

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación se mantiene estable, pero tendencial se acelera
- Nuevos elementos para evaluar la inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación

Nº 161

2 de Diciembre de 2015

INFLACIÓN SE MANTIENE ESTABLE, PERO TENDENCIAL SE ACELERA

La inflación del mes de octubre se ubicó en 0,6%, levemente por encima de nuestra proyección puntual, la cual preveía un crecimiento de 0,5%. Dicho crecimiento mensual, llevó la inflación interanual a 9,15%, manteniéndose estable respecto al valor observado durante setiembre. A pesar de la estabilidad presente en las últimas cifras, la inflación aún se encuentra holgadamente por encima del rango meta fijado por el BCU (3%-7%), al tiempo que el peligro que este indicador supere el 10% sigue latente.

Por su parte, la inflación tendencial (componente que excluye la evolución de precios de las carnes, frutas y verduras, tarifas públicas y bienes energéticos) registró un crecimiento de 0,92% en el mes, también por encima de lo previsto por nuestros modelos de predicción. A diferencia de lo observado con la inflación *headline*, la inflación tendencial presentó una relativa aceleración con respecto al guarismo de setiembre. Concretamente, la inflación tendencial medida en términos interanuales, pasó de 9,38% en el mes de setiembre a 9,6% en octubre. Por ser el componente más estable de la evolución de precios, la aceleración de dicho componente representa una preocupación más en el actual contexto inflacionario.

Asimismo, como fuera señalado en la oportunidad de la publicación de los datos de inflación, en tanto los recientes acuerdos de precios habrían tenido un efecto significativo en la evolución de algunos componentes de la canasta de precios, es presumible que también exista un efecto, al menos leve, de los acuerdos re negociados entre el ejecutivo y los agentes privados hasta el mes de febrero.

En otro plano, el crecimiento interanual de los precios transables y no transables de la economía continuó su proceso de convergencia durante el mes de octubre. Concretamente, mientras los precios transables registraron una aceleración de su crecimiento interanual desde 8,76% a 8,89%, los rubros no transables se desaceleraron levemente desde 9,44% a 9,36%. Cabe señalar que dicho proceso es esperable en un contexto de aumentos de las presiones cambiarias y enlentecimiento del mercado laboral.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)			<i>Cuadro 1</i>
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Noviembre)	0.26	0.53	
Año calendario 2015	9.3	10.1	
Año calendario 2016	9.5	9.9	
Año calendario 2017	8.8	9.1	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 15/11/2015.

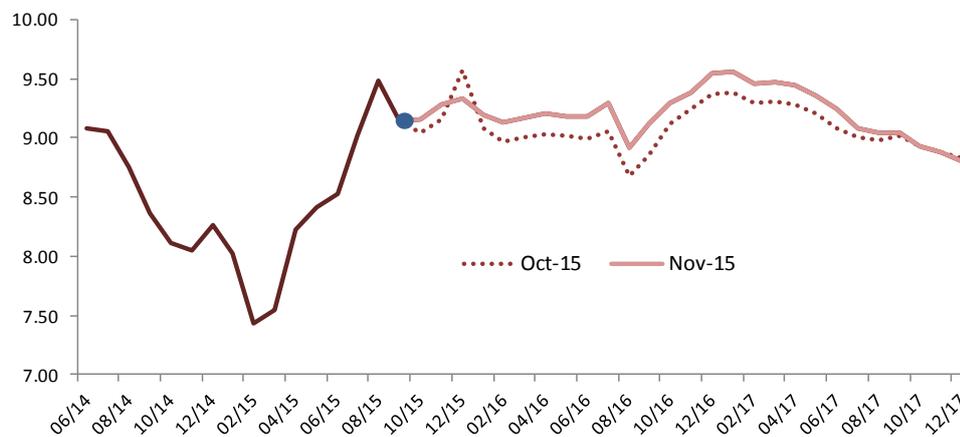
Por último, las proyecciones para el cierre de 2015 se vieron modificadas fundamentalmente por la confirmación de la nueva edición del programa UTE Premia, al cual (de acuerdo a noticias de prensa) se destinaría un monto de la facturación similar a la de años anteriores. Hasta el mes de octubre, se preveía que la proporción de la facturación anual a ser utilizada en este programa fuera algo menor a ediciones pasadas, lo que implicaba un aumento en la comparación interanual de unos 0,3 p.p. Por tanto, de acuerdo a la actualización del contexto tarifario y la innovación generada por el dato de octubre, la proyección puntual de la inflación interanual para el cierre de 2015 se encuentra en 9,3%. Por su parte las proyección para 2016 aumenta a 9,5%, en tanto se mantiene incambiada para 2017 en 8,8%.

Nuevos elementos para evaluar la inflación

En el marco de la actualización de las herramientas estadísticas para la evaluación del contexto inflacionario, a continuación presentamos una serie de cuadros y gráficos que de aquí en más se incorporarán regularmente a las publicaciones del Informe de Inflación de **cinve**. Por lo tanto, el objetivo de la presente sección es introducir a los lectores habituales de esta publicación en la lectura e interpretación de éstos nuevos elementos.

En primer lugar, el Gráfico 1 busca facilitar la identificación de los cambios en la trayectoria de las proyecciones de precios tras la incorporación del último dato. La importancia del dicho gráfico radica en que en modelos econométricos comprensivos y producidos con robustez estadística, la información más importante de cada nuevo dato de inflación radica en la innovación, es decir en lo que no se preveía que sucediera. De esta forma, observar claramente como ha incidido la publicación del último dato sobre la trayectoria de inflación permite entender la influencia de la información más reciente sobre el futuro predictivo.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación.



El gráfico 1 permite observar que el dato del mes de octubre modificó la trayectoria prevista de la inflación levemente al alza, durante gran parte del periodo. No obstante, como es de esperar, en el largo plazo ambos pronósticos convergen en torno al 8,8%. A su vez es interesante notar el cambio en la inflación prevista para el cierre del año. Mientras en octubre se preveía que la inflación cerrara en torno a 9,6%, hoy se espera que lo haga en alrededor de 9,3%. Ello se debe fundamentalmente a nuevos anuncios por parte de UTE, donde se aclara que durante 2015 nuevamente se llevará a cabo el programa UTE Premio y que a éste se le destinará un porcentaje de la recaudación similar al de años pasados. De acuerdo a información de prensa, hasta el mes pasado se especulaba con que el monto destinado a este programa fuera cercano al 70% del destinado en previas ediciones.

En segundo lugar, la utilización de regímenes de metas de inflación como anclas nominales de la economía, han puesto el acento en una mirada a futuro de las presiones inflacionarias. Obviamente, estas perspectivas de inflación son evaluadas a través de las proyecciones de inflación. Sin embargo, las proyecciones puntuales sugieren un grado de precisión sobre la trayectoria de la inflación que no es adecuado. A su vez, no brinda información ante la presencia de riesgos subyacentes sobre la trayectoria de la inflación que pueden no ser simétricos.

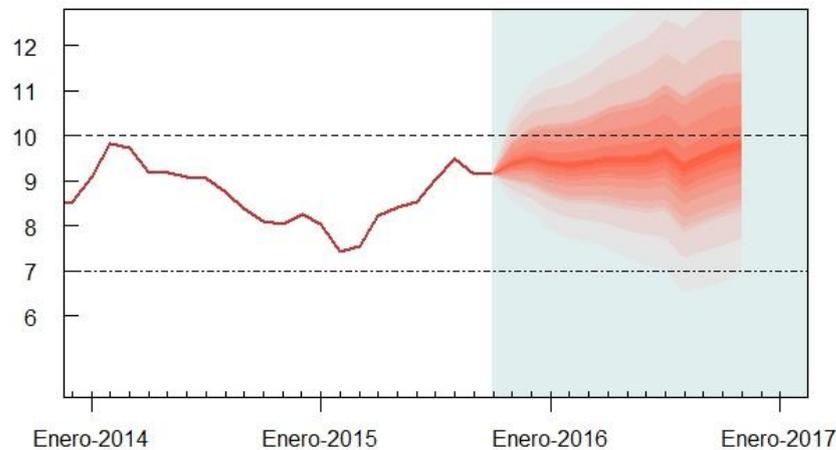
En este marco, y siguiendo la práctica inaugurada por el Banco Central de Inglaterra en 1996, se presentarán los pronósticos de inflación en la forma de distribución de probabilidad presentado a través de *Fan Charts*. Varias aclaraciones son necesarias en este sentido. Primero, la distribución utilizada es denominada "split-normal". La funcionalidad de este tipo de distribuciones para reflejar los pronósticos de inflación es que permite introducir asimetría a los errores de predicción, en situaciones donde las presiones inflacionarias estén marcadamente direccionadas en algún sentido particular. Para caracterizar dicha distribución es necesario conocer tres parámetros: un escenario central de inflación, que vendrá dado por las proyecciones puntuales, una medida del grado de incertidumbre, tomado de los errores de predicción en los últimos 10 años, y un tercer parámetro que refleje el grado de simetría de los riesgos y presiones inflacionarias de la economía.

Si los riesgos están distribuidos simétricamente en torno a la medida de posición central, ésta provee una medida de la proyección media. A pesar de ello, cuando los riesgos no están balanceados las medidas centrales de la distribución diferirán de la trayectoria central esperada. Es decir, la trayectoria central de inflación presentada en la forma de proyección puntual, no tiene porqué partir la distribución de las proyecciones a la mitad, en caso que los riesgos no se encuentren balanceados. Como queda en evidencia en la anterior discusión,

el mapeo de los posibles shocks sobre la inflación es central en la toma de decisión para la parametrización de la asimetría de la distribución, así como también la historia inflacionaria en el contexto de proyección.

A continuación presentaremos el *Fan Chart* en el sencillo caso que los riesgos presenten patrones similares a los que han presentado en el pasado, recogidos a través de la asimetría en la distribución de los errores de predicción de los últimos 10 años. En cualquier caso, es importante entender que la selección de una distribución particular durante un momento de tiempo, no inhibe que ésta pueda ser modificada entre la publicación de informes sucesivos en caso que escenarios distintos sobre la evaluación de riesgos surja en este lapso de tiempo.

Gráfico 2. *Fan Chart*



En el gráfico 2 se presenta en forma de abanico la distribución de probabilidad de las proyecciones de inflación elaboradas por **cinve** a 13 pasos, desde noviembre de 2015 a noviembre 2016.

Estrictamente, debe entenderse que se construye una función de probabilidad para cada uno de los pasos de predicción. Ello permite la evaluación de la probabilidad de algunos sucesos determinados. En particular, en la actual situación inflacionaria resulta de interés evaluar la probabilidad tanto de que la inflación converja al rango de política económica, actualmente entre 3%-7%, como que supere el umbral del 10%. El Cuadro 2 presenta la probabilidad de ambos sucesos en un horizonte de seis meses

Probabilidad para distintos sucesos de inflación							<i>Cuadro 2</i>
(porcentaje de variación interanual)							
	Nov-15	Dic-15	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Abr-16	
P(Infla>10%)	6.8%	24.4%	33.3%	24.8%	25.8%	35.7%	
P(3%<Infla<7%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	

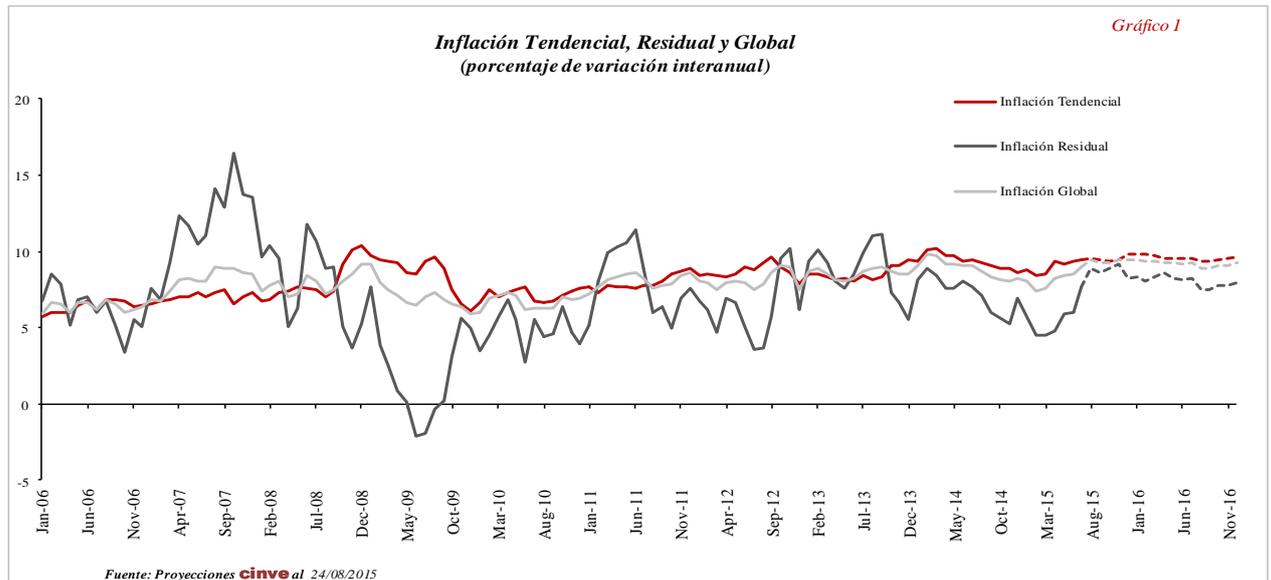
Fuente: Proyecciones cinve al 2/12/2015.

El Cuadro 2 refleja con claridad lo improbable que resulta la convergencia de la inflación interanual al rango de política monetaria en el mediano plazo. De hecho, la probabilidad que esto suceda es inferior a 0,0% hasta Marzo de 2016. Por su parte, la probabilidad que la inflación supere el 10% es sensiblemente más alta. En particular, observamos que dicha probabilidad oscilaría entre 25% y 35% en los próximos 6 meses. De todos modos resulta poco probable que el dato de noviembre marque la superación de la inflación interanual por sobre el 10%.

ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

De acuerdo a los últimos datos presentados por el Instituto Nacional de Estadística, el crecimiento de precios en el mes de octubre fue 0,6%, levemente por encima de nuestra proyección puntual (0,5%). De esta manera la inflación interanual se mantuvo virtualmente estable en 9,15%. Dentro de los componentes del IPC se destaca el crecimiento de las prendas de vestir y calzado (3,1%), debido al inicio de la temporada de verano, según afirma el INE en su comunicado. A su vez, al igual que ocurriera durante setiembre, los Servicios Administrados de Salud (1,1%) y los Servicios Administrados de Transporte (1,4%) registraron crecimientos sensiblemente por encima del incremento general de precios. Por último, se aprecia una reducción de 0,2% en los combustibles. Esta contracción obedece a la reducción del precio de naftas y gasoil vigente a partir del 23 de octubre, por lo que la mayor incidencia de la rebaja se observará en noviembre.

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



La principal novedad en el escenario macroeconómico relevante se vincula a los resultados de las elecciones presidenciales celebradas en Argentina, donde Mauricio Macri se impuso como vencedor. Si bien este resultado fue visto con buenos ojos por los mercados, el rumbo de acción a seguir por el nuevo gobierno imprime un importante grado de incertidumbre. Así, el presidente electo se ha mostrado proclive a finalizar el cepo y a unificar el mercado de cambios, lo que representa un importante desafío en materia de política macroeconómica si consideramos la interrelación con otros importantes desequilibrios existentes asociados al déficit fiscal, inflación y a la restricción externa. Continuando con la región, en el tercer trimestre de 2015 Brasil evidenció una contracción interanual de 4,5%, prolongando la profunda crisis por la que transita y mostrando la mayor caída en los últimos diecinueve años, donde la incidencia positiva de parte del sector externo asociada a la depreciación del real no logró compensar el sustancial deterioro de la demanda interna. Actualmente el mercado espera contracciones de 3,2% y 2% para 2015 y 2016 respectivamente.

En el plano internacional, a la espera de la reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) que tendrá lugar el día dieciséis del presente mes, los analistas ven como muy probable que finalmente tenga lugar la suba de tasa de interés, que se ha mantenido prácticamente en cero desde diciembre de 2008. La mayor probabilidad asignada a la suba de tasas de parte del mercado descansa en los recientes datos del mercado laboral que lo ubican en niveles de pleno empleo que se suman al último dato de inflación, cuyo componente tendencial mostró un aumento de 1,9% en octubre (cercano al objetivo de 2% de la FED). De todas formas los riesgos asociados a la economía global persisten y podrían llevar a postergar nuevamente la suba.

En el plano local, el mercado de cambios se ha mantenido estable, registrando una depreciación del entorno del 1%, siendo la menor depreciación de los últimos meses. Por su parte, los datos correspondientes a setiembre pautan una continuidad en el deterioro del mercado laboral. Específicamente, los datos para el total del país mostraron un retroceso de 1,6 p.p. en la tasa de actividad, un aumento de 2,2 p.p. en la tasa de desempleo, y una contracción de 2,9 p.p. de la tasa de empleo, siempre contrastando con igual mes de 2014.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Octubre de 2015</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	1.15	1.03	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.61	0.59	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	1.20	0.17	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.92	0.74	
(4) ANE (12,12%)	-0.73	-0.25	3.3%
(5) ENE (8,33%)	-0.07	-0.48	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.42	-0.29	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.60	0.50	
(*) 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>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	9.65	11.03	8.53	10.11	8.46	5.22	3.38	6.74	9.3
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	8.73	11.12	9.60	9.9	10.42	7.69	2.50	8.50	9.5
<i>Dic 2017/Dic 2016</i>	7.93	10.34	8.94	9.1	9.82	6.39	2.50	7.84	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>	9.1	10.6	5.1	9.3	10.1	2.8	2.8	6.6	8.6
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	8.8	10.9	9.7	9.8	8.4	7.2	2.5	7.2	9.2
<i>Prom 2017/Prom 2016</i>	8.5	10.5	9.2	9.4	10.7	7.1	2.5	8.4	9.2

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 15/11/2015.

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%)
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	0.30	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	0.53	0.66	0.00	0.53	-0.78	-0.53	0.00	-0.59	0.26
12/15	0.41	0.81	0.15	0.55	-0.18	-11.44	0.00	-3.88	-0.49
01/16	0.41	1.33	1.43	0.92	2.10	14.99	2.50	6.08	2.09
02/16	0.59	1.53	1.34	1.08	0.11	2.57	0.00	0.90	1.04
03/16	0.93	0.93	0.04	0.83	0.77	0.00	0.00	0.41	0.73
04/16	0.99	0.68	0.16	0.77	0.19	0.00	0.00	0.10	0.61
05/16	0.69	0.64	0.12	0.61	-0.02	0.00	0.00	-0.01	0.46
06/16	0.68	0.75	0.18	0.65	-0.42	0.00	0.00	-0.22	0.45
07/16	0.65	0.88	3.41	1.05	2.12	3.20	0.00	2.20	1.32
08/16	0.43	0.99	0.50	0.68	2.46	0.00	0.00	1.31	0.83
09/16	0.81	0.63	1.76	0.83	1.89	0.00	0.00	1.02	0.88

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/11/2015.

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%)
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	9.23	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	9.65	11.11	5.10	9.74	10.53	5.39	3.38	7.80	9.28
12/15	9.65	11.03	8.53	10.11	8.46	5.22	3.38	6.74	9.33
01/16	9.26	10.94	8.99	9.95	8.36	6.12	2.54	6.81	9.19
02/16	9.46	10.49	9.51	9.91	7.46	7.08	2.54	6.66	9.13
03/16	9.32	10.71	9.03	9.89	7.87	7.05	2.54	6.87	9.16
04/16	9.16	10.75	9.03	9.83	8.61	6.88	2.54	7.20	9.21
05/16	9.16	10.97	8.84	9.91	8.02	6.72	2.54	6.84	9.18
06/16	9.13	11.01	8.81	9.91	8.07	6.56	2.53	6.81	9.18
07/16	8.47	11.06	11.62	9.93	7.29	9.16	2.51	7.27	9.30
08/16	8.04	10.86	11.36	9.62	7.39	7.17	2.49	6.67	8.91
09/16	8.60	10.94	10.72	9.84	7.67	7.14	2.51	6.82	9.12

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 15/11/2015.

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