

DESAFÍOS Y TENSIONES DE LAS POLÍTICAS MACRO PARA BAJAR LA INFLACIÓN Y RECUPERAR SALARIO REAL

Según datos publicados por el INE el martes, la inflación interanual medida a través del IPC se ubicó en el mes de marzo en 9,4%, presentando un aumento de cinco décimas respecto al mes anterior. La inflación mensual fue de 1,1%, por encima de la mediana de expectativas de los analistas del mercado (0,9%). En lo que va del 2022, la inflación acumulada asciende a 4,4%, lo cual reabre el debate sobre los desafíos para contener la inflación y empezar la recuperación salarial.

❖ LOS DESAFÍOS Y TENSIONES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PARA BAJAR LA INFLACIÓN Y RECUPERAR SALARIO

La inflación en marzo se ubicó en 9,4% interanual y en nuestro escenario base alcanzaría el 9,7% - 9,8% en mayo, para luego comenzar a ceder a lo largo del segundo semestre.

INFLACIÓN EN URUGUAY

(variación interanual del Índice de Precios al Consumo)



Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadística. Proyección CED

En un contexto presiones inflacionarias a nivel global no registradas desde hace 40 años, bajar la inflación podría ser uno de los objetivos de la política económica con mayor probabilidad de renuncia.

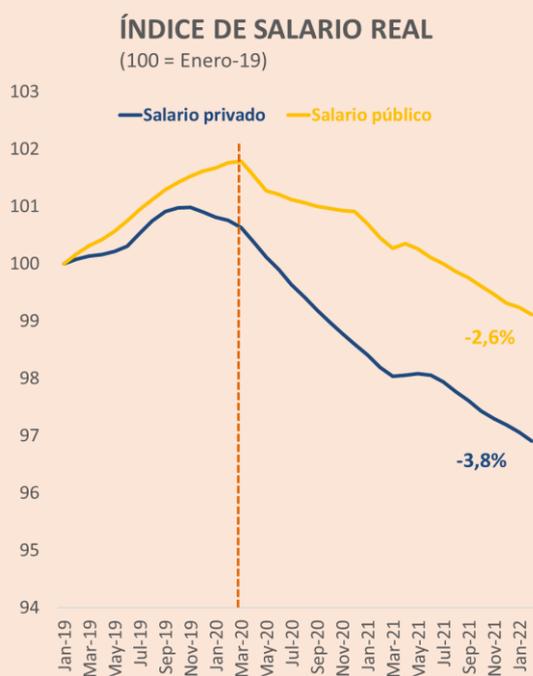
Esto a pesar del fuerte compromiso del gobierno y el Banco Central al inicio de su mandato por tender hacia niveles inflacionarios más acordes a los estándares internacionales antes de la pandemia (3%-4%).

En otras palabras, en un contexto como el actual, el proceso desinflacionario como reforma estructural que implica enormes externalidades positivas para la economía (mejora el bienestar de los consumidores, desalienta la desdolarización, desalienta las operaciones de carry trade, entre otras), podría verse postergado hasta tanto las presiones externas comiencen a ceder.

Sin embargo, el compromiso explícito por parte del gobierno de culminar el quinquenio con niveles de salario real similares a los que había previo a la pandemia implica que el proceso desinflacionario y el control de las presiones inflacionarias de corto plazo tenga una relevancia mayor.

En esta línea, probablemente, recuperar el salario real perdido durante la pandemia sea el principal desafío de la política económica para lo que resta del período de gobierno.

Lo anterior podría implicar tensiones y desafiar la consistencia de las políticas salariales, fiscales y monetarias. En otras palabras, redefinir objetivos y prioridades.



Fuente: INE

1) Política salarial

Desde el punto de vista de la política salarial dada la evolución reciente y esperada de la actividad y el empleo, hay un espacio importante de mejora para la recuperación del salario perdido. Aquel trade off implícito entre empleo-salario

muy latente en 2020 y 2021 va quedando lentamente atrás. No obstante, también es cierto que se mantienen las heterogeneidades sectoriales y persisten problemas estructurales del mercado laboral, por lo que deberá ser un trabajo se sintonía fina.

Sin embargo, bajo las actuales circunstancias y de no haber aumentos nominales adicionales a lo establecido en los convenios salariales (o en su defecto, un adelantamiento de los correctivos para algunos sectores) en el promedio de 2022 y a nivel agregado habría una pérdida moderada del poder adquisitivo. En este sentido, los tres principales puntos de atención serán:

i) Los correctivos por inflación

A mitad de año, algunos convenios salariales del sector privado (aprox. el 30%) firmados en la 9na Ronda de Negociación Salarial de 2021 establecen la aplicación de un correctivo equivalente a la diferencia entre los ajustes nominales acumulados y la inflación observada para el período julio-21 a junio-22. En dichos sectores, es plausible que en 2022 se mantenga el poder adquisitivo del salario.

Por su parte, los restantes convenios se ajustaron a los lineamientos del Poder Ejecutivo y establecieron correctivos bianuales, con fecha de aplicación en 2023. En dichos sectores, parece claro que, de no haber un adelantamiento de los correctivos (o en su defecto, un cambio en los ajustes nominales) y dado la trayectoria esperada de la inflación en lo que resta del año, en 2022 afrontarían una pérdida moderada del poder adquisitivo del salario.

Ambas situaciones generaron incentivos para amortiguar transitoriamente las presiones inflacionarias y afectar la formación de precios en algunos rubros sensibles del IPC: la eliminación del IVA a algunos productos de la canasta de alimentos, el no traslado de todo el aumento de los costos a los precios de los combustibles, así como los eventuales acuerdos de precios que puedan establecerse. En la primera situación, debido los problemas de indexación que traen aparejados los correctivos y su correlato en el desanclaje de las expectativas de los agentes. En la segunda situación, para minimizar la pérdida de salario real en el corto plazo.

No obstante, dichos mecanismos heterodoxos suelen ser acotados en su ámbito de aplicación con resultados muy transitorios sobre el nivel de precios en algunos rubros y no sobre el fenómeno inflacionario como tal.

ii) La negociación salarial en sectores afectados por la pandemia y otros que vencieron en 2021

A mitad de año, en los sectores más afectados por la pandemia (hoteles, restaurantes, agencias de viaje, entre otros) se volverán a convocar las mesas de negociación colectiva tras dos acuerdos puentes firmados en 2020 y 2021 respectivamente.

Allí se verá con mayor claridad la tónica adoptada por el gobierno de cara a dichos lineamientos. ¿Habrán ajustes nominales más elevados? ¿Será extensivo al resto de los sectores de actividad en 2023 o se volverá a convocar a todos los sectores en

2022? ¿Qué proyecciones de inflación se tomarán como referencia?

La recuperación salarial en sectores afectados está enormemente desafiada dado que la pérdida fue mayor debido a la ausencia de correctivos en julio de 2021 y julio de 2022, la aplicación de ajustes nominales anuales y no semestrales, y la no incorporación de porcentajes de recuperación en los acuerdos puente.

Esta y la anterior, son dos situaciones que van a tensionar la política monetaria y la evolución de los precios de los servicios no transables cuya formación de precios está determinada por la trayectoria del salario. Es importante destacar que la inflación no transable ha estado relativamente anclada en torno a 7,5% hace muchos meses.

IPC TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(variación interanual de cada componente)



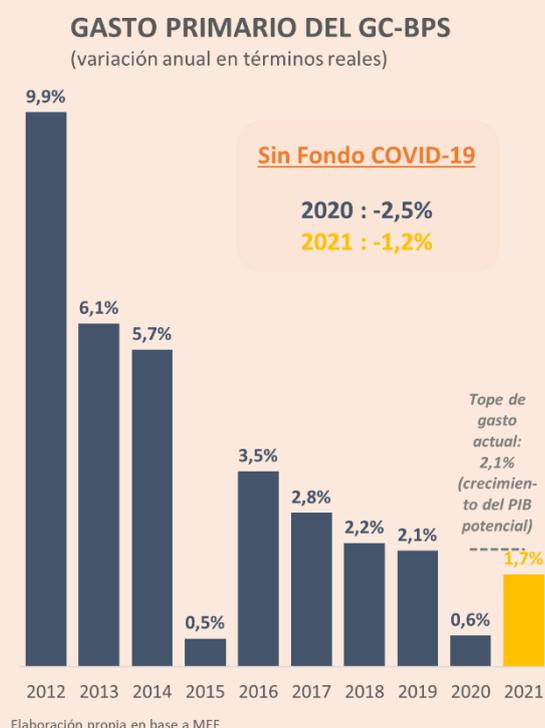
Fuente: Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadística

iii) La negociación salarial en el sector público

Otro de los asuntos relevantes en materia salarial guarda relación con el sector público. Allí se espera para este mes de abril la convocatoria al Consejo Superior de

Negociación Colectiva del Sector Público tal como lo establece la Ley de Presupuesto Quinquenal 2020-2024.

En dicha instancia se discutirá cuál fue efectivamente la pérdida salarial durante 2020 y 2021, así como los mecanismos y cronogramas que pautarán su recuperación. Ello podría limitar el margen de maniobra de los otros rubros de egresos del Gobierno Central y BPS dado la restricción imperante al aumento del gasto real (2,1%) establecida en la regla fiscal vigente.



2) Política fiscal

En lo fiscal, la mayor discusión en 2022 estará centrada en:

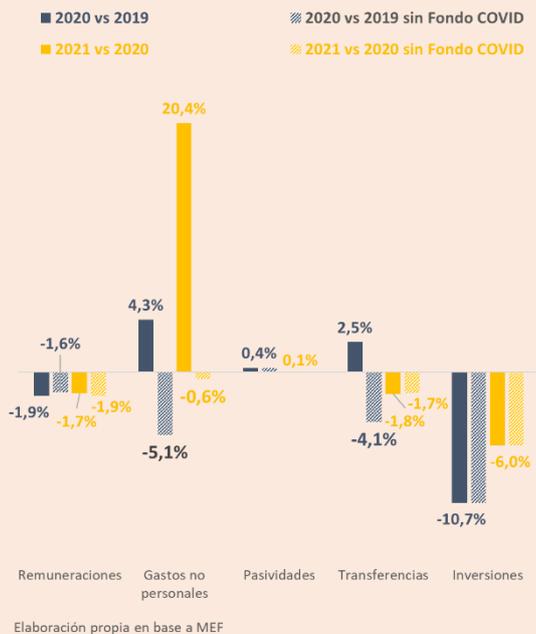
- i) la recuperación del **poder adquisitivo de los salarios públicos y las jubilaciones** y sus derivaciones comentadas anteriormente.
- ii) los mayores estímulos vía **reducción de impuestos** como los

anunciados por el Presidente para 2023 en el caso de que la economía crezca por encima de lo proyectado por el gobierno (3,8%).

- iii) los eventuales **aumentos de gastos vía Rendición de Cuentas**, última instancia donde se podrán realizar refuerzos presupuestales para 2023 y 2024.
- iv) la puesta en marcha de un conjunto de **inversiones**, muchas de las cuáles están comprometidas en la Ley de Presupuesto 2020-24, luego de un 2021 donde la misma se ubicó en niveles históricamente bajos (1,8% del PIB).
- v) la normalización del **desempeño de las empresas públicas**; en particular UTE por los mayores costos en generación de energía.
- vi) los costos fiscales derivados del **subsidio a los combustibles y de las exoneraciones transitorias de IVA**.

Todos los puntos comentados implican renuncias o mayores erogaciones fiscales, algunas de las cuales ya están efectivas, mientras otras surgen por los propios compromisos políticos asumidos

GASTO PRIMARIO DEL GC-BPS POR RUBRO (variación en términos reales)



Asimismo, el avistamiento del ciclo electoral, el haber despejado la incertidumbre fiscal dado la importante reducción del déficit estructural (2,0 p.p. del PIB) y el mayor impulso en la recaudación dado el dinamismo de la actividad y el empleo, podrían suponer una mayor “tentación” de migrar desde una fase contractiva de la política fiscal hacia una fase algo más expansiva o procíclica.

Al respecto, hay dos puntos a destacar. Por un lado, la propia regla fiscal debería acotar esa eventual mayor prociclicidad por dos vías: el tope al incremento del gasto real y el enfoque estructural donde a medida que la brecha del producto se vaya cerrando los ajustes cíclicos de las partidas de ingresos y gastos se volverán negativos (presionando negativamente el resultado fiscal estructural). En segundo lugar, en todo caso la fase más contractiva quedaría atrás y por ende la política fiscal podría en cierta forma desalinearse en sus objetivos con la política monetaria para reducir la inflación y por esa vía recuperar el salario perdido durante la pandemia. En otras palabras, la

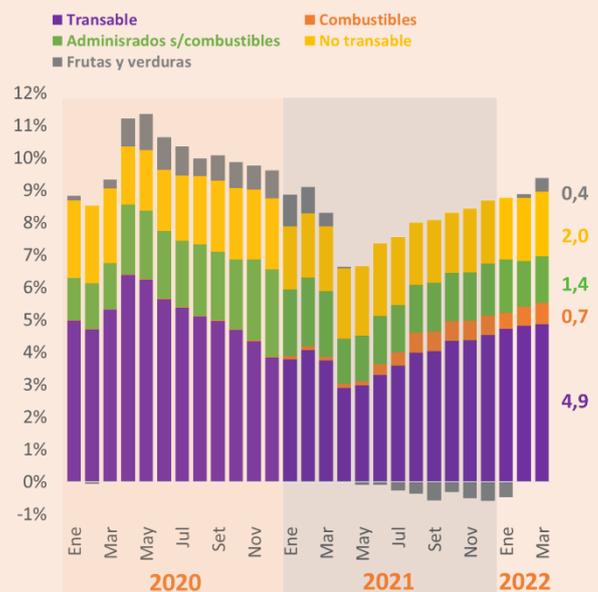
política fiscal podría empezar a no ayudar al proceso desinflacionario.

• Política monetaria

A nivel monetario las presiones inflacionarias externas generarán importantes desvíos respecto a la meta de inflación y cómo parece estar sucediendo, un mayor desanclaje de las expectativas de los agentes; todo lo cual obliga a la autoridad monetaria a actuar con firmeza y endurecer aún más su política, encareciendo el costo del crédito.

En los últimos 12 meses el componente transable más el combustible (administrado pero su precio depende de un transable) ha explicado el 60% de la inflación cuando su peso relativo en la canasta es algo superior al 40%, reafirmando las presiones inflacionarias externas

INCIDENCIA POR COMPONENTES EN LA INFLACIÓN 12 MESES



Fuente: Elaboración propia en base a INE

En esta línea, el mayor desafío para la autoridad monetaria está en que los actuales cambios de precios relativos que están impactando al alza en la medición del

IPC (y por tanto aumentando la inflación de corto plazo) no se internalicen por los agentes como algo permanente vía una expectativa de inflación a futuro más alta.

Al respecto, es de esperar que el Banco Central continúe con su política de suba de tasas luego de la anunciada hoy (+125 pbs) hacia un terreno más contractivo en la medida que el desvío con su objetivo inflacionario (a partir de setiembre de 2022 más ambicioso: 3%-6%) se vuelva más importante y persistente.

Sin embargo, tanto la política fiscal como la política salarial podrían en cierta forma entrar en tensión con la política monetaria. La primera por la “tentación” de alargar el ciclo económico y la segunda por el compromiso de recuperar salario real perdido.

Por ello, dado las presiones externas, preservar los equilibrios macro y actuar con sintonía fina debería ser objeto de las políticas macro.