

# INFORME de INFLACION

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

## Contenido:

- Acuerdos de precios se harán sentir en próximos meses
- Actualización del diagnóstico de inflación y proyecciones
- Debates sobre el proceso inflacionario

N° 125

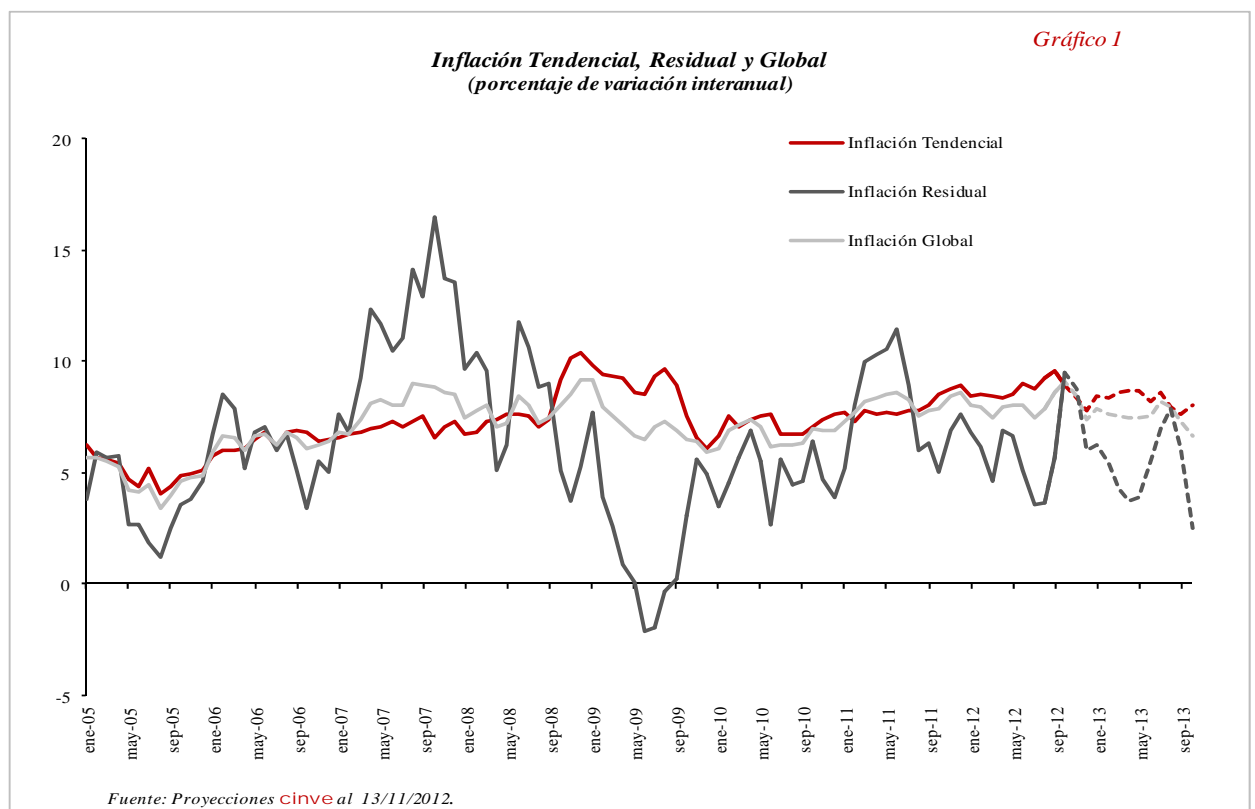
30 de Noviembre de 2012

## ACUERDOS DE PRECIOS SE HARÁN SENTIR EN PRÓXIMOS MESES

El alto dato de inflación de octubre (1,15%) determinó una nueva aceleración de la inflación interanual que se ubicó en 9,1%, asociada al incremento de los precios de los alimentos no elaborados y la reversión de la bonificación de tarifas de UTE. Sin embargo, si tomamos en cuenta estos factores puntuales, el dato de octubre no sería tan negativo, a pesar de que la inflación se encuentra por encima del 9%. En línea con esto, el desglose de la evolución de los distintos rubros señala que tanto la reducción del tipo de cambio como el comienzo de los acuerdos de precios (que se mantendrán hasta fin de año) permitieron reducir presiones sobre los precios, en particular en lo rubros comprendidos en la inflación tendencial, cuyo incremento mensual fue tan sólo 0,2%.

En los próximos meses esperamos una moderación de los incrementos de precios por diversas fuentes. Por un lado el tipo de cambio continúa por debajo de los \$20, producto de la alta liquidez internacional que determina un dólar débil y el desfase de las políticas monetarias regionales. Esto permitiría mitigar las presiones sobre los bienes transables, a pesar de que los precios internacionales de los alimentos continúan elevados. Adicionalmente, las medidas heterodoxas implementadas (acuerdos con supermercadistas, reducción de precios en carne y pollo, eliminación de IMESI en productos sanitarios, entre otras) tendrán mayores efectos durante noviembre (a la baja) y se mantendrán hasta diciembre. Por último, una nueva bonificación de UTE en la tarifa de diciembre a través de la eliminación del cargo fijo a determinados consumidores, reduciría la tarifa energética, incidiendo a la baja en la medición del IPC. Estos tres elementos, y en particular los últimos dos, permitirán cerrar el año con un registro inflacionario menor al de meses pasados y por lo tanto reducir los ajustes indexatorios en los salarios del primer semestre de 2013.

Por tanto, los acuerdos de precios permiten comprar tiempo y reducir los efectos indeseados de una inflación desajustada con respecto al objetivo de precios en los salarios del año que viene, reduciendo de esta forma parte de la inercia inflacionaria. En este sentido, dado los esfuerzos realizados, sería deseable transitar en 2013 hacia una mayor sincronización de la política monetaria con la salarial y fiscal para favorecer el control de la inflación, sin esperar a que los riesgos inflacionarios se incrementen como en los últimos meses para actuar activamente a través de instrumentos transitorios, cuyo uso perdería efectividad con la repetición.



## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN Y PROYECCIONES

### Análisis del último dato

El registro de inflación de octubre se incrementó 1,15%, situando la inflación interanual en 9,1%, dato más alto de los últimos cuatro años. En esta ocasión algunos factores puntuales como la finalización del Plan de ahorro de energía “Tu Ahorro Vale Doble” de UTE y nuevos incrementos en los alimentos no elaborados (carnes y frutas y verduras) determinaron un piso para la inflación mensual de 1%. Más allá del dato mayor al esperado en octubre, éste no sería desalentador ya que reflejaría que tanto la reducción del tipo de cambio como los acuerdos de precios habrían tenido un impacto significativo en la evolución de los precios del mes pasado. Si a esto le añadimos que los acuerdos de precios tendrán un mayor impacto en el mes de noviembre, podemos ser optimistas con la reducción de los guarimos inflacionarios de aquí a fin de año.

Las últimas medidas de política monetaria en Uruguay y Brasil (alza y reducción de las tasas de referencia en 25 pbs., respectivamente) derivaron en fuertes presiones bajistas sobre el tipo de cambio, reduciendo, al menos en parte, las presiones sobre los bienes transables tal como habíamos anunciado en nuestro informe anterior. Sin embargo, los precios internacionales de los commodities alimenticios se mantuvieron elevados. En cuanto a los rubros no transables, es decir aquellos que no se comercian en el mercado externo, si bien se redujeron los incrementos de precios con respecto al mes pasado, continúan evidenciando los efectos alcistas de los incrementos en el salario real y el alto nivel de consumo de los hogares. En lo que refiere a la dinámica salarial, las próximas negociaciones salariales (pendientes de 2012 y las que se efectuarán durante 2013) serán un elemento clave para determinar la evolución de los precios en el mediano y largo plazo.

En cuanto a la inflación tendencial, en octubre se observó una moderación producto de la apreciación del peso y de un primer impacto de los acuerdos de precios. De todas formas, ésta se mantiene en el entorno de 9% por lo que no se descarta que se introduzcan nuevas medidas como una extensión de la canasta involucrada en los acuerdos de precios, exoneración de impuestos sobre algunos productos, postergación en aumentos o rebajas de tarifas públicas. Sin embargo estas medidas, a pesar de su efecto inmediato, no dejan de ser una solución transitoria, sin atacar los verdaderos determinantes del proceso inflacionario.

### Diagnóstico y proyecciones

*Como es costumbre en esta sección analizamos el contexto actual y las perspectivas para los próximos meses de las principales variables que inciden sobre los precios a nivel nacional. Esta discusión se utiliza como base para plantear los supuestos de estimación de la inflación para los meses venideros.*

En lo que va de 2012, en especial durante el segundo semestre, hemos visto como algunos elementos puntuales asociados a precios volátiles o cambios tarifarios han incidido en la medición inflacionaria y su proyección. En este sentido, los acuerdos de precios convenidos entre el MEF y los supermercados y una nueva bonificación de UTE en diciembre, vuelven incierto las proyecciones de precios para noviembre y diciembre. Sin embargo, estos dos elementos permiten prever efectos bajistas sobre la medición del IPC, al menos en estos rubros.

Por el lado de las presiones externas, los precios internacionales, en especial de los granos, se mantienen en niveles elevados, elemento que ha impulsado al alza los precios en los últimos meses. Sin embargo, los efectos inflacionarios provenientes de los altos precios se han mitigado, al menos en parte, con las reducciones en el tipo de cambio observadas en octubre y lo que va de noviembre. En este sentido se espera que el tipo de cambio continúe por debajo de \$20, al menos hasta fin de año dado el rol central que ha tomado la lucha contra la inflación. De todas formas, la apreciación del peso podría ser transitoria dado los costos en términos de inserción comercial, superándose una vez los riesgos inflacionarios se disipen.

Una mención especial merece la evolución del precio del petróleo. Si bien éste ha mostrado cierta volatilidad en los últimos meses, la tendencia bajista del último tiempo permitiría una rebaja de combustibles durante diciembre o enero. En este sentido, el timing del descenso de combustibles podría responder a elementos de política, descendiendo en diciembre (y reduciendo el registro de inflación de fin de año y el posterior correctivo por desvío en los ajustes salariales de enero) o en enero (amortiguando el rebote de los acuerdos de precios y la bonificación de UTE). De todas formas, más allá del mes en que se resuelva, es esperable que los combustibles descendan en los próximos meses.

En cuanto a los factores internos, éstos se asocian principalmente a la evolución de los salarios. En especial dado el incremento de los salarios reales privados por encima del 4% en los últimos dos años. Este último factor ha estado en el centro del debate inflacionario y requerirá de moderación en las próximas rondas de negociación colectiva, si se quiere reducir las presiones inflacionarias de cara al próximo año.

En suma, si bien el dato de inflación resultó levemente superior al esperado, la moderación de la inflación tendencial y los efectos aún no observados de los acuerdos de precios, junto a otras posibles medidas heterodoxas permiten afirmar que se procesará una reducción de la inflación interanual en los próximos meses. Sin embargo el panorama para 2013 ya no dependerá de factores transitorios como de aquí a fin de año, sino que estará fuertemente ligado a que se alinee la política fiscal y los acuerdos salariales con la meta inflacionaria.

Cuadro 1		
Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		
	Inflación general	Inflación Tendencial
Mensual (Noviembre)	-0.2	0.1
Próximos 12 meses (Octubre 2013)	6.7	8.0
Año calendario 2012	7.4	7.8
Año calendario 2013	7.9	8.6

Fuente: Proyecciones cinve al 13/11/2012.

## DEBATES SOBRE EL PROCESO INFLACIONARIO

En el Informe de Inflación N° 124, correspondiente a Octubre pasado, discutíamos sobre los efectos derivados del COPOM de Setiembre y los debates actuales de la política monetaria en los cuales el foco no parece ceñirse a su rol ni su efectividad en el control inflacionario. En línea con esto, algunos de los elementos planteados referían a la pertinencia y relevancia de un incremento en la tasa de referencia de política monetaria en el actual contexto de desaceleración económica y a la debilidad de la política monetaria en la contención de las presiones inflacionarias, ya sea por la falta de timing o pasividad en su accionar, o por la dificultad de transmisión de las decisiones de política.

En otro orden, desde hace algún tiempo la evolución de los salarios y la negociación colectiva han estado presentes en el debate inflacionario, tanto por su desajuste con respecto a las pautas establecidas por el gobierno en algunos sectores como por su posible incidencia en los registros inflacionarios de los últimos tiempos a través de fuertes incrementos en el salario real. Justamente, en este sentido un reciente estudio<sup>1</sup> de cinve sobre persistencia inflacionaria y el traslado de salarios a precios finales señala, entre otros elementos, que actualmente –en un contexto de alto nivel de actividad y bajo desempleo– por cada 1% que se incrementan los salarios privados, los precios al consumo del componente tendencial de precios se incrementan en 0,3%. A su vez los autores encuentran correlación positiva e incidencia directa desde el *pass through* salarial hacia la persistencia inflacionaria (que se incrementó en los últimos años). Esto sería un obstáculo tanto para lograr la estabilidad de precios en línea con el objetivo inflacionario, así como para la implementación de la política monetaria.

El otro elemento presente en el debate actual sobre inflación y salarios es el referido a los márgenes empresariales o *mark ups*. Este factor de alza de precios suele ser procíclico, es decir que evoluciona conjuntamente con el ciclo económico. Si tomamos esto en consideración, podríamos indicar que es esperable que los márgenes de los empresarios se reduzcan dado la desaceleración de la economía observada durante 2012 y esperada en 2013. Adicionalmente, el poder de determinación de precios (elemento también relacionado con el *pass through* salarial) por parte de los empresarios es distinto según el sector de actividad y se asocia principalmente a la existencia o no de competidores, internos a la economía o externos.

A modo de ejemplo es esperable que los empresarios de bienes transables tengan menor incidencia en los precios que aquellos que ofrecen servicios. Un análisis preliminar sobre el tema permite observar comportamientos disímiles. Mientras en transporte y salud los salarios crecen por encima de los precios en los últimos años, en la educación los precios finales se incrementaron levemente por encima de los salarios, presión sobre los precios del rubro. No obstante, este análisis no es más que una aproximación preliminar, la cual intentaremos profundizar en próximos informes.

Por tanto, dado el esquema inflacionario actual ya discutido anteriormente, y más allá de las medidas transitorias de afectación de precios (acuerdos de precios, postergación de tarifas, eliminación de IMESI para algunos productos, entre otras) existe un margen muy reducido de la política económica para actuar sobre los fundamentos del proceso inflacionario. Por el lado de la política salarial sería deseable para todas las partes involucradas en la negociación salarial coordinar los incrementos salariales y su traslado a precios de cara al

<sup>1</sup> Domínguez, M., Lanzilotta, B., Rego, S., Regueira, P. y Rodríguez, S. “Persistencia inflacionaria y *pass through* salarial: diagnóstico y causalidad”, XXVII Jornadas de Economía del BCU.

futuro, tanto para reducir presiones inflacionarias como para evitar ajustes en términos de empleo en un contexto de menor actividad económica.

Por el lado monetario, el esquema parece estar tensionado al máximo ya que nuevas contracciones monetarias, además de perjudiciales en términos de actividad, continuarían apreciando el peso y deteriorando la relación de precios relativos con el exterior. Sin embargo, si no existe una mayor sincronización entre las distintas políticas discutidas anteriormente, será el tipo de cambio y la competitividad quienes pagarán los costos asociados al combate de la inflación.

Otra posibilidad en términos de lucha anti-inflacionaria, aunque con efectos de más largo plazo y posiblemente con mayores costos en términos de economía política, proviene de cambios dentro del esquema de inflación actual. En este sentido, el BCU enfrenta una dicotomía entre una inflación “baja” (rango meta entre 4%-6%) y poco creíble y una inflación sincerada con el proceso inflacionario observado en los últimos años y generar un historial de cumplimiento con el objetivo, intentando recomponer la credibilidad y reputación perdida y ajustar las expectativas hacia este nuevo rango. Con esto no se pretende “acertarle al patito” pero si sincerar el régimen inflacionario ante una meta incumplida sistemáticamente. Este debate sería deseable, ya no en términos inflacionarios, sino para los efectos derivados de la política monetaria y su credibilidad entre los agentes. Al fin y al cabo, darle credibilidad hoy redundará en beneficios futuros y permitirá contar con un nuevo instrumento, posiblemente necesario ante shocks externos y cambios en el ciclo económico.

\*\*\*

*Cuadro Estadístico 1.*

*Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Octubre de 2012*

Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.24	-0.12	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.41	1.01	0.9%
(3) SERVAd (8,55%)	-0.76	-1.02	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.20</b>	<b>0.24</b>	
(4) ANE (12,12%)	3.17	0.53	3.3%
(5) ENE (8,33%)	7.47	7.51	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.00	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>4.13</b>	<b>2.82</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>1.15</b>	<b>0.87</b>	
(*) 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 2009/ Dic 2008</i>	3.05	7.61	9.42	6.09	1.59	10.20	2.67	4.94	5.90
<i>Dic 2010/ Dic 2009</i>	5.95	9.92	6.35	7.61	9.42	-2.03	-0.48	3.93	6.93
<i>Dic 2011/ Dic 2010</i>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<b><i>Dic 2012/ Dic 2011</i></b>	6.13	9.54	8.56	7.80	8.76	4.11	1.91	6.01	7.36
<b><i>Dic 2013/ Dic 2012</i></b>	7.64	9.91	7.49	8.57	7.09	5.51	3.00	5.90	7.93
<i>Prom 2009/ Prom 2008</i>	7.11	11.14	6.55	8.55	5.09	-2.13	2.53	1.99	7.06
<i>Prom 2010/ Prom 2009</i>	4.63	8.47	9.74	7.17	5.62	4.82	1.04	4.86	6.70
<i>Prom 2011/ Prom 2010</i>	6.20	10.68	7.18	7.98	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<b><i>Prom 2012/ Prom 2011</i></b>	7.51	10.04	8.66	8.67	6.20	7.96	2.08	6.13	8.04
<b><i>Prom 2013/ Prom 2012</i></b>	7.04	9.81	8.49	8.35	6.89	4.54	2.92	5.43	7.63

Fuente: Proyecciones elaboradas por cinve al 13/11/2012.

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%)
01/12	0.15	0.51	1.36	0.44	0.40	4.12	0.04	1.65	0.74
02/12	0.42	1.09	1.53	0.82	1.18	0.01	1.81	0.86	0.83
03/12	0.65	1.29	-0.02	0.84	2.98	0.06	0.01	1.46	0.99
04/12	0.78	0.59	0.11	0.63	1.73	1.59	0.02	1.41	0.82
05/12	0.77	0.74	0.00	0.67	-0.13	0.92	0.00	0.26	0.57
06/12	1.04	1.03	0.16	0.94	-3.53	0.21	0.01	-1.64	0.30
07/12	0.50	0.69	0.39	0.57	1.80	-4.28	0.01	-0.69	0.27
08/12	0.74	1.00	3.42	1.15	2.00	-1.95	0.00	0.30	0.93
09/12	0.78	0.79	1.67	0.88	3.21	1.89	0.01	2.24	1.21
10/12	0.24	0.41	-0.76	0.20	3.17	7.47	0.00	4.13	1.15
11/12	-0.27	0.50	0.00	0.08	-2.06	0.00	0.00	-1.02	-0.20
12/12	0.27	0.62	0.00	0.38	-0.97	-5.27	0.00	-2.34	-0.29
01/13	0.75	0.96	2.32	1.02	0.62	5.51	0.00	2.20	1.31
02/13	0.55	1.23	0.00	0.77	-0.82	0.00	3.00	0.06	0.59
03/13	0.96	1.13	1.34	1.08	0.88	0.00	0.00	0.43	0.92
04/13	1.01	0.59	0.00	0.71	1.74	0.00	0.00	0.85	0.75
05/13	0.69	0.56	0.00	0.56	-0.39	0.00	0.00	-0.19	0.38
06/13	0.51	0.65	0.00	0.51	-0.16	0.00	0.00	-0.08	0.37
07/13	0.58	0.73	3.11	0.93	1.42	0.00	0.00	0.70	0.87
08/13	0.33	1.07	0.00	0.60	2.27	0.00	0.00	1.12	0.72
09/13	0.50	0.66	0.54	0.57	1.08	0.00	0.00	0.54	0.56
10/13	0.60	0.60	0.00	0.53	1.25	0.00	0.00	0.63	0.55
11/13	0.52	0.66	0.00	0.52	-0.81	0.00	0.00	-0.41	0.30
12/13	0.40	0.66	0.00	0.46	-0.16	0.00	0.00	-0.08	0.33

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/11/2012.

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 anual

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%)
01/12	6.98	10.23	8.54	8.47	3.50	14.03	1.94	6.77	8.05
02/12	7.00	9.99	9.63	8.52	3.43	12.29	2.12	6.19	7.94
03/12	6.82	10.23	8.07	8.35	3.92	6.92	2.12	4.65	7.48
04/12	7.08	9.98	7.91	8.36	7.63	8.18	2.13	6.91	7.99
05/12	7.46	10.18	7.53	8.58	7.75	9.04	2.12	7.27	8.25
06/12	8.07	10.44	7.54	8.98	3.21	9.07	2.13	5.07	8.00
07/12	8.26	9.98	6.77	8.79	3.63	4.13	2.13	3.55	7.48
08/12	8.60	10.01	9.51	9.29	5.44	1.91	2.09	3.66	7.88
09/12	8.80	10.17	10.88	9.60	8.24	3.86	2.10	5.71	8.64
10/12	7.92	9.99	9.65	8.97	10.64	11.43	2.10	9.52	9.11
11/12	6.88	9.85	8.81	8.32	9.23	11.40	2.02	8.79	8.44
12/12	6.13	9.54	8.56	7.80	8.76	4.11	1.91	6.01	7.36
01/13	6.77	10.02	9.58	8.43	9.00	5.50	1.87	6.59	7.97
02/13	6.91	10.17	7.93	8.37	6.84	5.49	3.06	5.74	7.72
03/13	7.24	9.99	9.40	8.63	4.66	5.42	3.05	4.67	7.64
04/13	7.48	9.99	9.27	8.72	4.67	3.77	3.03	4.10	7.57
05/13	7.49	9.93	8.79	8.65	5.55	2.93	3.03	4.22	7.55
06/13	6.92	9.52	8.62	8.19	9.25	2.72	3.02	5.88	7.62
07/13	7.00	9.56	11.56	8.57	8.84	7.31	3.01	7.36	8.28
08/13	6.56	9.63	7.87	7.98	9.13	9.44	3.01	8.24	8.05
09/13	6.27	9.49	6.67	7.65	6.88	7.42	3.00	6.45	7.35
10/13	6.65	9.70	7.49	8.01	4.88	-0.05	3.00	2.86	6.72
11/13	7.50	9.87	7.49	8.48	6.22	-0.05	3.00	3.50	7.25
12/13	7.64	9.91	7.49	8.57	7.09	5.51	3.00	5.90	7.93

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 13/11/2012.

BENE: Bienes Elaborados No Energéticos.

SERVnoA: Servicios No Administrados

SerVAd: Servicios Administrados

ANE: Alimentos No Elaborados.

ENE: Energéticos.

SERVPub: Servicios administrados públicos.