.30	9.46
12/15	9.76	10.68	9.06	10.07	9.51	5.31	3.40	7.35	9.44
01/16	9.79	10.97	9.07	10.21	8.41	7.49	7.65	8.00	9.68
02/16	11.66	10.42	8.93	10.82	8.76	8.00	7.67	8.36	10.23
03/16	11.91	10.56	9.74	11.09	9.96	8.10	7.68	9.03	10.60
04/16	11.29	10.29	10.17	10.73	11.17	7.93	7.70	9.61	10.47
05/16	10.93	10.76	10.27	10.78	15.04	7.95	7.71	11.67	11.00
06/16	10.40	10.58	10.18	10.46	12.77	7.79	7.70	10.40	10.45
07/16	9.64	10.54	11.57	10.24	10.72	7.00	7.68	9.08	9.96
08/16	9.27	10.43	11.14	9.97	10.54	7.44	7.66	9.13	9.77
09/16	9.87	10.49	9.72	10.12	10.66	7.41	7.68	9.20	9.90
10/16	9.65	10.69	8.46	9.97	12.76	7.48	7.67	10.35	10.06
11/16	9.64	10.84	8.39	10.01	12.60	7.97	7.65	10.42	10.11
12/16	10.11	10.90	7.95	10.21	13.51	7.71	7.64	10.95	10.38

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 19/06/2016.

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