

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Inflación se mantiene dentro de lo previsto
- Abaratamiento en dólares: un largo camino por recorrer
- Actualización del diagnóstico de inflación

Nº 156

29 de Junio de 2015

## INFLACIÓN SE MANTIENE DENTRO DE LO PREVISTO

La inflación de mayo se ubicó en 0,49%, en línea con nuestra proyección puntual para el mes (0,51%) y la mediana de los analistas consultados por el BCU (0,5%). Con los datos observados al mes de mayo, se aprecia que el registro interanual de inflación continúa creciendo, aunque dentro de lo previsto. Dicho guarismo actualmente alcanzó 8,41%, desde el 8,23% registrado durante abril. A su vez, entendemos que esta tendencia no se revertirá en el corto plazo, y por tanto, con la información disponible estimamos poco probable que pueda converger hacia la meta de inflación fijada por el BCU (3%-7%) en un horizonte de 24 meses.

Asimismo, la inflación tendencial, medida a través de un indicador de exclusión (los componentes excluidos corresponden a la carne, frutas y verduras, tarifas públicas y bienes energéticos) fue de 0,54%, levemente por debajo de lo previsto (0,63%). En tanto, contrastando crecimientos interanuales, la inflación tendencial registró un leve descenso, pasando de 9,36% en abril a 9,22% en el mes de mayo. No obstante, es importante recordar que al igual que la inflación *headline*, el componente de tendencia registró en los últimos meses un importante aumento respecto a los valores alcanzados durante los primeros meses del año. Por último, resulta interesante destacar que desde abril las proyecciones de inflación tendencial para 2015 y 2016 se han estabilizado en torno a 9,2% y 8,8% respectivamente, guarismos que se encuentran por encima de lo previsto al comienzo del año.

Por su parte, durante el mes de mayo la variación de precios de los componentes transables de la economía (aquellos que se comercializan con el exterior) fue igual a la registrada por los no transables. Ello pauta que los precios de los bienes no transables continúan siendo los de mayor incidencia en la inflación interanual. Concretamente, mientras la inflación transable se ubica en 7,3%, la variación de precios interanual de los componentes no transables alcanza 9,31%.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Junio)	0.44	0.62	
Año calendario 2015	8.9	9.2	
Año calendario 2016	8.5	9.1	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 15/6/2015.

Finalmente, las proyecciones de inflación tanto para 2015 como para 2016 sufrieron leves correcciones al alza. Ello se debió, en el primer caso, a las expectativas cada vez más fuertes de que se registre una corrección positiva de las tarifas de los combustibles. Por su parte, esperamos observar en 2016 una depreciación del dólar algo mayor a la prevista en meses previos. En base a ello, actualmente nuestras proyecciones de inflación se ubican en 8,9% y 8,5% para 2015 y 2016, respectivamente.

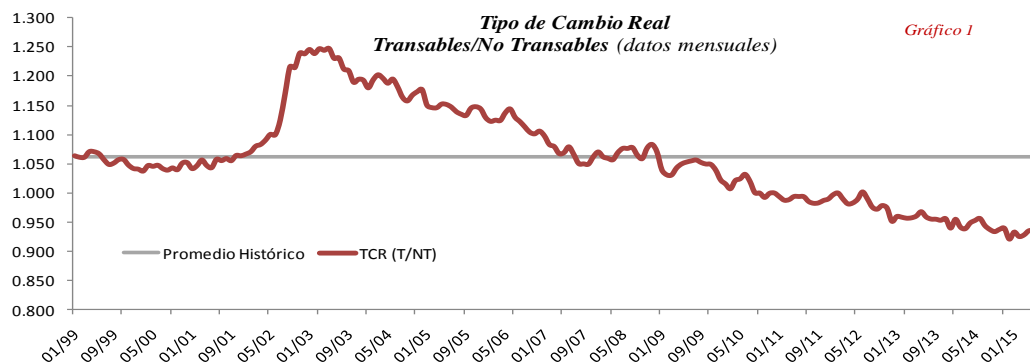
## Abaratamiento en dólares: un largo camino por recorrer

Desde hace algunos meses la acelerada depreciación del peso uruguayo ha traído consigo presiones sobre el nivel de precios. En los últimos doce meses el tipo de cambio aumentó 16%, destacándose la intensidad registrada durante los recientes meses: en marzo la depreciación fue de 2,9%, en abril 4,26% y en mayo 1,2%.

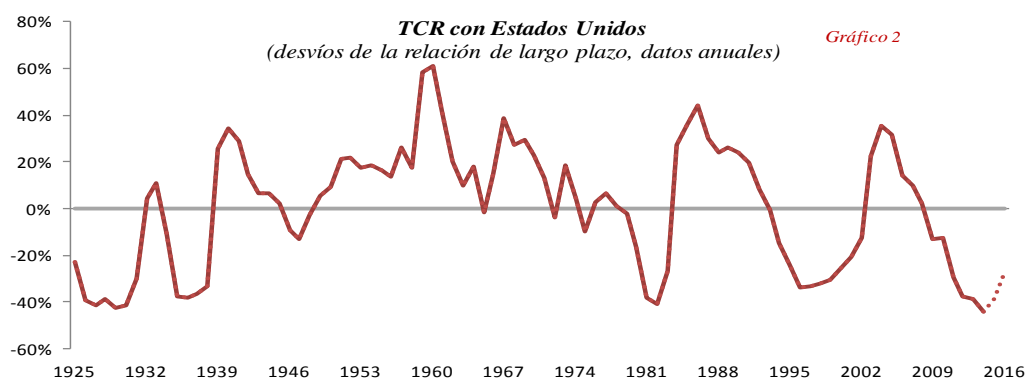
Concomitantemente el mercado laboral empieza a mostrar signos de incipiente deterioro, sumándose a un enlentecimiento de la actividad económica en su conjunto. Por tanto, es esperable que en el mediano plazo las presiones sobre el sistema de precios en el Uruguay se originen cada vez más en la evolución de la moneda, y algo menos en las presiones de demanda y los costos laborales. Esto constituiría una reversión de la tendencia observada durante los pasados años, en tanto la inflación transable se ubicó sistemáticamente por debajo de la no transable.

Por esta razón, surge una pregunta de gran importancia: ¿qué tanto esperamos que se deprecie el peso uruguayo en términos reales en los próximos años? En este sentido, el análisis de la evolución el tipo de cambio real constituye una herramienta útil para aproximar una respuesta. No obstante, su lectura debe ser realizada con cuidado. Habitualmente, la interpretación lineal de estos indicadores deriva en conclusiones respecto a la competitividad de la economía que al menos deberían considerar ciertos matices. Esta apreciación cobra particular interés al momento de evaluar los tipos de cambio reales bilaterales. Por ejemplo, el TCR mide la evolución del precio de los bienes que conforman la canasta de consumo de un país en función de la evolución de precios de la canasta de bienes de otro país, medidas ambas en una única moneda. Sin embargo, nótese, que dicha canasta de bienes puede no tener en absoluto relación con los bienes que intervienen en el comercio entre los países, y por tanto no reflejar adecuadamente la relación de los precios de interés. Así, se podría continuar con una lista de problemas presentes en la medición del TCR, pero más allá de ello el objetivo aquí no es otro que advertir al lector sobre los peligros de extraer conclusiones lineales derivadas de una lectura no precavida sobre la trayectoria del TCR.

Hecha esta advertencia, es válido notar que el TCR medido a través de la relación de precios entre los bienes transables y no transables ha disminuido sostenidamente desde la devaluación de 2002 hasta la fecha. Asimismo, este indicador se sitúa actualmente 12% por debajo del promedio de largo plazo, tomando como momento de inicio enero de 1999. Ello constituye evidencia acerca de la necesidad de generar un proceso de abaratamiento en dólares con el fin de aumentar la competitividad en los intercambios comerciales.

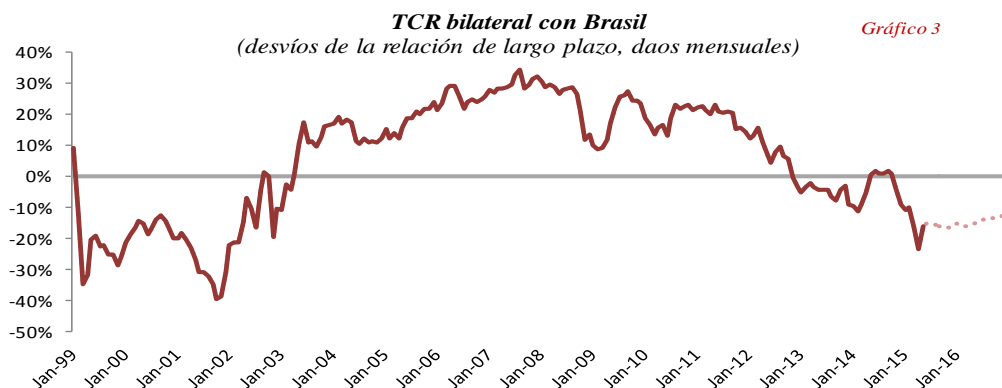


Otra aproximación para evaluar en qué dirección, y con qué intensidad esperamos observar los futuros movimientos de la inflación en dólares, resulta de evaluar los desvíos del TCR respecto a su relación de largo plazo con los Estados Unidos. Es decir, la teoría predice la existencia de una relación de equilibrio entre los precios medidos en dólares de dos países cualesquiera; por tanto desvíos de esa relación deberían ser revertidos en el mediano plazo.



En primer lugar, se observa que los periodos en que el TCR se mantiene desalineado respecto a la relación de largo plazo son prolongados; es decir que el proceso de retorno a la relación de largo plazo es lento. A su vez, desde la década de los 80' se destacan 4 periodos. Desde 1984 a 1993 la relación de precios fue favorable a Uruguay, siendo a partir de allí que se registra un creciente deterioro de la relación de precios evidenciando su peor momento en 1996, año a partir del cual se empieza a recuperar. Luego, entre 2003 y 2008, nuevamente la relación de precios benefició a nuestro país. Sin embargo, a partir de la relajación de la política monetaria de los Estados Unidos, iniciada precisamente en 2008, nuestro país así como el resto del mundo inició un proceso de encarecimiento en dólares que persiste hasta el día de hoy. De hecho, el desvío actual es similar al registrado previo a la devaluación de 1982. Por ello, si bien hoy el sistema cambiario del Uruguay es sustancialmente distinto, y permite ajustar este tipo de desequilibrios de manera más "ordenada", es razonable pensar que el abaratamiento en dólares necesario para retornar a la senda de equilibrio sea de importante magnitud, y se prolongue por un buen número de años. Según las actuales proyecciones, la depreciación del peso uruguayo sería 16% en 2015 y 11% en 2016, lo cual permitiría reducir el desvío en aproximadamente 20 p.p. De todos modos, también puede esperarse que el proceso de deflación en dólares continúe hacia adelante en nuestro país, al igual que en la inmensa mayoría de nuestros socios comerciales.

Por su parte, el TCR bilateral con Brasil es una medida de mucho interés, en tanto el vecino norteño constituye la principal referencia cambiaria de la plaza local. Por tanto, si bien las precauciones respecto a los TCR bilaterales son pertinentes, el desvío respecto a la relación de largo plazo del TCR con Brasil también es un indicador informativo respecto a los movimientos esperados del tipo de cambio en nuestro país.



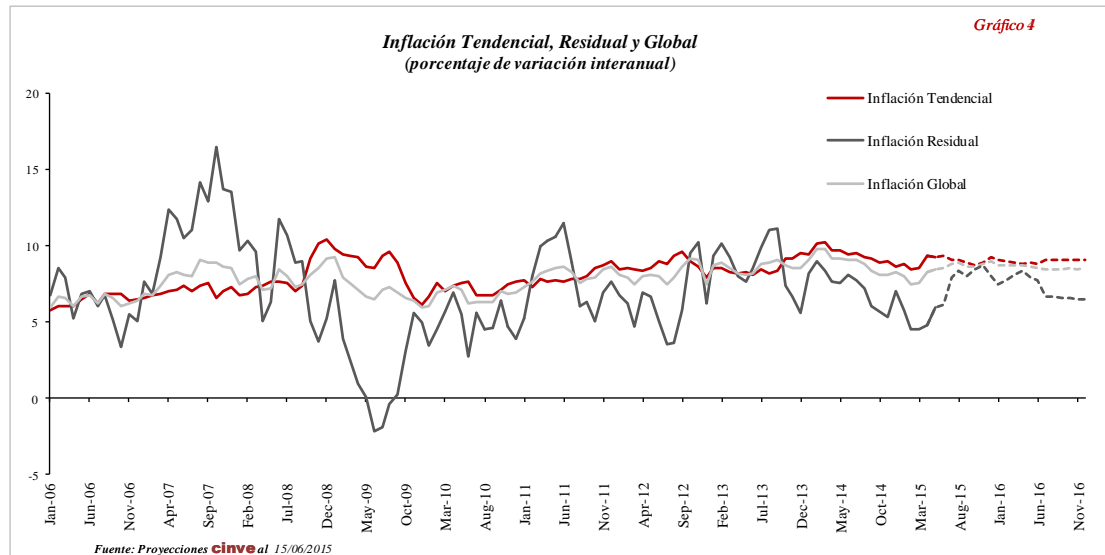
Desde 1999 a la fecha se pueden distinguir tres periodos en la relación de precios con el Brasil. En primer lugar, luego de la devaluación brasilera en 1999, seguida por la decisión uruguaya de mantener el sistema de tipo de cambio fijo, se generó un proceso de atraso cambiario que duró hasta que Uruguay devaluó su moneda en 2002. A partir de allí la relación de precios benefició a nuestro país hasta el tercer trimestre de 2012. Desde entonces, Uruguay presenta un desvío de la relación de largo plazo que se ha profundizado, siendo el momento más crítico el registrado durante abril de 2015, cuando presentaba una relación de precios 25% por debajo del equilibrio de largo plazo. De acuerdo a nuestras proyecciones, teniendo en cuenta una depreciación del real cercana al 8% hacia finales de 2016, y registros de inflación de 8,9% en 2015 y 5,5% en 2016, la relación de precios mejoraría para finales de 2016, aunque aún quedaría espacio para retornar a la senda de equilibrio de largo plazo. Por tanto, al igual que el TCR bilateral con los Estados Unidos, dicha medición estaría indicando que el proceso de abaratamiento en dólares del Uruguay se profundizaría en los próximos años, o bien asumirá una intensidad mayor a la prevista por los analistas hasta el momento.

En suma, la situación cambiaria parece haber llegado efectivamente a un punto de inflexión, estimamos que los desvíos de precios respecto a al equilibrio de largo plazo no se seguirán profundizando y que el abaratamiento en dólares previsto para los próximos dos años, no resulta suficiente para retornar a los niveles esperados en el largo plazo. Por lo tanto, estimamos que el abaratamiento en dólares continuará por varios años más, al tiempo que también es posible que la intensidad del proceso sea algo mayor a la prevista hasta el momento.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

La publicación del Índice de Precios al Consumo (IPC) en el día de hoy pautó que la inflación en el mes de mayo fue 0,49%, incremento que se encuentra estrechamente en línea con nuestra proyección puntual (0,51%). Al interior del IPC se destaca la incidencia de los “Bienes Elaborados no Energéticos” (0,25 p.p.). Éstos evidenciaron un aumento de 0,69%, como consecuencia del importante incremento de precios tanto de las manufacturas (0,8%) como de los alimentos elaborados (0,6%). Asimismo, se destaca el aumento de precios de los productos cárnicos, los cuales registraron un incremento de precios mensual de 1,1%. En cambio, las frutas y verduras tuvieron una caída de precios cercana al 0,4%. Por último, se observa que los “Servicios no Administrados” (0,44%) presentaron un crecimiento inferior a lo previsto (0,61%). Ello se debió, fundamentalmente, a la gran disminución alcanzada por los servicios transables (-3,9%), a pesar de su baja importancia en el componente global. En particular se destaca la caída de los precios de los paquetes turísticos y los pasajes aéreos.

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



Por otra parte, el contexto macroeconómico relevante para la situación de precios en el Uruguay ha presentado algunas novedades durante las últimas semanas. Desde el frente externo, se destacan las declaraciones realizadas en el marco de la última reunión de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Como era esperable, durante este encuentro se decidió mantener el rango de la tasa de interés en 0%-0,25%, y aún no existe consenso acerca del momento preciso de la primera suba de tasas. De todos modos, Janet Yellen insistió en que lo relevante del caso no es determinar el momento de la suba, sino evaluar el gradualismo que ésta pueda tener. Asimismo, se publicó la encuesta de expectativas de los gobernadores de la Reserva Federal. De ella se desprende que casi unánimemente se espera que la primera suba se registre durante el presente año, al tiempo que se observó una pequeña disminución en la mediana de las respuestas relativas a las tasas de referencia esperada para 2016. De hecho, desde la reunión de setiembre de 2014 las expectativas de los gobernadores respecto las tasas de referencia para 2015 y 2016 se han ajustado a la baja, dando cuenta de una visión un tanto menos favorable respecto al ritmo de recuperación de la economía americana, y de mayor cautela respecto a la velocidad que debieran imprimir a la normalización de la política monetaria.

Asimismo, la semana pasada el optimismo de que Grecia lograra escapar del impago al FMI se contagió en Chicago, lo que sumado al retraso de la siembra en EE.UU permitió a la soja alcanzar sus máximos niveles en más de un mes. Por su lado, el petróleo registró un aumento cercano al 9% durante el mes de mayo, y se ha mantenido estable durante junio. De esta forma, se espera que se mantenga en los niveles actuales durante 2015, para ganar algo de terreno durante 2016. Por su parte, hoy el panorama para Grecia es complicado e incierto. Luego de no llegar a un acuerdo con la *troika* (Comisión Europea, FMI, Banco Central Europeo), el gobierno de Alexis Tsipras convocó un referéndum para el 5 de julio, donde los griegos tendrán la posibilidad de decidir si aceptan las duras condiciones de austeridad impuestas a Grecia, o por el contrario optan por un camino de salida del euro.

En el frente interno el mercado de trabajo presenta algunos síntomas de incipiente deterioro. En el primer trimestre de 2015 el desempleo aumentó cerca de 0,9 p.p. Asimismo, dicha evolución no fue producto de un aumento en la oferta de trabajo, sino que por el contrario se debió a la contracción registrada en el empleo. La otra cara de esta misma moneda la constituye la desaceleración observada por el gasto en consumo privado durante el primer trimestre según los datos de Cuentas Nacionales publicados recientemente por el BCU. No obstante, debemos recordar que el gasto en consumo continúa siendo el principal factor de crecimiento, habiendo registrado un aumento de 2,8% durante el primer trimestre.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Mayo de 2015</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.69	0.73	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.44	0.61	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.29	0.30	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.63</b>	
(4) ANE (12,12%)	0.53	0.25	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.14	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.13</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.51</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>	8.6	10.9	5.9	9.2	10.6	5.4	3.3	8.0	8.9
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	8.0	10.2	9.1	9.1	9.2	3.2	2.0	6.4	8.5
<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>	8.6	10.6	4.4	8.9	10.4	2.8	2.7	6.7	8.4
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	8.0	10.2	8.0	9.0	10.0	4.8	2.0	7.2	8.6

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 15/06/2015.

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%)
05/14	0.76	0.66	0.31	0.67	-1.41	-0.13	0.00	-0.77	0.32
06/14	0.65	0.56	0.12	0.56	-0.68	0.10	0.01	-0.31	0.35
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	0.66	0.70	0.13	0.62	-0.30	0.00	0.00	-0.16	0.44
07/15	0.56	0.71	1.37	0.71	2.16	2.33	0.00	1.92	1.00
08/15	0.41	1.26	0.30	0.76	2.39	0.00	0.00	1.27	0.88
09/15	0.66	0.71	0.83	0.70	1.74	0.00	0.00	0.93	0.76
10/15	0.80	0.45	0.17	0.58	0.99	0.00	0.00	0.54	0.57
11/15	0.57	0.55	0.18	0.52	-0.65	0.00	0.00	-0.35	0.31
12/15	0.54	0.82	-0.06	0.60	0.27	-11.42	0.00	-3.60	-0.40
01/16	0.45	1.11	1.75	0.88	2.39	12.90	2.00	5.51	1.95
02/16	0.59	1.43	1.35	1.03	0.29	3.66	0.00	1.34	1.11
03/16	0.80	0.93	0.34	0.81	0.90	0.00	0.00	0.49	0.73
05/14	0.76	0.66	0.31	0.67	-1.41	-0.13	0.00	-0.77	0.32

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/06/2015.

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%)
05/14	8.67	11.40	7.71	9.70	9.18	8.15	0.73	7.56	9.18
06/14	8.40	10.99	7.58	9.40	10.30	8.10	0.73	8.08	9.08
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	8.83	10.54	6.43	9.29	10.55	0.77	3.28	6.08	8.51
07/15	8.76	10.57	4.68	9.06	10.57	5.69	3.27	7.88	8.78
08/15	8.69	10.95	3.78	9.09	11.40	5.82	3.36	8.39	8.92
09/15	8.37	11.04	2.79	8.86	10.71	5.73	3.36	8.03	8.66
10/15	8.23	10.86	2.73	8.71	11.54	5.50	3.36	8.39	8.63
11/15	8.44	10.92	2.73	8.84	12.18	5.54	3.34	8.72	8.81
12/15	8.58	10.85	5.86	9.25	10.58	5.40	3.34	7.95	8.95
01/16	8.24	10.52	6.64	9.04	10.80	4.36	2.01	7.44	8.66
02/16	8.44	9.97	7.16	8.96	10.07	6.42	2.01	7.75	8.67
03/16	8.17	10.19	7.01	8.91	10.63	6.39	2.01	8.04	8.70
04/16	7.94	10.10	7.01	8.77	11.30	6.22	2.00	8.33	8.67

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/06/2015.

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