



# Perspectivas Económicas 2014-2015

**Tras diez años de bonanza, se requieren ajustes para sostener el crecimiento económico**

25 de marzo de 2014

# El marco externo planteará desafíos crecientes para la economía uruguaya. Como otras veces en el pasado, el “barrio” no nos ayuda.

Estados Unidos mantendrá **bajas tasas de interés** por al menos un par de años.

Sin embargo, el “tapering” ya tiene efectos: **fortalecimiento del dólar** y más aversión al riesgo emergente: **del entusiasmo por los BRICS a los “Fragile Five”**.

Los **países emergentes** con déficit en cuenta corriente **deberán ajustar su gasto doméstico**, aunque no se espera una crisis generalizada (como la asiática de los 90).

La **desaceleración de China** detuvo la tendencia alcista de los commodities hace ya dos años. Riesgos de correcciones bajistas.

**Brasil** es uno de los “Fragile Five”. **Crece muy poco y está caro en dólares**. Es muy probable que el dólar deba fortalecerse en los próximos años.

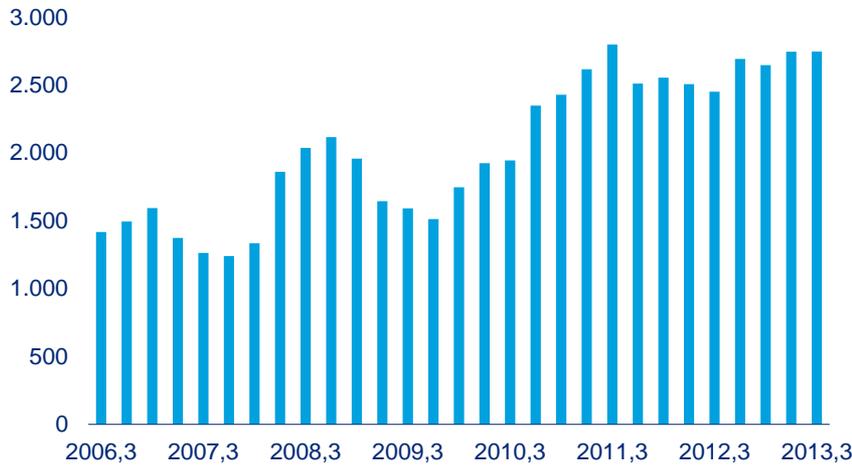
**Argentina** está en **estanflación**. El desdoblamiento cambiario supone un **shock negativo duradero** para el turismo, la construcción, la logística y el retail en Uruguay.

El próximo gobierno argentino encontrará grandes dificultades para restablecer equilibrios macro. **Argentina parece “volver a los 80” (por ahora con mucho menos inflación)**.

# Ante un contexto externo notoriamente menos favorable, Uruguay mantiene importantes fortalezas.

## Inversión Extranjera Directa

Millones de US\$ - Años móviles



## Reservas Internacionales Netas

Millones de US\$



## Maturity promedio de la deuda

En años

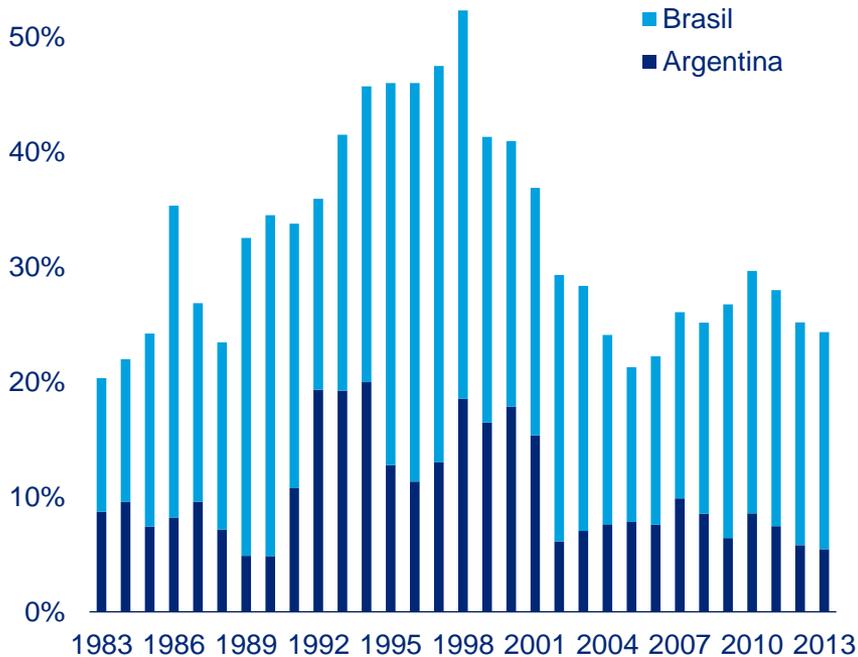


# Se redujo fuertemente el peso de la región en nuestras exportaciones de bienes a instancias del auge exportador de commodities.

## Exportaciones de bienes por destino geográfico

Como % del total exportado

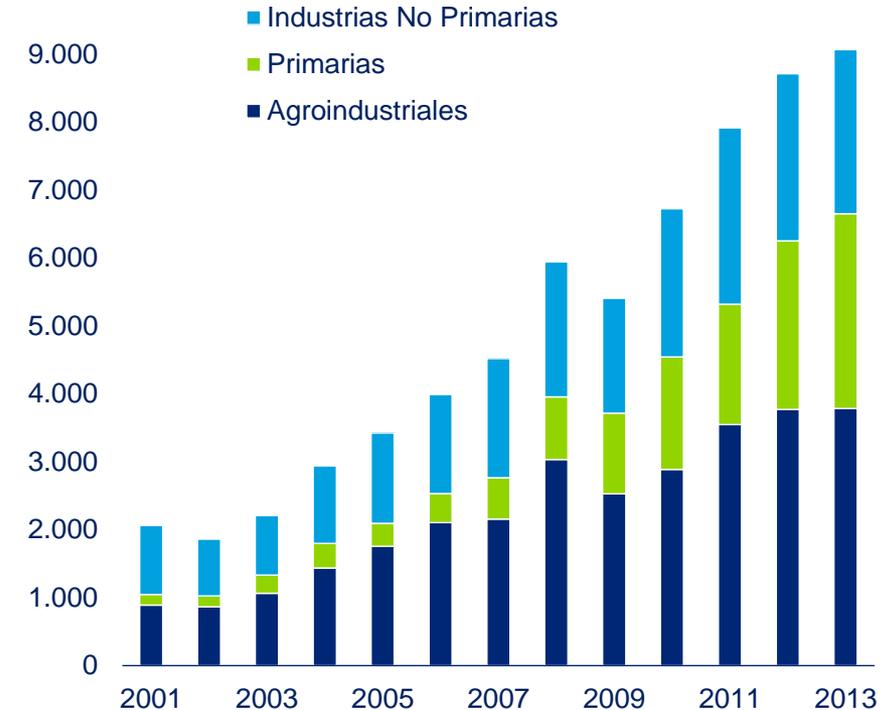
60%



## Exportaciones de bienes

En millones de US\$

10.000



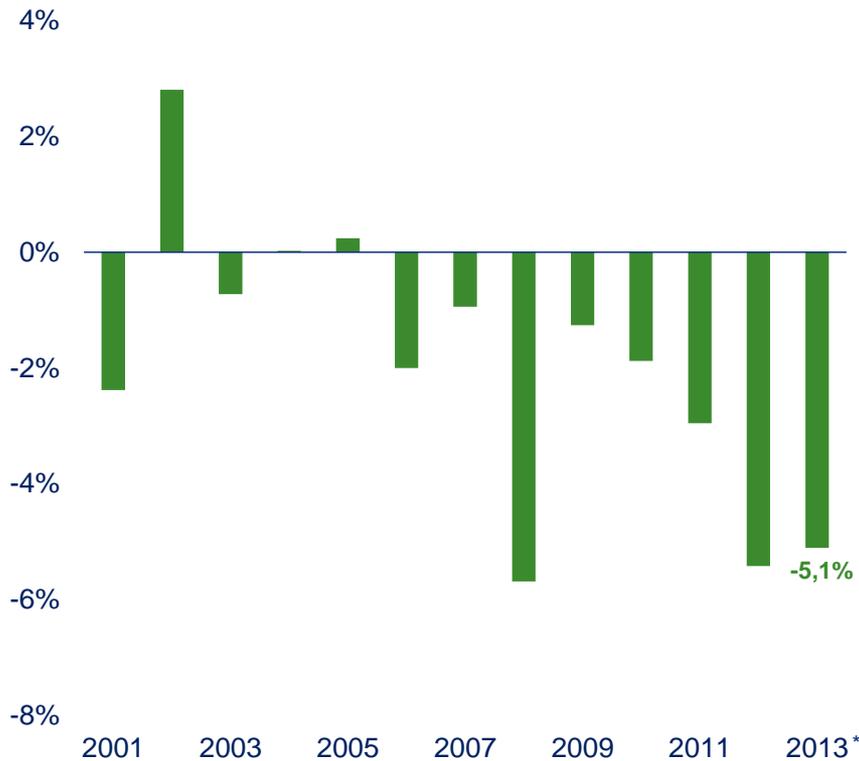
El país mantiene un régimen de **flotación cambiaria** que contrasta con la rigidez cambiaria de inicios de los años 80 y de inicio de los 2000 pero esa **flexibilidad cambiaria encuentra nuevos límites en la inflación.**

Sin embargo, en los últimos años se produjo un debilitamiento relevante en varios fundamentos macroeconómicos.

## (1) Exceso de gasto doméstico.

### Saldo en Cuenta Corriente

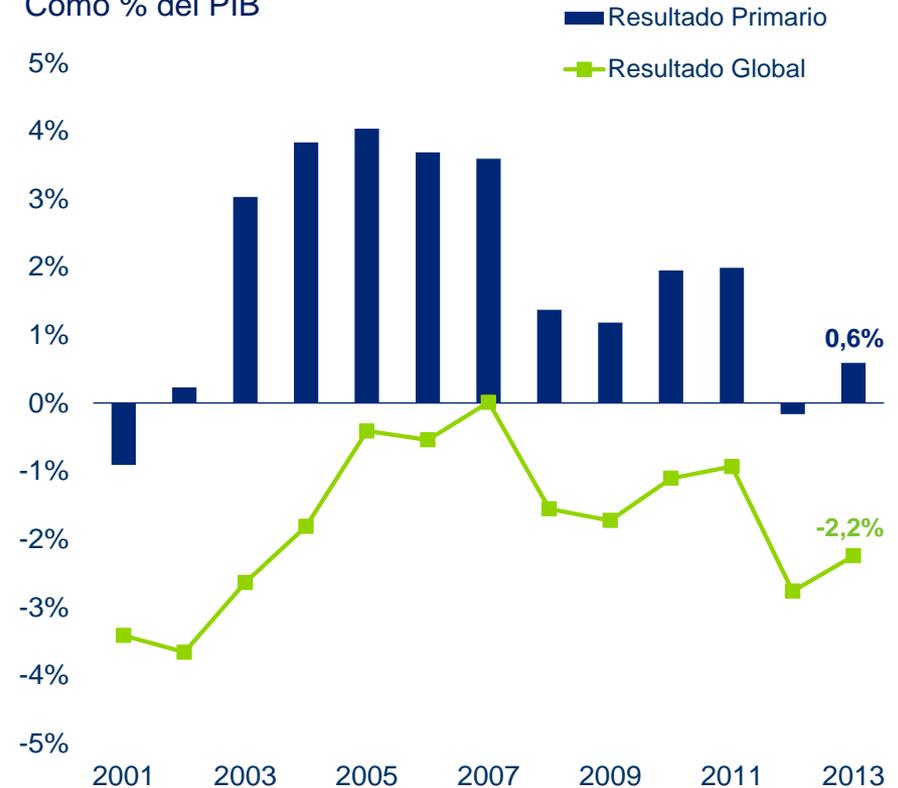
Como % del PIB



(\*) Cifra proyectada

### Cuentas públicas

Como % del PIB



# Sin embargo, en los últimos años se produjo un debilitamiento relevante en varios fundamentos macroeconómicos (cont.).

## (2) Deterioro de la competitividad.

**Tipo de Cambio Real bilateral con Estados Unidos y Europa**

Indices promedio 1976-2007 = 100



**TCR bilateral con Argentina**

Indice promedio 1976-2007= 100



**Tipo de Cambio Real bilateral con Brasil**

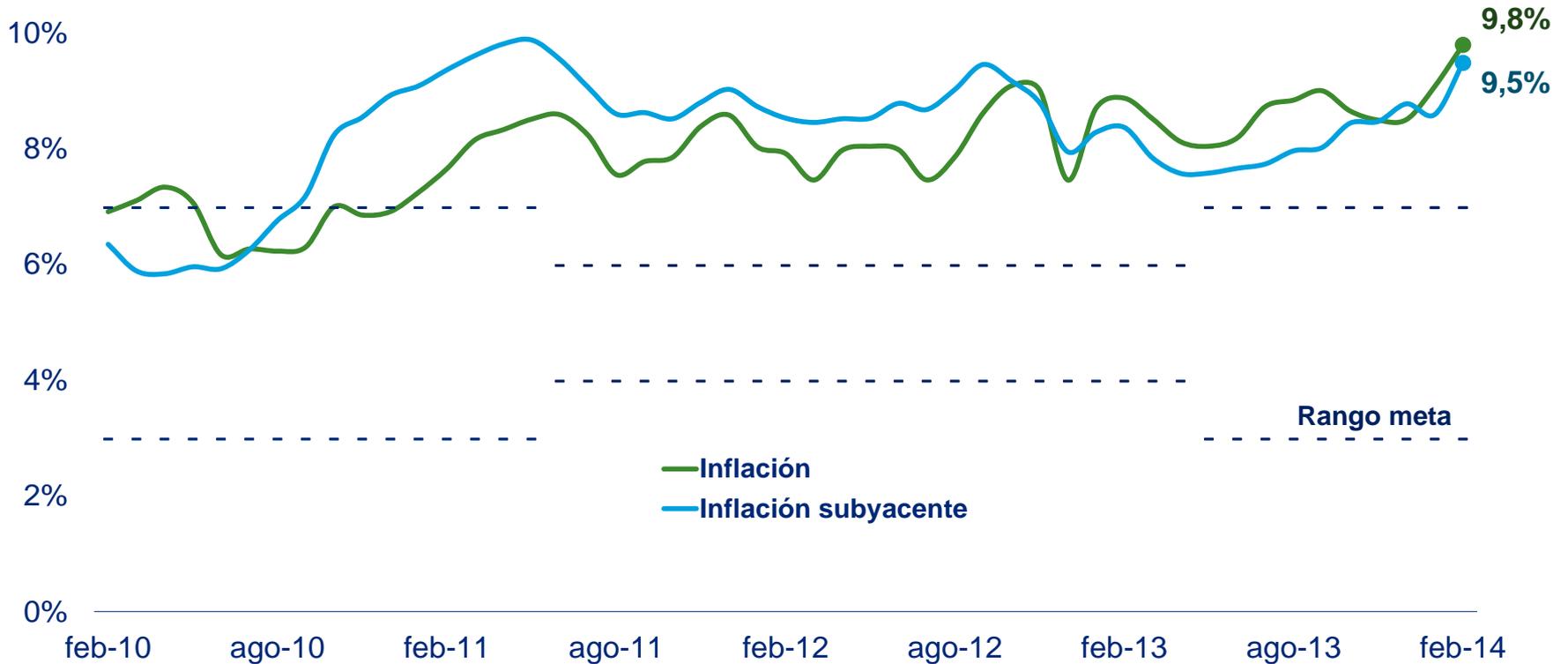
Indice promedio 1976-2007= 100



Sin embargo, en los últimos años se produjo un debilitamiento relevante en varios fundamentos macroeconómicos (cont.).

### (3) Presiones inflacionarias persistentes.

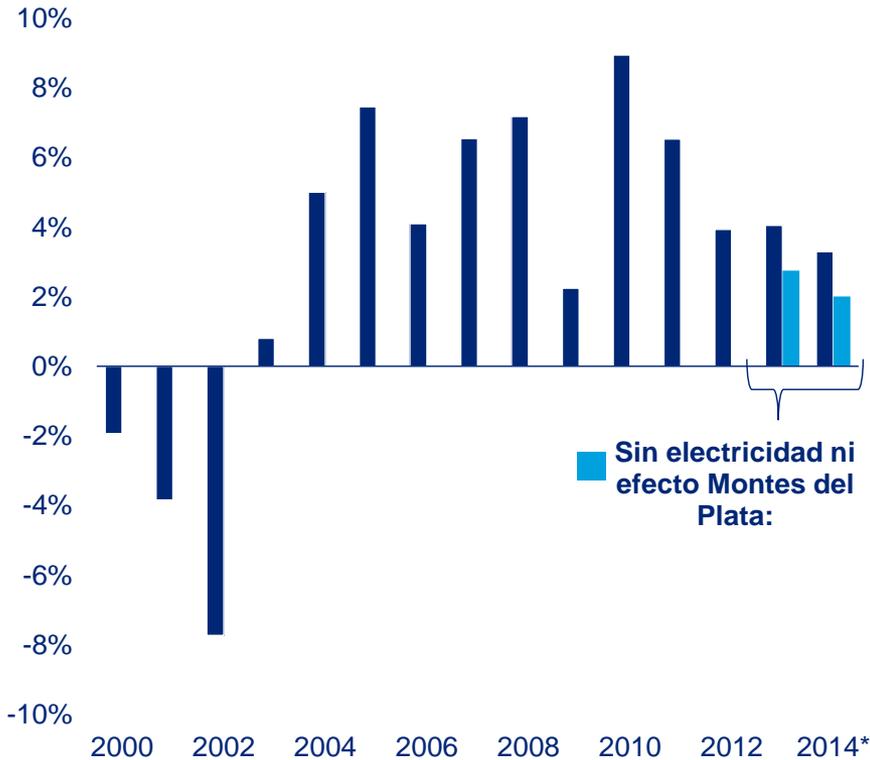
#### Inflación anual vs. meta oficial



# La persistencia inflacionaria se registra a pesar de una apreciable desaceleración de la actividad económica.

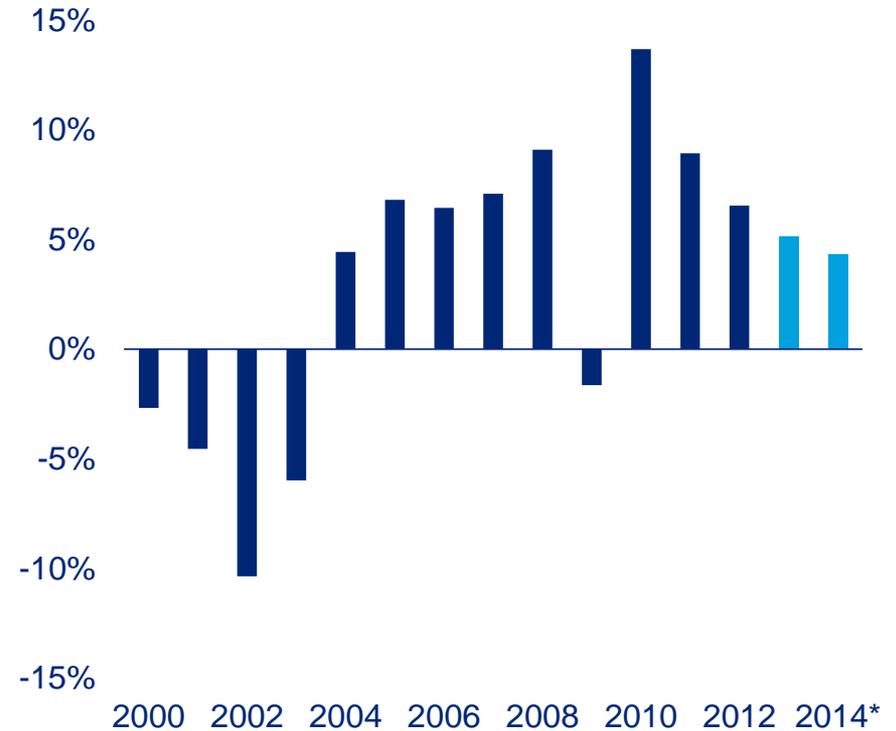
## Producto Interno Bruto

Variación anual



## Consumo privado

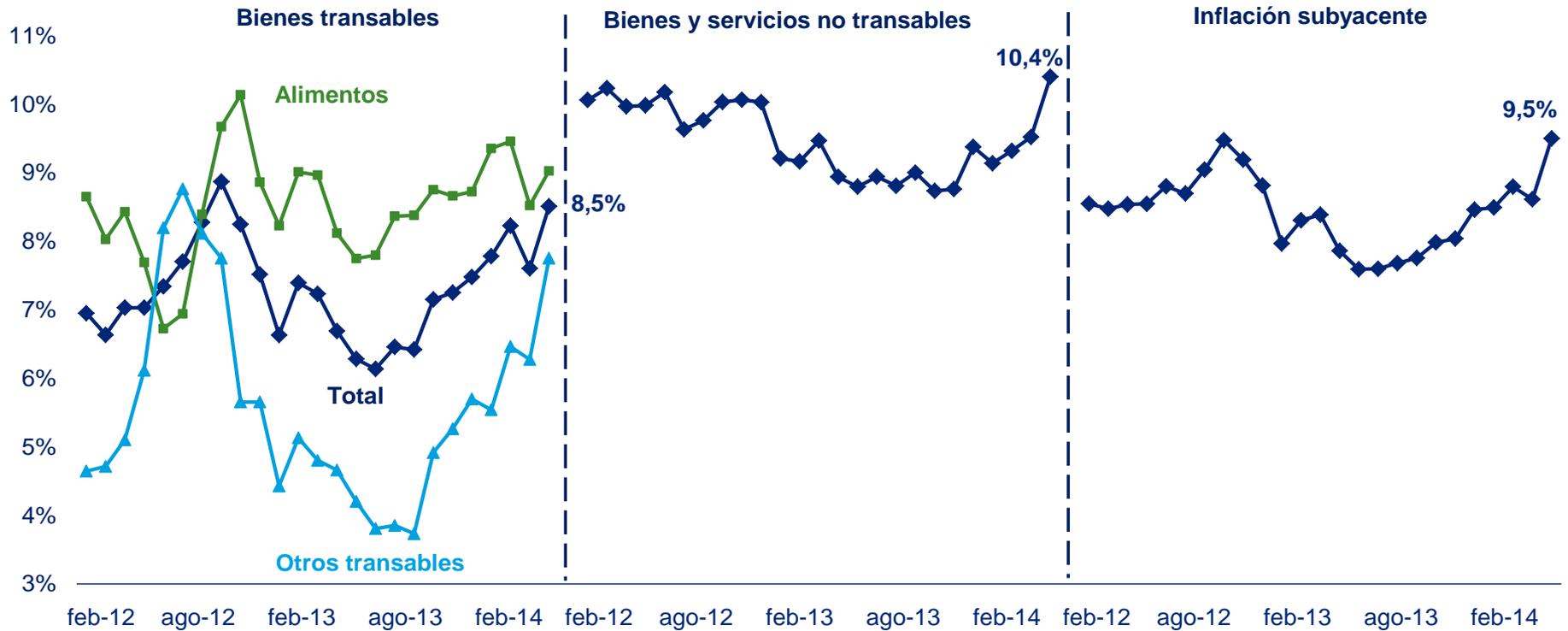
Variación real promedio anual



# El repunte reciente de la inflación recoge el efecto de la suba del dólar en los transables y también subas mayores en no transables.

## Inflación subyacente

Años móviles



En el largo plazo, la política monetaria funciona. Pero fue demasiado expansiva por demasiado tiempo.

La política monetaria lleva muy poco tiempo en modo contractivo

## Rendimientos LRM 30 días e inflación 12 meses

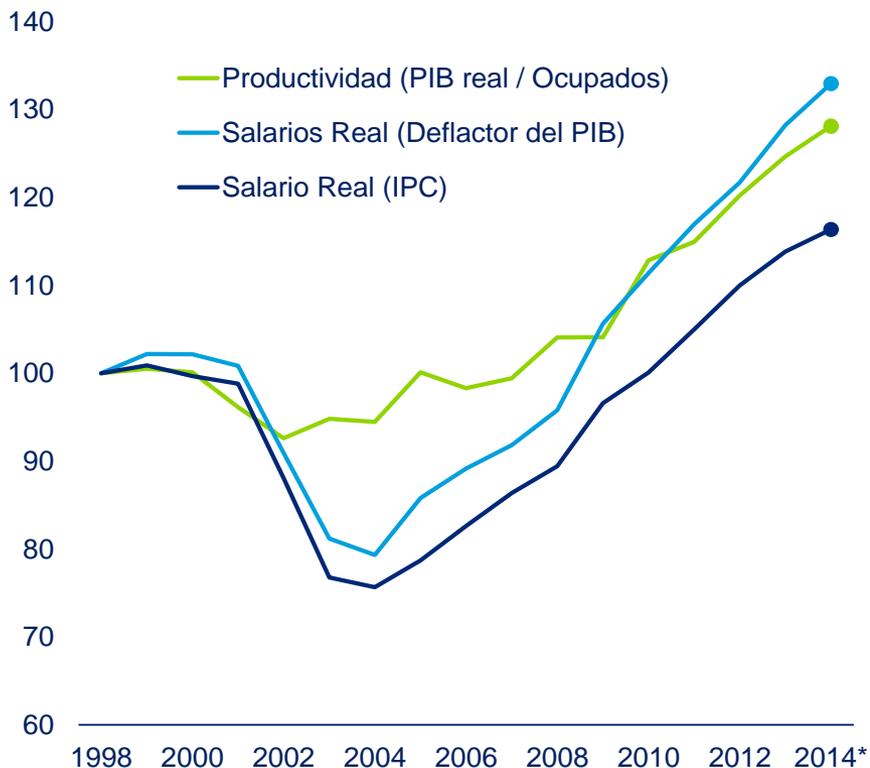


El progresivo desanclaje de las expectativas torna ahora más costoso el combate a la inflación. El ajuste monetario contractivo es coincidente con una pérdida de competitividad del país frente a la región.

Además, los salarios suben demasiado rápido debido a indexación a la inflación pasada y a incrementos reales mayores a la productividad.

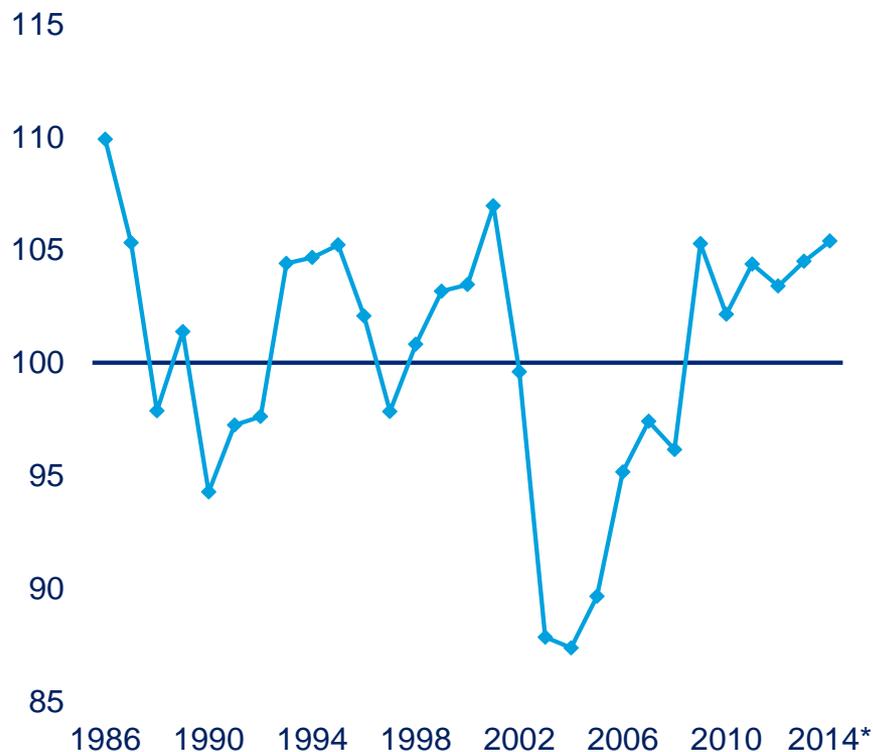
### Productividad vs Salario Real

Índice 1998 = 100



### Ratio Masa Salarial / PIB

Índice 1983-2011 = 100

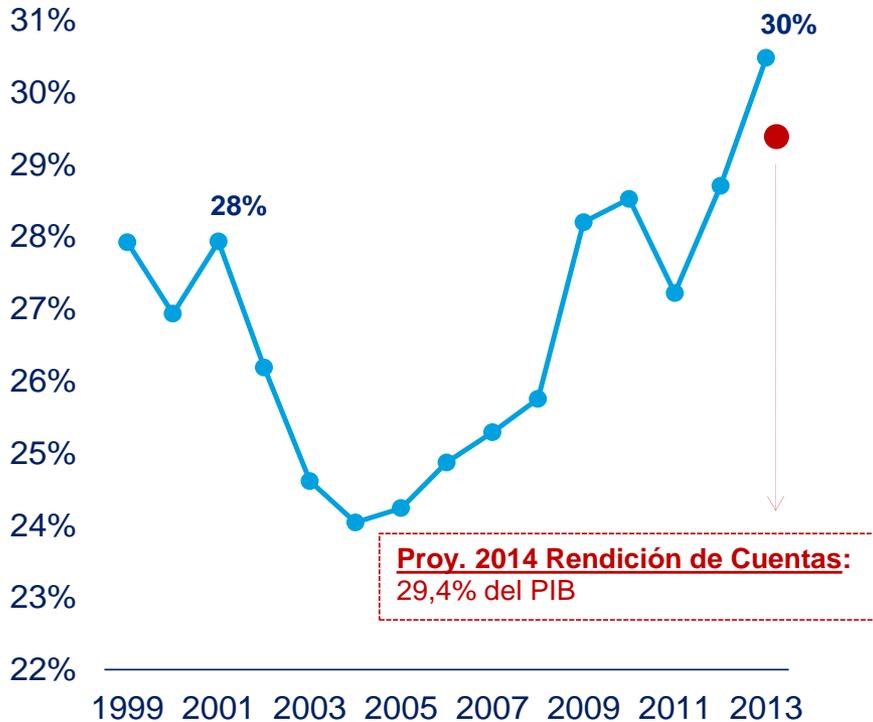


Subas de salarios de más de 10% anual resultarán probablemente incompatibles con una inflación más baja si el dólar tiende a subir (lo cual debería ser la tendencia en próximos años).

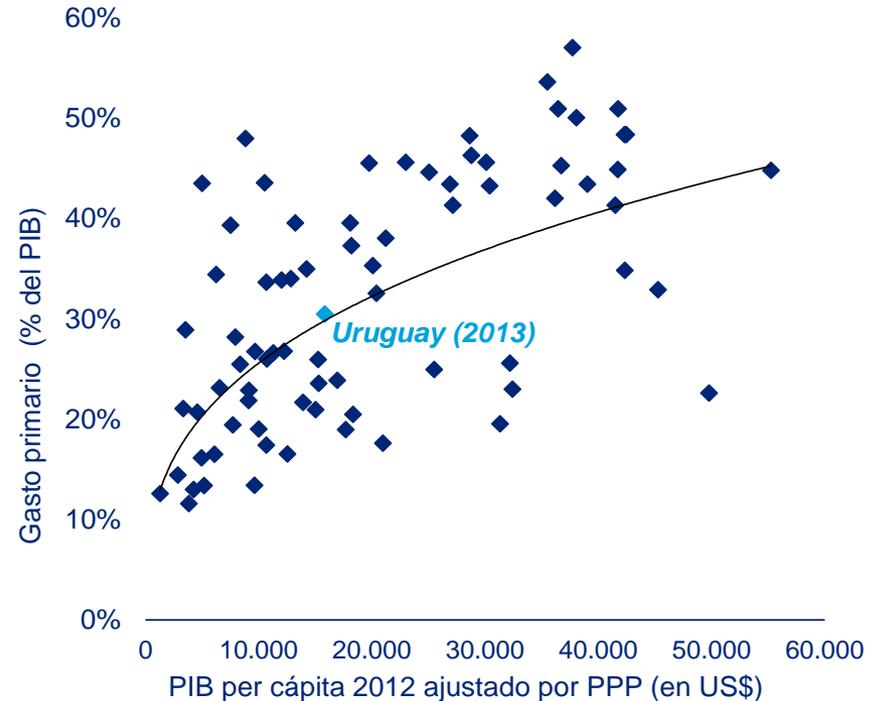
# El gasto público subió fuerte y contribuyó a la apreciación del peso, lo que a su vez limitó la vocación monetaria contractiva del BCU.

## Gasto primario del SPNF

% del PIB



## Gasto primario y PIB per cápita (PPP)



Fuente: elaboración propia en base a datos de EIU, BID, FMI y MEF.

Uruguay tiene un nivel de gasto público razonablemente alineado con el PIB per cápita. Probablemente **habrá poco espacio para un incremento adicional de la presión fiscal. Tampoco habrá oportunidades de rebajas relevantes de impuestos.**

Debido a la baja competitividad, el crecimiento económico muestra un sesgo hacia la demanda interna que no será sostenible a mediano plazo.

### Núcleo de las Exportaciones No Agrícolas\*

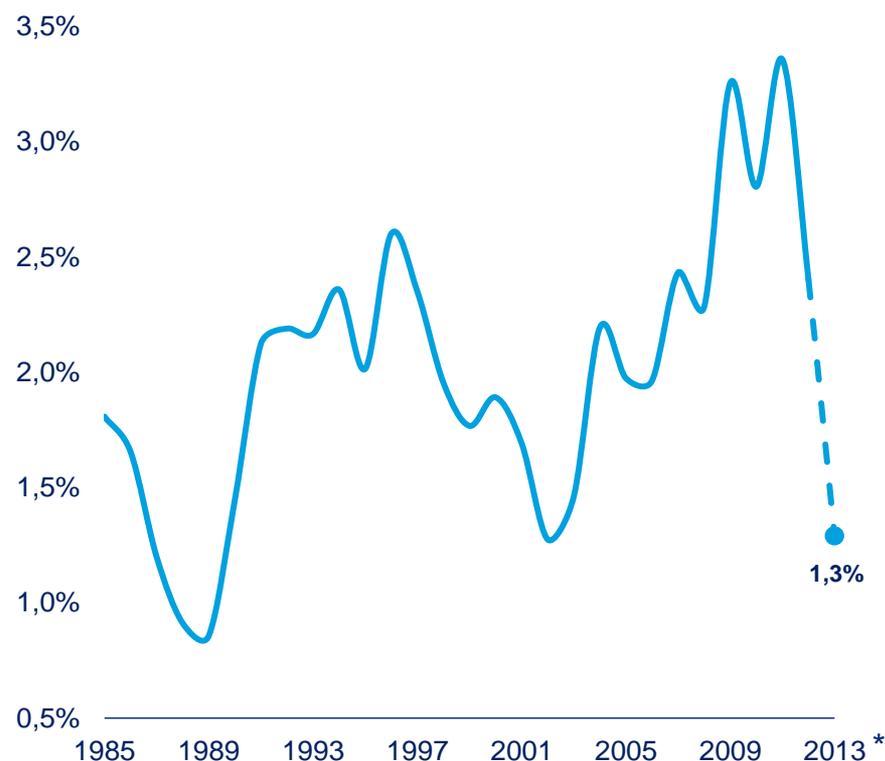
En millones de US\$ corrientes



\* Excluye productos agrícolas, combustibles y Electricidad, Gas y Agua.

### Saldo de divisas por concepto de Turismo

Datos anuales - Como porcentaje del PIB.



# El próximo gobierno deberá ajustar las políticas macroeconómicas para recuperar equilibrios y mantener crecimiento económico a largo plazo.



La inflación es el principal problema macroeconómico de corto plazo pero es un **síntoma de desequilibrios que deberá corregir el próximo gobierno.**



Para bajar la inflación y revertir el deterioro de la competitividad es imperativo restablecer la **consistencia** en las políticas macroeconómicas: **contracción monetaria, contención del gasto público y desindexación salarial.**



Un ajuste macroeconómico ordenado en 2015 puede inducir una desaceleración adicional (transitoria) de la economía pero resulta **imprescindible para sentar las bases de una expansión sostenible a largo plazo.**



Sin el impulso favorable del marco internacional y sin el empuje derivado de la creación de empleos que tuvimos en los últimos años, **el país necesita de nuevas reformas para mantener un ritmo de crecimiento de 3%-3,5% anual.**



Es clave **mejorar la eficiencia del gasto público (educación prioridad)** y de hacer un **mejor uso de los activos del sector público**: empresas públicas pueden emitir acciones y el estado debe evitar desplazar al sector privado en infraestructuras.



Es necesario construir un **ámbito relaciones laborales enfocado a incrementar la productividad**, con un estado que actúe en forma **neutral** entre las partes. El PE debe recuperar **control de la negociación salarial** (ajuste del marco legal).

**¿Estamos siendo demasiado  
“pesimistas”?**

Quizás...

Pero la historia muestra que en períodos de auge económico hemos ignorado las señales de alerta en forma reiterada... La autocomplacencia y el exitismo han sido nuestro peor enemigo.

**GRACIAS**



#### Sobre Deloitte

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una compañía privada del Reino Unido limitada por garantía, y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. Una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembros puede verse en el sitio web [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about).

Deloitte presta servicios de auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero a organizaciones públicas y privadas de diversas industrias. Con una red global de firmas miembros en más de 150 países, Deloitte brinda sus capacidades de clase mundial y su profunda experiencia local para ayudar a sus clientes a tener éxito donde sea que operen. Aproximadamente 200.000 profesionales de Deloitte se han comprometido a convertirse en estándar de excelencia.