

INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

Contenido:

- Inflación interanual se mantiene constante
- Actualización del diagnóstico de inflación

Nº 175

26 de Enero de 2017

Inflación interanual se mantiene constante

Según lo publicado por el Instituto Nacional de Estadística, el IPC registró una variación de -0,55% en el mes de diciembre, por debajo de nuestra proyección puntual (-0,35%) y la mediana de expectativas de la encuesta realizada por el Banco Central (0,45%). La inflación interanual se mantuvo de esta manera en 8,10%, mientras que la inflación tendencial aumentó levemente en términos interanuales por primera vez después de seis meses consecutivos de caída, situándose en 8,41%. La inflación de 2016 fue entonces significativamente más baja que lo anticipado, principalmente debido a la influencia de un tipo de cambio que evolucionó muy por debajo de lo previsto.

La inflación núcleo o tendencial está depurada de los efectos de los precios más volátiles y de algunos de los precios administrados, a efectos de constituir un indicador más estable de la dinámica de precios en la economía. En el mes de diciembre la inflación tendencial fue de 0,50%, por debajo del 0,66% proyectado, siendo la discrepancia explicada fundamentalmente por errores en el mismo sentido en los Alimentos Elaborados, las Manufacturas No Durables y los servicios de Transporte. Así la inflación tendencial registró un crecimiento en términos interanuales luego de seis meses de descenso.

El componente residual vio una caída de 3,97% en su nivel de precios, algo habitual en diciembre, mes en el que la bonificación "UTE Premia" incide negativamente sobre el precio de los energéticos. La incidencia del descuento fue algo menor a la anticipada, pero se sumó a una deflación de 1% en los Alimentos No Elaborados, causado por caídas de 0,87% y 4,58% en los precios de la Carne y las Legumbres y Hortalizas respectivamente. Estas variaciones compensaron la inflación de 3,71% de las Frutas, rubro cuya inflación en términos interanuales cayó de todas formas (de 39,36% a 37,06%). Es importante notar que el shock de mayo y junio en las Legumbres y Hortalizas parece revertido con creces, puesto que la variación interanual de los precios del rubro se ubicó en 5,23% en diciembre, cuando en junio había alcanzado el 37,97%; el notorio incremento de precios que se espera será revertido es el de las Frutas, que en el 2016 alcanzaron un pico de inflación de 40,91% en términos interanuales durante el mes de octubre.

El precio del dólar, por su parte, no cumplió con las expectativas de alza, cayendo a partir de comienzos de mes para repuntar en la última semana. Así, la devaluación del peso con respecto a esta divisa fue de 0,4% durante el mes de diciembre si se comparan los promedios mensuales de cotizaciones de cierre. En este contexto, la inflación transable, que refiere a los bienes y servicios que se comercian con el exterior y cuyos precios son por tanto susceptibles a los vaivenes del tipo de cambio, registró una pequeña suba en términos interanuales, luego de ocho meses consecutivos de caída, situándose en 6,15%. La inflación interanual de los bienes y servicios no transables cayó levemente, hasta ubicarse en 10,27%. Se observó de esta manera un acortamiento de la brecha entre ambos componentes, pero no se ha manifestado aún una tendencia marcada a la convergencia, que sí podría observarse en caso de materializarse la anticipada tendencia ascendente del tipo de cambio.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Enero)	2.32	0.90	
Año calendario 2017	8.88	9.26	
Año calendario 2018	8.95	8.90	

Fuente: Proyecciones **cinve** al 20/01/2017.

Las proyecciones cinve han sido modificadas a las baja para el año 2017, en tanto las proyecciones para 2018 no han presentado variaciones significativas, como puede apreciarse en el Gráfico 1. Las modificaciones han respondido fundamentalmente a las innovaciones del mes de diciembre en los Alimentos Elaborados, las Manufacturas No Durables y la Carne. La trayectoria anticipada del tipo de cambio ha sido modificada levemente para ser más coherente con los datos observados durante enero, pudiendo haber correcciones de mayor magnitud en el futuro.

En diciembre se observó un importante error de predicción para los Alimentos Elaborados, para los que se anticipó una inflación 0,40 pp. mayor, lo que ameritó una corrección a la baja significativa para este rubro en

2017. Esto, en conjunción con una innovación de 0,16 pp. en las Manufacturas No Durables, explica la mayor parte del cambio en las proyecciones para el rubro Bienes Elaborados No Energéticos (BENE), cuya proyección Con respecto a los demás rubros que conforman el componente tendencial de la inflación, las proyecciones de los Servicios No Administrados (SERVNoA) para 2017 cayeron en 0,11 pp., debido principalmente a un descenso de 0,13 pp. en las proyecciones para Otros Servicios No Transables (SERVONT), el subrubro de mayor peso, explicado fundamentalmente por cambios en las proyecciones para su determinantes exógenos. El error de predicción para los Servicios Administrados (SERVA) se explicó casi en su totalidad por un error de predicción para el Transporte, resultado de sobrestimar la incidencia sobre el nivel de precios de diciembre del aumento del boleto urbano ocurrido en noviembre. Este error no ameritó correcciones en las previsiones.

En cuanto al componente residual, se observaron errores en los rubros del componente Alimentos No Elaborados, que se caracterizan por tener precios altamente volátiles. El importante error de predicción, de 2,26 pp., para la Carne y, en menor medida, el cambio en las proyecciones para el precio de la vaca determinaron una corrección a la baja de 3,1 pp. en las predicciones para el rubro durante 2017. Las proyecciones para las Frutas y Verduras fueron corregidas al alza debido al aumento en las proyecciones para los precios mayoristas agropecuarios. El error de predicción para el rubro Energéticos se debió casi en su totalidad a la mencionada discrepancia entre la incidencia final de la bonificación "UTE Premia" y la que se anticipaba anteriormente, y no tuvo implicancias sobre las proyecciones futuras.

Se continúa esperando una devaluación de la moneda nacional durante el 2017 que se situaría en el entorno del 12% al cierre del año. No obstante, esta trayectoria alcista del tipo de cambio no se observó en el mes de enero. En caso de que esta tendencia se prolongase, podría haber en el futuro correcciones a la baja en las proyecciones para la divisa, que a su vez conllevarían proyecciones menores de inflación.

Gráfico 1. Modificación de la trayectoria prevista de inflación

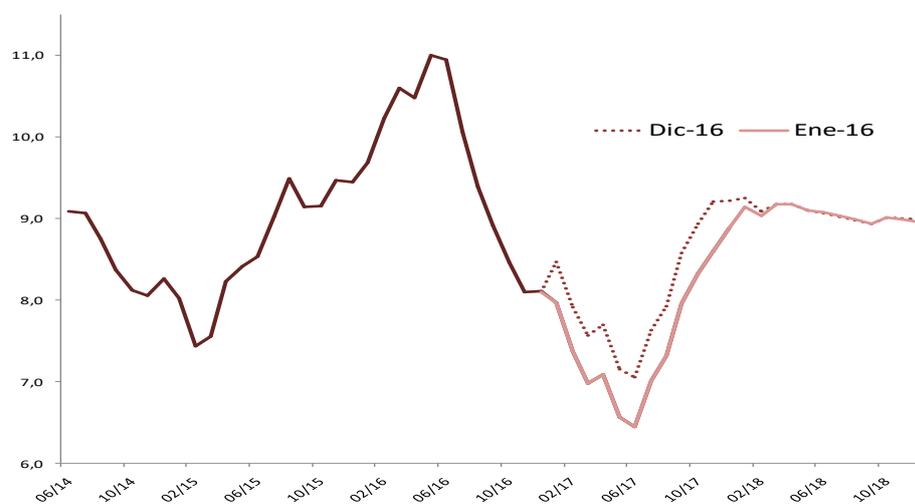
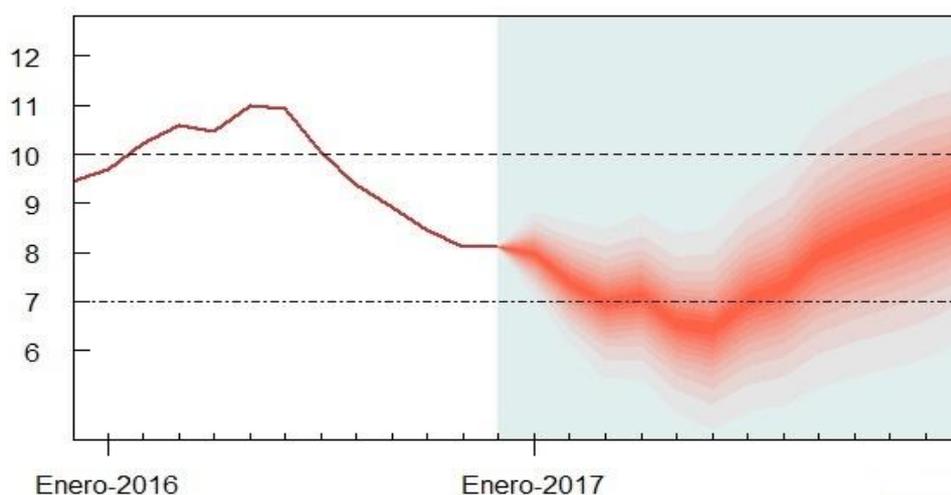


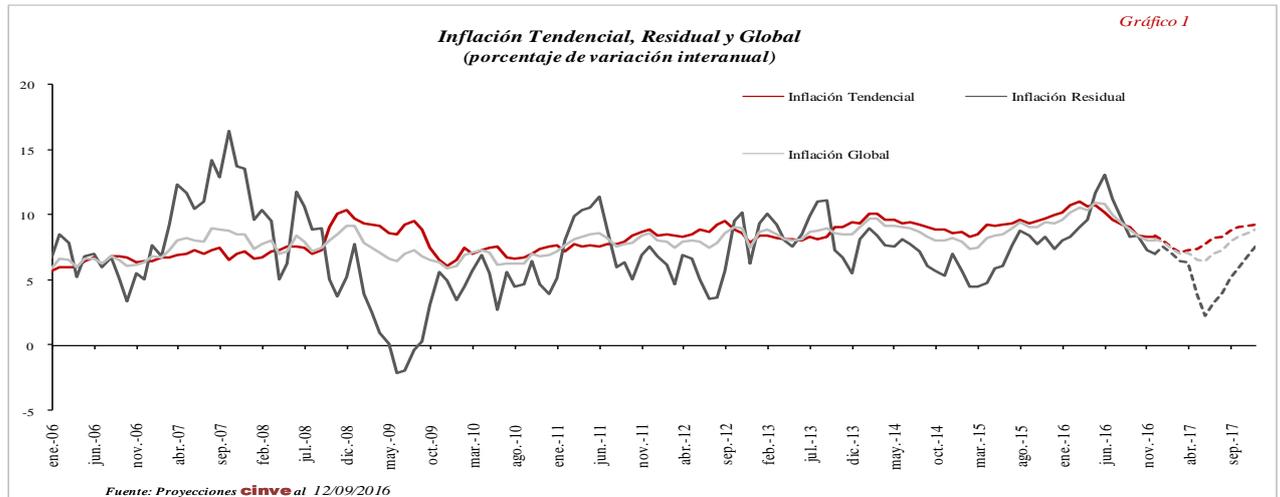
Gráfico 2. Fan Chart



ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

Según los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), el IPC registró en el mes de diciembre una caída de 0,55% con respecto al mes anterior. El dato deflacionario se debe a la incidencia del plan "UTE Premia", de acuerdo al cual se aplica un descuento a la tarifa de electricidad de UTE, que será revertido luego en enero; si se excluye a este ítem del IPC, la inflación mensual fue de 0,37%. De esta manera, la inflación interanual se ubicó en 8,10%, con una variación prácticamente nula respecto al mes anterior.

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



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

En Estados Unidos ha tomado particular relevancia la asunción del presidente Donald Trump y la conformación de su gabinete ministerial, que aún debe pasar por el proceso de confirmación del Senado (hasta el momento solamente dos candidatos han sido confirmados). Los candidatos anunciados para puestos relevantes para la política económica han variado, con algunos más alineados al presidente y otros más cercanos a la ortodoxia republicana. Los candidatos a puestos relacionados al comercio, sin embargo, incluyendo el director del Consejo Nacional del Comercio, un organismo creado por el nuevo gobierno, parecen estar relativamente en sintonía con la visión proteccionista de Trump. Esto aumenta las probabilidades de que sean cumplidas las promesas de campaña en relación al comercio, lo cual podría tener consecuencias importantes sobre las economías emergentes y los flujos de capitales desde y hacia las mismas.

El candidato a dirigir la cartera de Tesorería, Steven Mnuchin, ha dado señales de que, a diferencia de Trump, ve con buenos ojos el fortalecimiento del dólar, pero su influencia puede verse compensada por la de otros jerarcas con visión más proteccionista. La selección de Andrew Puzder y Mick Mulvaney como candidatos a ministro de Trabajo y Director de Presupuesto parece señalar una orientación más propensa a la liberalización del mercado laboral y a los recortes presupuestales en programas de salud y seguridad social, aunque esto último parece contradecirse con algunas promesas de campaña. Las señales anteriores por parte del presidente parecían evidenciar una predilección por la desregulación financiera, aunque Mnuchin ha manifestado estar a favor de algunas regulaciones e instituciones financieras que tradicionalmente han tenido poco apoyo en el partido gobernante. Será clave en los próximos meses continuar observando las señales desde el gobierno entrante para formar expectativas sobre la forma en que afectará a la economía norteamericana y mundial, puesto que tendrá incidencia sobre variables relevantes para el sistema de precios uruguayo.

La próxima reunión de la Fed está programada para el 31 de enero y el 1º de febrero. Luego de la última reunión en diciembre, se modificaron las proyecciones oficiales de subas de tasas, con la mediana de las proyecciones ubicándose en 0,75 pp. de incremento durante 2017, probablemente bajo la forma de tres aumentos de 0,25 pp., puesto que las últimas dos subas han sido de esa magnitud y la autoridad monetaria ha mostrado interés por no dar lugar a shocks abruptos en los mercados. Algunos analistas dudan, sin embargo, de que se materialicen las condiciones económicas que llevarían a ese ritmo de incrementos, teniendo en cuenta el sesgo acomodaticio que las autoridades actuales de la Fed han evidenciado en el pasado. De todas formas, un incremento adicional en la próxima reunión parecería demasiado pronto, dada la suba de la reunión anterior y el hecho de que aún no se cuenta con mucha información sobre las políticas concretas que se implementarán y la forma en que afectarán a la economía. Si bien las nominaciones para el gabinete constituyen señales importantes, hay importantes dudas; a modo de ejemplo, los detalles del plan de infraestructura prometido, con gran potencial expansivo, han sido objeto de acalorados debates.

En el plano regional, el presidente Mauricio Macri ha sorprendido a muchos comentaristas reemplazando a Carlos Melconian por Javier González Fraga en la conducción del Banco Nación. Melconian es percibido como un complemento más natural a Nicolás Dujovne, el flamante ministro de Hacienda considerado un fuerte partidario de la reducción del déficit, en tanto González Fraga es de orientación más keynesiana, al igual que Alfonso Prat-Gay, cuya renuncia de la cartera de Hacienda y Finanzas (hoy ministerios separados) fue solicitada por el presidente para ser reemplazado por Dujovne. Macri de esta forma muestra una preferencia por continuar dando representación en el gobierno a las dos facciones de economistas alineados a su partido: quienes han criticado el gradualismo fiscal y quienes temen que una reducción apresurada del déficit tenga efectos excesivamente contractivos sobre la economía. El gobierno ha encontrado dificultades en el manejo de la economía, debiendo modificar sus predicciones a medida que las mismas no se cumplían en los plazos anunciados al comienzo del mandato y enfrentar un gran descontento social por sus medidas más impopulares. Las elecciones parlamentarias que tendrán lugar en octubre del presente año tornan más urgente la consecución de resultados económicos positivos en el corto plazo.

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

Cuadro Estadístico 1.			
Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Diciembre de 2016			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.29	0.56	0.5%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.70	0.72	0.3%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.61	0.88	
INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)	0.50	0.66	
(4) ANE (12,12%)	-1.00	0.10	1.9%
(5) ENE (8,33%)	-10.63	-11.42	
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)	-3.97	-3.63	
INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)	-0.55	-0.35	
(*) 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>	7.43	9.49	8.28	8.41	7.40	6.10	7.71	7.05	8.10
<i>Diciembre 2017/ Diciembre 2016</i>	8.66	10.41	7.23	9.26	7.41	7.75	8.00	7.59	8.88
<i>Diciembre 2018/ Diciembre 2017</i>	7.91	10.10	8.22	8.90	9.86	8.24	8.00	9.11	8.95
<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>	9.48	10.16	9.26	9.75	11.27	6.71	7.70	9.29	9.64
<i>Promedio 2017/ Promedio 2016</i>	7.00	9.49	7.98	8.18	3.64	7.53	8.05	5.48	7.54
<i>Promedio 2018/ Promedio 2017</i>	8.28	10.18	8.05	9.08	9.53	8.26	8.00	8.91	9.04

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 20/01/2017.

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	0.29	0.70	0.61	0.50	-1.00	-10.63	0.00	-3.97	-0.55
01/17	0.32	1.29	1.81	0.90	0.91	18.54	8.00	7.18	2.32
02/17	1.14	1.28	0.14	1.09	0.58	1.74	0.00	0.88	1.04
03/17	0.74	0.89	0.43	0.77	0.61	0.00	0.00	0.32	0.67
04/17	0.94	0.53	0.15	0.67	0.37	0.00	0.00	0.19	0.56
05/17	0.65	0.84	0.18	0.68	-0.43	0.00	0.00	-0.23	0.47
06/17	0.68	0.48	0.10	0.53	-0.99	0.00	0.00	-0.52	0.29
07/17	0.61	0.81	2.55	0.90	1.93	0.00	0.00	1.02	0.93
08/17	0.42	1.19	0.37	0.75	2.21	0.00	0.00	1.18	0.85
09/17	0.75	0.91	1.12	0.86	1.51	0.00	0.00	0.81	0.85
10/17	0.85	0.38	0.02	0.55	0.81	0.00	0.00	0.44	0.53
11/17	0.64	0.61	0.02	0.56	-0.63	0.00	0.00	-0.34	0.35
12/17	0.61	0.75	0.15	0.62	0.33	-10.66	0.00	-3.29	-0.28

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 20/01/2017.

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	7.43	9.49	8.28	8.41	7.40	6.10	7.71	7.05	8.10
01/17	6.92	9.06	9.14	8.09	7.13	8.08	8.14	7.58	7.97
02/17	5.90	8.89	8.49	7.47	6.39	7.67	8.12	7.05	7.37
03/17	5.33	8.93	7.64	7.13	5.46	7.53	8.11	6.50	6.98
04/17	5.70	9.07	7.20	7.31	5.22	7.53	8.08	6.37	7.09
05/17	6.00	9.04	6.98	7.42	0.71	7.36	8.07	3.83	6.56
06/17	6.73	9.09	6.98	7.77	-2.12	7.34	8.05	2.23	6.44
07/17	7.15	9.23	8.82	8.23	-0.40	7.21	8.05	3.13	7.01
08/17	7.20	9.60	8.34	8.36	1.15	7.21	8.02	3.97	7.31
09/17	7.74	9.98	8.80	8.83	3.27	7.23	8.01	5.15	7.95
10/17	8.19	10.12	8.48	9.06	4.37	7.74	8.00	5.92	8.32
11/17	8.32	10.36	7.72	9.14	5.99	7.79	8.00	6.84	8.59
12/17	8.66	10.41	7.23	9.26	7.41	7.75	8.00	7.59	8.88

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 20/01/2017.

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