

# INFORME de INFLACIÓN

CINVE ▪ Centro de Investigaciones Económicas

ISSN: 2301 - 1319

## Contenido:

- Dólar Acecha la Inflación
- Nuevos lineamientos tendrían bajo efecto en inflación
- Actualización del diagnóstico de inflación

N° 157

28 de Julio de 2015

## DÓLAR ACECHA LA INFLACIÓN

En consonancia con lo observado desde hace ya algunos meses, el crecimiento de precios registrado durante el mes de junio se ubicó estrechamente en línea con lo previsto. Así, el dato de inflación de 0,45%, resultó muy próximo tanto a la proyección puntual de cinve que preveía un aumento de 0,44%, como a la mediana de los analistas encuestados por el Banco Central del Uruguay (BCU) que se encontraba en 0,43%. De esta forma, la inflación interanual alcanzó en junio 8,53%, marcando el cuarto mes consecutivo de crecimientos en el indicador. Adicionalmente, las recientes presiones cambiarias, en conjunto con el aumento registrado por los combustibles vuelven improbable un escenario de reversión de dicha tendencia. Por el contrario, asignamos una muy baja probabilidad a que la inflación pueda converger al techo del rango meta fijado por el BCU (3%-7%) en un horizonte de 24 meses.

Por su parte, el indicador tendencial de inflación, medido a través de un indicador de exclusión (se excluyen de la canasta la carne, frutas y verduras, tarifas públicas y bienes energéticos) fue de 0,65%, en línea con lo previsto (0,63%). En términos interanuales, la inflación tendencial registró un leve aumento respecto al mes de mayo, pasando de 9,22% a 9,33%. Asimismo, parte de las presiones que actualmente estarían impulsando la inflación serían estructurales y por tanto persistirían, llevando a que la inflación tendencial finalice 2015 por encima de lo previsto meses atrás. Concretamente, en tanto en junio esperábamos que dicho guarismo cerrara en torno a 9,2%, hoy nuestras previsiones se han elevado a 9,8%. En la medida que la inflación tendencial es un indicador depurado de efectos transitorios y por tanto mide de manera fehaciente las presiones inflacionarias estructurales de la economía, el incremento de las previsiones para fin de año constituye una señal de alarma para la economía en su conjunto. Asimismo, esperamos observar medidas concretas de las autoridades económicas, ya que de lo contrario no sería improbable que las expectativas de inflación comiencen a desanclarse paulatinamente.

A su vez, en junio el incremento observado en los precios de los componentes transables de la economía (bienes y servicios que se comercializan con el exterior) alcanzó 0,63%, siendo sensiblemente superior al registrado por los no transables, cuyo crecimiento se ubicó en 0,31%. De hecho, junio constituyó el cuarto mes consecutivo donde se observa que el incremento en el precio de los rubros transables es igual o superior al registrado por los no transables. No obstante, en términos interanuales, la inflación no transable se encuentra holgadamente por sobre el crecimiento de precios evidenciado por los componentes transables. Asimismo, en la medida que ambos componentes poseen un peso similar en la canasta de consumo, los bienes no transables se mantienen como los de mayor influencia en el actual proceso inflacionario, tendencia que por otra parte, parecería estarse revirtiendo.

	Proyecciones de inflación (porcentaje de variación interanual)		Cuadro 1
	Inflación General	Inflación Tendencial	
Mensual (Julio)	1.06	0.88	
Año calendario 2015	9.5	9.8	
Año calendario 2016	8.7	9.2	

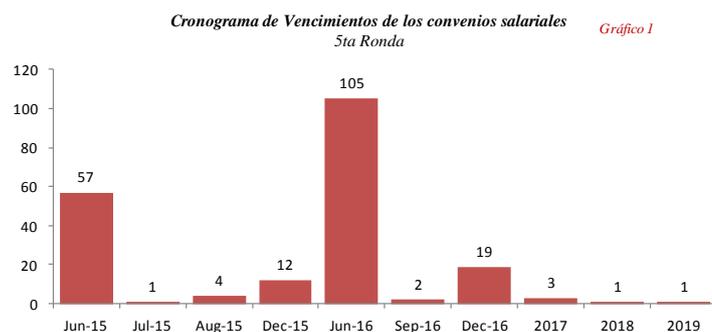
Fuente: Proyecciones **cinve** al 27/7/2015.

Por último, debemos puntualizar que la proyección de inflación correspondiente a 2015 y 2016 sufrió una corrección al alza por segundo mes consecutivo. Ello se debe fundamentalmente al aumento de las expectativas de depreciación en el primer caso, y a la actualización de las variaciones esperadas de las tarifas públicas en el segundo. Por lo tanto, actualmente esperamos que la inflación se ubique en 9,5% en 2015 y 8,7% en 2016. Por otra parte, estimamos que el dólar compatible con una inflación cercana a 10% sería superior a 30 pesos por dólar.

## Lineamientos para la 6<sup>ta</sup> Ronda de Consejos de Salarios: sin espacio para afectar la inflación en 2015 y 2016.

Los actuales lineamientos para la 6<sup>ta</sup> Ronda de Consejos de Salarios, que fueran presentados recientemente por el Poder Ejecutivo proponen esencialmente dos novedades respecto a lo observado en los convenios acordados en las anteriores rondas de negociación salarial. Por un lado, se propone establecer ajustes de salarios nominales, sin mecanismos de indexación. Por otro lado establecen niveles de crecimientos nominales que muy probablemente impliquen niveles de crecimiento del salario real cercano a 0%. Desde el Poder Ejecutivo se ha argumentado que los fundamentos centrales para impulsar estas directrices son la preocupación por el nivel de empleo y la reducción de las presiones inflacionarias presentes en la economía. En este sentido, en lo que sigue abordamos uno de estos problemas, preguntándonos qué consecuencias tendría en términos inflacionarios la aplicación de las pautas salariales elaboradas por el Poder Ejecutivo como modelo para los ajustes salariales de los próximos años.

Previamente, algunas puntualizaciones son necesarias. En primer lugar, debemos señalar que no todos los convenios salariales finalizaron en junio de 2015, de hecho este grupo no es siquiera el mayoritario. Concretamente, el calendario de vencimiento de los convenios marca que la gran mayoría vencerá en junio de 2016, e incluso un grupo no menor de acuerdos perderá vigencia recién en diciembre del siguiente año.



A su vez, tampoco todos los sectores de la economía presentan un calendario de vencimientos similar. Por ejemplo, mientras el comercio concentra el 75% de los vencimientos durante junio de 2016, el 67% de los convenios de los hoteles y restaurantes vencieron en junio de 2015, y el 100% de los convenios salariales vinculados a la enseñanza habrán vencido durante julio de 2015.

A pesar de la heterogeneidad observada entre sectores, el hecho de que la mayoría de los convenios caduquen recién en la segunda mitad de 2016 o bien una vez finalizado ese año, dota a la economía de una rigidez muy importante en materia de precios en el mediano plazo. Es decir, al menos hasta la segunda mitad de 2016 los componentes indexatorios en los ajustes salariales seguirán vigentes

En segundo lugar, los actuales lineamientos estimulan la clasificación de los sectores según el desempeño económico esperado, a partir de las consideraciones de los propios trabajadores y empresarios vinculados al rubro. Luego, se establece el régimen de crecimientos nominales según lo presentado en el Cuadro 2.

Ajustes Salariales			
Lineamientos del Poder para la 6 <sup>a</sup> Ronda de Consejo de Salarios			
	Sector en Problemas	Sector Medio	Sector Dinámico
1er Año	8.0	8.5	10.0
2do Año	6.5	7.5	9.0
3do Año	6.0	7.0	8.0

*Fuente MTSS.*

Ello implica un alto grado de incertidumbre en la proyección de inflación, ya que podría dar lugar a comportamientos estratégicos por parte de trabajadores y empresarios. No obstante, si utilizamos como supuesto central que dicha clasificación debiera corresponder, al menos en parte, al nivel de crecimiento de actividad observado por el sector en cuestión; observaríamos que la gran mayoría de los sectores debería ubicarse en el sector medio, prácticamente no observándose sectores dinámicos, al tiempo que los sectores en problemas serían escasos, destacándose como excepción la construcción y algunos rubros de la industria manufacturera.

En tercer lugar, es preciso recordar que los salarios sumergidos tienen pautados incrementos superiores. Concretamente los salarios entre \$10.000 y \$12.000 tienen previsto un incremento adicional por año de 3,5%, en

tanto que aquellos salarios entre \$12.000 y \$14.000 crecerían 2,5% adicional. Asimismo, el aumento del Salario Mínimo Nacional (SMN) para los próximos años es sustantivamente más importante que el que surgiría de la pautas de crecimientos nominales fijadas para el resto de los salarios. En particular, hoy el SMN se encuentra fijado en \$10.000, valor que en 2016 ascendería hasta \$11.500. Asimismo, en 2017 alcanzaría los \$12.265 y en 2018 \$13.430, lo cual implica crecimientos porcentuales de 10% y 9,5%, respectivamente.

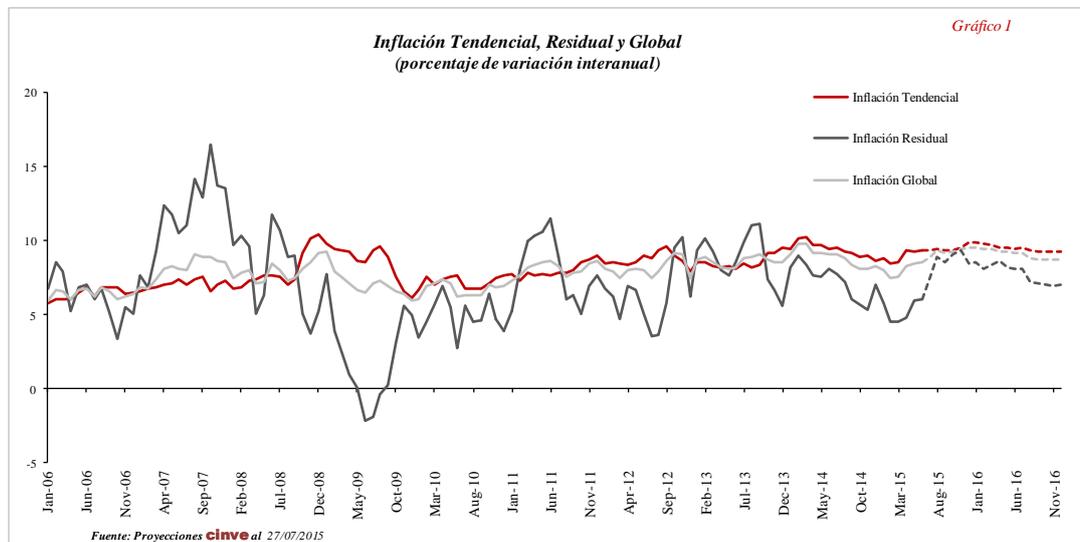
Con estas precisiones en mente, destacamos que según nuestras previsiones la inflación es virtualmente igual y sólo mínimamente inferior en 2016 tanto si se siguen los nuevos lineamientos, cómo si se continuara con el esquema anterior, suponiendo que el ajuste real sería cercano al 1%. Luego, hacia 2017, la inflación cedería hasta 8,4%. No obstante, el *pass-through* salarial observado es algo más bajo del esperado según lo reportado en algunos trabajos referidos al tema. Desde nuestro punto de vista ello se puede deberse a las razones esgrimidas previamente, tal como el aumento del SMN por encima del promedio de los salarios, y por la presencia de algunas nuevas rigideces en sectores fundamentales como la salud.

En suma, la inflación de 2015 y 2016 está fuertemente afectada por los convenios salariales negociados durante la 5ta Ronda de Consejo de Salarios, por ende la aplicación de las nuevas pautas tendría un efecto marginal sobre el mencionado indicador. Por su parte, la desaceleración que potencialmente esperaríamos durante 2017 se ve menguada, tanto por el importante crecimiento esperado de los salarios más sumergidos, como por la presencia de algunas rigideces estructurales presentes en la actual estructura de precios.

## ACTUALIZACIÓN DEL DIAGNÓSTICO DE INFLACIÓN

El Índice de Precios al Consumo (IPC) creció 0,45% durante el mes de junio, según los últimos datos divulgados por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Este registro se encuentra en línea con nuestra proyección puntual (0,44%) y con la mediana de las respuestas de los analistas consultados por el BCU (0,43%). Al desagregar en grandes agrupaciones podemos apreciar que tanto los Servicios no Administrados (SERVnoA), como los Bienes Elaborados no Energéticos (BENE) registraron incrementos de precios relativamente similares, próximos al 0,7%. Entre los segundos, se destaca el crecimiento registrado por los productos del tabaco, donde se observa un incremento 2,3%. Asimismo, en el comunicado publicado de manera conjunta al dato de inflación por el INE, se destaca la incidencia de precios vinculados a la vivienda en el dato general. Por último, sobresale la disminución que registraron los precios de frutas y verduras, cercana a -2,4%.

Para acceder a nuestro análisis completo del último dato de inflación (junio 2015), [hacer click aquí](#)



Sin dudas el evento macroeconómico más importante está vinculado al intenso proceso de depreciación del peso registrada en las últimas semanas. Concretamente, durante la última semana el dólar interbancario registró un aumento de 3,5%, totalizando, de esta manera, un crecimiento de 5,4% durante el mes de julio, cotizando al cierre de este informe en 28,45 pesos por dólar. La depreciación local del peso estuvo acompañada por un fortalecimiento del dólar a nivel global, particularmente en Brasil donde la paridad cambiaria avanzó hasta 3,35 reales por dólar. Es necesario puntualizar que no preveíamos un avance tan importante del TC, en tanto nuestras previsiones marcaban que el TC finalizará 2015 en torno a 28 pesos por dólar. En función de las innovaciones de julio, las nuevas previsiones de TC marcan que cerraría el año alrededor de los 29 pesos, en tanto se mantiene la depreciación esperada para 2016 en 11%.

En el plano regional, Brasil registró una caída de 1,6% en el nivel de actividad durante el primer trimestre, sin que ninguno de los componentes de la demanda obtuviera variaciones positivas. A su vez, tanto los índices de confianza del consumidor como de los empresarios presentaron caídas interanuales cercanas al 20% durante mayo. En este contexto se han procesado distintos ajustes de la economía, por un lado el real se ha depreciado de manera importante, y desde principios de año los precios administrados se encuentran creciendo holgadamente por encima de la inflación con el objetivo de corregir el resultado fiscal. Como consecuencia conjunta de estos procesos, la inflación alcanzó en junio 8,9%. Concomitantemente, la tasa de interés Selic ha crecido sensiblemente desde comienzo de años hasta ubicarse en 13,75%, profundizando los efectos contractivos sobre una economía acechada por el escepticismo económico y político.

Argentina por su parte presentó durante la primera mitad del año una relativa mejora en sus indicadores de actividad económica. Por ejemplo, el nivel de actividad habría crecido 2,2% interanual en mayo según el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), mientras que el nivel de inflación parece estar bajo control. No obstante los desequilibrios macroeconómicos persisten, razón por la cual las expectativas de los agentes son tan diversas.

En el frente interno la noticia central estuvo vinculada al aumento de los combustibles pautado por el directorio de ANCAP. Finalmente la suba consistió en un aumento de 7% para las naftas, 5% en el caso del gasoil y 6,1% para el supergas. En su conjunto, los combustibles aumentaron en promedio 5%, lo cual debería tener un impacto sobre el IPC de 0,25 p.p, aunque distribuido entre julio y agosto. Al respecto, es preciso aclarar que el mencionado incremento de precios se encontraba incorporado en nuestras proyecciones desde hace dos meses y por tanto las mismas no fueron afectadas por esta eventualidad.

## RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

<i>Cuadro Estadístico 1.</i>			
<i>Valores observados y predicciones de los precios al consumo. Junio de 2015</i>			
Índices de Precios al Consumo	Crecimiento Observado (%)	Predicción (%)	Intervalos de predicción (*)
(1) BENE (36,38%)	0.70	0.66	0.9%
(2) SERVnoA (30,34%)	0.71	0.70	0.9%
(3) SERVAdm (8,55%)	0.20	0.13	
<b>INFLACIÓN TENDENCIAL (1+2+3) (75,27%)</b>	<b>0.65</b>	<b>0.62</b>	
(4) ANE (12,12%)	-0.47	-0.30	3.3%
(5) ENE (8,33%)	0.15	0.00	n.c.
(6) SERVPub (4,28%)	0.01	0.00	
<b>INFLACIÓN RESIDUAL (4+5+6) (24,73%)</b>	<b>-0.20</b>	<b>-0.16</b>	
<b>INFLACIÓN IPC (1+2+3+4+5+6) (100%)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.44</b>	
(*) Al 80% de significación. Fuente: Datos observados: INE - Predicción: <b>cinve</b>			
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 2012/ Dic 2011</i>	7.35	10.75	9.20	8.93	6.65	11.93	1.90	7.60	8.60
<i>Dic 2013/ Dic 2012</i>	6.23	9.57	8.68	7.88	13.15	-1.35	1.92	6.23	7.48
<i>Dic 2014/ Dic 2013</i>	8.14	10.56	11.06	9.48	6.18	5.98	2.56	5.54	8.52
<i>Dic 2015/ Dic 2014</i>	9.4	11.292	6.0	9.9	11.3	5.6	3.3	8.4	9.5
<i>Dic 2016/ Dic 2015</i>	7.9	10.6	9.3	9.2	8.7	5.9	2.5	7.0	8.7
<i>Prom 2012/ Prom 2011</i>	6.19	10.68	7.18	7.97	9.56	8.99	0.25	7.98	8.09
<i>Prom 2013/ Prom 2012</i>	7.56	10.06	8.68	8.71	6.82	7.48	2.08	6.27	8.10
<i>Prom 2014/ Prom 2013</i>	6.86	10.16	9.64	8.54	11.52	7.78	1.88	8.68	8.58
<i>Prom 2015/ Prom 2014</i>	9.0	10.7	4.4	9.2	10.8	2.7	2.7	6.9	8.6
<i>Prom 2016/ Prom 2015</i>	8.4	10.9	8.2	9.5	10.0	6.3	2.5	7.7	9.1

Fuente: Proyecciones elaboradas por **cinve** al 27/07/2015.

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									
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%)
06/14	0.65	0.56	0.12	0.56	-0.68	0.10	0.01	-0.31	0.35
07/14	0.63	0.68	3.06	0.92	2.14	-2.44	0.01	0.23	0.75
08/14	0.47	0.91	1.17	0.74	1.63	-0.12	-0.09	0.79	0.75
09/14	0.96	0.63	1.80	0.92	2.37	0.09	0.00	1.26	1.00
10/14	0.93	0.61	0.22	0.71	0.25	0.22	0.01	0.21	0.59
11/14	0.37	0.49	0.19	0.40	-1.22	-0.04	0.01	-0.65	0.15
12/14	0.41	0.88	-3.01	0.22	1.72	-11.30	0.01	-2.92	-0.53
01/15	0.77	1.42	1.00	1.07	2.19	14.02	3.33	6.00	2.22
02/15	0.40	1.94	0.86	1.11	0.95	1.65	0.00	1.05	1.10
03/15	1.06	0.73	0.48	0.85	0.39	0.03	0.00	0.22	0.70
04/15	1.14	0.65	0.16	0.82	-0.50	0.16	0.01	-0.21	0.57
05/15	0.69	0.44	0.29	0.54	0.53	0.14	0.00	0.33	0.49
06/15	0.70	0.71	0.20	0.65	-0.47	0.15	0.01	-0.20	0.45
07/15	0.94	0.72	1.30	0.88	2.59	0.78	0.00	1.63	1.06
08/15	0.59	1.32	0.30	0.87	2.89	1.54	0.00	2.05	1.15
09/15	0.84	0.85	0.83	0.84	1.80	0.00	0.00	0.97	0.87
10/15	0.86	0.58	0.17	0.67	1.19	0.00	0.00	0.64	0.66
11/15	0.52	0.67	0.18	0.55	-0.75	0.00	0.00	-0.41	0.32
12/15	0.53	0.73	0.11	0.57	0.05	-11.41	0.00	-3.70	-0.44
01/16	0.52	1.44	1.77	1.05	2.22	14.94	2.50	6.09	2.21
02/16	0.57	1.55	1.34	1.08	0.22	1.74	0.00	0.69	0.98
03/16	0.80	0.87	0.34	0.78	0.82	0.00	0.00	0.44	0.70
04/16	0.78	0.47	0.19	0.58	0.08	0.00	0.00	0.05	0.45
05/16	0.66	0.60	0.29	0.59	-0.17	0.00	0.00	-0.09	0.43

Fuente: Predicciones elaboradas por cinve al 27/07/2015.

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%)
06/14	8.40	10.99	7.58	9.40	10.30	8.10	0.73	8.08	9.08
07/14	8.78	10.74	7.77	9.49	11.91	5.39	-0.59	7.73	9.06
08/14	8.23	10.87	7.63	9.27	10.91	5.11	-0.77	7.15	8.75
09/14	8.02	10.71	7.80	9.12	10.14	2.96	-0.79	6.05	8.36
10/14	8.29	10.14	6.96	8.91	10.03	1.99	-0.78	5.65	8.11
11/14	8.15	10.27	7.30	8.94	9.32	2.04	-0.77	5.30	8.05
12/14	8.17	10.48	3.90	8.65	12.88	1.21	-0.78	6.98	8.26
01/15	8.64	10.38	3.51	8.77	12.88	-1.77	-0.09	5.74	8.02
02/15	8.09	9.86	4.21	8.40	9.31	-0.60	-0.11	4.48	7.43
03/15	8.40	10.07	3.44	8.54	7.50	0.60	3.29	4.52	7.55
04/15	8.90	10.62	6.43	9.36	8.01	0.59	3.29	4.77	8.23
05/15	8.82	10.39	6.41	9.22	10.13	0.87	3.29	5.93	8.41
06/15	8.88	10.55	6.50	9.33	10.36	0.92	3.29	6.04	8.53
07/15	9.22	10.59	4.67	9.29	10.84	4.25	3.28	7.52	8.86
08/15	9.36	11.05	3.77	9.44	12.20	5.98	3.37	8.86	9.30
09/15	9.22	11.29	2.78	9.35	11.58	5.89	3.37	8.54	9.16
10/15	9.15	11.26	2.72	9.30	12.63	5.66	3.36	9.02	9.23
11/15	9.31	11.45	2.72	9.46	13.16	5.70	3.35	9.29	9.42
12/15	9.44	11.29	6.02	9.85	11.31	5.58	3.34	8.41	9.51
01/16	9.17	11.32	6.82	9.83	11.34	6.43	2.51	8.49	9.51
02/16	9.35	10.89	7.34	9.79	10.54	6.53	2.51	8.10	9.38
03/16	9.07	11.05	7.19	9.72	11.00	6.50	2.51	8.34	9.39
04/16	8.68	10.86	7.22	9.46	11.65	6.33	2.51	8.62	9.26
05/16	8.65	11.03	7.22	9.52	10.88	6.18	2.51	8.17	9.20

Fuente: Predicciones elaboradas por **cinve** al 15/06/2015.

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