

# **Deterioro de equilibrios macroeconómicos restringen margen de maniobra**

**Gabriel Oddone**

# Un mundo menos amistoso, aunque no adverso

## ▶ EEUU inicia “normalización” de su política monetaria

- Pese al *shutdown*, en 2013 PIB creció 1,9% e indicadores relevantes mostraron signos positivos. **Para 2014 y 2015, perspectivas mejoran.**
- FED inicia desarme de su política monetaria ultra expansiva antes de lo previsto. Sin embargo, debilidades en el mercado laboral provocaron **cambios en la regla de política monetaria.**
- Desarme monetario será progresivo y tasas no aumentarán antes de 2015, lo que supone un **fortalecimiento moderado del dólar.**

## ▶ EMs y fundamentos reales serán más relevantes para los mercados

- Volatilidad del precio del dólar y episodios de correcciones abruptas derivarán de **vulnerabilidades en EMS.**
- **Commodities dejarán de ser “refugio”** con tasas algo más altas y un dólar más fuerte. Debido a ello, sus precios estarán más atados a los fundamentos reales y menos a los financieros.

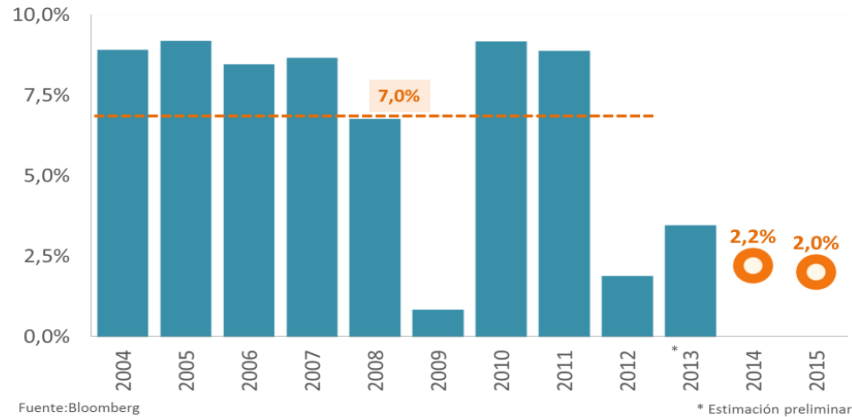
## ▶ China muestra signos de debilidad y puede ser fuente de riesgo global

- Actividad pierde vigor: producción industrial e inversión aumentan al ritmo más bajo en años.
- Precio del cobre (indicador de la “salud económica” del país) cedió el 10% de su valor en lo que va de marzo y acumula una caída de 30% desde 2011.
- Crecimiento de la **“banca en las sombras”** es una posible fuente de inestabilidad.

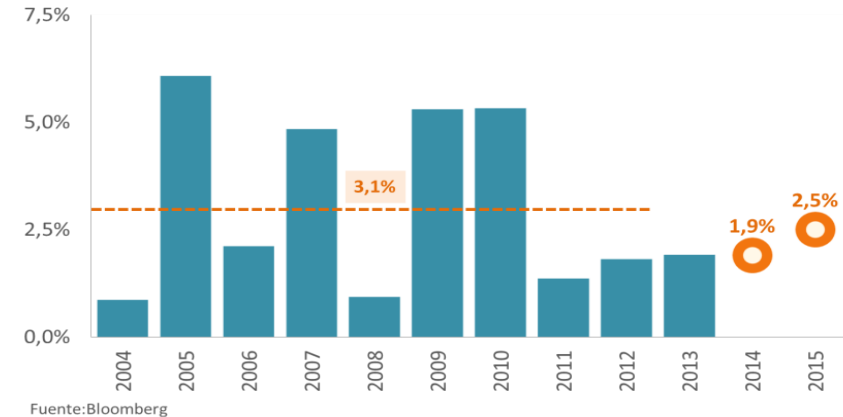
# Shock regional en curso: bajo crecimiento y abaratamiento relativo

## Actividad en Argentina y Brasil tendrá escaso dinamismo

### PIB-Argentina (Var. real anual)



### PIB-Brasil (Var. real anual)



## Uruguay seguirá siendo caro respecto a socios regionales

### TCR Bilateral con Argentina (prom 80-2011 = 100)

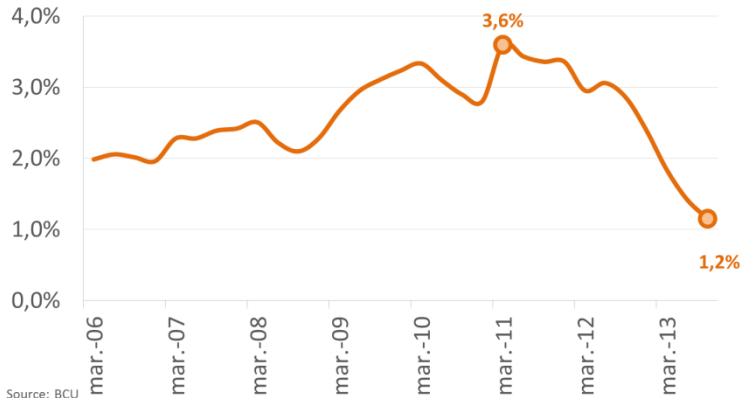


### Tipo de Cambio Real Bilateral con Brasil

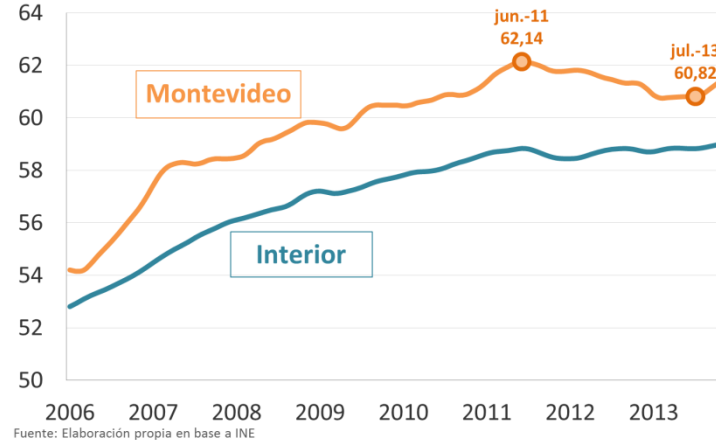


# Determinantes del consumo afectados por shock regional...

**Exportaciones netas de servicios turísticos**  
(% PIB)

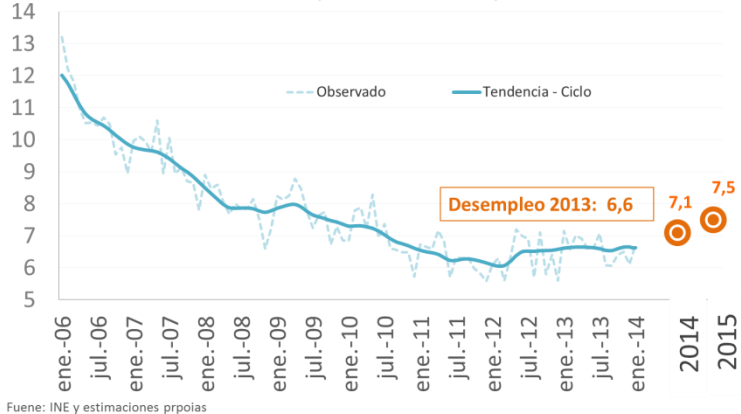


**Tasa de Empleo** (tendencia - ciclo, % PET)

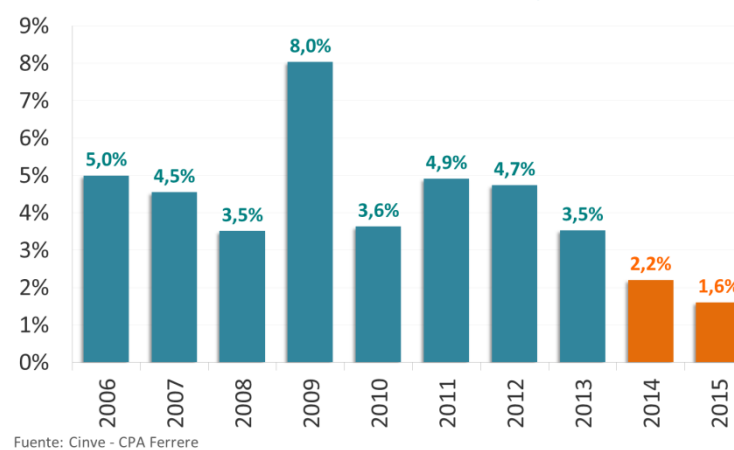


- Shock regional de 2011 determinó final de la fase expansiva del empleo.
- En **Montevideo** se destruyeron **2% de los puestos de trabajo** entre 2011 y 2013.
- Desplazamiento de demanda vía menor turismo neto ayudará a “descomprimir” inflación a costa de menor actividad y empleo.

**Tasa de Desempleo**  
(Total País, % PEA)

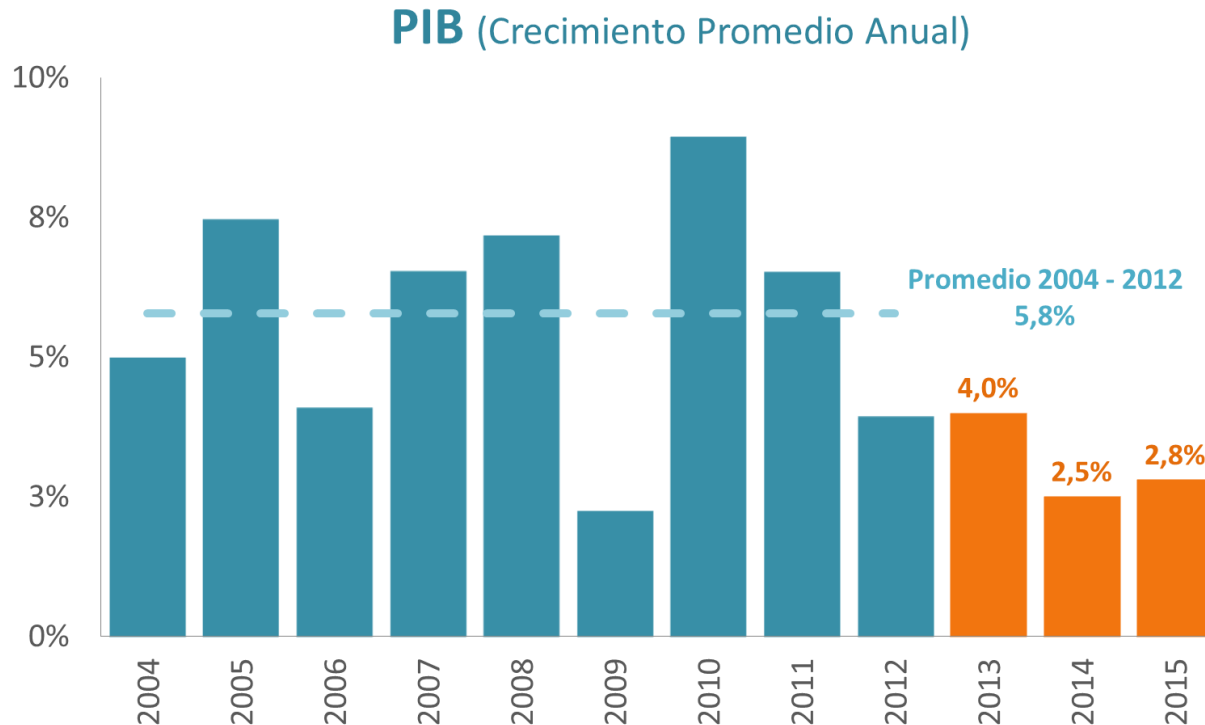


**Salario Real Privado** (var. %, promedio)



» **Mercado laboral sufrirá un deterioro gradual pero persistente, será más notorio hacia 2015.**

## ...lo que consolida desaceleración y un crecimiento más alineado con el *potencial* de largo plazo



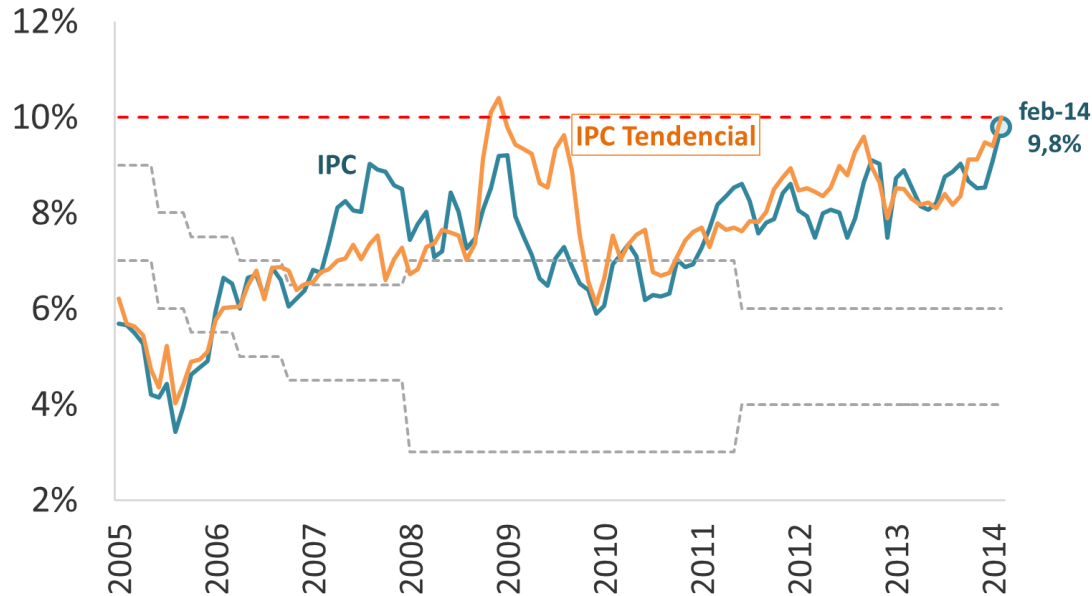
Fuente : BCU y estimaciones propias

» **Eventual estancamiento de Argentina en 2014 (0%), podría reducir crecimiento a 1,5% este año.**

Proyecciones serán revisadas una vez divulgados los datos de Cuentas Nacionales del cierre de 2013 (27/03/2014)

# Pese a desaceleración, inflación se acercó al 10%. ¿Shock transitorio o inflación del núcleo de precios?

Inflación (Var. % interanual)



Fuente: cinve CPA Ferrere Ferrere, en base a INE y BCU

» **Componente tendencial se ubicó en 10% en febrero.** Presiones inflacionarias no se explican por *shocks* transitorios de rubros volátiles.

## Las medidas anunciadas por el Gobierno:

### 1. Proyecto de Ley FACULTA al Poder Ejecutivo a:

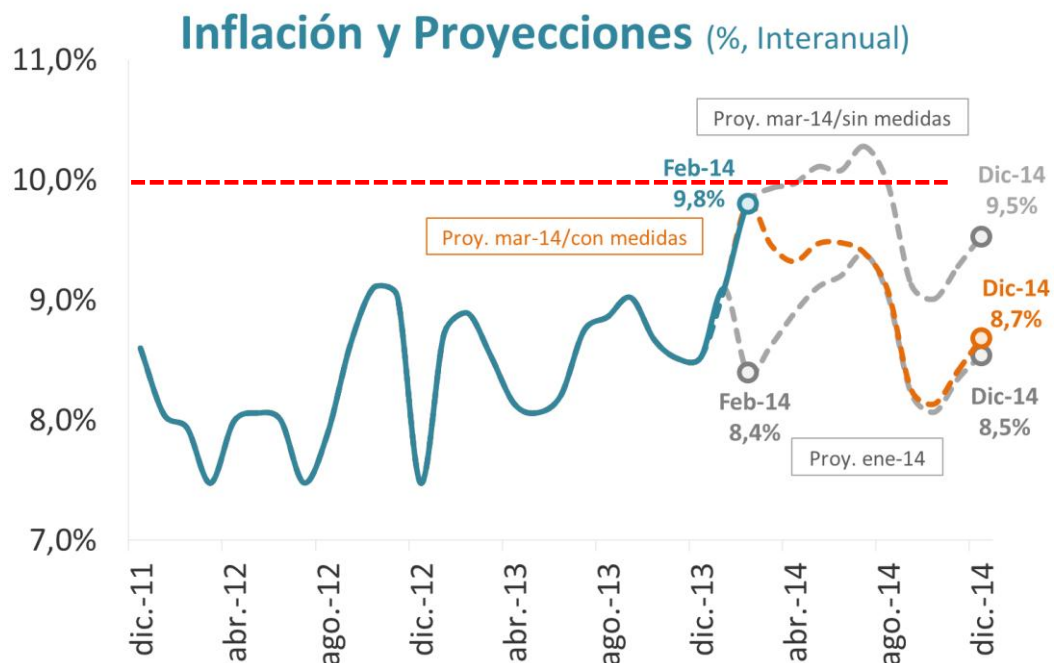
- Exonerar el IVA en el cargo fijo de la tarifa eléctrica residencial simple y consumo básico residencial.
- Exonerar el IVA en el cargo fijo del servicio básico de telefonía fija.
- Fijar IVA 0% a frutas y verduras
- Exonerar IVA a importaciones de frutas y verduras
- Otorgar créditos fiscales a IAMC >> permite diferir aumentos de la salud.

### 2. Acuerdo de precios de canasta básica por 75 días.

### 3. “Rebaja” en el precio del 5 de oro.

¿Resuelven el problema de fondo?  
¿Qué impacto tendrán sobre el IPC?

# Medidas reducen riesgo de superar el 10%, pero no atacan las presiones inflacionarias



\*Proyecciones asumen que medidas se implementan en marzo y se mantienen durante todo 2014

- En **enero**, proyecciones sugerían un repunte transitorio de la inflación a mediados de año.
- En ausencia de medidas para afectar el IPC, inflación podría haber superado el 10% en mayo.
- Las medidas anunciadas despejan el riesgo de los dos dígitos.
- Sin embargo, no atacan las causas de la **inflación tendencial**: expansión de la demanda agregada.

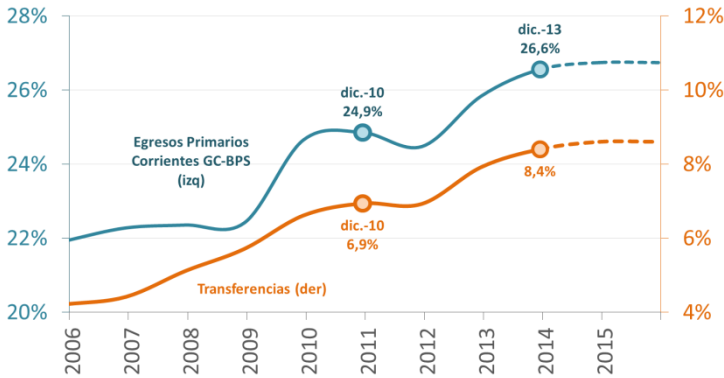
¿Cómo debería reaccionar la política económica para combatir el núcleo de inflación?

**Promoviendo medidas de política COORDINADAS**, en el frente monetario, fiscal y de ingresos, orientadas a enfriar la demanda.

**¿Cómo va a reaccionar la política económica?**

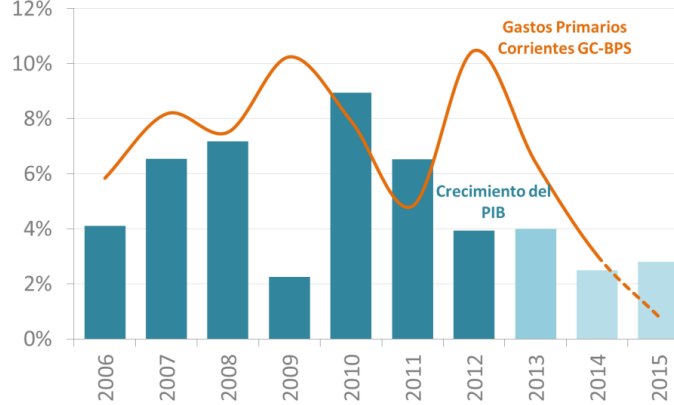
# Política fiscal no promoverá una contracción de la demanda agregada.

**Gastos Primarios Corrientes del GC-BPS**  
(% del PIB)



Fuente: MEF y estimaciones propias

**Crecimiento del PIB vs aumento del Gasto Público**  
(crecimiento real anual, %)



- Política fiscal buscó reducir la inequidad mediante aumento del gasto público social.
- Contribución de la política fiscal estará acotada a renuncia fiscal para contener suba de precios.

**Resultado Global del Sector Público** (% PIB)



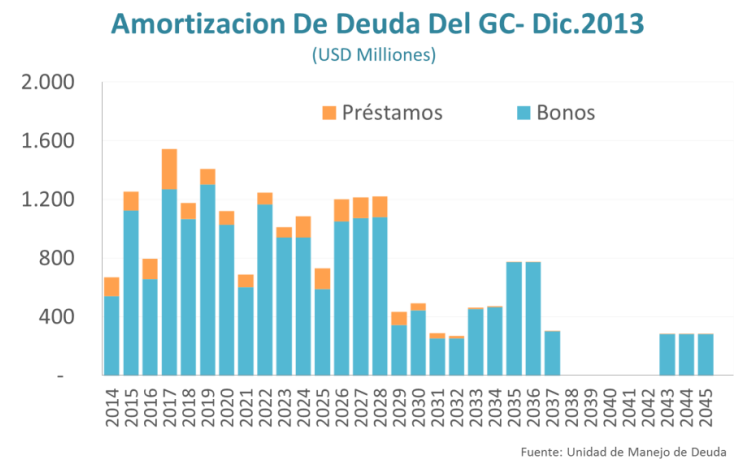
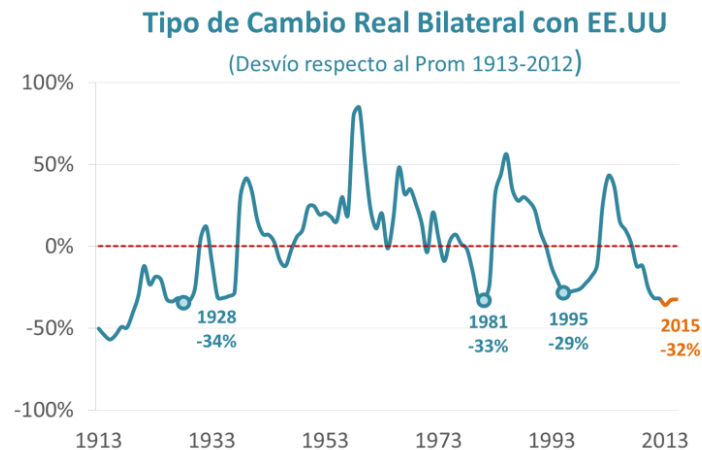
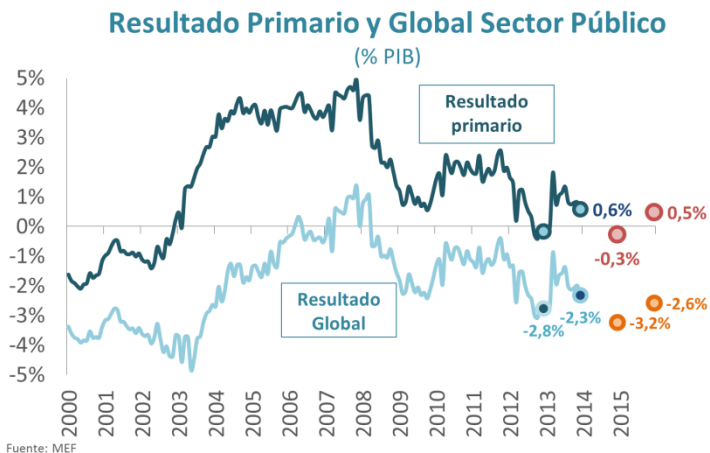
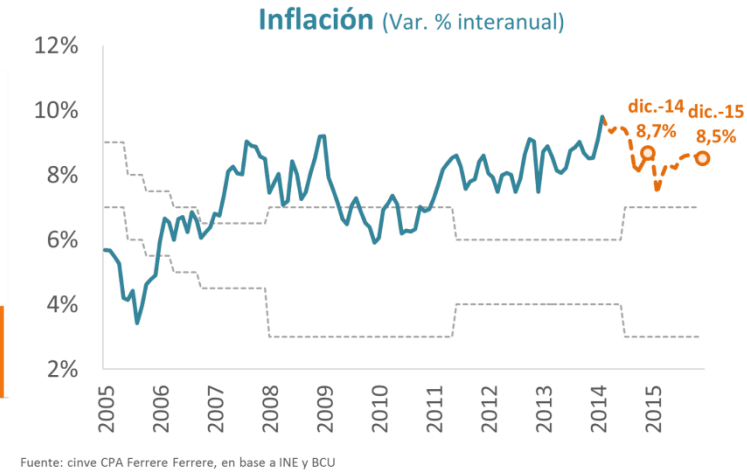
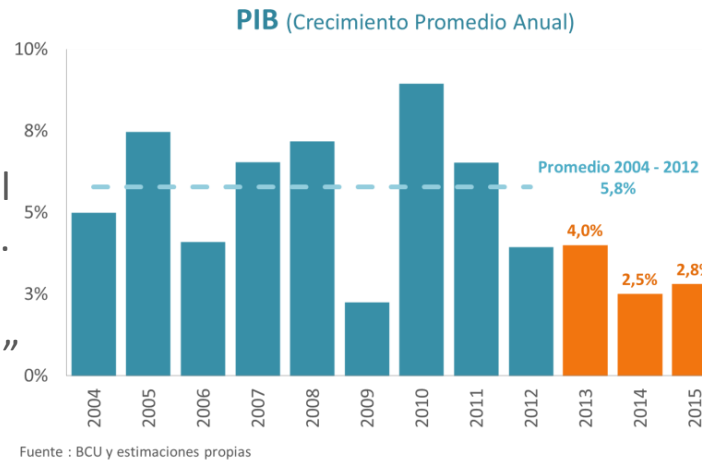
Fuente: MEF y estimaciones propias

» Política fiscal no promoverá una contracción del gasto que ayude a combatir la presión sobre la inflación tendencial.  
 » El **déficit fiscal** superará el 3% del PIB en 2014



# Legado es manejable pero restringe margen de maniobra

- Desaceleración llevará actividad cerca de su crecimiento *potencial*.
- Desbalance fiscal requiere corrección.
- Inflación elevada y persistente estará en el centro de la agenda del próximo gobierno.
- \$Uy se depreciará moderadamente, pero no permitirá recomponer “competitividad”
- Baja vulnerabilidad de la deuda (perfil de monedas y plazos) y stock de reservas, son fortalezas.



CPA  

---

FERRERE

*Inteligencia aplicada a su negocio*

Edificio **FERRERE**  
Juncal 1392 | +598 2900 1000  
Montevideo, 11000 – Uruguay  
[www.cpa.com.uy](http://www.cpa.com.uy)