

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Aceleración de la inflación en agosto no es sorpresa
- Para seguir discutiendo las intervenciones cambiarias
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 159

1 de Octubre de 2015

## ACELERACIÓN DE LA INFLACIÓN EN AGOSTO NO ES SORPRESA

En agosto la inflación mensual se ubicó por encima del 1% por segundo mes consecutivo. Concretamente, el IPC marcó un aumento de precios en el mes de 1,18%, en línea con nuestras previsiones (1,13%), aunque ampliamente superior a la mediana de las expectativas de los analistas relevados por el BCU (0,85%). No obstante, a partir del último dato, las expectativas de inflación de los analistas allí relevados empiezan a converger hacia niveles más altos. En particular, podemos observar que en setiembre los analistas ajustaron sus expectativas de inflación para el año 2015 al alza más de 0,4 p.p. en relación a los datos correspondientes al mes previo, hasta 9,59%.

En términos interanuales la inflación asciende a 9,48%. Como hemos mencionado, si bien el dato no constituye una sorpresa desde nuestro punto de vista, resulta preocupante en tanto convalida en hechos lo que hasta el momento constituía el escenario central de proyección: inflación en torno al 9,5% y moviéndose peligrosamente cercal del umbral psicológico del 10%.

Por su parte, la inflación tendencial medida a través de un indicador de exclusión (excluye de la medición la evolución de precios de las carnes, frutas y verduras, tarifas públicas y bienes energéticos) alcanzó en agosto un registro mensual de 0,96%, ligeramente por encima de nuestra proyección puntual (0,87%). De esta manera, el componente tendencial de la inflación presentó un crecimiento interanual de 9,69%, aumentando 0,24 p.p. respecto a la medición de julio. Tal como puntualizamos frecuentemente, al excluir de la medición los componentes volátiles de la canasta de consumo, así como los precios que son objeto de decisiones administrativas, el componente tendencial brinda señales más firmes respecto a las presiones inflacionarias presentes en la economía. En este sentido, observamos con preocupación el aumento sostenido de la inflación tendencial durante los últimos meses, al tiempo que no esperamos que exista una reversión significativa de este proceso, al menos hasta 2017, cuando disminuirían las presiones cambiarias y salariales. Asimismo, nuestras perspectivas de convergencia al rango meta fijado por el BCU (3%-7%) en el horizonte de 24 meses se mantienen incambiadas respecto al mes anterior, considerándolo un evento altamente improbable.

A su vez, a pesar de la activa participación del BCU, tanto en el mercado forward como spot, la divisa americana se apreció en promedio 2,78% respecto al peso uruguayo. En este contexto la inflación transable interanual avanzó cerca de 0,7 p.p., hasta ubicarse en 9,29%. Por su lado, la inflación de los rubros no transables de la economía también creció aunque en menor magnitud, desde 9,34% hasta 9,63%. De esta forma, continúa acortándose la brecha en el crecimiento de ambos componentes, ya presente en la economía uruguayana desde hace algunos años.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Agosto)	0.99	0.94	
Año calendario 2015	9.7	10.4	
Año calendario 2016	9.3	9.7	
Año calendario 2017	8.8	9.1	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 25/9/2015.

Por último, las proyecciones de nuestros modelos de predicción se modificaron levemente al alza en 2015, ubicándose actualmente en 9,7%. Ello se debió, principalmente, a innovaciones provenientes desde el frente tarifario y cambiario. Asimismo, el crecimiento de precios esperado en 2016 y 2017 se encuentra en 9,3% y 8,8% respectivamente.

## *Para seguir discutiendo las intervenciones cambiarias*

En los últimos doce meses Brasil registró una depreciación del real cercana al 70%, mientras tanto, en el mismo periodo, la desvalorización del peso uruguayo se ubicó en torno al 20%. La diferencia observada en el ritmo de depreciación respecto a nuestro principal socio comercial ha intensificado el debate en torno a la necesidad de generar ganancias de competitividad a través de un deterioro más intenso del valor del peso uruguayo. A su vez, esta situación se torna más controversial en tanto el BCU ha tomado una posición activa en el mercado de cambios, operando sobre el valor de la paridad peso-dólar. En particular, se ha esgrimido que las intervenciones del BCU tienen como cometido detener artificialmente el avance del deterioro del peso uruguayo, buscando objetivos alternativos.

El primer punto a reconocer es que cuando se aboga por una mayor depreciación, lo que se tiene en mente es que este proceso permitiría generar ganancias de competitividad (precio) para los productos del país. Es decir, una caída significativa del precio relativo del peso permite generar un abaratamiento en dólares de las mercancías que produce el país, siempre y cuando el aumento de los precios internos en moneda nacional sea inferior a la depreciación nominal de la moneda. En este caso decimos que existe un proceso de depreciación real. De esta manera la producción nacional es más atractiva, en términos de precios, para colocar en el exterior, impulsando las exportaciones y generando, consecuentemente, un estímulo sobre la demanda agregada y el nivel de actividad. Ahora bien, se deberían tomar en cuenta algunas consideraciones adicionales en este proceso.

En primer lugar, y como fuera ampliamente discutido en el Informe de Inflación N° 158, la autoridad monetaria competente estará dispuesta a evitar, y así lo ha hecho, volatilidades o fluctuaciones excesivamente bruscas del TC, utilizando para ello los diversos instrumentos que se encuentran a su disposición. Existen algunas consideraciones ampliamente extendidas en la literatura económica que justifican la intervención de las autoridades para evitar una excesiva volatilidad del TC, tal como se discutió en el Informe de Inflación anterior.

En la actual situación de Uruguay se agrega un segundo elemento de juicio. Entre 2003 y 2013 el BCU fue un activo comprador neto de divisas en el mercado, ello se debió tanto a una estrategia de acumulación de reservas internacionales, como a un proceso de reducción de volatilidades y amortiguación del TC frente a las presiones de apreciación de la moneda uruguaya, particularmente luego de la imponente expansión monetaria americana que prosiguió a la crisis financiera de los EEUU. Concomitantemente, esta estrategia implicaba el aumento del stock de deuda del BCU como consecuencia del proceso de esterilización de las compras de divisas. De este modo, la situación patrimonial del BCU se debilitó por una relación de activos pobremente remunerados y pasivos costosos.

A partir del segundo semestre de 2014 la trayectoria del TC cambió, las presiones de apreciación del dólar americano comenzaron a operar en todo el mundo como producto del retiro, paulatino, de los estímulos monetarios estadounidenses. Desde entonces y hasta julio de 2015 el BCU decidió no intervenir sensiblemente sobre el mercado de cambios, utilizando las LRM para influir sobre la liquidez del mercado de dinero e indirectamente sobre la paridad cambiaria. Sin embargo, a partir de julio del presente año la autoridad monetaria comenzó a intervenir activamente sobre el mercado spot y forward vendiendo divisas, de manera simultánea con la escalada en el ritmo de depreciación de la moneda local, impulsada en parte por los devenires del Real. Con ello, el BCU adoptó una estrategia análoga a la observada luego del 2008, disminuyendo la brusquedad de la variación del TC, al tiempo que mejora, en este caso, la relación entre pasivos y activos, que al momento le resultaba excesivamente gravosa. Incluso ha decidido recientemente realizar una recompra por 650 millones de dólares de LRM en UI y pesos que permitiría profundizar esta evolución.

Las razones antes expuestas parecen apoyar la idea de que las intervenciones del BCU habrían evitado una excesiva volatilidad y variaciones abruptas del TC desde el punto de vista del control inflacionario, la mejora de la situación patrimonial, y la reducción del costo de deuda que ello implica. Sin embargo, podría argumentarse que ello se hace a costa de no permitir un mayor ajuste del tipo de cambio real, impedimento que profundizaría la desaceleración económica y tendría efectos negativos sobre la actividad.

En este sentido, un tercer elemento que conviene señalar al momento de analizar las intervenciones sobre el mercado de cambios, recordado recientemente por Andrés Velasco<sup>1</sup>, se refiere a los mecanismos y plazos con que se determina el tipo de cambio. Ello implica que si bien en el largo plazo la trayectoria del tipo de cambio está definida por lo que sucede en la economía real, en el corto plazo las consideraciones financieras son tanto o más importantes, y esto es especialmente cierto si el endeudamiento en dólares al interior de la economía es importante.

Si se observa la evolución del endeudamiento en dólares del sector empresarial, puede apreciarse un aumento significativo de éste en relación al PIB a partir de 2008, hasta alcanzar en 2014 su mayor nivel desde 2002. A su

<sup>1</sup> <http://www.project-syndicate.org/commentary/emerging-markets-currency-depreciation-by-andres-velasco-2015-08>

vez, ésta es sin dudas la situación de muchas economías emergentes, particularmente de Brasil, cuyo sector no bancario posee una deuda en dólares cercana a los 300 mil millones de dólares, en un total global fuera de los EEUU de 9 billones de dólares.

Para analizar cuál es el efecto de los canales financieros, supongamos que hay un shock exógeno sobre el precio de la canasta exportable de nuestro país, tal como ha sucedido con los productos agrícolas y agroindustriales, con la notable excepción de la carne. Cuando ello sucede es esperable observar una depreciación de la moneda local para restablecer el equilibrio de cuenta corriente. Sin embargo también pueden impulsarse otros resortes. En particular, los activos de las empresas nacionales, valuados en dólares, comienzan a perder valor. Esto es, el colateral utilizado para endeudarse, por ejemplo el valor de la tierra, comienza a perder su valor en dólares y por tanto los prestamistas requieren que las empresas o bien aumenten el colateral, o bien comiencen a contraer sus líneas de crédito y repagar los préstamos. Para efectuar estos repagos deben adquirirse dólares, generando presiones adicionales sobre el mercado cambiario. Ello causaría que el valor del colateral en dólares cayera nuevamente, generando un espiral creciente sobre el TC. Esto podría causar que en un periodo inicial la moneda nacional perdiera un valor superior al necesario para recomponer el equilibrio en cuenta corriente.

A su vez, tanto el *shock* inicial sobre las exportaciones, como el proceso de desapalancamiento inducido por la evolución del TC y el desempeño de las corporaciones nacionales requeriría un ajuste de cuenta corriente más profundo del indicado por los fundamentos de la economía. En el corto plazo éste se procesaría a través de una caída de la demanda y las importaciones, afectando el nivel de actividad y el empleo, ya alicaído por el *shock* inicial sobre las exportaciones. Luego, aunque de manera paulatina las exportaciones se ven potenciadas por la desvalorización de la moneda, aunque de acuerdo a investigaciones recientes el efecto de la depreciación de la moneda sobre las exportaciones sería en la actualidad menor al que solían tener, debido a la integración de productos en cadenas globales de valor (Ahmed, et al., 2015)<sup>2</sup>.

Si efectivamente éste fuera el caso en nuestro país, y sea por características propias o debido al contagio con el Brasil, entonces la actitud del BCU, saliendo decididamente a vender reservas y contrarrestando las presiones financieras permite evitar el proceso de sobre-reacción del TC, con efectos positivos sobre el nivel de actividad en el corto plazo. Éste es, justamente, el punto adicional a tener en cuenta: el *trade-off* entre depreciación real y desaceleración económica no es tan claro ni lineal como se pretende presentar. Es decir, la excesiva volatilidad y vértigo en los ajustes de tipo de cambio real también son perjudiciales desde el punto de vista de la actividad económica. Este proceso, como ha demostrado el caso de Brasil, podría potenciarse por el accionar de las calificadoras. En este sentido Calvo y Reinhart (2002)<sup>3</sup> reportan que haber registrado un proceso devaluatorio intenso ayuda a predecir la existencia de una rebaja de la nota crediticia. Claro que el deterioro del *rating* crediticio no es sorprendente a la luz de las consideraciones previas sobre el nivel de actividad, sin embargo podría constituir un escollo adicional.

Hasta aquí hemos repasado las razones por las cuales es posible el BCU haya actuado firmemente sobre el mercado de cambios, vendiendo reservas internacionales, y se han resaltado los aspectos positivos de estas intervenciones desde el punto de vista inflacionario y desde el punto de vista patrimonial del BCU. Adicionalmente, creemos que Brasil está atravesando un periodo de particulares turbulencias, debido a las características de su economía. En este sentido, creemos que la evolución de su moneda se encuentra particularmente afectada por consideraciones financieras de corto plazo, asociadas al retiro de capitales y procesos de desapalancamiento. En estas condiciones, no debería permitirse que las volatilidades de la plaza cambiaria brasileña, que han llevado al real a perder valor de forma sorprendente, se transmitan al mercado cambiario uruguayo. De no hacerlo, este efecto también tendría consecuencias sobre el nivel de actividad en el corto plazo, tanto indeseables como innecesarias. De todas formas, reconocer que parte de la pérdida de valor de las monedas se debe a sus fundamentos, y que proporción a procesos vinculado a la volatilidad de los mercados financieros no siempre es sencillo, y debería evaluarse con sumo cuidado. Es esperable que en la futura reunión del COPOM se presente la visión oficial al respecto.

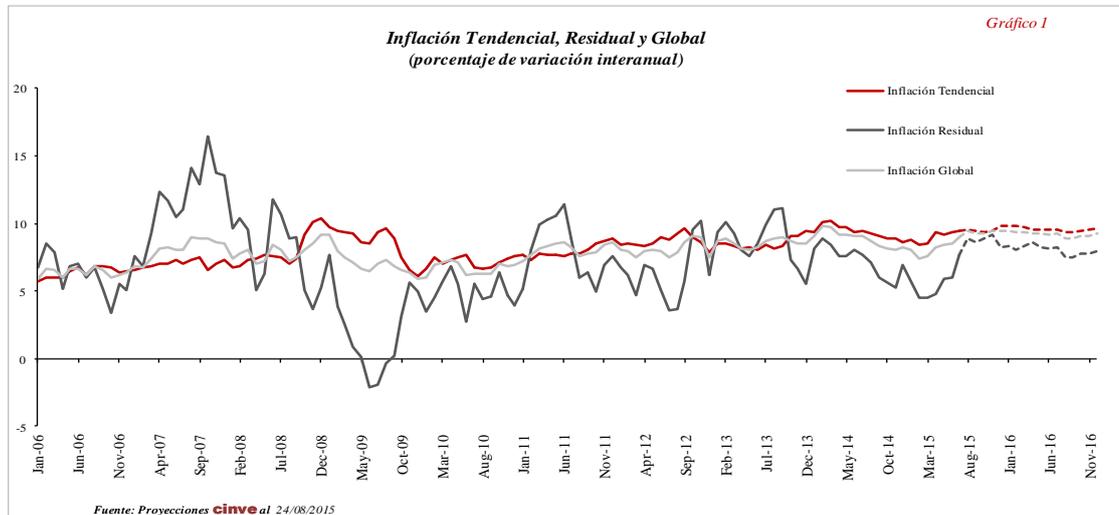
<sup>2</sup> Ahmed, S., Appendino, M., Ruta, M. (2015). *Depreciation without exports?* Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports

<sup>3</sup> Calvo, G., Reinhart, C. (2000). *Fixing for your life*. National Bureau of Economic Research.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

De acuerdo a los datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la inflación de agosto se ubicó en 1,18%. Al explorar al interior de los componentes que conforman el IPC, es posible destacar el crecimiento alcanzado por los Alimentos No Elaborados, los Servicios de Educación y las Manufacturas Durables. En el primer caso, el aumento de precios se observó tanto en las carnes (2,6%), cuyos precios aumentaron más allá de la caída registrada en los precios del pollo, como en las frutas y verduras (2,0%). A su vez, el aumento de 2,4% en los Servicios de Educación no debe sorprender, ya que posee un fuerte carácter estacional. Asimismo, vale precisar que nuestros modelos habían incorporado el aumento de este rubro en una magnitud idéntica a la efectivamente observada. Finalmente, tampoco sorprende el crecimiento de 1,8% en los precios de las Manufacturas Durables en tanto el crecimiento de este componente se encuentra estrechamente vinculado a la evolución del dólar.

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



Son varias las novedades que afectaron el escenario macroeconómico en los últimos días. En el plano internacional la principal novedad vino de la mano de la última reunión del FOCM de la Reserva Federal de los EE.UU. Allí, se decidió dejar incambiada las tasas de interés de referencia en el umbral de 0%-0,25%. Además, quedó claro que la FED está viendo con detenimiento los eventos internacionales, demostrándose preocupada por el ritmo de recuperación económica global. Si bien la recuperación económica norteamericana se encuentra consolidada, tal como demuestran los buenos registros del mercado laboral, los registros inflacionarios, holgadamente por debajo del objetivo de 2%, quitarían presión para la suba de tasas en las próximas reuniones. No obstante, de acuerdo a las declaraciones de los participantes de la reunión, el primer aumento de tasas debería esperarse durante este año.

En el frente regional, la carrera del Real continúa y no parece disminuir su velocidad. De hecho, durante 2015 el real se ha depreciado cerca de 50%, de los cuales alrededor de 20% corresponden a los últimos tres meses. Setiembre fue un mes particularmente duro en esta carrera, debido a la pérdida del grado inversor por parte de Standards & Poors y superar el umbral psicológico de los 4 reales por dólar. Esta tendencia únicamente pareció frenarse, aunque muy parcialmente, por las intervenciones del Banco Central de Brasil en el mercado de cambios. Sin embargo, la incertidumbre de agentes internos y externos, producto del panorama sombrío tanto en materia económica como política parecen tener una mayor incidencia.

En Uruguay el BCU sigue vendiendo dólares activamente: durante setiembre el BCU vendió 380 millones de dólares en el mercado spot y 170 en el forward. A pesar de ello, al influjo de las novedades en Brasil el TC en el país registró un crecimiento de 1,2% en el promedio del mes, cerrando en 29.13 pesos por dólar. De acuerdo a esta evolución, y teniendo en cuenta las innovaciones se modifica nuestra previsión de TC al cierre del año a 30 pesos por dólar. Por otro lado, el 29 de setiembre el BCU anunció la efectivización de la operación de recompra de LRM denominadas en UI con vencimiento no mayor al 31 de octubre de 2016, pagando con dólares. Con esta operación el BCU intenta sacar presión sobre la suba del TC, evitando que quienes reciban pesos al vencimiento pasen por el mercado cambiario.

Por último, señalamos que las proyecciones que se presentan a continuación tienen implícita una reducción de los combustibles de 5,5% en octubre. Sin embargo, no descartamos que estas puedan ser algo inferiores, imponiendo mayor presión sobre el sistema de precios.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Agosto de 2015

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.82	0.61	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	1.16	1.37	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.73	-0.03	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.96</b>	<b>0.87</b>	
(4) ANE (12,12%)	2.36	2.75	3.3%
(5) ENE (8,33%)	1.86	1.54	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.02	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>1.88</b>	<b>1.98</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>1.18</b>	<b>1.13</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>	10.3	11.4	6.9	10.4	11.1	2.7	3.4	7.4	9.7
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	8.6	11.2	8.4	9.7	10.1	5.9	2.5	7.8	9.3
<i>Dic 2017/Dic 2016</i>	8.1	10.4	8.5	9.1	10.2	4.9	2.5	7.6	8.8
<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>	9.3	10.8	4.7	9.4	10.8	2.2	2.8	6.7	8.7
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	9.2	11.2	8.0	9.9	10.2	4.4	2.5	7.2	9.3
<i>Prom 2017/Prom 2016</i>	8.5	10.7	8.9	9.5	10.6	5.6	2.5	8.0	9.1

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 25/09/2015.

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

Mes/Año	Índices de los Precios del Consumo								
	(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%)
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	0.82	1.16	0.73	0.96	2.36	1.86	0.02	1.88	1.18
09/15	0.86	0.83	1.72	0.94	2.16	0.00	0.00	1.16	0.99
10/15	0.94	0.64	0.29	0.74	0.60	-2.64	0.00	-0.54	0.43
11/15	0.60	0.74	0.00	0.60	-0.46	0.00	0.00	-0.25	0.40
12/15	0.57	0.76	0.11	0.60	0.01	-11.69	0.00	-3.76	-0.42
01/16	0.42	1.32	1.94	0.97	2.01	15.35	2.50	6.02	2.12
02/16	0.58	1.51	0.91	1.02	0.17	1.79	0.00	0.66	0.94
03/16	0.90	0.89	0.00	0.80	0.87	0.00	0.00	0.47	0.72
04/16	0.96	0.65	0.05	0.73	0.10	0.00	0.00	0.05	0.57
05/16	0.70	0.66	0.00	0.61	-0.07	0.00	0.00	-0.04	0.46
06/16	0.63	0.73	0.00	0.61	-0.44	0.00	0.00	-0.24	0.41
07/16	0.68	0.86	2.95	1.00	2.01	2.25	0.00	1.83	1.19

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 25/09/2015.

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%)
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	9.95	11.01	3.72	9.69	11.93	6.27	3.41	8.83	9.48
09/15	9.84	11.23	3.64	9.71	11.71	6.18	3.41	8.71	9.47
10/15	9.85	11.26	3.72	9.74	12.10	3.15	3.40	7.90	9.30
11/15	10.11	11.54	3.52	9.96	12.96	3.19	3.39	8.34	9.57
12/15	10.29	11.41	6.85	10.39	11.06	2.75	3.38	7.40	9.69
01/16	9.90	11.31	7.84	10.28	10.86	3.95	2.55	7.41	9.59
02/16	10.10	10.84	7.90	10.18	10.00	4.09	2.55	7.00	9.41
03/16	9.93	11.02	7.39	10.12	10.52	4.06	2.55	7.28	9.43
04/16	9.73	11.03	7.27	10.02	11.18	3.89	2.54	7.56	9.44
05/16	9.74	11.27	6.96	10.10	10.52	3.74	2.54	7.17	9.40
06/16	9.66	11.29	6.74	10.04	10.56	3.59	2.54	7.12	9.36
07/16	9.02	11.31	9.01	10.00	9.64	5.13	2.52	7.18	9.34

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 25/09/2015.

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