

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación supera 10% antes de lo previsto
- Recomposición de prioridades...
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 165

30 de Marzo de 2016

INFLACIÓN SUPERA 10% ANTES DE LO PREVISTO

La inflación mensual en febrero fue de 1,6%, ubicándose por encima de nuestra proyección puntual (1,2%) y de la mediana de las expectativas del Banco Central del Uruguay (1,2%). De esta forma, la inflación interanual se ubicó en 10,23%, superando finalmente la barrera del 10%, evento que sucedió antes de lo previsto.

Si bien nuestras proyecciones previas no daban cuenta de un inminente sobrepaso del umbral del 10%, se alertaba que el margen respecto al mismo era cada vez más escaso, marcando como sumamente probable que se superara ante la eventualidad de alguna innovación al alza sobre el sistema de precios. De esta forma, ciertos shocks puntuales acontecidos en febrero explican una variación superior a la prevista que finalmente ubicó la variación interanual por encima de dicho umbral.

En primer lugar, se observó una importante discrepancia en el rubro Alimentos no Elaborados que evidenciaron un incremento de 1,3%, superior al 0,2% previsto para el mes. Esta discrepancia en relación a nuestras previsiones descansó fundamentalmente en el excepcional crecimiento mostrado por las Frutas y Verduras (de 2,9%), componente que usualmente tiene un comportamiento por demás errático. Por su parte, los precios de los Bienes Elaborados no Energéticos también evolucionaron por encima de lo previsto, creciendo 2,1% en febrero (1,1 pp. mayor a lo esperado). En este caso, la subestimación del incremento mensual del rubro cigarrillos y tabaco (asociado al aumento del IMESI), explicó mayoritariamente la discrepancia entre lo predicho y lo finalmente observado. Este efecto es nítido en el crecimiento mostrado por los Alimentos Elaborados (AE) que fue 2,8% superando en más de dos veces las previsiones. Adicionalmente, se observó una innovación al alza en las Manufacturas no Durables, aunque con efectos de menor cuantía.

Por su parte, el componente tendencial del IPC construido a partir de la exclusión de los componentes más volátiles de la economía (Carnes y Frutas y verduras), de los precios energéticos y las tarifas de servicios públicos evidenció un incremento de 1,7% en febrero. En términos interanuales, la inflación tendencial fue 10,8% mostrando una importante aceleración respecto a lo acontecido en meses previos (10,1% en diciembre y 10,2% en enero). La consolidación de este indicador por encima del 10%, da cuenta de la magnitud de las presiones inflacionarias que persisten en la economía y de la dificultad que supone contener el avance de los precios.

Otro aspecto notorio asociado al dato de febrero, es que el IPC transable de la economía finalmente superó al correspondiente a los bienes no transables, fenómeno que no ocurría desde julio de 2012 y se encontró estrechamente vinculado con el acelerado ritmo depreciatorio mostrado por el peso uruguayo en este mes. De esta forma, la inflación transable fue 11,1%, superior al 9,6% de crecimiento evidenciado por el componente no transable del IPC.

Ciertas innovaciones puntuales ocurridas en el mes, ubicaron la inflación de febrero sensiblemente por encima de nuestras previsiones. Esta discrepancia corrige al alza las proyecciones de inflación para 2016 y 2017, tal como se observa en el Gráfico 2. De esta forma, se prevé al cierre de 2016 un incremento en el nivel de precios de 10,42%, a la vez que hacia 2017 las presiones inflacionarias se apaciguarían parcialmente cerrando el año en 9,42%. Al respecto corresponde señalar que no se incluyen aumentos de combustibles para lo que resta del año y 2017, ni aumentos adicionales en los tabacos, factores que implicarían un nivel inflacionario superior al previsto.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Marzo)	0.89	1.06	
Año calendario 2016	10.42	10.8	
Año calendario 2017	9.42	9.5	

Fuente: Proyecciones cinve al 15/03/2016.

Recomposición de prioridades...

Acercándonos al cierre de 2015, aumentaban las especulaciones respecto a las prioridades que tomaría el gobierno a la hora de atender los diferentes desequilibrios macroeconómicos que se profundizaban: déficit fiscal elevado, presiones inflacionarias lejos de disiparse y desalineamiento de precios relativos (particularmente con Brasil) en un contexto de importante desaceleración de la actividad.

Eran varias las señales al respecto. En primer lugar, los nuevos lineamientos presentados por el Poder Ejecutivo apuntaron a una inflación por encima del 12% como disparador de las cláusulas gatillos en lugar del 10% acordado con anterioridad, reduciendo la relevancia de los efectos por indexación. Por otra parte, los aumentos de tarifas anunciados hacia el cierre del año resultaron una sorpresa, ubicándose sensiblemente por encima de lo previsto. De esta forma, la política de contención de la inflación a través de las tarifas pasaba a un segundo plano, pasando a ser prioridad la recomposición de las cuentas fiscales. En su momento, estos anuncios generaron importantes ajustes al alza en la trayectoria inflacionaria, principalmente para 2016. A su vez, resulta paradójico el anuncio del aumento del IMESI al tabaco en enero de 2016, medida que de ser postergada podría haber evitado superar el 10%.

Luego, las presiones sobre el dólar se intensificarían sensiblemente en el mes de febrero, a pesar de las intervenciones del BCU que apuntaron a contener volatilidades, convalidando de todas formas una importante pérdida de valor del peso en relación al dólar. Por tanto, nuevas presiones se incorporaban a la evolución del nivel de precios ubicándose como muy probable el evento de superar el 10%, y por tanto dando nuevos indicios de una recomposición de prioridades de parte del gobierno, en este caso permitiendo mediante el reacomodo de precios relativos absorber parcialmente el shock externo.

De esta forma, el rebalanceo de prioridades de resulta evidente, donde la política de contención inflacionaria pasa a un segundo plano, enfocándose de lleno a la recomposición de cuentas fiscales y competitividad. Pese a ello, aún no se preveía el sobrepaso del umbral, concentrándose las mayores probabilidades entre abril y junio, aunque se alertaba que ante la eventualidad de alguna innovación al alza (como finalmente sucedió) se superaría el 10%.

¿Y ahora qué?

Una vez sobrepasado dicho umbral, que actuara en el pasado como ancla de expectativas de los agentes, se hizo latente el riesgo de un desalineamiento sistemático respecto a los objetivos de las autoridades. En este sentido, es sabido el rol de las expectativas inflacionarias sobre la trayectoria futura del nivel de precios, lo que ante un desanclaje de las mismas podría redundar en un espiral inflacionario. En este contexto deben ser entendidas las recientes medidas anunciadas por el Presidente del Banco Central del Uruguay, Mario Bergara. Si bien las mismas no tendrían efectos significativos sobre la trayectoria del nivel de precios, tendrían como principal objetivo reafirmar el compromiso del ente hacia una moderación del crecimiento de los precios, buscando realinear las expectativas de los agentes económicos.

La primera medida, que entrará en vigencia a partir de abril, consiste en el aumento de los encajes bancarios (porcentaje de dinero que los bancos deben inmovilizar en BCU). Éstos pasan de 23% a 28% para los depósitos en moneda nacional con plazos menores a 30 días, y de 26% a 28% para los depósitos en moneda extranjera que tengan plazos inferiores a 180 días. En tanto, los depósitos de no residentes tendrán una tasa de encaje independiente de los plazos del 28%. Estas medidas apuntan a reducir la liquidez en el sistema bancario, restringiendo la capacidad de los bancos a la hora de prestar dinero, pudiendo redundar también en incrementos de la tasa de interés.

En esta línea se anunció una posible revisión a la baja del crecimiento objetivo del agregado monetario M1' (compuesto por la emisión de dinero en poder del público, depósitos a la vista y en cajas de ahorro en el sistema bancario) en la próxima reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) a celebrarse a comienzos de abril. De esta forma, se pretende evitar o disminuir presiones sobre el sistema de precios asociada a una oferta de dinero superior a lo demandado por los agentes que generara un exceso de liquidez. Esta postura se ve reafirmada por las recientes subas en las tasas convalidadas en las colocaciones de Letras de Regulación Monetaria, donde la reducción del atractivo de las colocaciones en dólares no fue suficiente para incrementar la demanda de estos instrumentos.

En suma, mantener la inflación por debajo del 10% perdió peso en el balance de prioridades del gobierno, cediendo espacio ante la recomposición de las cuentas fiscales y el reacomodamiento de precios relativos. En este marco la inflación superó dicho umbral en el mes de febrero, lo cual provocó una rápida reacción de parte de las autoridades que buscaron dar señales claras de su compromiso por la estabilidad de precios, evitando un desanclaje de expectativas que pudiera impulsar un espiral de precios. Estas medidas apuntaron en general, a adaptar la oferta de dinero con la demanda, evitando presiones adicionales sobre los precios y el mercado de

cambios, aunque se estima que no tendrían efectos sustanciales sobre la trayectoria de precios en el mediano plazo que continuaría sistemáticamente desviada de las metas inflacionarias propuestas.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

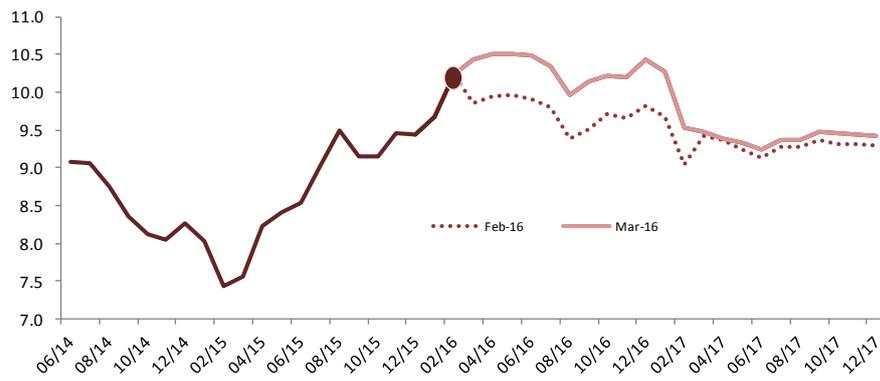
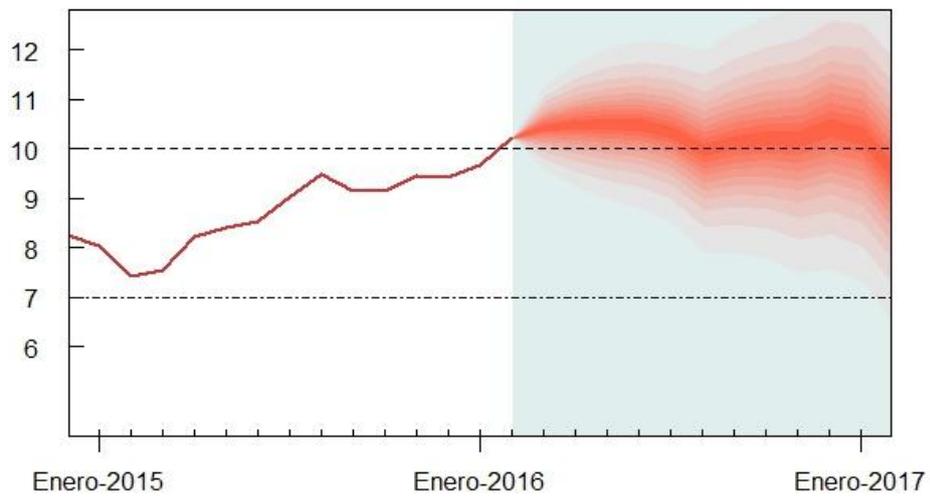


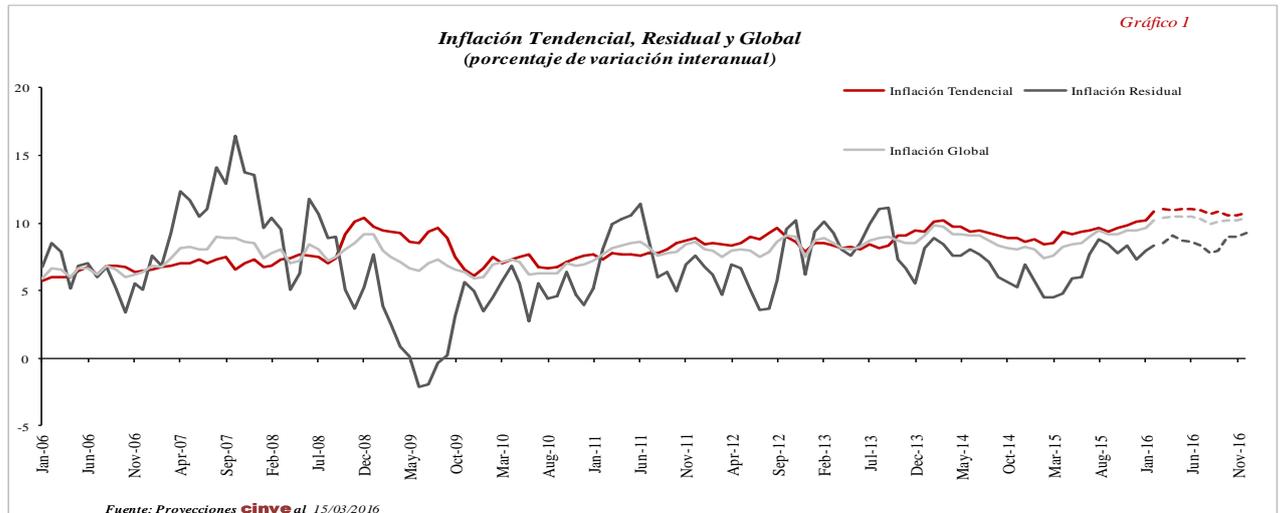
Gráfico 2. Fan Chart



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

En base a la información publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la inflación mensual de febrero fue de 1,6%, ubicándose por encima de nuestras previsiones (1,2%). Así, la inflación interanual se ubicó en 10,23%, superando finalmente la barrera del 10%. Lo elevado del dato estuvo asociado principalmente al comportamiento de Frutas y Verduras que aumentaron 2,9% y por las subas en cigarrillos (12,22%) y tabacos (10,42%) como consecuencia del aumento del IMESI en enero de 2016.

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



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

En la última reunión de la FED las señales fueron claras en pos de una mayor cautela ante los vaivenes de la economía global, dilatándose aún más las subas esperadas en la tasa de interés de referencia. De esta forma, las consecuencias de la normalización monetaria tendrían una intensidad algo menor en el mediano plazo, dando un respiro principalmente a las economías emergentes. En la misma línea, el Banco Central Europeo anunció la intensificación de los estímulos monetarios (reduciendo tasa de interés y ampliando el programa de recompra de activos) esperando reactivar una economía fuertemente amenazada por mínimos niveles de inflación.

Por su parte, el petróleo continúa jugando un rol protagónico en los mercados globales, donde si bien los fundamentos de oferta y demanda determinarán en última instancia su trayectoria, la multiplicidad de actores e intereses que intervienen imprimen un elevado grado de impredecibilidad a su evolución en el corto plazo. Luego de alcanzar niveles mínimos a comienzos de febrero, se observa un significativo repunte en los precios del crudo, superando incluso la barrera de los 40 USD por barril en la variedad West Texas Intermediate, situación que no ocurría desde finales de 2015. Las presiones al alza estarían asociadas mayoritariamente al acuerdo alcanzado por los mayores exportadores de petróleo para celebrar una cumbre en Doha a mediados de abril, alimentando especulaciones respecto a un acuerdo para reducir oferta.

Por el lado de Brasil, las principales novedades continúan surgiendo en el frente político, lo que no hace más que socavar aún más una institucionalidad ya muy debilitada, dilatando la elaboración de un plan consistente para revitalizar la economía. Lo más reciente, el Partido por el Movimiento Democrático Brasileño (PMDB) encabezado por el vicepresidente Michael Temer quitó el apoyo al partido de gobierno, aumentando las probabilidades de éxito del proceso de *impeachment* por su peso en cámara de diputados y senadores. Estos devenires han sido interpretados positivamente por los mercados, fortaleciendo el real.

En Argentina son días claves en las negociaciones con los *holdouts*, actualmente el gobierno busca los votos necesarios en el Senado para derogar aquellas leyes que impiden el pago (Ley Cerrojo y Ley de Pago Soberano) y aprobar la emisión de deuda por USD 12.500mn. Se estima que lograría la mayoría requerida sin ser necesario retomar discusiones en cámara de diputados.

En el plano local, en el primer mes de 2016 la tasa de empleo fue mostró una caída de 0,4 p.p. respecto al mismo mes del año anterior ubicándose en 59,2%. Por su parte, la tasa de actividad (representativa de la oferta laboral) fue de 64,5% (0,6 p.p. de aumento interanual), determinando un incremento en la tasa de desempleo de 1,5 p.p. en el primer mes de 2016.

Asimismo, en el día de mañana (30/3) será publicado el informe de Cuentas Nacionales por parte del Banco Central del Uruguay, pudiéndose conocer las cifras de crecimiento y del nivel de actividad al cierre de 2015.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Febrero de 2016

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	2.11	0.98	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.43	1.56	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.73	1.62	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	1.67	1.30	
(4) ANE (12,12%)	1.28	0.21	3.3%
(5) ENE (8,33%)	2.13	1.99	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.02	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1.38	0.77	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	1.60	1.18	

(*) 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>	10.72	11.33	8.77	10.8	11.49	5.88	7.59	9.25	10.42
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	8.42	10.54	10.05	9.5	10.56	7.01	7.48	9.10	9.42
<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>	10.8	11.0	10.1	10.8	9.7	7.0	7.6	8.5	10.26
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	8.7	10.5	9.4	9.5	11.4	6.6	7.5	9.3	9.47

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 15/03/2016.

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	0.89	1.09	1.68	1.06	0.67	0.00	0.00	0.36	0.89
04/16	0.93	0.59	0.36	0.72	0.57	0.00	0.00	0.30	0.62
05/16	0.70	0.69	0.18	0.64	0.02	0.00	0.00	0.01	0.49
06/16	0.73	0.72	0.11	0.66	-0.52	0.00	0.00	-0.28	0.44
07/16	0.59	0.83	2.89	0.94	2.16	1.03	0.00	1.49	1.07
08/16	0.47	1.02	0.35	0.69	2.42	0.00	0.00	1.30	0.83
09/16	0.82	0.67	0.99	0.78	1.99	0.00	0.00	1.08	0.85
10/16	0.86	0.73	0.03	0.71	0.99	0.00	0.00	0.54	0.67
11/16	0.65	0.67	0.01	0.59	-0.30	0.00	0.00	-0.16	0.41
12/16	0.69	0.67	0.15	0.62	0.52	-11.83	0.00	-3.52	-0.34

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/03/2016.

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	11.47	10.81	10.23	11.05	9.07	7.96	7.67	8.51	10.44
04/16	11.24	10.75	10.44	10.94	10.24	7.79	7.66	9.07	10.50
05/16	11.24	11.02	10.32	11.05	9.69	7.64	7.66	8.73	10.50
06/16	11.27	11.03	10.22	11.05	9.63	7.48	7.65	8.64	10.49
07/16	10.53	11.02	12.50	10.95	8.88	7.78	7.63	8.35	10.34
08/16	10.14	10.86	12.06	10.66	8.95	5.82	7.61	7.73	9.96
09/16	10.72	11.00	10.57	10.82	9.34	5.79	7.64	7.95	10.14
10/16	10.40	11.13	9.29	10.59	11.24	5.86	7.62	8.99	10.21
11/16	10.28	11.24	9.22	10.57	10.90	6.34	7.61	8.97	10.20
12/16	10.72	11.33	8.77	10.77	11.49	5.88	7.59	9.25	10.42

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 18/02/2016.

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