

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Continúa la moderación de la inflación tendencial
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 170

29 de Agosto de 2016

## Continúa la moderación de la inflación tendencial

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró en el mes de julio una suba de 0,39%, ubicándose por encima de nuestra proyección puntual (0,18%) y por debajo de la mediana de las expectativas del BCU (0,82%). La inflación interanual se ubicó en 10,05%, reduciéndose en 0,89 pp. respecto a junio y situándose así en su valor más bajo desde enero.

La discrepancia entre los datos observados y nuestras proyecciones se explican mayoritariamente, como en meses anteriores, por el comportamiento de los precios altamente volátiles de los bienes que integran el componente residual del IPC, en particular los Alimentos No Elaborados (ANE) y dentro de éstos las frutas y verduras. El componente de "Legumbres y Hortalizas" no registró el descenso de precios esperado, determinando que aún no se revierta el fuerte shock que sufrió este componente por razones climáticas en el mes de abril. En efecto, el componente ANE para el que se había proyectado una caída de 2,07% registró un incremento de 0,17% en el mes. Debe destacarse, de todas formas, que existió alguna reversión del *shock* anterior para muchas verduras, aunque fue más tenue que la prevista. El nivel de precios del rubro "Legumbres y Hortalizas" disminuyó en 1,61%, con caídas de 16,99% y 14,69% para las acelgas y las lechugas respectivamente, bienes que habían explicado gran parte del incremento observado en mayo. Además de los precios discutidos, se observó un incremento no anticipado de 0,12% en los precios de los bienes energéticos (ENE), también pertenecientes al componente residual de la inflación, causado principalmente por un aumento de los combustibles sólidos. De esta manera, la inflación residual se ubicó en 0,13% en el mes de julio.

El componente tendencial de la inflación está depurado de los efectos de los precios más erráticos, por lo que constituye un indicador más estable de la evolución del nivel de precios en la economía. En el mes de julio la inflación tendencial se situó en 0,48%, por encima de la inflación mensual anterior pero en niveles claramente moderados, en virtud de la tendencia a la apreciación del peso. Así, se ubicó por debajo del 10% en términos interanuales (fue de 9,68%) por primera vez en el año. Esta moderación de la inflación tendencial y caída del tipo de cambio son similares a lo registrado en meses anteriores. La inflación de los distintos rubros al interior del componente estuvo estrechamente alineada con nuestras proyecciones, con la excepción del subcomponente Servicios Administrados (SERVA), que verificó un incremento de 0,83% en su nivel de precios cuando se había proyectado una suba de 2%. Esta discrepancia estuvo dada principalmente por un aumento inferior al proyectado para los precios de la salud.

Como se indicó, la apreciación del peso fue determinante para la moderación de la inflación tendencial, por sus efectos sobre los precios de los bienes y servicios transables, de gran peso en el componente. La cotización del dólar de fin de mes se redujo por quinto mes consecutivo, cayendo 2,6% en julio. De esta manera la inflación transable cayó a 8,47% en términos interanuales, en tanto la inflación no transable, determinada por factores internos, se situó en 11,29%. Es de notar, no obstante, que ésta también registró una caída, luego de haberse situado en 11,95% en junio, causada en gran parte por la baja inflación mensual para los rubros ANE y "Otros Servicios No Transables" (SERVONT).

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Agosto)	0.47	0.61	
Año calendario 2016	9.69	9.64	
Año calendario 2017	10.08	10.38	

Fuente: Proyecciones cinve al 24/08/2016.

Las proyecciones elaboradas por cinve para 2016 y 2017 han sido modificadas, a la baja en el caso de 2016 y levemente al alza para 2017, como puede apreciarse en el Gráfico 1, siendo la corrección más importante para este año (lo contrario ocurre con la inflación tendencial). Entre las razones a las que se deben estos cambios destacan la nueva baja en las previsiones para el dólar, la incorporación de los efectos de la modificación por parte del Poder Ejecutivo de los lineamientos para las negociaciones salariales y algunos cambios en las proyecciones para los precios de los combustibles y el transporte.

El dólar mantuvo en agosto una tendencia marcadamente bajista, tornando menos probable el dólar promedio de \$33,5 que formaba parte de nuestras proyecciones. En vista de esto, las proyecciones para el dólar a fin de año fueron corregidas a la baja en \$1, esperándose un dólar de \$32,5 en diciembre.

Esto ocurre en un contexto de caída del dólar a partir de marzo, luego de haber mantenido una tendencia alcista por un largo período. Las dudas respecto del desempeño en el futuro cercano de la economía estadounidense y de las economías desarrolladas en general, junto con la consecuente reticencia por parte de la Fed a continuar el proceso de suba de tasas en sus últimas reuniones, han motivado esta tendencia a la baja. Se espera, sin embargo, que este proceso se revierta, puesto que en los últimos meses la economía estadounidense ha dado señales más optimistas, siendo positivos los resultados en materia de creación de empleo mostrados por los últimos dos informes mensuales sobre el mercado de trabajo. Muchos analistas prevén, en parte en base a esto, una suba de tasas por parte de la autoridad monetaria norteamericana luego de su reunión en setiembre, que presionaría al alza al dólar. Adicionalmente, la inestabilidad de las economías en desarrollo en el último período ha provocado que los flujos de capitales hacia esos países disminuyan, fenómeno conocido como el *flight to quality*. Este efecto ha sido contrarrestado, aparentemente, por otros factores como la incertidumbre en el mundo desarrollado en el período reciente, pero volvería a ser una presión al alza si éstos se disiparan. Al ser inciertos en el corto y mediano plazo tanto el desempeño relativo de economías emergentes y avanzadas como las decisiones de la Fed, también lo es la evolución del precio de la divisa.

La previsión incorporada en las pasadas proyecciones de un aumento de las tarifas de los combustibles para octubre fue suprimida, en virtud de la baja del tipo de cambio observada y el bajo precio en dólares del petróleo. La caída de éste en los meses de junio y julio fue compensada por un incremento durante el mes de agosto, pero ésta estuvo motivada en parte por factores de carácter transitorio, que anticipamos se revertirán o al menos detendrán en el corto plazo, como las expectativas generadas por la inminente reunión entre países productores de petróleo en Argelia.

Finalmente, fueron incorporados los efectos de la modificación de las pautas salariales mediante una modificación en las proyecciones del IMS. Para esto fue tenido en cuenta el hecho de que el aumento significó para el primer año del convenio 1 pp. de ajuste anual para los sectores medios y dinámicos y 1,5 pp. más para los sectores en problemas, además del hecho de que muchos convenios de la presente ronda de negociaciones salariales ya han sido firmados con anterioridad, por lo que los sectores productivos abarcados por esos convenios no tendrán modificaciones.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

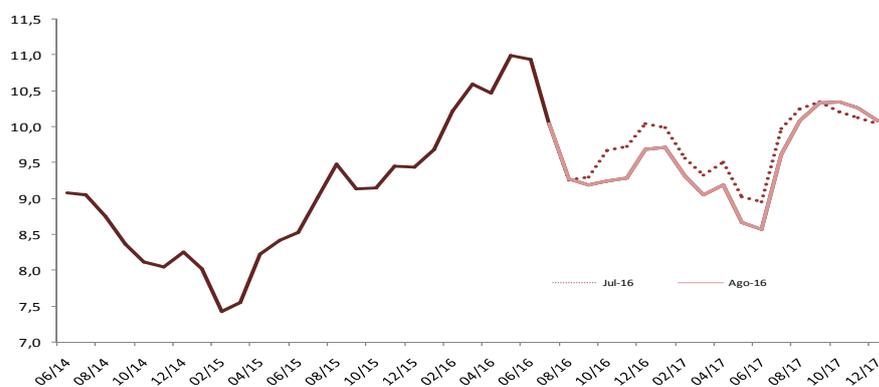
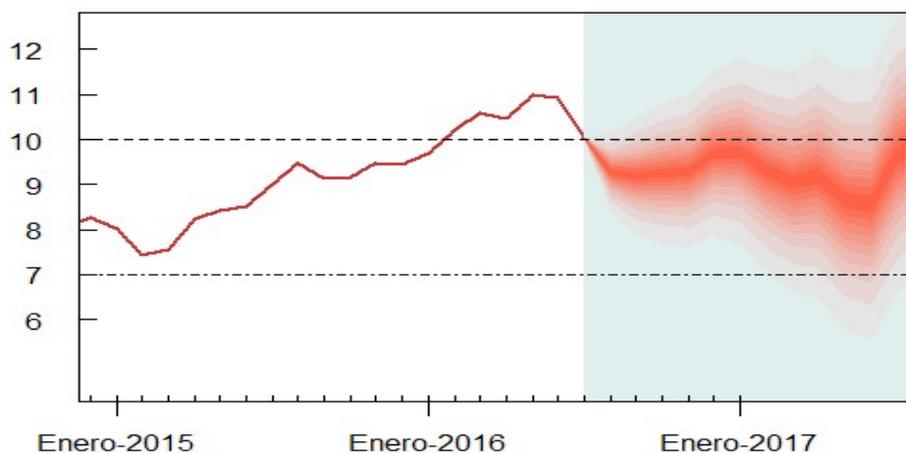


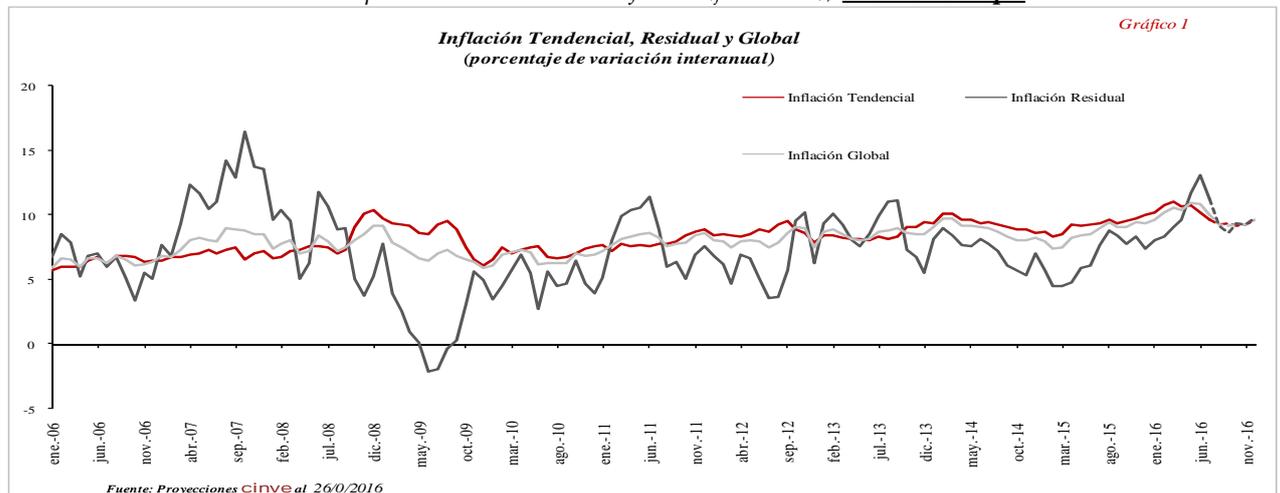
Gráfico 2. Fan Chart



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

La información publicada recientemente por el Instituto Nacional de Estadística (INE) da cuenta de un aumento del 0,39% en el nivel de precios de la economía, medido a través del IPC, durante el mes de julio. Este guarismo se situó por encima de nuestra proyección puntual de (0,18%). La inflación interanual descendió de esta forma en 0,89 pp. para llegar a 10,05%, muy cerca de retornar a niveles de un dígito. Al interior de la canasta destacaron los rubros “Alimentos y bebidas no alcohólicas”, “Restaurantes y hoteles” y “Salud”, con incidencias de 0,11, 0,9 y 0,8 pp. respectivamente.

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



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

A nivel internacional, algunos miembros de la *Federal Open Market Committee* (FOMC) han manifestado que es posible que exista una suba de tasas tras su próxima reunión, que se celebrará los días 20 y 21 de setiembre, en virtud de los datos positivos sobre creación de empleo que han sido publicados en los últimos meses y el alineamiento de la inflación tendencial y el desempleo con los objetivos de la Fed. Asimismo han señalado anteriormente que aún esperan realizar dos subas de tasas en 2016. Sin embargo, los precios de los futuros de fondos de la Fed en los mercados financieros indican que los inversores financieros le asignan una probabilidad muy baja a un aumento en la reunión de setiembre o la de noviembre, y aproximadamente un 50% de probabilidad a un aumento en diciembre. La falta de credibilidad podría afectar la capacidad de la Fed de aumentar tasas, puesto que podría querer evitar dar sorpresas: en 2013 una señal inesperada por parte del banco de que concluiría su programa de compra de bonos dio lugar a turbulencias en los mercados financieros. Además, algunos analistas han argumentado que aumentar tasas reduciría excesivamente la pendiente de la curva de rendimientos, perjudicando la actividad de intermediación financiera. La decisión que se tome sobre las tasas de interés impactará sobre la cotización del dólar, pudiendo contribuir a la reversión de la trayectoria descendente de los últimos meses.

En el plano regional, en Argentina se vio el primer descenso esperanzador de la inflación mensual, que según el INDEC fue de 2% en julio para el Gran Buenos Aires. Asimismo, la Corte Suprema anuló el aumento de las tarifas de gas realizado por el gobierno, lo cual podría llevar a que se registre un dato deflacionario puntual en agosto, y tendrá consecuencias sobre las cuentas públicas al no poder reducirse los subsidios de la forma planificada. En Brasil comenzará jueves 25 de agosto la etapa final del juicio político a Dilma Rousseff, cuyo resultado podrá llevar a su restitución o a la consolidación de Michel Temer en su rol actual de presidente. A lo anterior se suma que Rousseff ha apoyado recientemente la idea de realizar elecciones anticipadas, que en caso de existir podrían determinar una nueva configuración política y un presidente con mayor respaldo popular y en el Parlamento. La estabilidad política es clave para la economía brasileña, de forma que las modificaciones a la estructura política que pudiesen resultar de la culminación del juicio político y de las eventuales elecciones anticipadas serán de interés para analizar su desempeño económico y las consecuencias del mismo sobre Uruguay.

El precio del petróleo, por su parte, mostró un repunte en agosto, con el barril de crudo de *West Texas Intermediate* (WTI) volviendo a cotizar a precios superiores a los 48 dólares. Esto ha estado parcialmente vinculado a las expectativas generadas por la reunión informal de varios miembros de la OPEP y algunos otros productores de petróleo, como Rusia, que podría dar lugar a un convenio para restringir la producción. Sin embargo, algunos analistas han considerado que parece difícil que se llegue a un acuerdo por el mal estado de las relaciones entre

Arabia Saudita e Irán, señalando que en abril ocurrió algo similar y el acuerdo finalmente no se dio. Esto sugiere que la suba es pasajera y pueden verificarse nuevas caídas en el futuro. Además, algunos países han dado señales de que incrementarán su producción, entre ellos Arabia Saudita, que está produciendo a niveles récord. Por estas razones esperamos que el aumento de precios reciente se revierta o al menos detenga en el corto y mediano plazo, aunque podría impactar en sentido contrario una apreciación del dólar, por ejemplo causada por una suba de tasas de la Fed.

La cotización del dólar en pesos continuó cayendo, esta vez de forma más marcada: cuando a fines de julio había cerrado a \$29,8, en la última semana pareció estabilizarse en valores ligeramente superiores a \$28,5. La cotización promedio mensual disminuiría de esta manera en cerca de 4%, la caída mensual más pronunciada del año luego de meses de apreciación del peso. Pese a la presión a la baja que ejerce sobre la inflación, esta tendencia ha generado preocupación en el gobierno por disminuir la competitividad y rentabilidad de los sectores exportadores, por lo que se han instrumentado medidas para poner un piso a la cotización del dólar. Además de compras de dólares por parte del Banco Central, se ha vuelto a permitir que las empresas públicas obtengan tipo de cambio era alcista, y requiriéndose la adquisición de dólares en este mercado a los tenedores de deuda del Banco Central con vencimiento en agosto que quisieran llevar la deuda liquidada al exterior en dólares. Con esto se logró una estabilización del dólar por encima de los \$28,5 en la última semana, luego de que cerrara a un valor inferior a este guarismo el día 18 de agosto. En base a esta dinámica se han corregido a la baja las proyecciones de cotización del dólar para lo que resta de 2016, aunque se continúa esperando una reversión de la tendencia actual.

En el frente local, en agosto el presidente Tabaré Vázquez arribó a un acuerdo con el PIT-CNT en las negociaciones por las pautas salariales, acordando modificar los lineamientos del Poder Ejecutivo de forma de que las pautas para los convenios que reemplazaban acuerdos vencidos en 2015 se mantuvieran para los nuevos convenios (hasta esta decisión los lineamientos para los nuevos convenios tomaban únicamente los últimos dos años de los aumentos de los anteriores, cuyos ajustes nominales eran inferiores). Esto significará durante el primer año de los convenios un incremento de 1,5 pp. para los sectores en problemas y de 1 pp. para los sectores medios y dinámicos. Esta medida presionará al alza a la inflación a través del *pass-through* salarial, aunque debe tenerse en cuenta que no alcanzará a los sectores cuyos convenios de la sexta ronda ya han sido firmados. Asimismo, se ha difundido recientemente que los actores vinculados al transporte colectivo montevideano se encuentran negociando una suba del boleto para setiembre, que podría llegar a ser de \$2, determinado en gran medida por los aumentos de los costos salariales.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.			
Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Julio de 2016			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.21	0.22	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.67	0.66	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.83	2.00	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.48	0.60	
(4) ANE (12,12%)	0.17	-2.07	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.12	0.00	<i>n.c.</i>
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	0.13	-1.14	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.39	0.18	
(*) 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									
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>	8.87	10.37	9.98	9.64	12.92	5.16	7.66	9.85	9.69
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	9.61	10.84	11.77	10.38	10.44	7.05	7.48	9.06	10.08
<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>	9.6	10.3	10.4	10.0	12.2	6.7	7.7	9.8	10.0
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	9.1	10.4	11.3	9.9	10.5	6.1	7.5	8.7	9.6

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 24/08/2016.

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	0.00	0.44	0.10	0.20	1.88	0.02	0.02	1.03	0.40
07/16	0.21	0.67	0.83	0.48	0.17	0.12	0.00	0.13	0.39
08/16	-0.28	0.85	3.37	0.61	0.01	0.00	0.00	0.00	0.47
09/16	0.77	0.49	1.15	0.69	0.68	0.00	0.00	0.38	0.62
10/16	0.92	0.79	0.05	0.77	0.53	0.00	0.00	0.29	0.65
11/16	0.86	0.69	0.03	0.69	-0.48	0.00	0.00	-0.26	0.47
12/16	0.94	0.73	0.17	0.76	0.94	-11.90	0.00	-3.27	-0.19

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 24/08/2016.

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	10.15	10.46	10.16	10.29	17.75	7.81	7.72	13.05	10.94
07/16	9.01	10.27	10.18	9.68	14.67	7.14	7.70	11.23	10.05
08/16	7.81	9.93	13.07	9.30	12.04	5.19	7.68	9.19	9.27
09/16	8.32	9.87	11.73	9.36	11.00	5.16	7.70	8.64	9.19
10/16	8.07	10.08	10.46	9.19	12.41	5.23	7.69	9.42	9.25
11/16	8.17	10.21	10.42	9.29	11.86	5.71	7.67	9.28	9.29
12/16	8.87	10.37	9.98	9.64	12.92	5.16	7.66	9.85	9.69

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 24/08/2016.

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