

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Desaceleración de la inflación tendencial
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 169

29 de Julio de 2016

Desaceleración de la inflación tendencial

De acuerdo con los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la inflación se ubicó en 0,40% en el mes de junio, considerablemente por encima de nuestra proyección puntual de -0,05%, siendo aún así la menor variación mensual del nivel de precios en el año. De esta forma, la inflación interanual se situó en 10,94%, levemente por debajo de su valor de 11% en mayo. Como se verá, en el dato confluyeron presiones bajistas dadas por la caída del tipo de cambio, con presiones alcistas de los precios más erráticos.

El error de predicción positivo se explicó por la discrepancia entre lo proyectado y lo observado para la inflación residual, componente altamente volátil. En efecto, ésta ya había registrado un incremento sorpresivo en mayo, concentrado particularmente en el rubro Alimentos No Elaborados (ANE), lo que fue visto como una consecuencia de los eventos climáticos transcurridos anteriormente. Considerándose transitorios los efectos de los mismos, se anticipó una fuerte reversión en los precios del rubro ANE para el mes de junio, pero la variación observada para dicho componente fue positiva (1,88%), explicando de esta manera el error de predicción. Así, el componente residual de la inflación se ubicó en 1,03%, explicado en gran parte por los aumentos de acelgas (18,42%) y zapallitos (33,77%). Se espera que la reversión esperada en los precios de ANE se dé en los próximos meses, aunque cabe señalar que la evolución de estos precios trae aparejada un alto nivel de incertidumbre.

El carácter errático del componente residual hace que la inflación tendencial, depurada de los efectos del mismo, sea un indicador más estable del comportamiento del nivel de precios. Para la misma se observó un valor interanual de 10,29%, resultado menor al previsto. Esto ocurrió en gran parte porque la evolución del dólar estuvo por debajo de nuestras previsiones, incidiendo negativamente sobre el nivel de precios de los productos transables, muchos de los cuales forman parte del componente tendencial. Este comportamiento del componente indica cierta moderación del núcleo inflacionario en junio, lo cual podría ser indicio de un período de menor inflación, aunque esto dependerá de la evolución del tipo de cambio.

En concreto, la cotización del dólar en pesos cayó 2% en el promedio mensual durante el mes de junio. A raíz de esto, la inflación de bienes transables se ubicó en 9,65% en términos interanuales. Por el contrario, la inflación no transable, cuyos fundamentos se encuentran en el mercado interno, trepó a 11,95% en términos interanuales. Debe recordarse que el dato interanual está influenciado por el mencionado dato atípico, cuyos efectos sobre las frutas y verduras serán revertidos próximamente, según nuestras previsiones.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Junio)	0.18	0.60	
Año calendario 2016	10.04	9.67	
Año calendario 2017	10.04	9.96	

Fuente: Proyecciones cinve al 25/07/2016.

Finalmente, las proyecciones cinve para la segunda mitad de 2016 y 2017 fueron corregidas a la baja, como se ve en el Gráfico 1. La principal razón es la revisión de las previsiones para la evolución del precio del dólar, ante la reciente tendencia a la apreciación del peso uruguayo y la consolidación de un panorama menos favorable al fortalecimiento de la divisa norteamericana.

En concreto, el valor del dólar previsto para el cierre del 2016 fue nuevamente corregido a la baja (\$33,5 para el promedio de diciembre 2016, con perspectivas a la baja). Persiste a nivel internacional un escenario menos favorable al fortalecimiento de la divisa respecto al que se previó a comienzos del año, con perspectivas de crecimiento económico menores tanto para la economía global como para la estadounidense, que fundamentaría un aplazamiento de la transición anticipada hacia una política monetaria más contractiva por parte de la Fed. Si la autoridad monetaria opta por no aumentar tasas, no se producirá la mayor llegada de flujos de capitales hacia Estados Unidos ni el incremento de las posiciones en dólares que, según se esperaba a comienzos del año, determinarían una apreciación de la moneda estadounidense.

Esta previsión del dólar, sin embargo, no está exenta de incertidumbre. El desempeño de la economía de los

países desarrollados y de la estadounidense en particular es incierto, lo que lleva a los agentes y a la Fed a adoptar una actitud más cauta respecto a la inversión en economías desarrolladas y a la dureza de la política monetaria respectivamente, pero una evolución favorable en los próximos meses puede llevar a una recuperación de la confianza que reencauce el proceso de fortalecimiento del dólar. Asimismo, la desaceleración de la actividad y el aumento de la incertidumbre en las economías emergentes han dado lugar a un fenómeno de *flight to quality* que tiende a depreciar las monedas de estas economías. Si bien sus efectos parecen estar siendo atenuados actualmente por el nivel de incertidumbre en las economías desarrolladas, una señal positiva en estos mercados podría reimpulsar la salida de capitales desde países como Uruguay, reanudando el proceso de depreciación del peso.

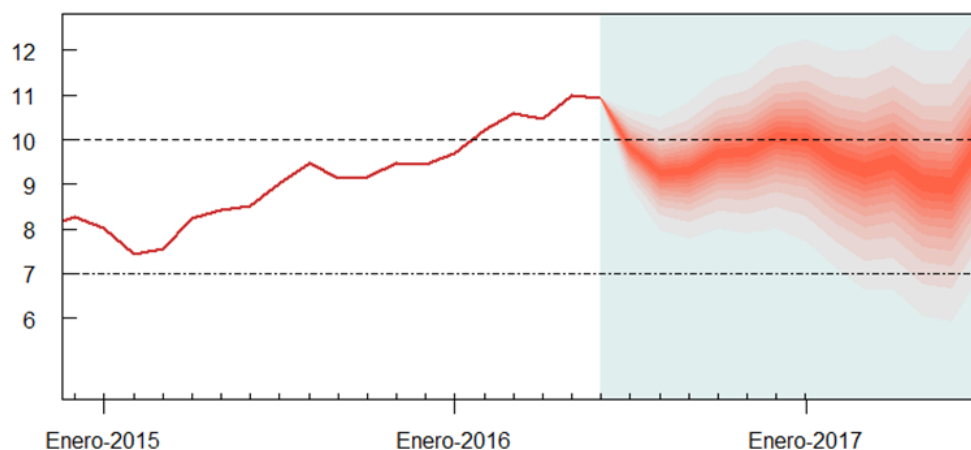
Por otra parte, el dato inflacionario alto de mayo, considerado un atípico que respondió a los efectos de los eventos climáticos previos sobre los precios, no se revirtió de la forma anticipada en junio. De hecho, algunos de los precios de las frutas y verduras que habían explicado el incremento del componente residual en mayo volvieron a aumentar fuertemente. Se espera que en el mes de julio se observe una reversión importante pero no total de estos efectos, quedando una porción a revertirse en los meses siguientes. En vista del nuevo incremento en los precios afectados en el último dato, debe tenerse en cuenta que el efecto estimado de los fenómenos climáticos sobre el nivel de precios es mayor al que fue estimado el pasado mes.

De esta forma, la inflación interanual para el cierre del 2016 sería, de acuerdo a nuestras proyecciones actuales, igual a la del cierre de 2017, situándose en 10,04%. Esto implicó una corrección a la baja para ambas previsiones, de 0.34 pp. para el 2016 y 0.21 pp. para el 2015.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación



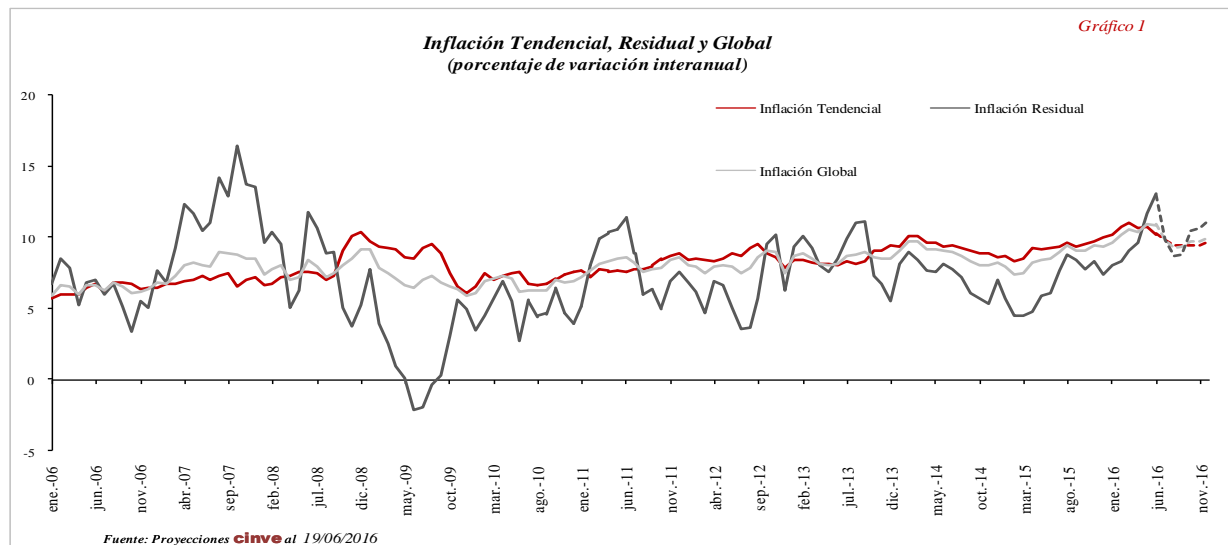
Gráfico 2. Fan Chart



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

La información publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) da cuenta de un incremento de 0,40% en el nivel de precios durante el mes de junio, sensiblemente por encima de nuestra proyección puntual de -0,05%. Esta discrepancia respondería a la no la reversión, esperada para junio, de los precios de alimentos no elaborados que aumentaron a causa de los eventos climáticos de abril, inclusive observándose un nuevo aumento. Esto fue compensado por un error de predicción de signo contrario para la inflación tendencial, en virtud de una apreciación del peso mayor a la esperada.

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



En lo que sigue se presenta un resumen de los principales sucesos en el escenario relevante para nuestras proyecciones.

En el Reino Unido, la sucesión de eventos políticos que desencadenó el resultado del referéndum sobre la permanencia en la Unión Europea (UE) y la consecuente dimisión del primer ministro David Cameron, ha resultado en la asunción de Theresa May como ocupante de ese puesto y un nuevo gabinete ministerial. El nivel de incertidumbre asociado a la economía británica dependerá en gran medida del éxito de los nuevos gobernantes en las negociaciones por la salida del Reino Unido de la UE. La intención expresa de la flamante primera ministra de reducir la inmigración, junto con el hecho de que los líderes de la UE se han mostrado adversos a permitir el ingreso al mercado común sin la libre movilidad de personas, puede tornar difícil el proceso de negociaciones. Si éstas, a su vez, no resultan satisfactorias a nivel local puede darse un recrudescimiento de las divisiones políticas del Reino Unido, con posibles repercusiones sobre la economía.

A la incertidumbre generada por las negociaciones del Reino Unido con la UE se suma la crítica situación del sector financiero italiano, que podría impactar notoriamente en el sistema bancario europeo en general, y las elecciones estadounidenses. Estos factores hacen menos propensa a la Fed a subir las tasas de interés. En su reunión del 26 y el 27 de julio la autoridad monetaria norteamericana optó nuevamente por no subir tasas, coherentemente con lo que se esperaba en el mercado, pese a los indicios de mejoras en el mercado laboral y las expectativas de una mejora en el PBI para el segundo trimestre. La incertidumbre sobre el desempeño de la economía global, junto con la baja inflación, justifican la aversión a reaccionar rápidamente a noticias positivas. En caso de recibir un shock recesivo, la capacidad de la Fed de recuperar la actividad bajando tasas es limitada, por lo que puede intentar estimular el nivel de actividad lo más posible ahora. Si, por el contrario, el escenario que se materializa es favorable, pueden fácilmente subirse las tasas para contrarrestar las eventuales presiones inflacionarias.

El petróleo mostró durante julio una trayectoria bajista, llegando el 27 de junio a cotizar por debajo de los 42 USD/barril, revirtiendo la tendencia al alza que había mostrado desde febrero. De continuar esta tendencia, podría ser necesario revisar el supuesto de que existirá una suba de los precios de los combustibles en la segunda mitad del año.

Por otra parte, no hay novedades importantes en la región. El Banco Central de Brasil ha corregido al alza sus expectativas sobre el nivel de actividad futuro en los últimos meses, y anticipa además cierta estabilización de la inflación en valores dentro del rango meta para los semestres siguientes, llegándose a un valor de 5,29% para 2017. El panorama, no obstante, continúa siendo notoriamente recesivo. Permanecen los problemas de índole política y no hay novedades sobre las políticas a implementar en el frente fiscal, persistiendo un importante déficit. En Argentina, donde el gobierno apunta a que en el segundo semestre se comience a verificar un proceso

de estabilización de los precios, el dato de inflación para junio fue de 3,1%, menor que en mayo pero aún elevado.

En Uruguay, el tipo de cambio ha tendido a caer en los últimos meses, y aunque se espera que retome su trayectoria alcista para el segundo semestre, las previsiones sobre el valor de cierre para el 2016 han sido corregidas a la baja, esperándose una cotización de 33,5 UYU/USD (no se descarta una nueva corrección en el mismo sentido en el futuro). Esto significará una menor presión al alza de los precios transables. El comportamiento de los precios se verá también influenciado por lo que se determine en los convenios salariales de la sexta ronda de Consejos de Salarios, en torno a la cual se han acrecentado los conflictos recientemente, llevando a que algunos empresarios indiquen estar disponibles a negociar acuerdos que difieran de los lineamientos del Poder Ejecutivo, muy criticados por los sindicatos.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.			
Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Junio de 2016			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0,00	0,22	0,9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0,44	0,56	0,0%
(3) SERVAdm (8,55%)	0,10	0,12	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0,20	0,36	
(4) ANE (12,12%)	1,88	-2,44	3,3%
(5) ENE (8,33%)	0,02	0,00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0,02	0,00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	1,03	-1,33	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0,40	-0,05	
(*) Al 80% de significación. Fuente: Datos observados: INE - Predicción: cinve BENE: Bienes Elaborados No Energéticos. SERVAd: Servicios de precios Administrados. SERVPub: Servicios de empresas públicas (telefonía y agua corriente). SERVnoA: Servicios de precios no Administrados. ANE: Alimentos No Elaborados. ENE: Bienes Energéticos.			

Cuadro Estadístico 2

Predicciones de inflación, variación dic./dic. y promedios anuales									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
<i>Dic 2012/ Dic 2011</i>	6,23	9,57	8,68	7,88	13,15	-1,35	1,92	6,23	7,48
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	8,14	10,56	11,06	9,48	6,18	5,98	2,56	5,54	8,52
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8,17	10,48	3,90	8,65	12,88	1,21	-0,78	6,98	8,26
<i>Diciembre 2015/ Diciembre 2014</i>	9,76	10,68	9,06	10,07	9,51	5,31	3,40	7,35	9,44
<i>Diciembre 2016/ Diciembre 2015</i>	9,27	10,49	8,17	9,67	14,41	7,19	7,66	11,30	10,04
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	9,43	10,64	9,54	9,96	12,60	7,02	7,48	10,30	10,04
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	7,56	10,06	8,68	8,71	6,82	7,48	2,08	6,27	8,10
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6,86	10,16	9,64	8,54	11,52	7,78	1,88	8,68	8,58
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8,32	10,98	7,96	9,40	10,04	6,13	0,65	7,29	8,88
<i>Promedio 2015/ Promedio 2014</i>	9,15	10,60	5,18	9,31	10,27	2,77	2,76	6,65	8,67
<i>Promedio 2016/ Promedio 2015</i>	9,9	10,4	9,6	10,1	12,3	7,2	7,7	10,0	10,1
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	9,0	10,3	8,9	9,5	13,2	7,5	7,5	10,6	9,8

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 22/07/2016.

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

Cuadro Estadístico 3

Predicciones de inflación, tasas de variación mensual

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%)
01/15	0,77	1,42	1,00	1,07	2,19	14,02	3,33	6,00	2,22
02/15	0,40	1,94	0,86	1,11	0,95	1,65	0,00	1,05	1,10
03/15	1,06	0,73	0,48	0,85	0,39	0,03	0,00	0,22	0,70
04/15	1,14	0,65	0,16	0,82	-0,50	0,16	0,01	-0,21	0,57
05/15	0,69	0,44	0,29	0,54	0,53	0,14	0,00	0,33	0,49
06/15	0,70	0,71	0,20	0,65	-0,47	0,15	0,01	-0,20	0,45
07/15	1,27	0,84	0,81	1,03	2,87	0,74	0,02	1,77	1,21
08/15	0,82	1,16	0,73	0,96	2,36	1,86	0,02	1,88	1,18
09/15	0,30	0,55	2,36	0,63	1,63	0,03	-0,02	0,88	0,69
10/15	1,15	0,61	1,20	0,92	-0,73	-0,07	0,01	-0,42	0,60
11/15	0,76	0,57	0,07	0,60	0,01	-0,45	0,01	-0,14	0,43
12/15	0,29	0,58	0,57	0,45	-0,01	-11,44	0,01	-3,77	-0,55
01/16	0,80	1,68	1,01	1,20	1,16	16,38	7,57	6,65	2,45
02/16	2,11	1,43	0,73	1,67	1,28	2,13	0,02	1,38	1,60
03/16	1,29	0,86	1,22	1,10	1,50	0,13	0,01	0,84	1,04
04/16	0,58	0,40	0,56	0,50	0,59	0,00	0,03	0,32	0,46
05/16	0,37	0,87	0,39	0,58	4,03	0,16	0,01	2,21	0,97
06/16	0,00	0,44	0,10	0,20	1,88	0,02	0,02	1,03	0,40
07/16	0,22	0,66	2,00	0,60	-2,07	0,00	0,00	-1,14	0,18
08/16	0,34	0,94	0,35	0,60	1,59	0,00	0,00	0,87	0,66
09/16	0,82	0,63	0,09	0,66	1,79	0,00	0,00	0,98	0,73
10/16	0,93	0,76	1,28	0,90	0,95	1,82	0,00	1,11	0,95
11/16	0,70	0,67	0,01	0,61	0,01	0,00	0,00	0,01	0,47
12/16	0,76	0,69	0,16	0,66	0,94	-11,70	0,00	-3,22	-0,26

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 22/07/2016.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.

Cuadro Estadístico 4

Predicciones de inflación, tasas de variación interanual									
Índices de los Precios del Consumo									
Mes/Año	(1) BENE (36,38%)	(2) SERVnoA (30,34%)	(3) SERVAd (8,55%)	INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	(4) ANE (12,12%)	(5) ENE (8,33%)	(6) SERVPub (4,28%)	INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	INFLACIÓN IPC (100%)
01/15	8,6	10,4	3,5	8,77	12,9	-1,8	-0,1	5,7	8,02
02/15	8,1	9,9	4,2	8,40	9,3	-0,6	-0,1	4,5	7,43
03/15	8,4	10,1	3,4	8,54	7,5	0,6	3,3	4,5	7,55
04/15	8,9	10,6	6,4	9,36	8,0	0,6	3,3	4,8	8,23
05/15	8,8	10,4	6,4	9,22	10,1	0,9	3,3	5,9	8,41
06/15	8,9	10,6	6,5	9,33	10,4	0,9	3,3	6,0	8,53
07/15	9,6	10,7	4,2	9,45	11,1	4,2	3,3	7,7	9,02
08/15	10,0	11,0	3,7	9,69	11,9	6,3	3,4	8,8	9,48
09/15	9,2	10,9	4,3	9,38	11,1	6,2	3,4	8,4	9,14
10/15	9,5	10,9	5,3	9,60	10,0	5,9	3,4	7,7	9,15
11/15	9,9	11,0	5,2	9,82	11,4	5,5	3,4	8,3	9,46
12/15	9,8	10,7	9,1	10,07	9,5	5,3	3,4	7,3	9,44
01/16	9,8	11,0	9,1	10,21	8,4	7,5	7,6	8,0	9,68
02/16	11,7	10,4	8,9	10,82	8,8	8,0	7,7	8,4	10,23
03/16	11,9	10,6	9,7	11,09	10,0	8,1	7,7	9,0	10,60
04/16	11,3	10,3	10,2	10,73	11,2	7,9	7,7	9,6	10,47
05/16	10,9	10,8	10,3	10,78	15,0	8,0	7,7	11,7	11,00
06/16	10,2	10,5	10,2	10,29	17,8	7,8	7,7	13,0	10,94
07/16	9,0	10,3	11,5	9,8	12,1	7,0	7,7	9,8	9,82
08/16	8,5	10,0	11,0	9,4	11,3	5,1	7,7	8,7	9,26
09/16	9,1	10,1	8,6	9,5	11,4	5,0	7,7	8,8	9,31
10/16	8,8	10,3	8,7	9,4	13,3	7,0	7,7	10,5	9,68
11/16	8,8	10,4	8,6	9,4	13,3	7,5	7,7	10,7	9,72
12/16	9,3	10,5	8,2	9,67	14,4	7,2	7,7	11,3	10,04

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 22/07/2016.

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