

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Inflación se mantiene estable, pero tendencial se acelera
- Revisando la política monetaria en 2015
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 162

22 de Diciembre de 2015

## LEVE AUMENTO EN LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN

En noviembre la inflación fue 0,43%, por encima de nuestra proyección puntual, la cual se ubicaba en 0,26%. La mayor innovación se registró en el rubro de Alimentos no Elaborados cuyo nivel de precios se mantuvo virtualmente estable respecto al mes anterior, en tanto se preveía una contracción cercana al 0,8%. Por su parte, el crecimiento de los Bienes Elaborados no Energéticos (0,76%) se situó por encima de lo esperado (0,53%), fundamentalmente debido a un crecimiento mayor al previsto de los Alimentos Elaborados. En términos interanuales la inflación se aceleró durante el mes de noviembre, ubicándose en 9,46%.

La inflación subyacente (componente que excluye la evolución de precios de las carnes, frutas y verduras, tarifas públicas y bienes energéticos) fue 0,6%, levemente superior a la prevista (0,53%). En este sentido, la comparación interanual del indicador marcó cierta aceleración respecto a octubre. Puntualmente, en noviembre la inflación tendencial alcanzó 9,82%, siendo el valor más alto desde noviembre de 2014. A su vez, en tanto la inflación tendencial constituye un indicador más estable de las presiones inflacionarias de la economía, su crecimiento resulta preocupante desde el punto de vista de la trayectoria inflacionaria de mediano plazo. Estas consideraciones son particularmente importantes en ocasión de las negociaciones salariales, ya que un empuje inflacionario podría minar los intentos del Poder Ejecutivo para avanzar hacia la desindexación de la economía.

Por su parte, la variación de precios de los bienes y servicios transables (aquellos que se comercializan con el exterior) se aceleró en términos interanuales durante noviembre. Concretamente, la inflación transable se ubicó en 9,22%, en tanto en octubre alcanzaba 8,89%. Por otro lado, la inflación no transable también se aceleró en noviembre, hasta 9,65%. Este último resultado es llamativo en un contexto de menor dinámica del mercado laboral y desaceleración del consumo interno.

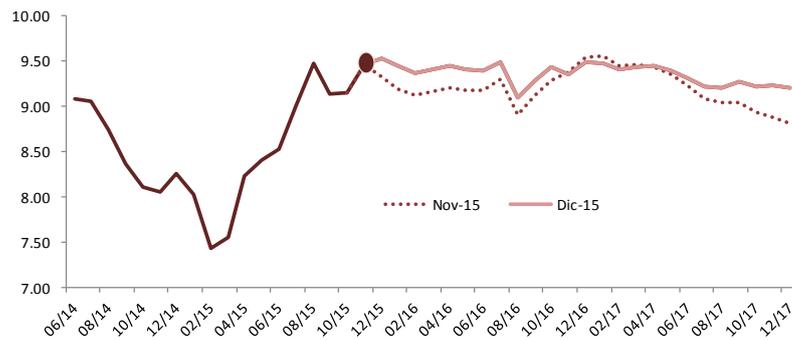
La innovación correspondiente al dato de noviembre modificó levemente al alza las previsiones de inflación para 2015. Actualmente la proyección puntual para el cierre del año se encuentra en 9,5%. Cabe resaltar que esta proyección prevé que la nueva edición del programa UTE Premia destine un monto de la facturación similar al de años anteriores. Asimismo, en función del escenario macroeconómico relevante se elevan nuestras perspectivas de devaluación para 2017, año en el que el TC finalizaría en 39 pesos por dólar. A su vez, a partir del importante traspaso de precios del dólar, la proyección puntual de inflación para 2017 se eleva hasta 9,2%.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Noviembre)	-0.46	0.60	
Año calendario 2015	9.5	10.25	
Año calendario 2016	9.5	9.8	
Año calendario 2017	9.2	9.4	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 15/12/2015.

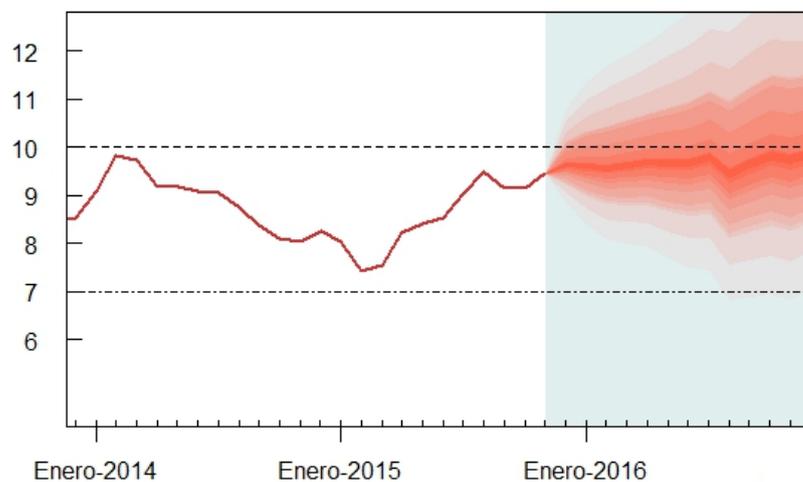
Dichas variaciones en el escenario de proyección de mediano plazo implican por un lado que la inflación se mantenga durante 2016 en niveles superiores a los previstos un mes atrás, aunque el cierre de dicho año se situaría dentro de lo proyectado. Por otro lado, la mayor expectativa de depreciación para 2017 repercute sobre la convergencia de la inflación hacia niveles inferiores al 9%, el cual ya no constituye el escenario más probable. En el Gráfico 1 puede apreciarse que la desaceleración inflacionaria prevista para 2017 sería más gradual a la esperada en el informe pasado.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación.



En el presente escenario macroeconómico, se estima que los riesgos sobre la evolución de la inflación se encuentran más volcados hacia una aceleración inflacionaria mayor a la prevista que a que suceda lo contrario. Ello se debe a que las posibilidades de observar una depreciación cambiaria mayor a la que prevemos en la actualidad, serían más importantes a los efectos que una desaceleración económica mayor a la prevista pudieran tener en la moderación de la demanda y por ende sobre la moderación de precios al consumo. De todos modos, aún consideramos que la probabilidad de que la inflación supere el 10% continúa siendo un suceso de relativamente baja probabilidad, aunque dicho riesgo no disminuiría en los próximos 12 meses. En el mediano plazo consideramos que la probabilidad de este suceso en cualquier mes en particular se encuentra en torno al 40%.

Gráfico 2. Fan Chart



Por el contrario, la expectativas de que la inflación converja al rango meta en los próximos meses es prácticamente nula. De hecho, el dato de noviembre representó una innovación en este sentido. En el marco actual, la probabilidad de que la inflación converja al rango meta en los próximos 6 meses es inferior a 0,1% durante todo el periodo. A su vez, en un horizonte de 12 meses, dicho suceso también resulta muy improbable e inferior al 5%.

Probabilidad para distintos sucesos de inflación						Cuadro 2
	Dec-15	Jan-16	Feb-16	Mar-16	Apr-16	May-16
P(Infla>10%)	18.1%	29.9%	40.3%	35.2%	36.3%	42.3%
P(3%<Infla<7%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

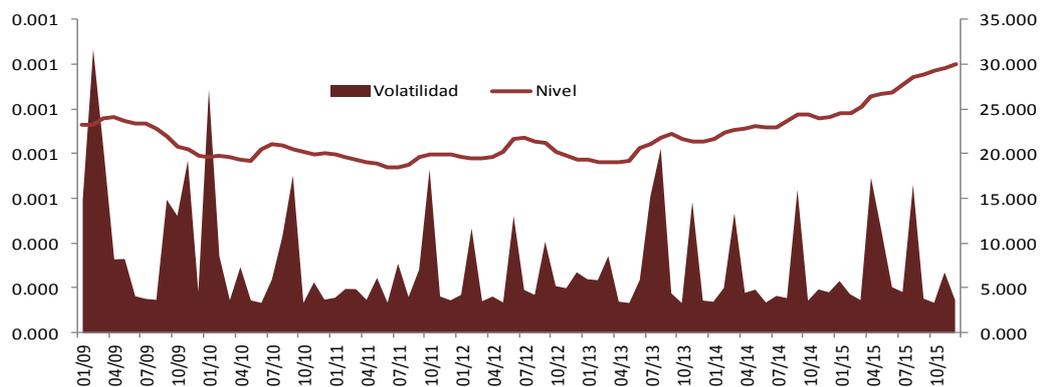
Fuente: Proyecciones cinve al 15/12/2015.

## Revisando la Política Monetaria en 2015

Previo a entrar en el análisis de lo acontecido a lo largo del año, resulta conveniente recordar brevemente el esquema de política monetaria vigente en Uruguay. En este sentido, hace aproximadamente una década que la política monetaria del Uruguay se estructura a través de un régimen de metas de inflación, dejando atrás los esquemas de ancla cambiaria. A su vez, la meta de inflación establecida por el BCU se encuentra en un rango entre 3% a 7%. A su vez, desde 2013 el instrumento de política utilizado es el manejo de agregados monetarios, sobre el que se establecen metas indicativas de crecimiento del M1' (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).

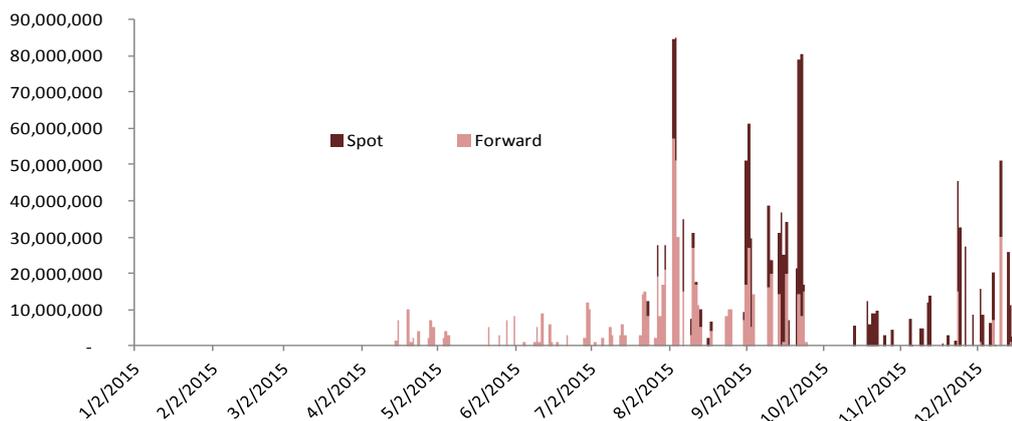
A su vez, los últimos años han estado signados por la reversión de los estímulos monetarios puestos en marcha luego de la crisis americana de 2008 en pos de reactivar la economía norteamericana. Ello ha fortalecido tal divisa, aparejando una fuerte depreciación de las monedas con respecto al dólar a nivel global. Obviamente Uruguay no ha sido la excepción: el TC ha estado creciendo sostenidamente desde el segundo semestre de 2013, al tiempo que el ritmo de crecimiento aumentó sensiblemente durante 2015. De la misma forma, en el Gráfico 1 podemos apreciar que la volatilidad del TC aumentó considerablemente a partir del segundo semestre de 2013, respecto a los guarismos observados entre 2011 y 2013. Estas innovaciones en el contexto macroeconómico relevante han modificado ostensiblemente las decisiones de política monetaria en Uruguay.

Gráfico 1. TC de Cambio – Nivel y Volatilidad



En particular, el segundo semestre de 2015 presentó notorias diferencias en el manejo de la liquidez respecto de lo observado en periodos previos. La importante depreciación cambiaria impulsó al BCU a intervenir más activamente sobre el mercado cambiario con el objeto de contener los efectos del traspaso de TC a inflación y moderar las volatilidades en este mercado. En ese marco el BCU aumentó significativamente el nivel de venta de divisas tanto en el mercado *spot*, como en el *forward*, ya que la intervención indirecta sobre este mercado a través de Letras de Regulación Monetaria (LRM) estaba resultando poco efectiva y excesivamente onerosa. En el Gráfico 2 puede apreciarse que mientras las intervenciones fueron prácticamente inexistentes hasta el mes de junio, a partir de este mes se comenzó a vender dólares a través de la cancelación de contratos *forward*.

Gráfico 2. Ventas de dólares por parte del BCU – Mercado Forward y Spot



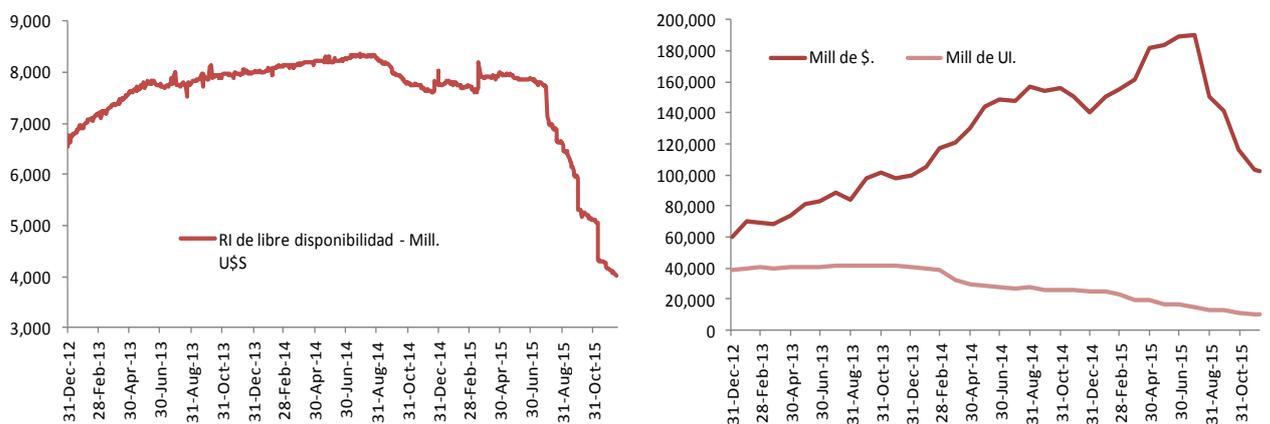
Hasta los últimos días de julio, el BCU se limitó a intervenir en el mercado cambiario a través de este instrumento. Sin embargo, la magnitud y vértigo de la depreciación durante el mes de julio llevaron a las

autoridades a intervenir directamente sobre el mercado *spot*, con el objetivo de generar un impacto directo sobre el valor del dólar. A partir de allí, el BCU se ha mostrado siempre dispuesto a utilizar ambos instrumentos, alcanzándose los mayores niveles de intervención durante los meses de agosto y septiembre, y nuevamente desde los últimos días de noviembre, aunque esta vez con menor intensidad.

Asimismo, durante setiembre se realizó el canje de títulos de deuda local, donde se recompraron LRM en poder de agentes institucionales, principalmente de AFAPS, por un monto aproximado a 650 millones de dólares, pagándose en esta divisa. De esta manera se evitó que los agentes pasaran por el mercado cambiario una vez que se hicieran con los pesos correspondientes al vencimiento de sus títulos. Este accionar quitó presiones adicionales que podrían haber existido sobre el TC.

Estas medidas, cuyo principal objetivo han sido evitar el aumento vertiginoso del TC, y por ende de la inflación, así como disminuir las volatilidades en el mercado cambiario, han implicado que el BCU retire importantes niveles de liquidez del mercado a través de una batería distinta de instrumentos de esterilización. La contracara de este proceso ha sido por un lado la disminución de las operaciones con LRM realizadas por el BCU (las cuales ya no son necesarias para retirar liquidez del mercado), y por el otro, la notoria reducción de las reservas internacionales de libre disponibilidad que maneja el banco. En el Gráfico 3 queda patente la abrupta caída sufrida tanto por el circulante de LRM en pesos uruguayos a partir de julio de 2015, como de las reservas internacionales.

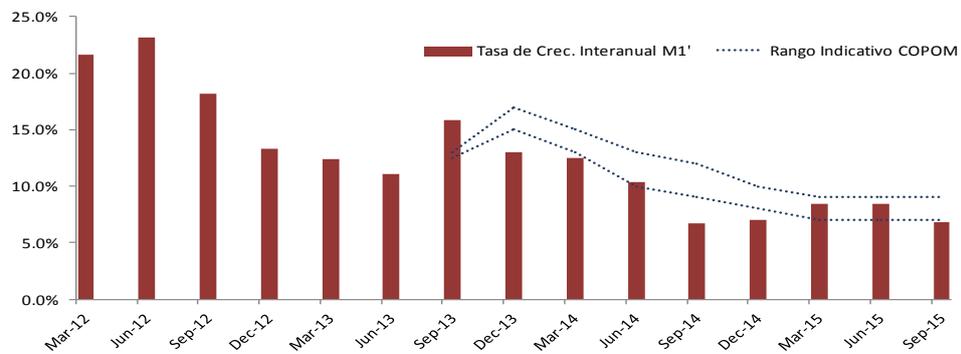
Gráfico 3. Reservas Internacionales de Libre Disponibilidad (izquierda) y Circulante de LRM (derecha)



En este sentido, este viraje en el manejo de la liquidez resulta oportuno para el BCU, en tanto permite mejorar su situación patrimonial y reducir el déficit parafiscal en el corto y mediano plazo. Recuérdese que con objeto de evitar una apreciación cambiaria excesiva y construir un mecanismo de seguro, el BCU siguió durante toda la era de holgura monetaria internacional, una estrategia de acumulación de reservas internacionales. A pesar de resultar beneficioso para alcanzar ambos objetivos, estos activos reportaban (y reportan actualmente) una muy baja rentabilidad. Al mismo tiempo, debido a que era necesario esterilizar el dinero que se inyectaba al mercado a través de las compras de divisas, fue necesario en este periodo aumentar la utilización de las LRM y por tanto aumentar el pasivo del BCU. De esta forma, a través de la venta de activos pobremente remunerados, como son las reservas internacionales, y la reducción del stock de deuda cuyo servicio resultaba oneroso para el BCU, se logra obtener una relación entre pasivos y activos más beneficiosa para los intereses patrimoniales del banco.

Como se ha mencionado, la participación del BCU en el mercado de cambios estuvo principalmente orientada a la moderación en el ritmo de crecimiento del TC y la disminución de las volatilidades en este mercado, iniciada por un cambio de portafolios de los agentes. Este vuelco hacia el dólar se reforzó por la disminución de instrumentos atractivos para que los agentes se colocaran en pesos, básicamente debido a la disminución de emisión de LRM y la no convalidación de tasas. Es decir, el BCU impulsó a los agentes al mercado cambiario no habilitando instrumentos atractivos en pesos (de lo contrario la política monetaria hubiese sido excesivamente contractiva), pero no convalidó sus ganancias frenando el ritmo de devaluación de la moneda uruguayaya. De todos modos, a pesar de la disminución de las emisiones de LRM, este manejo de la liquidez llevó a que durante el tercer trimestre de 2015 se "sobrecumpliera" la meta de crecimiento de M1', es decir la tasa de crecimiento interanual del M1' ha sido inferior a la referencia fijada por el último COPOM.

Gráfico 4. Crecimiento Interanual del M1'



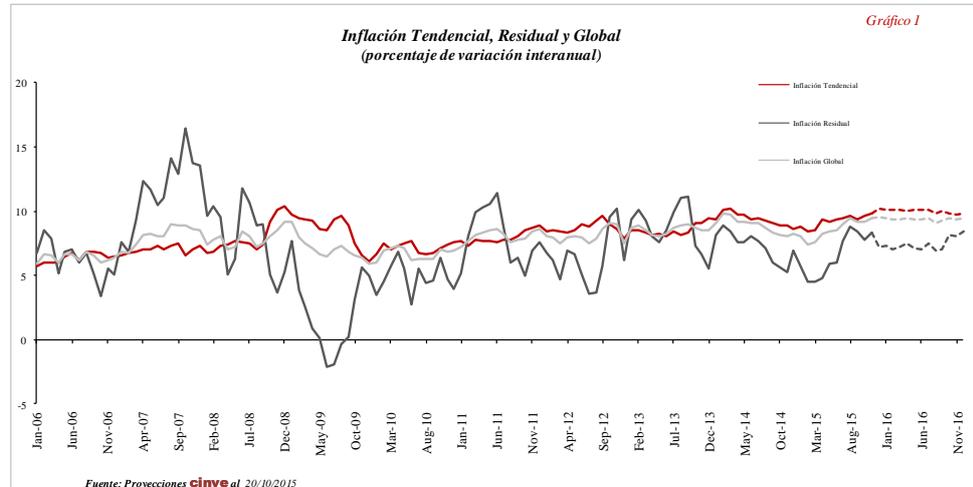
No obstante, es preciso observar que las metas de crecimiento del M1' se han cumplido sistemáticamente desde que se efectivizó el cambio de instrumento. De hecho, es interesante notar que las metas se han “sobrecumplido” persistentemente. Este comportamiento sin dudas refleja la vocación contractiva de la política monetaria llevada a cabo por el BCU durante los últimos dos años, aunque esta estrategia no haya tenido efectos significativos sobre la moderación de precios.

En suma, la aceleración del ritmo de depreciación cambiaria observado durante el segundo semestre de 2015 implicó una importante innovación en la implementación de la política monetaria uruguaya. Por un lado, se comenzó a operar activamente en el mercado de cambios a través de la venta de divisas, tanto forward como spot, para disminuir el ritmo depreciatorio y las volatilidades financieras. A su vez, como contracara, el BCU comenzó a procesar una recomposición patrimonial a través de la disminución de los niveles tanto de activos (reservas internacionales) como de pasivos (fundamentalmente LRM). Este nuevo equilibrio, ampliamente más favorable para las autoridades en términos patrimoniales y presupuestales, permitiría sostener niveles de inflación inferiores a 10% y continuar transitando por una senda de crecimiento económico.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

Los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE) marcaron que la inflación del mes de noviembre se ubicó en 0,43%, por encima de nuestra proyección puntual (0,26%). De esta forma la inflación interanual se aceleró hasta 9,46%. Asimismo, los precios que destacan por su alto crecimiento son los Servicios de recreación (0,86) y otros bienes y servicios como los productos de higiene personal (1,97%). A su vez, cabe señalar que durante el mes de noviembre se registró una caída de 0,9% en el precio de los combustibles, producto de su sobre finales de octubre.

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



Diciembre trae múltiples novedades en el contexto macroeconómico relevante para Uruguay, tanto en el plano internacional, como en el frente regional y local.

En el primer caso, la Reserva Federal americana decidió aumentar 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia por primera vez desde 2006, y luego de una de las mayores expansiones monetarias puestas en práctica por EE.UU. en toda su historia. De todos modos, esta medida no resultó una sorpresa para el mercado que ya anticipaba la suba., Asimismo, se espera que el proceso de reacomodo monetario continúe de forma gradual en los próximos años. Por otro lado los precios del barril de petróleo se encuentran en sus mínimos niveles desde 2004, empujados por decisiones políticas de la OPEC, la habilitación de EE.UU. a exportar petróleo crudo y por la próxima entrada de Irán en el mercado global.

En el plano regional, el triunfo de Macri en las elecciones presidenciales en Argentina trae múltiples novedades económicas desde el otro lado del río. Lo más relevante sucede en el plano cambiario, donde se decidió finalizar el cepo cambiario y devaluar, llevando el TC oficial hasta 13. En los primeros días de operación el mercado se mantuvo calmo, tal vez, influido por la ausencia de mecanismos de compra por parte de algunos bancos, al tiempo que aún persisten algunas restricciones marginales. Asimismo, las declaraciones de las nuevas autoridades del BCRA marcan el viraje de la política monetaria argentina hacia un sistema de metas de inflación, para lo que será imprescindible generar una mayor transparencia de los indicadores económicos. No obstante, dicha transición no parece ser una tarea sencilla, ya que junto con la postergación de la publicación del dato de inflación, PBI y pobreza, las nuevas autoridades se proponen reconstruir gran parte de los indicadores divulgados por el INDEC. Todos estos elementos suponen un cambio radical respecto a la política monetaria argentina practicada durante los últimos años, al tiempo que aumentan la incertidumbre respecto a próximas innovaciones en el corto plazo.

Por su parte, desde el norte no paran de llegar malas noticias. Por un lado, a principios del mes de diciembre se inició el juicio político a la presidente Rousseff, acusada de maniobras fiscales para distorsionar las cuentas fiscales durante 2014 y 2015. Es indudable que un suceso político de la magnitud quita el foco de los principales desafíos de la economía brasileña y evita que los ajustes necesarios se procesen con la celeridad deseada. Asimismo, recientemente *Fitch* se transformó en la segunda calificadora internacional que retira el grado inversor al Brasil, generando implicaciones legales directas para la colocación de algunos fondos de inversión y mayor presión para el deterioro del real. De hecho, luego de conocida la decisión, el real sufrió una fuerte depreciación, ubicándose actualmente cercano a 4 reales por dólar, lo cual imprime presiones adicionales sobre la depreciación del peso uruguayo, y por tanto, sobre nuestro sistema de precios. Finalmente, el ministro de economía del Brasil, Joaquim Levy, dimitió de su posición, luego de un progresivo alejamiento con la presidente, arrastrando consigo los mercados bursátiles brasileños.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Noviembre de 2015</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.76	0.53	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.57	0.66	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.07	0.00	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.60</b>	<b>0.53</b>	
(4) ANE (12,12%)	0.01	-0.78	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.45	-0.53	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>-0.14</b>	<b>-0.59</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.26</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>Diciembre 2015/ Diciembre 2014</i>	9.97	10.97	8.61	10.25	9.24	5.32	3.39	7.20	9.5
<i>Diciembre 2016/ Diciembre 2015</i>	8.74	11.09	9.26	9.8	10.23	7.69	2.50	8.40	9.5
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2014</i>	8.49	10.52	9.09	9.4	10.80	6.39	2.50	8.40	9.2
<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>Promedio 2015/ Promedio 2014</i>	9.2	10.6	5.1	9.3	10.2	2.8	2.8	6.6	8.7
<i>Promedio 2016/ Promedio 2015</i>	9.2	10.9	9.7	10.0	8.8	7.3	2.5	7.4	9.4
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	8.7	10.5	9.0	9.5	11.1	7.1	2.5	8.7	9.3

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 15/12/2015.

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%)
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	0.30	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	0.48	0.85	0.16	0.60	-0.26	-11.43	0.00	-3.90	-0.46
01/16	0.47	1.37	1.43	0.96	2.15	14.97	2.50	6.09	2.13
02/16	0.61	1.55	1.43	1.10	-0.07	2.57	0.00	0.80	1.03
03/16	0.93	0.92	0.04	0.83	0.76	0.00	0.00	0.40	0.73
04/16	0.99	0.68	0.18	0.77	0.15	0.00	0.00	0.08	0.61
05/16	0.68	0.64	0.12	0.60	-0.07	0.00	0.00	-0.04	0.45
06/16	0.67	0.75	0.18	0.65	-0.49	0.00	0.00	-0.26	0.44
07/16	0.67	0.89	3.09	1.03	2.11	3.20	0.00	2.20	1.30
08/16	0.42	0.99	0.50	0.68	2.39	0.00	0.00	1.28	0.82
09/16	0.79	0.62	1.67	0.81	1.87	0.00	0.00	1.01	0.86
10/16	0.96	0.75	0.15	0.78	1.17	0.00	0.00	0.64	0.75

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/12/2015.

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%)
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	9.23	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	9.97	10.97	8.61	10.25	9.24	5.32	3.39	7.20	9.54
01/16	9.64	10.92	9.07	10.13	9.20	6.20	2.56	7.29	9.44
02/16	9.87	10.50	9.70	10.12	8.09	7.16	2.56	7.03	9.37
03/16	9.73	10.71	9.22	10.10	8.49	7.13	2.56	7.22	9.41
04/16	9.57	10.75	9.24	10.04	9.19	6.96	2.55	7.53	9.45
05/16	9.55	10.97	9.05	10.11	8.54	6.81	2.55	7.14	9.41
06/16	9.52	11.01	9.02	10.11	8.52	6.64	2.54	7.08	9.39
07/16	8.87	11.06	11.50	10.10	7.72	9.25	2.52	7.53	9.49
08/16	8.44	10.87	11.23	9.79	7.76	7.26	2.51	6.90	9.10
09/16	8.97	10.95	10.49	9.99	8.02	7.22	2.53	7.04	9.28
10/16	8.76	11.11	9.34	9.83	10.09	7.30	2.51	8.17	9.44

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/12/2015.

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