

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación por debajo del 9%
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 173

21 de Noviembre de 2016

Inflación por debajo del 9%

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó en 0,18% en el mes de octubre, según la información publicada por el INE, ubicándose por debajo de nuestras previsiones (0,31%) y de la mediana de las expectativas del Banco Central (0,40%). Esta discrepancia se debió principalmente a un crecimiento en los precios de los servicios menor al esperado y una deflación no anticipada en los bienes energéticos. De esta manera, la inflación cayó por quinto mes consecutivo en términos interanuales, ubicándose en 8,45%.

Por su parte, la inflación tendencial, que excluye los precios más volátiles y algunos precios administrados, descendió 0,63 pp. en su medición interanual, ubicándose en 8,47%. Este componente de la inflación, por su composición, constituye un indicador más estable de la dinámica de precios en la economía. Su marcada caída interanual durante los últimos meses se ha debido en gran medida al desplome del dólar, que presionó a la baja a la inflación transable.

El precio del dólar durante el mes de octubre registró una caída de 2,19% respecto al promedio de setiembre, aunque la caída en la cotización punta a punta fue más leve (0,4%). Esto presionó a la baja a los bienes y servicios transables, junto con la reciente caída de los precios mayoristas en la industria y de la vaca en pie. De esta manera la inflación transable cayó 0,78 pp. en términos interanuales, continuando con la tendencia de los últimos meses, para ubicarse en 6,23%. La inflación no transable cayó menos, permaneciendo en niveles altos (10,86%) debido a la moderada deflación de las Frutas y Verduras en el mes de octubre (en octubre de 2015 habían caído en 2,56%, el pasado octubre cayeron en 0,34%).

La inflación residual se alineó notoriamente a la inflación tendencial en octubre en términos interanuales, situándose en 8,42%. Al interior del componente, sin embargo, se observa una disparidad mucho mayor, puesto que el componente está formado por los rubros excluidos del componente tendencial y comprende tanto precios altamente volátiles como precios administrados por el Estado. El rubro con mayor inflación interanual dentro de este componente es el de Frutas y Verduras, un subcomponente no transable y altamente volátil cuyos precios han aumentado en 23,52% desde octubre de 2015. Este rubro aún no ha terminado de procesar el shock de precios que recibió en mayo y junio debido a factores climáticos; en esos dos meses la inflación interanual de las Frutas y Verduras pasó de 14,73% a 34,44%, y ha tendido a caer desde entonces. El rubro Combustibles, en cambio, es transable y administrado por el Estado, además de estar afectado por el precio del petróleo, un *commodity* no se ha logrado recuperado de la caída que sufrió desde 2014 hasta comienzos de 2015. En los últimos doce meses Combustibles acumuló una deflación interanual de 0,91%.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Noviembre)	0.26	0.60	
Año calendario 2016	8.61	8.77	
Año calendario 2017	9.17	9.44	
Año calendario 2018	8.87	8.86	

Fuente: Proyecciones cinve al 14/10/2016.

Las proyecciones cinve para los meses restantes de 2016 y los dos años siguientes sufrieron modificaciones a la baja, como puede observarse en el Gráfico 1. Esto respondió a una pequeña modificación en la trayectoria esperada para el tipo de cambio y al efecto neto de las innovaciones de distinto signo en los diferentes rubros.

La cotización del dólar esperada fue corregida a la baja para el mes de noviembre, pese al comportamiento alcista que ha exhibido desde las elecciones estadounidenses, debido a que su caída durante octubre (2,2% si se comparan promedios mensuales) fue mayor a la esperada (1,33%). El aparente quiebre en la tendencia del dólar en los últimos días, sin embargo, llevó a mantener la previsión de un dólar promedio de \$29,5 durante el mes de diciembre. El resultado electoral norteamericano parecería haber llevado al repunte que se esperaba para el precio de la divisa en Uruguay durante estos meses.

Fueron incrementadas las proyecciones para las Carnes y las Frutas y Verduras al observarse una deflación más

Alimentos No Elaborados (ANE), componente formado por estos dos rubros. Algo similar ocurrió con las Manufacturas No Durables, cuyo nivel de precios creció en 1,52% cuando se anticipaba una inflación mensual de 0,79%, y el Transporte, que aumentó en 0,43% cuando no se esperaba una variación en los precios para el mes de octubre. Para este último rubro menguó, sin embargo, la inflación esperada en 2017.

Por otra parte, fueron modificadas a la baja por razones análogas las proyecciones del rubro Otros Servicios, tanto para el subrubro Transable como para el No Transable, aunque la corrección es más pronunciada en el primer caso, como también lo fue la innovación. Lo mismo sucedió para los precios de la Salud.

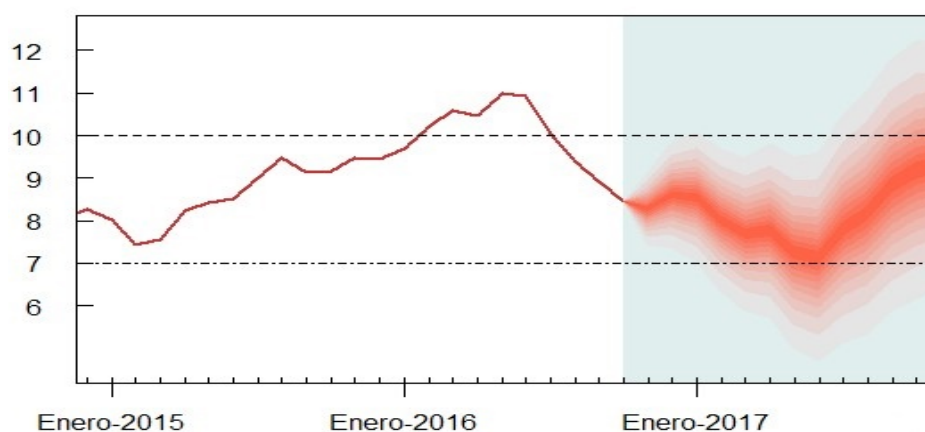
Las proyecciones para los meses futuros de los Combustibles no se modificaron, pero se incorporó la sorpresiva caída de 1,05% que se observó en octubre, debida a una caída notoria en el gas por red (20,69%). Para los precios del suministro de Electricidad la previsión para el incremento de enero y febrero se corrigió a la baja en 1%, previendo que la inflación tenida en cuenta por la empresa estatal UTE para realizar el ajuste de enero será menor a la que se supuso anteriormente.

El Poder Ejecutivo tomó la decisión de modificar sus pautas para las negociaciones salariales, recomendando correctivos anuales para los convenios a dos años (según los lineamientos del gobierno) que se están negociando actualmente. Anteriormente los correctivos debían ser a los 18 meses y al final, corrigiendo por la pérdida de poder adquisitivo del último semestre en este caso. Esto no indujo modificaciones en las previsiones, puesto a que, de acuerdo a las predicciones actuales, no corresponderá correctivo a los 18 meses ni al año para los convenios cuya vigencia comenzaría en julio de 2016, que constituyen la gran mayoría de los convenios a negociar (105 de los 126 convenios que vencen o vencieron en 2016). Las proyecciones actuales de cinve para la inflación indican que la inflación interanual a mediados de 2017 estará en el entorno del 7%, por debajo del 8% correspondiente a los aumentos que el gobierno sugiere actualmente para los sectores “en problemas”, luego de la concesión realizada en agosto por el presidente Vázquez. La inflación acumulada en los últimos 18 meses anteriores a diciembre de 2017, por su parte, estaría por debajo del 11%, cuando los sectores en problemas recibirían en ese período aumentos de al menos 11,25%.

Estas predicciones conllevan cierta incertidumbre, por lo que será importante tener esta modificación de pautas en cuenta si se modifican sustancialmente las previsiones. Es cierto que el supuesto de inflación interanual baja a mediados de 2017 supone una inflación residual muy baja (la proyección para la inflación tendencial es de 8,35% a junio de 2017), y las predicciones sobre la inflación residual son menos precisas debido a la volatilidad de los Alimentos No Elaborados (ANE), rubro contenido en el componente residual. Debe notarse, sin embargo, que esta previsión está basada en gran parte en la presunción de que las Frutas y Verduras, que recibieron un importante shock positivo en mayo y junio, continúen deshaciendo los efectos del mismo (desde junio se ha observado una caída de 0,52% en los precios de este rubro), algo que parece altamente probable, más allá de la fuerte volatilidad de los precios de estos bienes. Como no parece razonable pensar que esto sería compensado por fuertes aumentos en los precios administrados, el único rubro que podría compensar esta caída es el de las Carnes (Carne y Pescado), quizás influido por un importante suba del dólar o del precio internacional de la carne. La condiciones para esto último no parecen estar dadas, y nuestras previsiones ya incorporan una depreciación del peso, que debería ser ampliamente superada para que la Carne registre un repunte muy significativo en términos interanuales antes de junio de 2017.

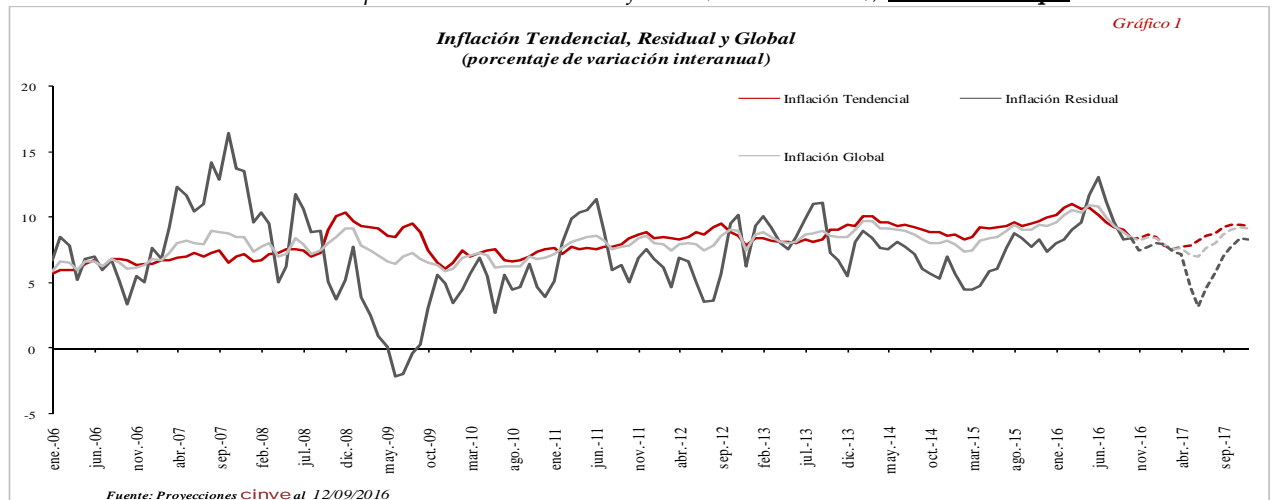
Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

Gráfico 2. Fan Chart



La información recientemente divulgada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) da cuenta de un incremento de 0,18% del IPC durante el mes de octubre, algo por debajo de nuestra proyección puntual (0,31%). La inflación interanual cayó así a 8,45%, el guarismo más bajo desde mayo de 2015. El proceso de ralentización de la dinámica de los precios ha sido causado por la importante e inesperada caída del tipo de cambio a partir de abril, que según nuestras previsiones se revertirá en los próximos meses. Es prematuro aún para saber con claridad el rumbo futuro del precio del dólar, pero desde la elección en Estados Unidos parecería haber interrumpido la tendencia a la baja. El análisis de esta variable será clave para anticipar la evolución de la inflación en los períodos subsiguientes.

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



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

Las elecciones en Estados Unidos realizadas el 8 de noviembre dieron lugar a una victoria para Donald Trump, el candidato del Partido Republicano, lo que constituyó una nueva sorpresa política para el primer mundo. Desde la elección se ha visto un rebalanceo de los portafolios de los inversores, con la participación de las acciones aumentando fuertemente en detrimento de los bonos, al tiempo que el dólar se ha fortalecido. En Uruguay, la cotización del dólar interbancario aumentó 3,89% entre el martes 8 y el viernes 18 de setiembre.

La elección de Trump trae aparejada una gran incertidumbre, puesto que no se sabe aún cuáles de sus promesas de campaña podrá o intentará llevar a cabo. La intención de las medidas proteccionistas que ha propuesto es generar una mayor demanda para la producción nacional, sustituyendo importaciones por consumo doméstico, aunque podrían causar deterioros desde el lado de la oferta, reduciendo la eficiencia en la asignación de recursos e imponiendo costos innecesariamente altos a muchos sectores económicos. Un programa de expansión fiscal, dado por un aumento del gasto en infraestructura y una rebaja de impuestos, medidas que han sido defendidas por Trump y su equipo durante la campaña, constituirían un impulso a la demanda, al costo de un incremento en la deuda nacional. Si se asume que, como creen muchos analistas, se está en un proceso de “estancamiento secular”, en el que los desafíos en materia de crecimiento para los países avanzados están dados principalmente por factores de demanda y la oferta está en condiciones para crecer adecuadamente, estas medidas podrían tener buenos resultados en el corto y quizás mediano plazo.

Es de notar, sin embargo, que los efectos de la reducción impositiva sobre el consumo podrían verse reducidos por el carácter regresivo de la misma, y la expansión del gasto en infraestructura podría venir acompañada de reducciones del gasto en otros ámbitos. Podría argüirse que bajar impuestos fomentaría a las inversiones, pero en tiempos recientes ha habido una adecuada disponibilidad de fondos que no fueron transformados en inversiones justamente por falta de demanda, por lo que los efectos de esta medidas sobre la inversión dependerán de las expectativas que los agentes se formen sobre el mercado en términos reales (no solamente sobre la rentabilidad de los activos financieros), algo que permanece incierto. Un aumento del nivel de precios debido a las medidas proteccionistas, asimismo, impactaría negativamente sobre el consumo, y una menor apertura comercial dañaría a las economías emergentes, sobre todo si es acompañada por otros países del primer mundo, algo que no puede descartarse dado el clima político actual en el mundo desarrollado. Esto, junto con las posibles represalias comerciales por parte de otros países, dañaría al sector exportador estadounidense. Todos estos factores permiten dudar sobre las consecuencias que las políticas planteadas por el sector gobernante tendrán sobre la demanda en Estados Unidos; el resultado dependerá en gran medida de cuáles políticas se impongan en la práctica. La incertidumbre al respecto es importante, por lo que en adelante será menester prestar particular atención a las decisiones que se tomen desde el gobierno estadounidense para evaluar sus efectos sobre la economía y el comercio mundial y así predecir la forma en que impactarán sobre el sistema de precios.

La mayor incertidumbre podría disminuir la posibilidad de una contracción en la política monetaria. Pese a esto, los mercados continúan asignando una probabilidad muy alta, incluso más que antes, a un incremento en la tasa de interés por parte de la Fed en su próxima reunión en diciembre. Esto alimentaría la tendencia alcista que ya parecería estar mostrando el dólar, repercutiendo de esta manera sobre los precios transables en la economía uruguaya.

El repunte del precio del petróleo, comenzado en setiembre, continuó hasta mediados de octubre, alcanzando un precio de U\$S 51.60 por barril de crudo Western Texas Intermediate (WTI) el 19 de octubre. Luego de esto descendió nuevamente, llegando a caer hasta U\$S 43.32 para luego permanecer el valores superiores a los U\$S 45 en los últimos días. El fortalecimiento del dólar ha contribuido con esta caída, superando al efecto de las expectativas de un acuerdo de limitar la producción por parte de los países de la OPEP. Su evolución futura dependerá en gran parte de la concreción de este acuerdo, pudiendo existir una fuerte caída en caso negativo. Factores como el fortalecimiento del dólar y posibles incrementos en la producción estadounidense constituirían presiones a la baja. En este sentido algunos analistas esperan, con el cambio de gobierno, menos restricciones ambientalistas sobre la producción petrolera, llevando a más presiones a la baja sobre el precio del petróleo por el lado de la oferta.

En el plano regional, se destaca la reincorporación del aumento del ajuste de tarifas del gas en Argentina, con un tope de 300%. Esto afectó al dato de inflación del mes de octubre, que fue superior al de meses pasados, situándose en 2,4%. La incidencia del incremento del gas sobre el IPC fue de 0,9 pp. según el INDEC, con lo que podría afirmarse que el último dato no representa una innovación importante, al continuarse observando una inflación menor a los períodos anteriores, pero persistentemente elevada. En Brasil no hay novedades importantes, y las expectativas continúan siendo una lenta recuperación de la actividad económica y una caída de la inflación hasta encontrarse dentro del rango meta.

A nivel local, el gobierno decidió recientemente flexibilizar las pautas para los Consejos de Salarios, reduciendo a 12 meses el plazo del primer correctivo para los sectores cuyos convenios correspondientes a la ronda anterior vencen (o vencieron) en 2016. Como se indicó anteriormente, no se modificaron en principio las proyecciones a partir de esta noticia, puesto que se espera que no tenga efectos sobre el nivel de precios, dadas las proyecciones actuales de inflación. Deberá ser tenido en cuenta, de todas formas, si éstas son modificadas significativamente en un futuro.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.			
Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Octubre de 2016			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.43	0.48	0.5%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.25	0.66	0.3%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.32	0.80	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.34	0.59	
(4) ANE (12,12%)	-0.25	-1.08	1.9%
(5) ENE (8,33%)	-0.48	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-0.29	-0.59	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.18	0.31	
(*) 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>	7.67	9.68	9.31	8.71	9.60	4.56	7.71	7.81	8.51
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	8.93	10.46	7.07	9.39	9.16	7.07	7.48	8.32	9.15
<i>Diciembre 2018/ Diciembre 2017</i>	7.85	10.07	8.19	8.86	10.21	7.11	7.48	8.94	8.88
<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>	9.49	10.19	9.41	9.78	11.50	6.60	7.70	9.37	9.69
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	7.63	9.61	8.69	8.60	7.05	5.74	7.53	6.70	8.15
<i>Promedio 2018/ Promedio 2017</i>	8.06	10.21	8.05	9.00	9.92	7.37	7.48	8.78	8.95

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 14/10/2016.

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	0.43	0.25	0.32	0.34	-0.25	-0.48	0.01	-0.29	0.18
11/16	0.41	0.58	1.37	0.59	-1.70	0.00	0.00	-0.94	0.23
12/16	0.64	0.68	0.92	0.69	0.58	-11.96	0.00	-3.54	-0.30
01/17	0.62	1.31	1.64	1.03	2.20	15.76	7.48	6.91	2.36
02/17	1.20	1.23	0.13	1.09	0.55	3.06	0.00	1.27	1.14
03/17	0.87	0.87	0.43	0.82	0.69	0.00	0.00	0.37	0.71
04/17	0.90	0.54	0.14	0.66	0.22	0.00	0.00	0.12	0.53
05/17	0.72	0.82	0.18	0.70	-0.38	0.00	0.00	-0.21	0.49
06/17	0.60	0.50	0.10	0.50	-0.82	0.00	0.00	-0.44	0.28
07/17	0.55	0.79	2.59	0.88	2.04	1.30	0.00	1.52	1.03
08/17	0.38	1.18	0.37	0.73	2.21	0.88	0.00	1.49	0.90
09/17	0.73	0.91	1.13	0.85	1.56	0.00	0.00	0.85	0.85
10/17	0.83	0.39	0.03	0.55	0.79	0.00	0.00	0.44	0.52
11/17	0.59	0.71	0.00	0.58	-0.61	0.00	0.00	-0.34	0.36
12/17	0.59	0.76	0.14	0.62	0.40	-12.17	0.00	-3.66	-0.38

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 14/10/2016.

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	7.68	9.55	7.54	8.47	10.86	4.71	7.74	8.42	8.45
11/16	7.45	9.60	8.30	8.46	9.17	5.18	7.73	7.66	8.28
12/16	7.89	9.74	8.68	8.77	10.01	4.56	7.71	8.04	8.61
01/17	7.76	9.35	9.36	8.62	11.18	4.00	7.62	8.32	8.55
02/17	6.82	9.13	8.71	8.02	10.48	4.40	7.60	8.06	8.03
03/17	6.37	9.15	7.85	7.73	9.62	4.27	7.59	7.58	7.69
04/17	6.72	9.29	7.41	7.90	9.22	4.27	7.56	7.36	7.77
05/17	7.09	9.24	7.18	8.03	4.59	4.10	7.55	4.82	7.26
06/17	7.73	9.31	7.18	8.35	1.84	4.08	7.53	3.30	7.14
07/17	8.10	9.45	9.06	8.79	3.74	5.31	7.53	4.73	7.82
08/17	8.11	9.79	8.57	8.89	5.35	6.24	7.50	5.91	8.18
09/17	8.64	10.18	9.05	9.35	7.61	6.26	7.49	7.16	8.83
10/17	9.08	10.33	8.74	9.59	8.72	6.77	7.48	7.94	9.20
11/17	9.13	10.44	7.89	9.56	9.72	6.77	7.48	8.48	9.31
12/17	9.01	10.49	7.06	9.44	9.33	6.58	7.48	8.27	9.17

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 14/10/2016.

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