

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Nuevo descenso de la inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 172

28 de Octubre de 2016

Nuevo descenso de la inflación

La inflación para el mes de setiembre, medida según el Índice de Precios al Consumidor (IPC), se ubicó en 0,25%, por debajo de nuestra proyección puntual (0,59%). Esta discrepancia se debió principalmente a errores de predicción para los componentes más erráticos y los transables, debido en este último caso a una evolución del dólar muy diferente de la esperada. De esta manera la inflación interanual se ubicó en 8,9%, luego de registrar valores superiores al 9% desde julio de 2015.

La inflación núcleo o tendencial, que recoge la variación del componente del IPC que excluye a los precios más erráticos y algunos administrados, constituye un indicador más estable del comportamiento de los precios en la economía. Su variación durante el mes de setiembre fue de 0,43%, ubicándose por debajo de nuestra proyección puntual de 0,66% principalmente debido a los efectos del tipo de cambio. El componente tendencial recoge a varios rubros transables, cuyos bienes cotizan internacionalmente en dólares y por tanto son afectados por el precio de esta divisa.

En efecto, el dólar registró una caída de 0,4% en setiembre si se miran los promedios mensuales de cotizaciones, y una caída punta a punta de 1,4%, cuando se anticipaba un alza. Esta previsión se basó en la expectativa de que la tendencia bajista del dólar se revertiría en la última parte del año, y en el comportamiento alcista que se observó desde la última parte de agosto hasta la primera parte de setiembre, al menos parcialmente determinada por medidas tomadas desde el gobierno. En este escenario, el componente transable de la inflación, compuesto por bienes comercializados en el exterior, registró nuevamente una evolución mensual moderada, aumentando en 0,21%. Sin embargo, en los últimos meses se ha visto asimismo una importante moderación de la inflación no transable, que se situó en 0,28% en setiembre, aunque debe precisarse que este guarismo recoge también las variaciones atípicas negativas del rubro Alimentos No Elaborados (ANE). Si se excluye del rubro a las frutas y verduras, debido a que, como se explicará más adelante, su caída puede considerarse una reversión parcial de un shock puntual recibido en mayo, la inflación no transable fue de 0,44% en setiembre, guarismo que asciende a 0,57% si se incluye solamente a los rubros no transables que pertenecen al componente tendencial. Todos estos números son consistentes con la tendencia bajista observada en los últimos meses, que podría ser indicio de una mengua en las presiones inflacionarias ajenas al tipo de cambio o simplemente una consecuencia de la caída en la inflación transable en una economía indexada. De esta manera, inflación transable y no transable se ubicaron en 7,56% y en 9,95% respectivamente en términos interanuales.

El componente residual del IPC, que comprende a algunos precios administrados por el Estado y otros que exhiben una elevada volatilidad, registró una deflación mensual de 0,32%, cuando se proyectó un incremento de precios de 0,37%. Esto se debió fundamentalmente a una discrepancia más pronunciada para el rubro ANE, habitualmente muy errático. Parte de la caída en los precios se explicó por una marcada caída en los precios de verduras, lo que puede ser interpretado como una reversión parcial de los efectos del shock recibido por este rubro en mayo.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación)		<i>Cuadro 1</i>
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Octubre)	0.31	0.59	
Año calendario 2016	8.75	9.06	
Año calendario 2017	9.25	9.58	
Año calendario 2018	8.91	8.93	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 18/10/2016.

Las proyecciones cinve para lo que resta del año 2016, 2017 y 2018 fueron corregidas a la baja, como puede apreciarse en el Gráfico 1. principalmente debido a los cambios en las previsiones para el tipo de cambio y la innovación de signo negativo en los precios de los Alimentos No Elaborados (ANE).

La trayectoria descendente del dólar no se revirtió a partir de setiembre, como se anticipó en algún momento. La caída del dólar se interrumpió hacia fines de agosto, en un contexto en el que desde el gobierno se habían

articulado varias medidas para frenar el descenso de los últimos meses. A saber, se requirió que los tenedores de deuda del Banco Central (BCU) con vencimiento en agosto compraran divisas en el mercado local si deseaban enviar al exterior la deuda liquidada en dólares, y se volvió a permitir que las empresas públicas compraran dólares en el mercado cambiario local, medidas que se sumaron a las compras de dólares realizadas por el BCU desde fines de julio. El comportamiento alcista que mostró la moneda estadounidense a partir de entonces hizo pensar que el dólar no bajaría de \$28,5 (el mínimo alcanzado por el dólar interbancario en agosto fue \$28,44) y que era posible que un período de aumento sostenido de la divisa ya hubiese comenzado. Esto no ocurrió, y previsiones para su trayectoria debieron ser modificadas.

La depreciación del peso que duró hasta marzo se dio en un contexto en el que los flujos de capitales se trasladaron desde los países emergentes, con perspectivas de crecimiento más magras y con altos niveles de endeudamiento interno, hacia los países desarrollados, ante la percepción por parte de los inversores que el crecimiento de los países en desarrollo no superaría al del primer mundo como en años anteriores. Impactó en igual sentido la expectativa de que la Fed subiera las tasas interés. De la misma forma, la apreciación del peso ha ocurrido en un período en que las previsiones de crecimiento para los países más desarrollados se han relativizado, los inversores perciben como más riesgosos a estos mercados y la Fed se ha mostrado reticente a subir tasas. Se continúa esperando que la tendencia actual se revierta y el tipo de cambio suba nuevamente, pero es probable que esto ocurra luego de que una mejora de las perspectivas de crecimiento de los países desarrollados o una suba de tasas por parte de la Fed precipite un retorno de capitales hacia el primer mundo. Un resultado de las elecciones en Estados Unidos que disipe gran parte de la incertidumbre que perciben hoy los agentes podría también impactar en este sentido.

De esta forma, la proyección para el dólar promedio en diciembre ha bajado de \$31 a \$29,5, y se han revisado a la baja las proyecciones de devaluación en 2017 y 2018. Es posible que las expectativas sobre el punto de inflexión en la trayectoria del dólar y la magnitud de las presiones alcistas subsiguientes se modifiquen, dando lugar a nuevas correcciones en el futuro, probablemente a la baja en el caso de 2016.

Por su parte, la innovación importante de signo negativo en los Alimentos No Elaborados (ANE) llevó a una importante revisión a la baja de las proyecciones para este rubro. La caída del nivel de precios de este rubro se debió principalmente al descenso de 3,67% en las Legumbres y Hortalizas; de hecho, los precios del rubro Frutas, de menor incidencia, aumentaron en 3,25%. El rubro Legumbres y Hortalizas recibió un shock de signo positivo en mayo producto de los sucesos climáticos de abril, que aún no se ha neutralizado luego de sucesivas reversiones parciales. Si bien las proyecciones de cinfe incorporan desde mayo la reversión del mencionado shock, resulta difícil predecir el momento en que ocurrirán las reversiones más notorias, más aún teniendo en cuenta la característica volatilidad del rubro. Es de notar, sin embargo, que parte de la innovación negativa de setiembre en el rubro ANE se debió a una ligera deflación para el rubro Carne, ajeno al shock de mayo, para el que se anticipaba un aumento de 1% en el nivel de precios.

Finalmente, se incorporó en las proyecciones el aumento del boleto urbano en Montevideo que se prevé para mediados de noviembre, de acuerdo a lo difundido por la prensa. En meses pasados se había incorporado y posteriormente suprimido un incremento similar previsto para setiembre, en función también de información publicada por la prensa local sobre las intenciones de las autoridades municipales.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

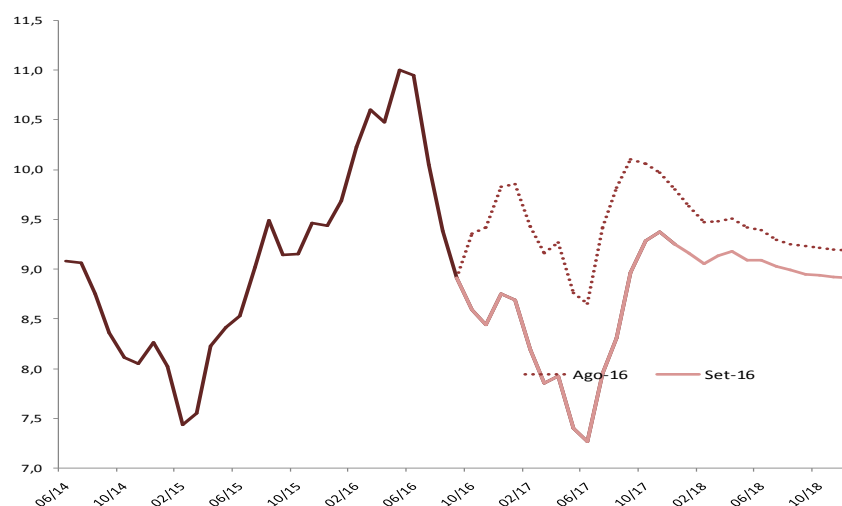
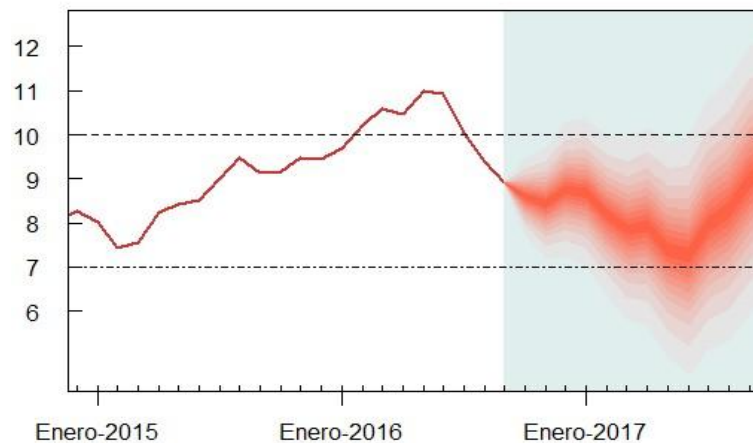


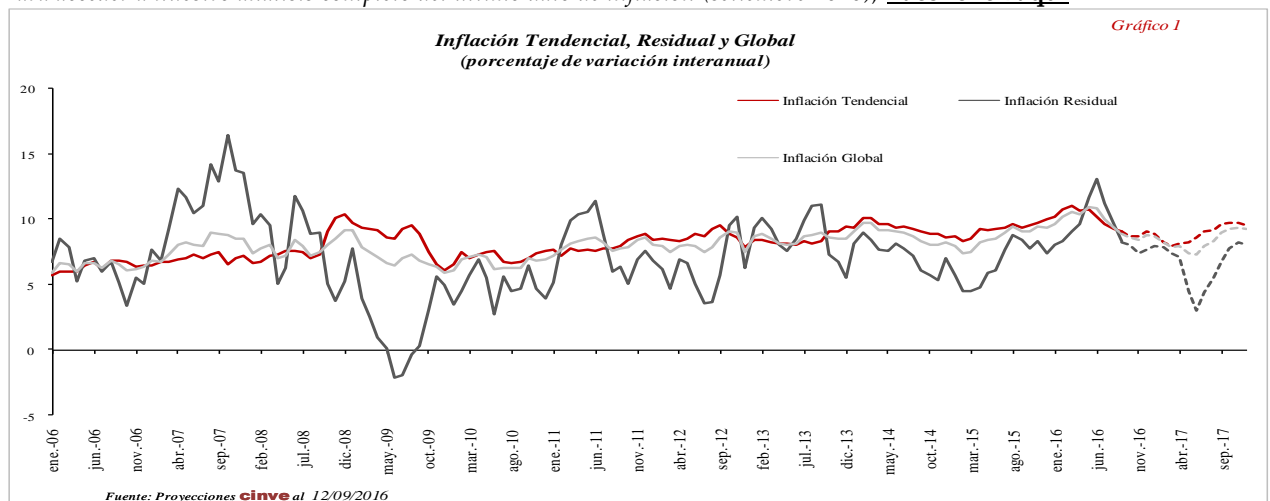
Gráfico 2. Fan Chart



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

Según la información publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el IPC aumentó en 0,25% en el mes de setiembre, guarismo que se encuentra por debajo de nuestra proyección puntual (0,59%) y de la mediana de las expectativas relevados por el BCU (0,55%). De esta forma la inflación interanual descendió a 8,9%, cayendo 0,48 pp. respecto al mes anterior. El bajo dato de inflación ocurre en un contexto de desaceleración del nivel de precios, en gran parte influido por la caída del tipo de cambio y la influencia de ésta sobre la inflación transable, pero es también consecuencia de una caída atípica en los precios de los Alimentos No Elaborados (ANE), rubro que muestra habitualmente un comportamiento errático y además no ha revertido totalmente los efectos de un shock positivo recibido en la primera parte del año.

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



A continuación se resumen los principales acontecimientos recientes en el escenario relevante para nuestras proyecciones:

Las tensiones internas de la Fed en cuanto a su política de tasas se han acrecentado en tiempos recientes, con algunos miembros del *Federal Open Market Committee* (FOMC) distanciándose de la decisión de la última reunión en setiembre de mantener incambiadas las tasas, y advirtiendo sobre los riesgos que conlleva una prolongada política monetaria expansiva. Yellen, por su parte, ha declarado que deberían tenerse en cuenta los posibles beneficios de una “economía de presiones altas” sobre la demanda y el nivel de precios, en un contexto en que la demanda continúa siendo tenue en comparación con la oferta. Este escenario torna difícil realizar predicciones sobre la actitud que mostrará la Fed en el futuro, aunque es claro que la mayoría de los miembros del FOMC, incluyendo a la actual presidente, se inclinan por continuar una política acomodaticia. De todas formas, en diversas ocasiones las autoridades de la Fed han indicado que un incremento de tasas en diciembre es posible. Parece muy improbable que se anuncien modificaciones en su próxima reunión, que tendrá lugar a principios de noviembre, días antes de las elecciones presidenciales. El presidente de la Fed de Chicago, Charles Evans, ha dicho recientemente que probablemente habrá tres incrementos de tasas entre la fecha y fines de 2017.

El precio del petróleo mostró un repunte a partir de mediados de setiembre, y durante octubre ha permanecido en el entorno de los US\$ 50 por barril de crudo de *West Texas Intermediate* (WTI). El escenario para su evolución

futura es incierto, y dependerá en gran medida de los resultados de las negociaciones que se están llevando a cabo actualmente entre países exportadores de petróleo.

En el plazo regional no se han visto novedades significativas. La inflación en el Gran Buenos Aires fue de 1,1% en setiembre, de acuerdo a lo publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), aunque este organismo indicó que hubiese sido 0,6 pp. mayor si el aumento de tarifas no hubiese sido frenado por la Corte Suprema de Justicia. De esta manera, parecería confirmarse que el nivel de precios está mostrando una desaceleración, llegando a niveles compatibles con el rango meta que el gobierno se había trazado originalmente para la inflación anual en 2016. En Brasil las expectativas no han variado sustancialmente, esperándose, en materia de actividad, algo más de 3% de caída en 2016 y algo más de 1% de crecimiento para el 2017. Adicionalmente, se proyecta el retorno de la inflación al rango meta en el año próximo.

autoridades municipales de incrementar el precio del boleto urbano en Montevideo a \$30, para aquellos que abonen en efectivo, a partir del 13 de noviembre. Quienes utilicen la tarjeta STM continuarán pagando \$28. El tipo de cambio, por su parte, ha descendido nuevamente hasta ubicarse en valores levemente superiores a los \$28 por dólar estadounidense, pese a las medidas utilizadas por el BCU para contener su caída.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.

Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Abril de 2016

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.24	0.87	0.5%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.56	0.53	0.3%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.69	0.31	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.43	0.66	
(4) ANE (12,12%)	-0.57	0.68	1.9%
(5) ENE (8,33%)	-0.02	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.32	0.37	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.25	0.59	

(*) Radio del intervalo, centrado en la predicción puntual. 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 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>	7.95	10.23	9.14	9.06	9.07	5.13	7.71	7.69	8.75
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	8.85	10.82	7.76	9.58	8.79	7.06	7.48	8.10	9.25
<i>Diciembre 2018/ Diciembre 2017</i>	7.90	10.18	8.18	8.93	10.03	7.10	7.48	8.82	8.91
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	6.9	10.2	9.6	8.5	11.5	7.8	1.9	8.7	8.6
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	8.3	11.0	8.0	9.4	10.0	6.1	0.6	7.3	8.9
<i>Promedio 2015/ Promedio 2014</i>	9.1	10.6	5.2	9.3	10.3	2.8	2.8	6.7	8.7
<i>Promedio 2016/ Promedio 2015</i>	9.54	10.32	9.43	9.86	11.33	6.73	7.70	9.32	9.74
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	7.77	10.12	9.17	8.94	6.59	6.11	7.53	6.56	8.37
<i>Promedio 2018/ Promedio 2017</i>	8.11	10.53	8.08	9.16	9.61	7.35	7.48	8.60	9.03

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 18/10/2016.

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									
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%)
01/16	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	0.21	0.67	0.83	0.48	0.17	0.12	0.00	0.13	0.39
08/16	0.37	0.86	0.82	0.63	0.65	0.00	0.03	0.36	0.57
09/16	0.24	0.56	0.69	0.43	-0.57	-0.02	0.01	-0.32	0.25
10/16	0.48	0.66	0.80	0.59	-1.08	0.00	0.00	-0.59	0.31
11/16	0.56	0.62	0.75	0.61	-1.39	0.00	0.00	-0.76	0.28
12/16	0.69	0.73	0.90	0.73	0.61	-11.91	0.00	-3.52	-0.26
01/17	0.57	1.29	2.03	1.04	2.33	15.67	7.48	6.98	2.39
02/17	1.16	1.24	0.13	1.08	0.61	3.04	0.00	1.30	1.13
03/17	0.85	0.87	0.71	0.84	0.63	0.00	0.00	0.34	0.73
04/17	0.91	0.54	0.14	0.66	0.11	0.00	0.00	0.06	0.52
05/17	0.72	0.82	0.18	0.70	-0.49	0.00	0.00	-0.26	0.47
06/17	0.60	0.51	0.10	0.50	-0.87	0.00	0.00	-0.47	0.28
07/17	0.56	0.80	2.59	0.89	2.02	1.30	0.00	1.51	1.03
08/17	0.39	1.17	0.36	0.73	2.22	0.88	0.00	1.48	0.90
09/17	0.74	0.92	1.13	0.86	1.56	0.00	0.00	0.85	0.86
10/17	0.84	0.66	0.02	0.67	0.66	0.00	0.00	0.36	0.60
11/17	0.59	0.72	0.00	0.58	-0.63	0.00	0.00	-0.35	0.37
12/17	0.59	0.78	0.14	0.62	0.37	-12.12	0.00	-3.69	-0.37

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 18/10/2016.

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%)
01/16	9.79	10.97	9.07	10.21	8.41	7.49	7.65	8.00	9.68
02/16	11.66	10.42	8.93	10.82	8.76	8.00	7.67	8.36	10.23
03/16	11.91	10.56	9.74	11.09	9.96	8.10	7.68	9.03	10.60
04/16	11.29	10.29	10.17	10.73	11.17	7.93	7.70	9.61	10.47
05/16	10.93	10.76	10.27	10.78	15.04	7.95	7.71	11.67	11.00
06/16	10.15	10.46	10.16	10.29	17.75	7.81	7.72	13.05	10.94
07/16	9.01	10.27	10.18	9.68	14.67	7.14	7.70	11.23	10.05
08/16	8.52	9.94	10.27	9.32	12.75	5.19	7.71	9.58	9.38
09/16	8.46	9.95	8.48	9.10	10.32	5.14	7.75	8.28	8.90
10/16	7.73	10.01	8.05	8.75	9.93	5.21	7.73	8.08	8.59
11/16	7.52	10.06	8.78	8.75	8.40	5.69	7.72	7.42	8.44
12/16	7.95	10.23	9.14	9.06	9.07	5.13	7.71	7.69	8.75
01/17	7.71	9.80	10.24	8.89	10.33	4.50	7.61	8.03	8.69
02/17	6.71	9.59	9.58	8.26	9.60	5.43	7.59	7.94	8.19
03/17	6.25	9.60	9.03	7.99	8.67	5.30	7.58	7.41	7.85
04/17	6.60	9.76	8.58	8.17	8.16	5.30	7.55	7.13	7.92
05/17	6.97	9.70	8.35	8.30	3.46	5.13	7.55	4.54	7.40
06/17	7.61	9.78	8.35	8.63	0.67	5.11	7.53	2.98	7.27
07/17	7.98	9.92	10.25	9.07	2.52	6.35	7.53	4.40	7.95
08/17	8.00	10.26	9.75	9.17	4.12	7.29	7.49	5.57	8.31
09/17	8.54	10.65	10.24	9.64	6.35	7.31	7.48	6.80	8.97
10/17	8.92	10.66	9.39	9.73	8.22	7.31	7.48	7.83	9.28
11/17	8.96	10.76	8.57	9.70	9.05	7.31	7.48	8.28	9.37
12/17	8.85	10.82	7.76	9.58	8.79	7.06	7.48	8.10	9.25

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 18/10/2016.

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