

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación cierra el año en niveles similares a los de 2014
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 174

29 de Diciembre de 2016

Inflación cierra el año en niveles de un dígito

De acuerdo con la información publicada en el Instituto Nacional de Estadística (INE), la inflación mensual se situó en 0,10% durante el mes de noviembre, dato menor a nuestra proyección puntual (0,26%) y a la mediana de expectativas del Banco Central (0,35%). Con esto, la inflación se ubicó en 8,10% en términos interanuales, el guarismo más bajo registrado desde marzo de 2015. El componente tendencial, por su parte, tuvo su variación interanual más pequeña desde agosto de 2013, influido por las particulares dinámicas del presente año vinculadas al tipo de cambio.

Este último componente, que excluye a los precios más volátiles y algunos precios administrados, registró una variación de 0,49% en el mes de noviembre, algo por debajo de nuestra previsión puntual (0,60%). La discrepancia se debió principalmente a una inflación algo más leve que la proyectada para el rubro Otros Servicios No Transables (SERVONT). De esta manera, la inflación tendencial se ubicó en 8,35% en términos interanuales. La moderación de la inflación en los últimos meses se debió fundamentalmente a la apreciación del peso, que constituyó una presión a la baja sobre los precios de los bienes transables, definidos como aquéllos que se comercian con el exterior en dólares y por tanto son afectados por variaciones en la cotización de la divisa. El nivel de precios del subconjunto del componente tendencial conformado por productos y servicios transables lleva una variación interanual de 6,96% a noviembre, comparado con 9,59% para los no transables del componente. La inflación interanual de estos últimos ha mostrado, no obstante, ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos meses.

En cuanto a este punto, se observó en noviembre una interrupción de la tendencia bajista del tipo de cambio observada durante los últimos meses. El precio del dólar aumentó 2,4% punta a punta y 2,1% en la comparación de promedios mensuales, la primera suba desde marzo en este último caso. Esto tuvo su impacto sobre los precios transables: por primera vez desde febrero la inflación mensual transable (0,40%) superó a la no transable (-0,22%), aunque debe precisarse que las variaciones son casi idénticas si se excluye de esta última al rubro Frutas y Verduras, rubro altamente volátil que, como se verá adelante, verificó un mes de deflación notoria vinculada a un *shock* recibido en mayo (si este rubro es excluido, la inflación no transable fue de 0,39%). De esta forma la inflación interanual para los componentes transable y no transable se ubicó en 6,09% y 10,27% respectivamente, con caídas respecto al mes anterior en ambos casos. Pese a que la inflación no transable lleva cinco meses de caída en términos interanuales, la brecha entre ambos componentes no ha mostrado una propensión a la baja, presentando incluso una tendencia al alza si se excluye al rubro Frutas y Verduras, del componente no transable. Esto no es sorprendente en un escenario en que las presiones a la baja sobre la inflación son de origen principalmente cambiario y actúan sobre los precios transables: los precios no transables se ajustan a la baja para corregir desequilibrios en los precios relativos, pero lo hacen de forma más lenta y débil.

La inflación residual, que recoge a la variación de los precios volátiles y administrados excluidos del componente tendencial, registró un valor de -1,19% durante el mes de agosto. Los rubros administrados y el de la Carne prácticamente no tuvieron variaciones significativas y las Frutas aumentaron en 0,27%, con lo que la deflación del mes se debió principalmente a una caída de 5,26% en los precios de las Legumbres y Hortalizas. Este rubro sufrió en mayo y en junio un *shock* al alza en el nivel de precios, debido a los sucesos climáticos transcurridos en abril. Desde entonces el *shock* se ha ido corrigiendo significativamente, con la inflación interanual de las Legumbres y Hortalizas cayendo de 37,97% en junio a 7,09% en noviembre. Las variaciones más importantes del rubro en este último mes se dieron para los tomates (-46,67%) y los zapallitos (-30,20%), dos de los bienes que habían explicado la suba en mayo. Debe notarse, sin embargo, que la corrección del *shock* de las Legumbres y Hortalizas se ha dado en conjunción con una apreciación sumamente importante de las Frutas, que ocurrió de forma algo más gradual durante todo el año, con una inflación interanual que en los últimos meses ha rondado el 40%. En la medida en que esto constituya un alejamiento del equilibrio, se esperan futuras correcciones que afectarán al componente residual.

Proyecciones de inflación (porcentaje de variación)			Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Diciembre)	-0.35	0.66	
Año calendario 2016	8.32	8.58	
Año calendario 2017	9.22	9.44	
Año calendario 2018	8.98	8.89	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 16/12/2016.

Las proyecciones cinve para 2016 sufrieron correcciones a la baja, en tanto las previsiones para los dos años siguientes fueron modificadas levemente al alza. La corrección de 2016 estuvo asociada principalmente a las innovaciones del mes de noviembre y una predicción más baja para el tipo de cambio en diciembre. Las modificaciones relativas a 2017 y 2018 estuvieron influidas por las nuevas previsiones para la trayectoria de las tarifas públicas, a raíz del anuncio de los aumentos de enero por parte del gobierno.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

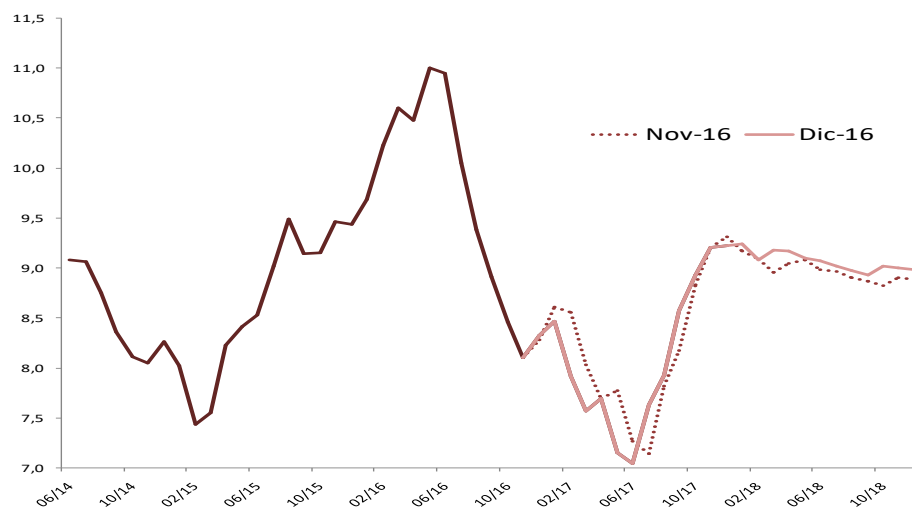
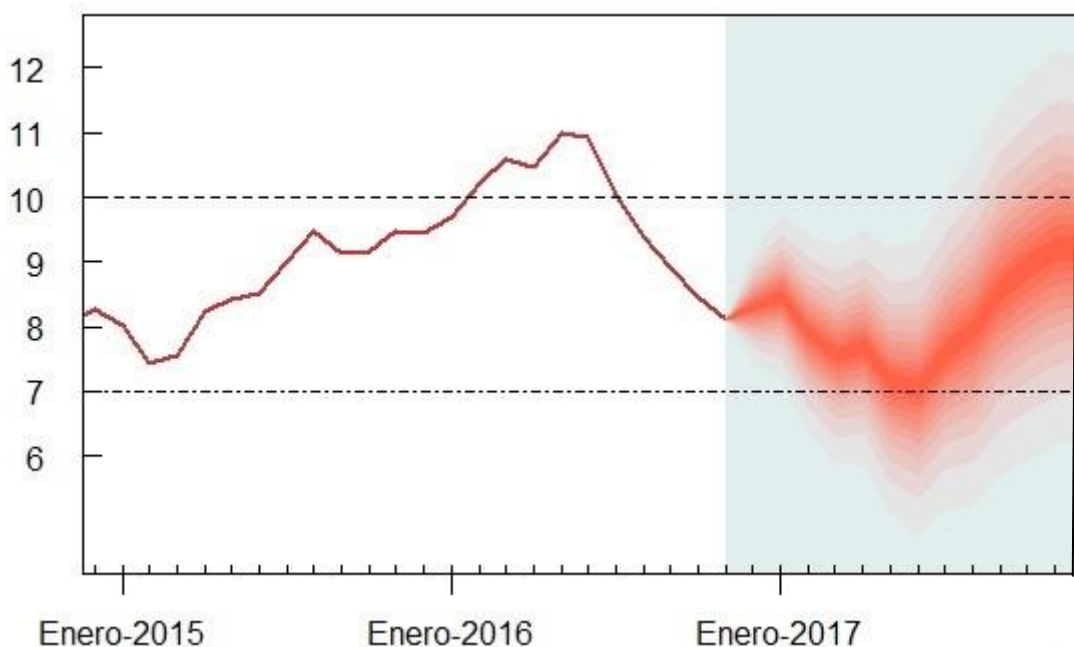


Gráfico 2. Fan Chart



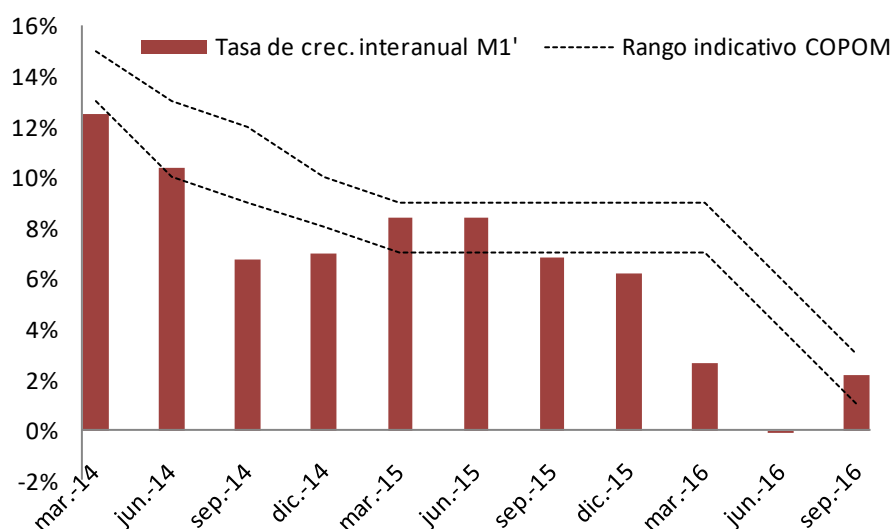
La política monetaria en 2016

En Uruguay se utiliza desde hace aproximadamente una década un régimen de metas de inflación como estrategia de política monetaria. De esta manera, se establece un rango meta para la inflación, definido actualmente entre 3% y 7% interanual, y se utiliza el manejo de ciertas variables de manera de incidir en la inflación y mantenerla dentro del rango objetivo. A partir de 2013, la tasa de interés fue sustituida como variable de referencia por el agregado monetario M1', compuesto por la emisión en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro. Para éste se definen metas relativas a su crecimiento, de manera que sea consistente con la inflación objetivo.

En abril se observó la reversión de la marcada tendencia al alza que había mostrado el dólar a partir de 2013 y especialmente en 2015, dando paso a una dinámica bajista que duró hasta noviembre. Esto tuvo importantes efectos sobre los precios al consumo, contribuyendo significativamente a la moderación de la inflación interanual en la segunda mitad del año, pero trajo asimismo preocupaciones sobre la competitividad. Por este motivo, el Banco Central del Uruguay (BCU) revirtió unos meses más tarde su política de utilizar ventas de dólares en los mercados *spot* y *forward* para remover el excedente de circulación, pasando en su lugar a tomar medidas para intentar contener la caída. En agosto compró 81 millones de dólares en el mercado *spot* y eliminó la posibilidad de cobrar en dólares las amortizaciones de títulos en pesos y Unidades Indexadas (UI), de modo que los tenedores que quisieran liquidar su deuda en esta moneda debían pasar por el mercado de cambios. Asimismo, se dispuso que a partir de setiembre las Empresas Públicas deberían comprar divisas también en el mercado de cambios, cuando previamente sus requerimientos de moneda extranjera eran provistos por el MEF. Las ventas de dólares en setiembre se limitaron entonces a liquidaciones de contratos *forward* previamente firmados. Como consecuencia de esto, las reservas internacionales, que habían caído notoriamente durante la segunda mitad del 2015, cayeron más lentamente hasta marzo y se estabilizaron a partir de entonces, registrando incluso una ligera tendencia al alza desde octubre.

El 2016 comenzó con una demanda de dinero menos dinámica, debido al bajo crecimiento de la economía y la preferencia por la moneda extranjera en relación a la moneda nacional por parte de los agentes, en un contexto de incertidumbre a nivel regional y dólar en alza. El debilitamiento de las divisas y los cambios en el contexto financiero internacional llevaron a una menor preferencia por las monedas extranjeras durante el tercer trimestre. Durante los primeros dos trimestres, los bancos privados mantuvieron reservas bancarias excedentes históricamente altas, reduciendo el multiplicador monetario. En este contexto, el BCU ha logrado seguir una política contractiva, cumpliendo y, en los primeros dos trimestre, sobrecumpliendo la meta de expansión de la cantidad de dinero, medida según el agregado M1', tal como había pasado en años anteriores. Esto no será el caso durante el último trimestre, para el que se fijó un rango de entre 1% y 3% para el crecimiento interanual de la cantidad de dinero, siendo que los datos disponibles parecen indicar que la variación será cercana al 7%.

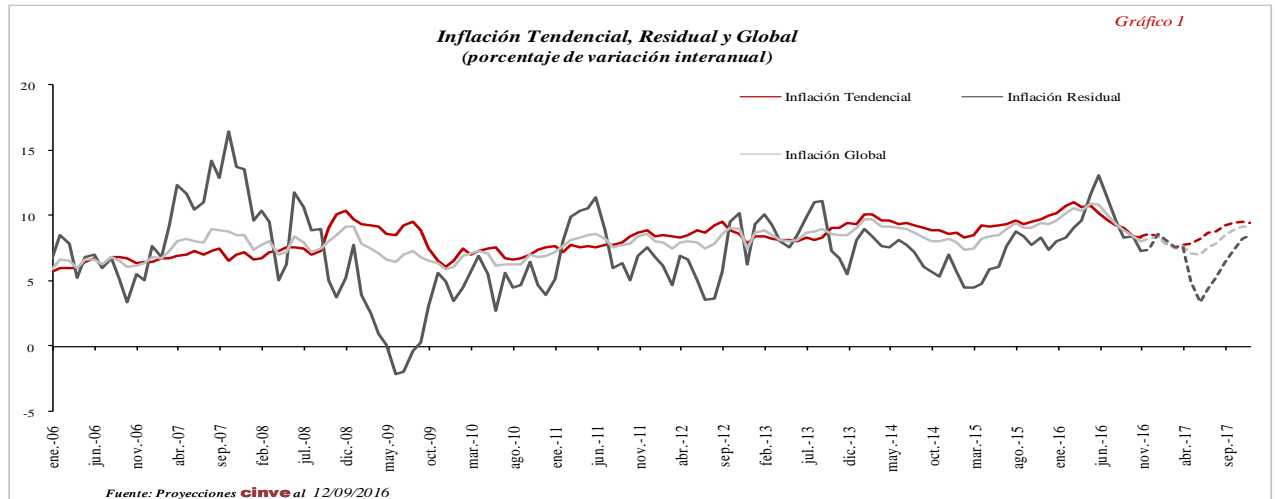
Gráfico 3. Crecimiento interanual de M1' y rango objetivo establecido por el COPOM.



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

De acuerdo a la información publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), la inflación mensual del mes de noviembre se situó en 0,10%, por debajo de nuestra proyección puntual de 0,26%. La inflación cayó de esta manera en términos interanuales para ubicarse en 8,10%. En este dato estuvo influido por la importante deflación en las Legumbres y Hortalizas (8,24%), que determinó una caída de 0,78% en el los precios de los Alimentos y bebidas no alcohólicas. Los precios que destacaron por su alto crecimiento fueron los de Prendas de vestir y calzado (0,84%) y de Transporte (0,87%).

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



A continuación se presenta una síntesis de los principales acontecimientos en el escenario relevante para nuestras proyecciones:

En el ámbito internacional, se dio la primera suba de tasas por parte de la Fed desde diciembre del año pasado. No tuvo un gran efecto sobre la cotización del dólar, puesto que la suba ya había sido descontada por los mercados. La mediana de las proyecciones de los jefes de la autoridad monetaria fue modificada al alza, en un contexto en que aún existe un elevado nivel de incertidumbre respecto a las políticas que llevará al cabo el gobierno entrante, con un gabinete que se está conformando con figuras más ortodoxas y otras más cercanas a la retórica del futuro presidente Trump.

El precio del crudo tendió a subir durante el mes de enero, con el *West Texas Intermediate* cerrando el 28 de diciembre a U\$S 54,06, su valor de cierre más alto desde julio de 2015. Esto es sorprendente en un contexto de fortalecimiento del dólar, aumento de la producción estadounidense y falta de certezas respecto de un posible acuerdo por parte de países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para recortar la producción. Parecería ser que los inversores asignan alta probabilidad a la concreción de éste, pero esto implicaría una alta susceptibilidad de la actual tendencia creciente a noticias que parezcan ir en dirección contraria.

En el plano regional, los sucesos del mes han evidenciado fragilidades políticas en los gobiernos de los países vecinos. En Brasil una victoria legislativa del oficialismo, mediante la cual se impuso un techo al gasto público por 20 años, desató una ola de protestas. Los escándalos de corrupción del gobierno y la prolongada crisis económica del país han erosionado el capital político del nuevo gobierno y amenazan su posibilidad de gobernar, más aún tomando medidas impopulares. En Argentina el ministro de Hacienda y Finanzas Alfonso Prat-Gay ha renunciado a instancias del presidente Macri. La cartera será dividida en dos: Hacienda, presidida por Nicolás Dujovne, un economista considerado más proclive a priorizar la reducción del déficit; y Finanzas, a cargo de Luis Caputo. Estas situaciones agregan incertidumbre al panorama de la región, en un contexto en que las proyecciones de crecimientos de ambos países están siendo corregidas a la baja y la inestabilidad política puede traer consecuencias importantes sobre la actividad económica.

En Uruguay, desde el Ministerio de Trabajo se dio a conocer recientemente que 97 de los 115 subgrupos que estaban negociando convenios nuevos en el marco de los Consejos de Salarios han arribado a un acuerdo. En 64 de los mismos el acuerdo fue tripartito, y en 32 casos el convenio se apartó de los lineamientos del Poder Ejecutivo. Los aumentos salariales dispuestos por los convenios firmados son de interés a la hora de predecir la inflación, puesto que los salarios determinan una parte de los costos de las empresas y de esta manera inciden en los precios fijados por las mismas.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.

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

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.53	0.54	0.5%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.40	0.61	0.3%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.71	0.78	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.49	0.60	
(4) ANE (12,12%)	-2.14	-1.51	1.9%
(5) ENE (8,33%)	-0.04	0.00	
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-1.19	-0.83	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	0.10	0.26	

(*) 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>	7.72	9.51	8.56	8.58	8.59	5.16	7.71	7.43	8.32
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	8.95	10.52	7.21	9.44	8.94	7.75	8.00	8.46	9.22
<i>Diciembre 2018/ Diciembre 2017</i>	7.91	10.08	8.21	8.89	10.13	8.24	8.00	9.28	8.98
<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>	9.50	10.16	9.28	9.76	11.38	6.64	7.70	9.32	9.66
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	7.65	9.61	8.23	8.56	5.86	7.47	8.05	6.67	8.11
<i>Promedio 2018/ Promedio 2017</i>	8.16	10.17	8.04	9.02	10.01	8.26	8.00	9.17	9.06

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 16/12/2016.

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	0.53	0.40	0.71	0.49	-2.14	-0.04	0.00	-1.19	0.10
12/16	0.56	0.72	0.88	0.66	0.10	-11.42	0.00	-3.63	-0.35
01/17	0.61	1.33	1.81	1.06	1.61	19.53	8.00	7.80	2.58
02/17	1.19	1.32	0.13	1.13	0.65	1.74	0.00	0.92	1.08
03/17	0.83	0.90	0.43	0.81	0.73	0.00	0.00	0.39	0.71
04/17	0.94	0.53	0.14	0.67	0.46	0.00	0.00	0.25	0.57
05/17	0.64	0.84	0.18	0.68	-0.43	0.00	0.00	-0.23	0.46
06/17	0.67	0.48	0.10	0.53	-0.82	0.00	0.00	-0.44	0.30
07/17	0.60	0.81	2.54	0.90	2.03	0.00	0.00	1.08	0.94
08/17	0.40	1.19	0.37	0.74	2.22	0.00	0.00	1.19	0.84
09/17	0.73	0.91	1.12	0.85	1.53	0.00	0.00	0.83	0.84
10/17	0.83	0.37	0.02	0.54	0.81	0.00	0.00	0.44	0.52
11/17	0.62	0.63	0.02	0.56	-0.59	0.00	0.00	-0.32	0.35
12/17	0.56	0.74	0.15	0.59	0.45	-11.40	0.00	-3.42	-0.34

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 16/12/2016.

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	7.43	9.36	8.23	8.35	8.47	5.13	7.73	7.27	8.10
12/16	7.72	9.51	8.56	8.58	8.59	5.16	7.71	7.43	8.32
01/17	7.52	9.13	9.43	8.43	9.07	8.01	8.14	8.59	8.47
02/17	6.55	9.01	8.78	7.85	8.39	7.60	8.12	8.09	7.91
03/17	6.06	9.06	7.92	7.55	7.57	7.46	8.11	7.61	7.56
04/17	6.44	9.20	7.48	7.74	7.44	7.46	8.08	7.53	7.69
05/17	6.73	9.17	7.26	7.84	2.84	7.29	8.07	4.96	7.15
06/17	7.45	9.22	7.26	8.19	0.11	7.27	8.05	3.44	7.05
07/17	7.86	9.36	9.09	8.64	1.97	7.14	8.05	4.42	7.63
08/17	7.89	9.72	8.60	8.76	3.57	7.14	8.02	5.28	7.92
09/17	8.41	10.10	9.08	9.22	5.75	7.16	8.01	6.49	8.57
10/17	8.85	10.24	8.75	9.44	6.87	7.68	8.00	7.28	8.93
11/17	8.95	10.49	7.99	9.51	8.57	7.72	8.00	8.22	9.21
12/17	8.95	10.52	7.21	9.44	8.94	7.75	8.00	8.46	9.22

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 16/12/2016.

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