

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Inflación aumenta por encima de lo previsto
- Dólar administrado o intervenciones oportunas...
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 158

2 de Setiembre de 2015

## INFLACIÓN AUMENTA POR ENCIMA DE LO PREVISTO

Durante julio la inflación alcanzó 1,21%, ubicándose por encima de nuestras previsiones, lo que no sucedía desde hace algunos meses. En concreto, el dato divulgado por el Instituto Nacional de Estadística superó levemente nuestra proyección puntual, situada en 1,06%, al tiempo que fue holgadamente superior a la mediana de las expectativas recogidas por el Banco Central del Uruguay (BCU), la cual alcanzaba 0,8%. Las diferencias con lo previsto se concentraron en los Bienes Elaborados no Energéticos, debido al importante aumento registrado por los productos vinculados al tabaco (cercano a 9,3%), como consecuencia de modificaciones en el IMESI. Por su parte, los Servicios Administrados crecieron 0,81%, por debajo de lo previsto (1,3%). Así, la inflación interanual se ubicó en 9,02%, superando el umbral del 9% por primera vez desde julio de 2014.

En la misma línea, la inflación tendencial (indicador que excluye de la medición la evolución de precios de las carnes, frutas y verduras, tarifas públicas y bienes energéticos) alcanzó 1,03% en el mes, situándose por encima de lo esperado (0,88%). De este modo, durante julio la inflación tendencial fue 9,4% en términos interanuales, aumentando poco más de una décima respecto del mes anterior. Por lo tanto, mientras que en los últimos meses la inflación se aleja cada vez más del rango meta fijado por el BCU (3%-7%), los determinantes de la inflación de mediano plazo no permiten prever una reversión significativa de esta tendencia en los próximos años.

Por su parte, el índice de precio de los componentes transables (aquellos bienes y servicios que se comercializan con el exterior) registró un movimiento opuesto al de los rubros no transables. Puntualmente, si bien los registros mensuales de ambos componentes fueron similares, (1,18% y 1,22% respectivamente), en la comparación interanual se observa una caída en el caso de los no transables en tanto se registró un importante aumento de los transables. Así, mientras la inflación interanual transable pasó de 7,39% en junio, a 8,61% en julio, la inflación no transable decreció una décima, desde 9,45% a 9,34%. Al respecto, es preciso señalar que dicha tendencia se condice con el proceso de depreciación del peso uruguayo que viene teniendo lugar desde el segundo semestre del pasado año, y cuya intensidad ha aumentado durante los últimos meses.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Agosto)	1.13	0.87	
Año calendario 2015	9.5	9.8	
Año calendario 2016	9.2	9.6	
Año calendario 2017	8.9	9.3	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 24/8/2015.

Asimismo, como consecuencia de un aumento en la previsión de la depreciación del peso uruguayo en el mencionado periodo se modifican las proyecciones para 2016. Ello se debe a que los recientes acontecimientos internacionales, regionales, así como algunos indicios del mercado laboral en particular y de la economía doméstica en general, determinan la importancia en la continuidad de proceso de abaratamiento en dólares del país en los próximos años. A su vez, en el presente Informe de Inflación se incorporan por primera vez las proyecciones de inflación para 2017, debiendo considerarse como preliminares.

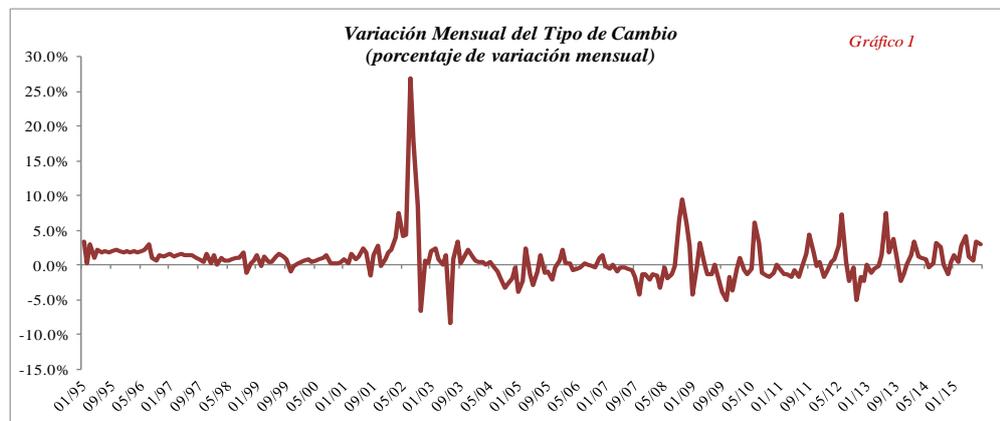
Por último, es preciso recordar que durante agosto la reversión de parte de los descuentos otorgados por la Ley de Inclusión Financiera a través del pago con medios electrónicos y tarjetas de crédito constituye una fuente adicional de incertidumbre en las predicciones de inflación del mes. Según nuestras estimaciones, si no se actualizarán las variaciones de los hábitos de pago, dicha reversión tendría un efecto sobre la inflación de 0,08 p.p., en tanto que si se considerara el aumento en la utilización de medios electrónicos durante el último año, el efecto adverso sobre la inflación se reduciría 0,05 p.p. Sin embargo, dichas estimaciones no fueron incluidas en la proyección final debido a la falta de información respecto a la metodología que el INE aplicará para recoger este efecto.

## *Dólar administrado o intervenciones oportunas...*

El 24 de julio, luego que el peso se hubiera depreciado 1,4% en esa jornada, y totalizara así un aumento del TC de 5,4% durante el mes de julio, el BCU decidió vender divisas en el mercado por primera vez desde que en junio de 2013 modificó su política monetaria. Recordemos que en ese momento, las autoridades monetarias decidieron modificar el instrumento de política, sustituyendo la utilización de la tasa *call* interbancaria a un día por el manejo de agregados monetarios, concretamente el M1 ampliado (compuesto por la emisión de dinero en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro del público en el sistema bancario). A su vez, en ese contexto se establecieron otras medidas tendientes a frenar el proceso de apreciación de la moneda uruguaya, evitar la intervención en el mercado cambiario y reducir el costo parafiscal de las operaciones de esterilización.

Sin embargo, desde ese momento a esta parte la evolución del TC ha cambiado significativamente de tendencia. Ante el acomodo de la política monetaria americana y el fortalecimiento del dólar a nivel global y local, las autoridades no habían operado sobre el mercado *spot* de divisas para reducir las volatilidades, utilizando otros instrumentos para ello, como las operaciones en el mercado *forward* y la operación con Letras de Regulación Monetaria (LRM). Por ello la reaparición del BCU en el mercado *spot* de divisas, vendiendo cerca de 150 millones de dólares entre julio y agosto, ha generado suspicacias por parte de algunos agentes económicos que indican que la operativa está destinada exclusivamente a frenar el avance del TC, evitando de esta forma sus efectos adversos en materia de inflación. En lo que sigue se analiza la volatilidad del TC en distintos periodos, al tiempo que se presenta la evolución de las intervenciones del BCU en el mercado *spot*.

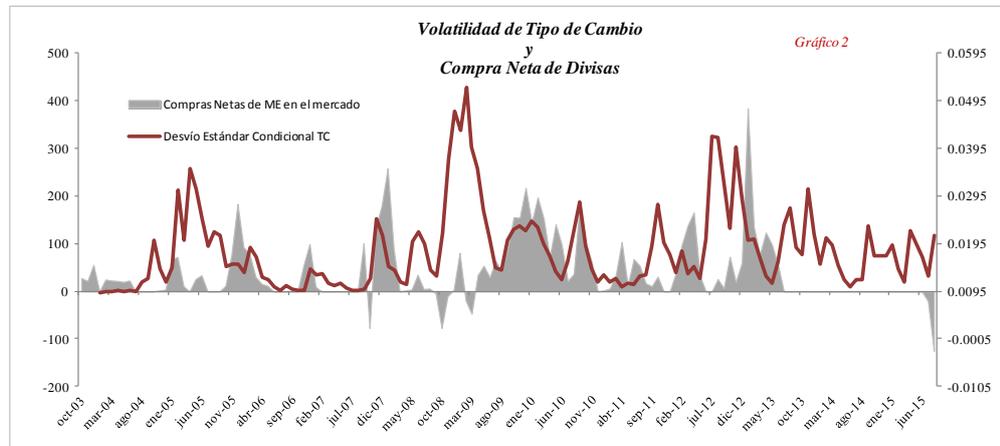
A riesgo de establecer lo obvio, es necesario puntualizar que luego de la devaluación del peso uruguayo en junio de 2002, la posterior modificación del sistema cambiario distó de ser una simple declaración nominativa. Es decir, luego que durante la década de los 90' las divisas estuvieran al servicio de la determinación del TC (de su mantenimiento dentro de un rango: "bandas deslizantes"), en el nuevo esquema efectivamente se permite que el TC flote libremente de acuerdo a las condiciones del mercado, aunque las autoridades se declaren dispuestas y efectivamente realicen intervenciones para reducir la volatilidad, de acuerdo a la conveniencia de estas prácticas.



Fuente: elaboración **cinve** en base a BCU

En el gráfico 1 puede apreciarse claramente que las variaciones mensuales del TC luego del cambio de régimen son significativamente más intensas y frecuentes respecto a aquellas registradas bajo el régimen de tipo de cambio fijo, fenómeno aún más notorio luego de las turbulencias financieras de 2008. Una manera adicional de evaluar la libertad con la que se mueve la paridad cambiaria, es preguntarnos acerca de la probabilidad de que la variación mensual del TC se aleje en un umbral de  $\pm 1\%$  del promedio de variación del periodo. En este sentido, al comparar el periodo de 1995 a 2001, cuando aún se encontraba vigente un sistema de TC fijo, y el periodo 2003-20015 bajo libre flotación (evitando así las anomalías del año 2002), encontramos que mientras la probabilidad que la variación mensual del TC se ubicara en el umbral considerado durante el primer periodo de análisis es 76%, en el segundo caso se ubica más de 30 p.p por debajo, en 42%. Claramente y como era esperable, la variabilidad del tipo de cambio dista del esquema cambiario utilizado previo a la devaluación de 2002.

No obstante, no intervenir constantemente sobre el mercado cambiario y permitir variaciones más significativas de TC no quiere decir rehusarse a participar absolutamente en el mercado de cambios. De hecho, como hemos dicho, el BCU ha declarado formalmente que está dispuesto a intervenir siempre que consideren que la volatilidad del mercado es perjudicial para la economía. Para ello tienen un set de instrumentos a los que puede recurrir para afectar el mercado cambiario (operaciones en mercado abierto, dólar *forward* y mercado *spot*), los han sido utilizados efectivamente con el objetivo de incidir sobre la volatilidad del TC. Concentrémonos sobre el último de los instrumentos. El gráfico 2 presenta la volatilidad estimada del TC, conjuntamente con las ventas neta de divisas en el mercado.



Fuente: elaboración *cinve* en base a BCU

En primer lugar, cabe destacar que con excepción de lo sucedido hacia finales de 2008 y comienzo de 2009, los periodos de intensa operación en el mercado *spot* por parte del BCU siguen a los eventos en que se registra alta volatilidad del TC; a pesar que la relación entre ambas variables no es unidireccional. Con esto queremos decir que si bien es probable que la participación activa en el mercado de divisas esté influenciada por la volatilidad alcanzada en un punto dado, la volatilidad posterior se ve afectada por esta intervención.

El segundo hecho que resalta del gráfico es la ausencia de intervenciones en el mercado *spot* luego de las modificaciones en la política monetaria de junio de 2013. En este periodo, si bien no existieron eventos de excesiva volatilidad, similares a los de comienzos de 2009, la volatilidad se mantuvo en un nivel significativo durante todo el periodo. Durante este lapso las fluctuaciones excesivas de TC eran amortiguadas directamente a través de las operaciones en mercado abierto de LRM, en lugar de utilizar este instrumento para esterilizar las operaciones en el mercado cambiario.

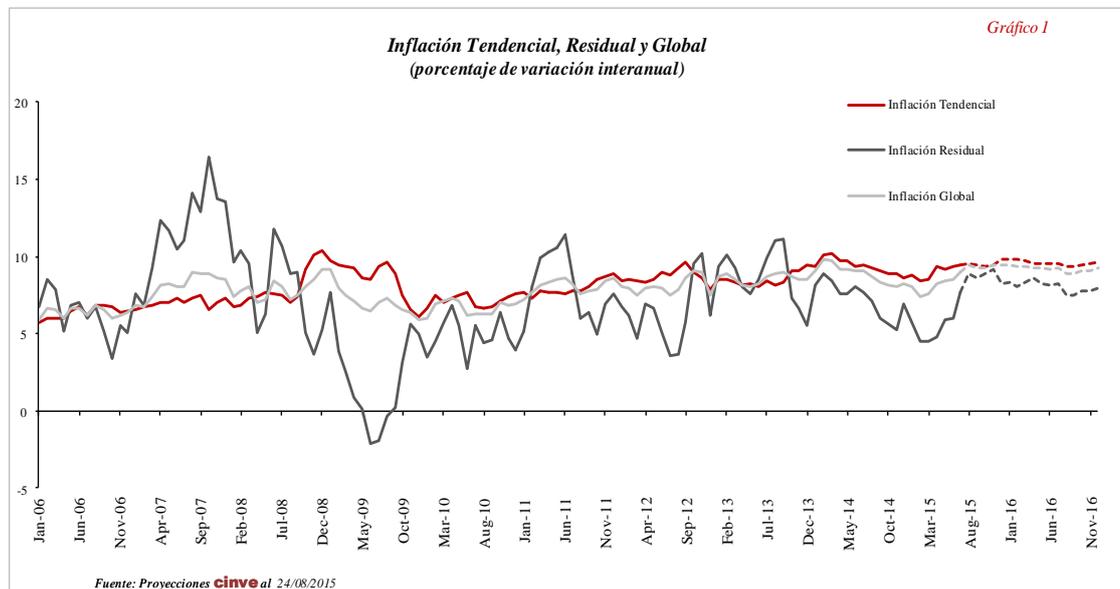
Finalmente, observemos que la reaparición del BCU en el mercado cambiario operó en sentido contrario al que había tenido lugar durante la mayoría del periodo desde la devaluación cambiaria de 2002. Es decir, mientras entre 2003 y 2013 el BCU fue un activo comprador de divisas, en las operaciones de julio y agosto actuó como vendedor. No obstante, es interesante notar que dichas intervenciones logran mantener la volatilidad en los niveles de los meses previos. Es decir, si bien éste constituye el interminable problema de los argumentos contrafácticos, es razonable pensar que la intervención del BCU efectivamente logró evitar un evento de excesiva volatilidad en el mercado cambiario a través de una intervención activa y oportuna en el mercado *spot*.

En suma, más allá de interpretar la o las intenciones del BCU detrás de sus recientes intervenciones en el mercado de cambio, lo cierto es que la evolución del dólar no ha perdido la volatilidad que ha caracterizado al régimen cambiario posterior a 2002. Si bien aún es prematuro, ello nos pauta que el compromiso del BCU por un sistema de libre flotación todavía es firme.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

El IPC registró un aumento de 1,21% en el mes de julio. Al observar el crecimiento evidenciado por los distintos componentes del IPC, destacan los correspondientes a Bienes Elaborados no Energéticos y a los Alimentos no Elaborados, con incrementos de 1,27% y 2,87% respectivamente. En cuanto a los primeros, los mayores precios fueron explicados principalmente por el comportamiento de los alimentos elaborados que registraron un crecimiento de 1,8% en julio, impulsados fundamentalmente por el tabaco (recordar suba en la carga impositiva impuesta por el Poder Ejecutivo) y por un crecimiento de 0,63% del las Manufacturas, donde sobresale el incremento de aquellas caracterizadas como durables. En tanto, los alimentos no elaborados crecieron impulsados en mayor medida por las carnes (destacándose los aumentos verificados por aves y cerdos, que dejaron de contar con la exoneración de IVA) y legumbres y hortalizas.

Para acceder a nuestro análisis completo del último dato de inflación (julio 2015), [hacer click aquí](#)



El contexto macroeconómico actual, tanto en el plano internacional y regional, como en el nacional, se encuentra atravesando un periodo de fuertes turbulencias. Sin duda la mayor noticia de los últimos días ha sido el desplome de las bolsas chinas, que se sumó a una importante devaluación de su moneda. En efecto, sólo durante el lunes 24 de agosto las acciones cayeron 8,5%, dando lugar, incluso, a que el órgano oficial de prensa del Partido Comunista de China denominara al lunes como "Black Monday". Obviamente, el pesimismo traspasó las fronteras impactando los índices bursátiles alrededor del mundo: el índice Nikkei de Japón cayó 4,6%, las bolsas europeas cayeron entre 4% y 5% y los mayores índices de los Estados Unidos cayeron más de 3%.

Por su parte, el pánico en las bolsas trajo aparejado diversos movimientos. Por un lado, tanto las monedas de las economías emergentes como los *commodities* cayeron significativamente. En Chicago, la soja fue la principal afectada, teniendo en cuenta la importancia de China como principal comprador de la oleaginosa. Concretamente, los futuros de la soja alcanzaron nuevos mínimos el lunes, acercándose a los U\$S 300 por tonelada. Por otra parte, en Uruguay los precios de la leche al productor están en mínimos en años, en tanto se observa un leve caída en los precios del ganado.

Nota aparte merecen los precios del petróleo, los cuales se encuentran en los mínimos valores registrados desde 2009, ubicándose en torno a los U\$S 50 la variedad Brent y por debajo de los U\$S 45 en el caso del West Texas. En promedio, la caída observada durante agosto sería cercana al 15%, en tanto si comparamos con el promedio registrado durante junio el retroceso bimestral llegaría al 25%. De esta forma el petróleo se aleja sensiblemente de la referencia de ANCAP, aunque el aumento registrado por el tipo de cambio estaría compensando parte de estas diferencias.

Con este panorama, la emergencia de una guerra de divisas se torna una posibilidad cada vez más cercana. Si a ello sumamos la profundidad de los problemas que atraviesa Brasil, que han tenido como consecuencia una depreciación de su moneda mayor al 30% durante 2015, es evidente que la depreciación real del peso uruguayo continuará por los próximos años, buscando obtener efectos expansivos en el mediano plazo. No obstante, las exportaciones adicionales alentadas por el proceso de depreciación de la moneda se observarán de manera lenta y paulatina, mientras tanto se observará un efecto sustantivo en la reducción de la demanda y las importaciones, con los efectos perjudiciales sobre la actividad y el empleo.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Julio de 2015</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	1.27	0.94	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.84	0.72	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.81	1.30	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>1.03</b>	<b>0.88</b>	
(4) ANE (12,12%)	2.87	2.59	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.74	0.78	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.02	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>1.77</b>	<b>1.63</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>1.21</b>	<b>1.06</b>	
(*) 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>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	9.5	11.4	5.1	9.8	11.1	5.5	3.4	8.3	9.5
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	8.3	11.1	9.5	9.6	10.4	5.9	2.5	7.9	9.2
<i>Dic 2017/Dic 2016</i>	8.2	10.3	9.6	9.3	10.5	4.8	2.5	7.8	8.9
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	9.1	10.8	4.0	9.2	10.8	2.7	2.7	6.9	8.7
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	8.5	11.1	7.9	9.6	10.5	6.3	2.5	8.0	9.2
<i>Prom 2017/Prom 2016</i>	8.4	10.6	9.5	9.5	10.7	5.5	2.5	8.0	9.1

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 24/08/2015.

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%)
07/14	0.63	0.68	3.06	0.92	2.14	-2.44	0.01	0.23	0.75
08/14	0.47	0.91	1.17	0.74	1.63	-0.12	-0.09	0.79	0.75
09/14	0.96	0.63	1.80	0.92	2.37	0.09	0.00	1.26	1.00
10/14	0.93	0.61	0.22	0.71	0.25	0.22	0.01	0.21	0.59
11/14	0.37	0.49	0.19	0.40	-1.22	-0.04	0.01	-0.65	0.15
12/14	0.41	0.88	-3.01	0.22	1.72	-11.30	0.01	-2.92	-0.53
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	0.61	1.37	-0.03	0.87	2.75	1.54	0.00	1.98	1.13
09/15	0.78	0.85	0.83	0.81	1.73	0.00	0.00	0.93	0.84
10/15	0.80	0.57	0.17	0.63	0.86	0.00	0.00	0.47	0.59
11/15	0.45	0.65	0.18	0.50	-0.65	0.00	0.00	-0.35	0.30
12/15	0.46	0.72	0.06	0.53	0.00	-11.41	0.00	-3.74	-0.49
01/16	0.50	1.44	1.80	1.05	2.20	14.94	2.50	6.07	2.20
02/16	0.58	1.57	1.35	1.10	0.34	1.74	0.00	0.75	1.01
03/16	0.83	0.89	0.34	0.80	0.92	0.00	0.00	0.50	0.73
04/16	0.82	0.49	0.19	0.61	0.13	0.00	0.00	0.07	0.48
05/16	0.70	0.62	0.29	0.62	-0.08	0.00	0.00	-0.04	0.46
06/16	0.62	0.67	0.20	0.60	-0.48	0.00	0.00	-0.26	0.39

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 24/08/2015.

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%)
07/14	8.78	10.74	7.77	9.49	11.91	5.39	-0.59	7.73	9.06
08/14	8.23	10.87	7.63	9.27	10.91	5.11	-0.77	7.15	8.75
09/14	8.02	10.71	7.80	9.12	10.14	2.96	-0.79	6.05	8.36
10/14	8.29	10.14	6.96	8.91	10.03	1.99	-0.78	5.65	8.11
11/14	8.15	10.27	7.30	8.94	9.32	2.04	-0.77	5.30	8.05
12/14	8.17	10.48	3.90	8.65	12.88	1.21	-0.78	6.98	8.26
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	9.72	11.24	2.94	9.59	12.37	5.94	3.39	8.94	9.43
09/15	9.52	11.48	1.96	9.47	11.68	5.85	3.39	8.58	9.26
10/15	9.37	11.43	1.90	9.38	12.36	5.62	3.38	8.87	9.26
11/15	9.45	11.60	1.89	9.50	13.00	5.66	3.37	9.19	9.42
12/15	9.50	11.43	5.12	9.84	11.09	5.54	3.36	8.28	9.47
01/16	9.21	11.45	5.95	9.81	11.09	6.39	2.53	8.35	9.46
02/16	9.41	11.05	6.47	9.79	10.42	6.49	2.53	8.03	9.37
03/16	9.16	11.23	6.32	9.74	11.00	6.46	2.53	8.33	9.40
04/16	8.81	11.06	6.35	9.51	11.70	6.29	2.53	8.64	9.30
05/16	8.82	11.25	6.35	9.60	11.03	6.14	2.53	8.24	9.28
06/16	8.73	11.20	6.35	9.53	11.02	5.98	2.52	8.17	9.22

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 24/08/2015.

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