

Ajuste de precios relativos pondrá a prueba solidez del régimen macroeconómico

Gabriel Oddone

Contenido

I. Uruguay procesará ajuste externo

- a) Deterioro de los equilibrios externos y desalineamiento de precios relativos
- b) Fortalezas y debilidades para evitar ajuste severo

I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

Contenido

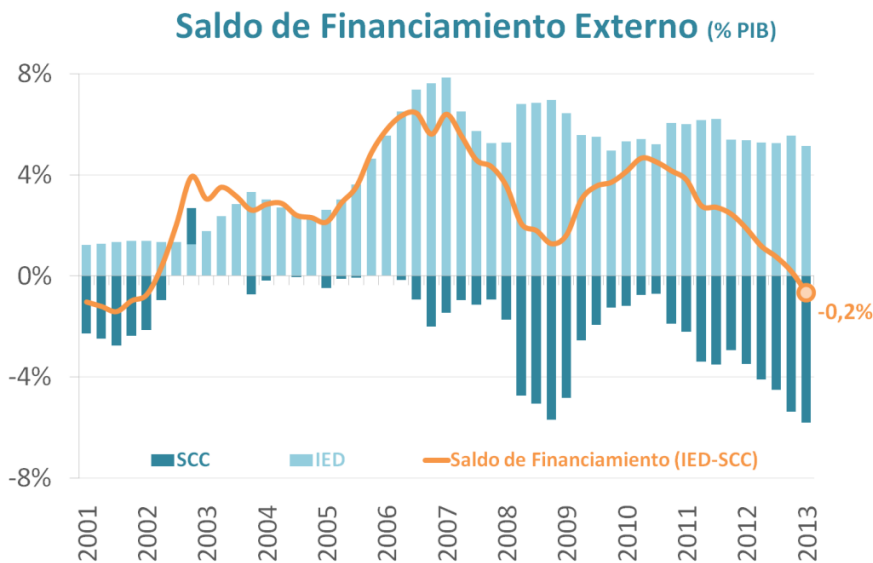
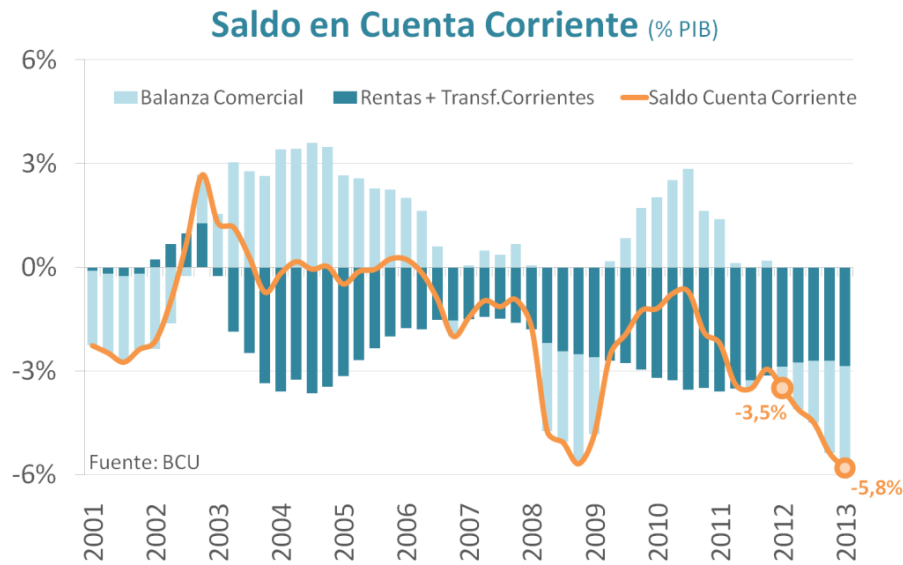
I. Uruguay procesará ajuste externo

- a) Deterioro de los equilibrios externos y desalineamiento de precios relativos
- b) Fortalezas y debilidades para evitar ajuste severo

I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

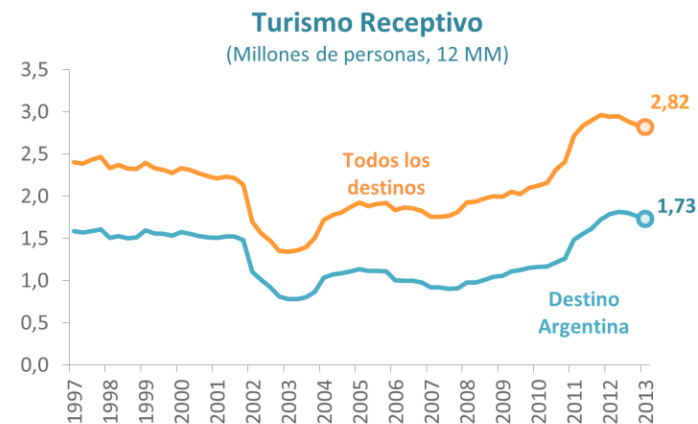
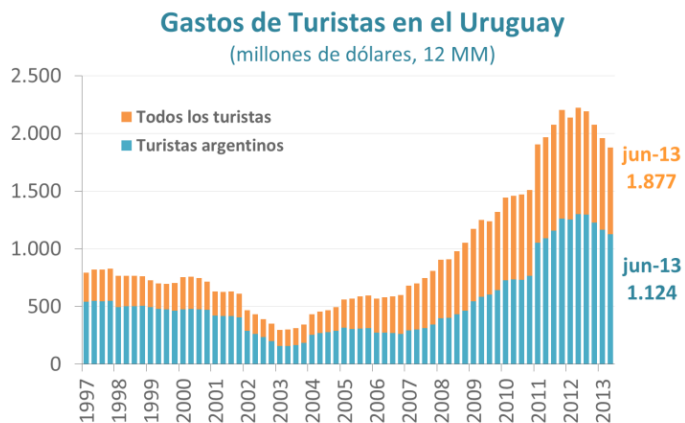
Deterioro de los equilibrios externos se profundizó



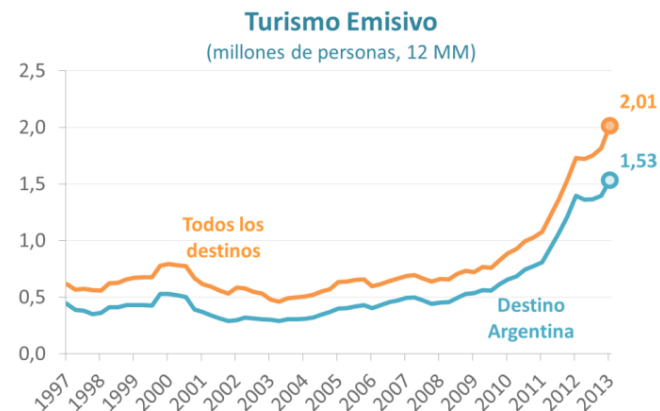
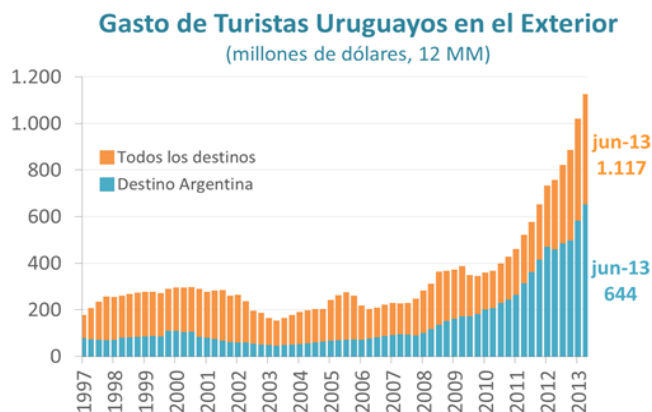
- Déficit de Cuenta Corriente alcanzó **su peor registro** (como % PIB) de los últimos años.
- Menores exportaciones y mayores importaciones (bienes y servicios) son el principal responsable.
- **La IED dejó de financiar el SCC.**

Saldo de servicios disminuyó por encarecimiento relativo y trabas argentinas

La **entrada** de turistas, y su gasto, fue menor



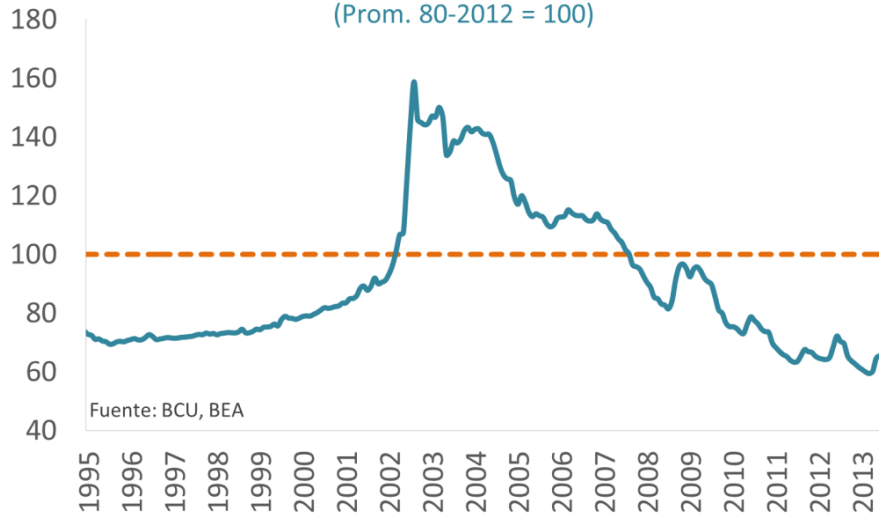
La **salida** de turistas, y su gasto, fue mayor, provocando un “desvío” del consumo



Nivel de precios en dólares sigue siendo el **principal desafío**

Tipo de Cambio Real Bilateral con EE.UU

(Prom. 80-2012 = 100)



- **Apreciación reciente del dólar fue un fenómeno global**, impidiendo que Uruguay se abaratase frente a socios y competidores.

- Cambios recientes de política monetaria no serán suficientes para **recomponer equilibrios reales**, aunque probablemente **eviten un deterioro adicional de los precios en dólares**.

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



Contenido

I. Uruguay procesará ajuste externo

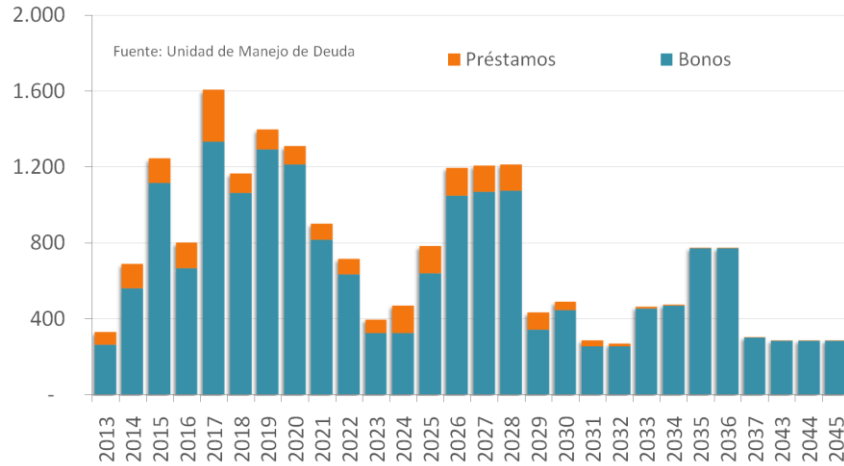
- a) Deterioro de los equilibrios externos y desalineamiento de precios relativos
- b) Fortalezas y debilidades para evitar ajuste severo

I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

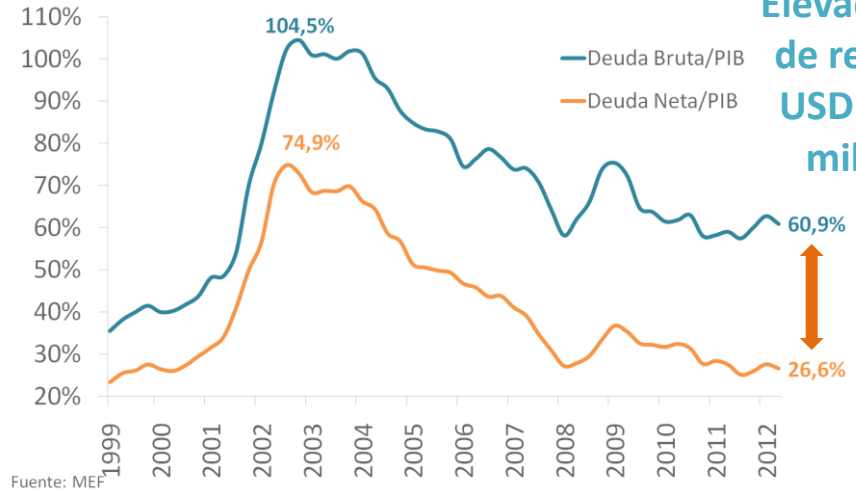
I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

Flexibilidad cambiaria, stock de reservas y gestión de deuda son fortalezas...

Vencimientos Deuda GC - 06/2013
(millones USD)



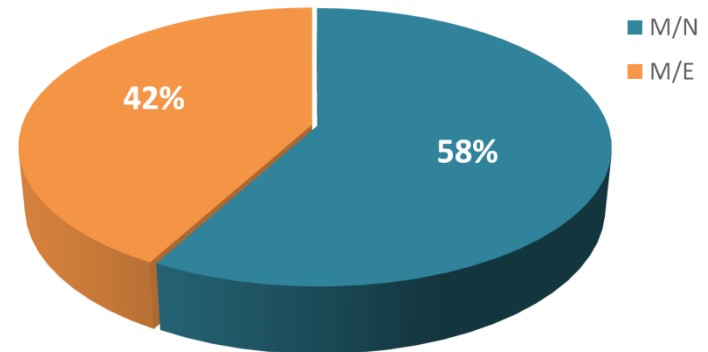
Deuda Pública (% PIB)



Elevado stock de reservas: USD 16.000 millones

» **Flexibilidad cambiaria** permite amortiguar *shocks* externos

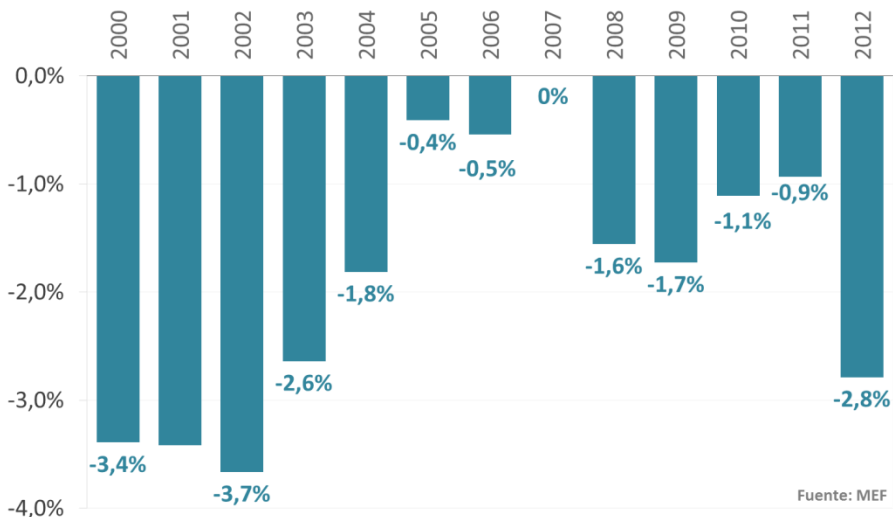
Deuda del Gobierno Central - Composición por Moneda (Julio 2013)



Fuente: Unidad de Gestión de Deuda

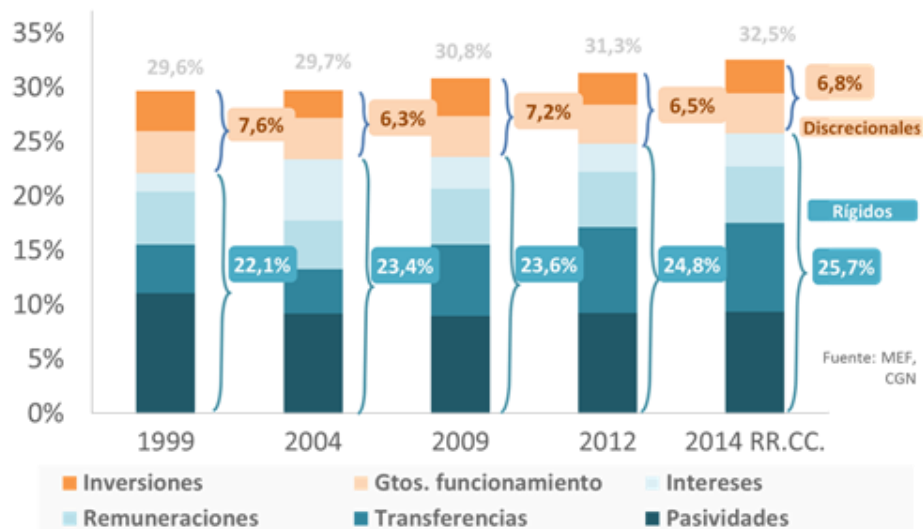
...sin embargo, ciclo político y mayor rigidez del gasto son debilidades

Resultado Fiscal (% del PBI)



» Deterioro reciente del resultado fiscal y rigidez del gasto son una debilidad para enfrentar un eventual ajuste

Composición del Gasto del Sector Público No Financiero (% PIB)



Contenido

I. Uruguay procesará ajuste externo

- a) Deterioro de los equilibrios externos y desalineamiento de precios relativos
- b) Fortalezas y debilidades para evitar ajuste severo

I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

Autoridades moderan perspectivas....

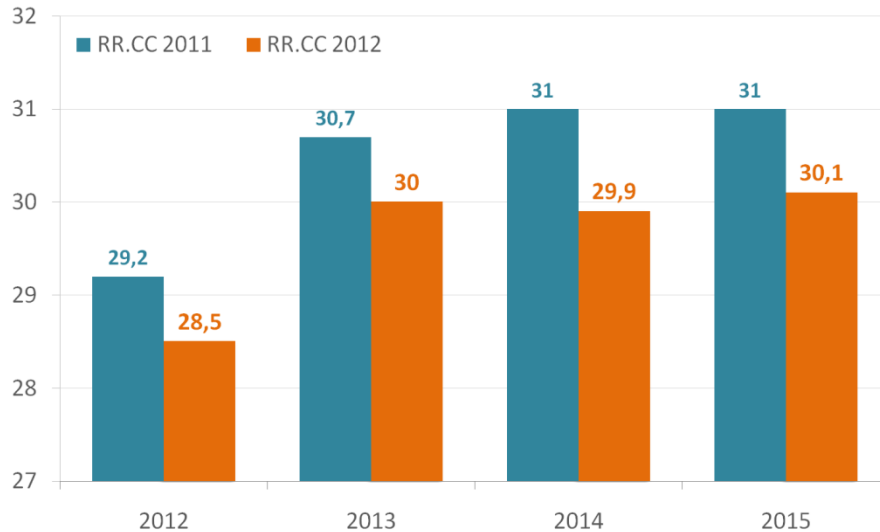
Lineamientos del consejo de salarios reconocen:

- “**Menor crecimiento económico** (problemas en sectores exportadores y enlentecimiento de la demanda interna).”
- “Problemas de productividad y **pérdida de competitividad** en algunos sectores.”
- “**Mercado laboral menos dinámico**, con algunas señales de alerta.”

Ajuste real de salarios estipulado en consejos de salarios (var. % anual, promedio según laudo)



Ingresos Sector Público No Financiero (% PIB)

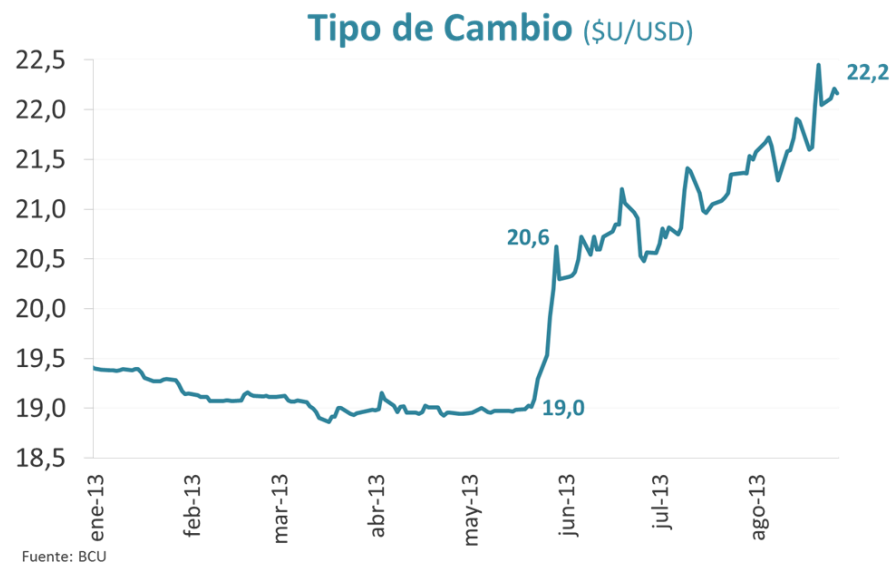


Pese a mantener las proyecciones de crecimiento en 4%, gobierno proyecta menor recaudación y mayor déficit fiscal en RR.CC 2012

...y parecen poner mayor foco en la competitividad

► Anuncios

1. Extender el régimen de **fondos inmovilizados para no residentes** a las Notas de Tesorería y aumentar la alícuota que hoy rige para las LRM , pasando de 40% a **50%**.
1. Ampliar el ancho del rango meta de inflación. **Nuevo rango meta 3%-7%** desde Julio 2014.
1. Cambio de **instrumento** de política monetaria: abandono de la tasa, retorno a **agregados monetarios (M1')**.



» Nuevas prioridades derivan de un **cambio de diagnóstico** por parte de las autoridades.

Contenido

I. Uruguay procesará ajuste externo

- a) Deterioro de los equilibrios externos y desalineamiento de precios relativos
- b) Fortalezas y debilidades para evitar ajuste severo

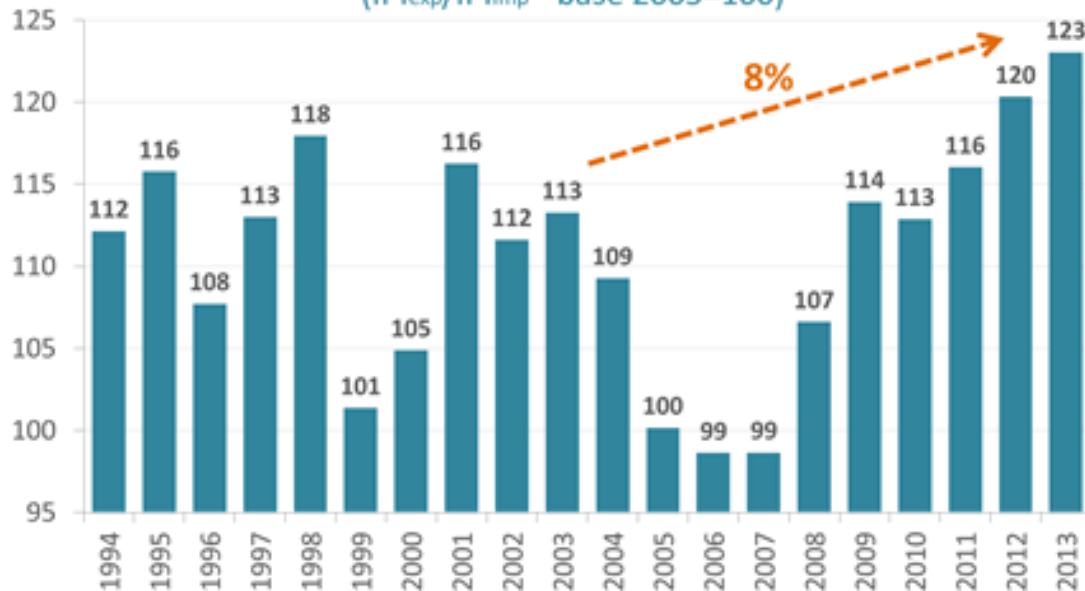
I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

¿Un shock positivo de términos de intercambio?

Terminos de Intercambio

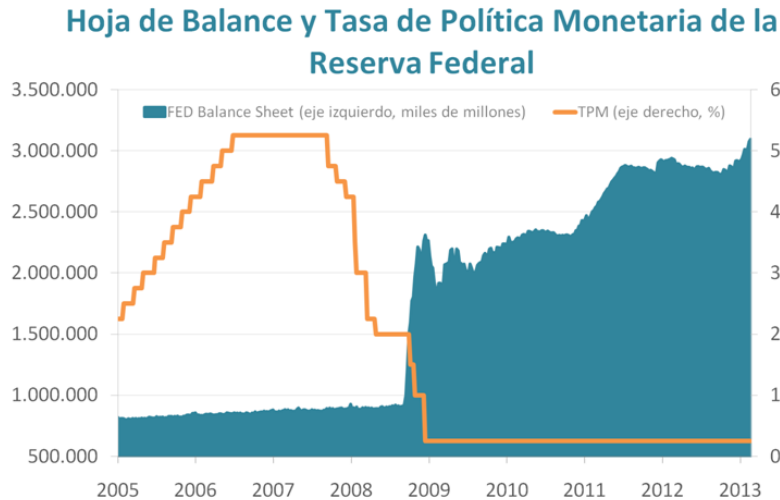
(IPI_{exp}/IPI_{imp} - base 2005=100)



Shock de TI **no** parece haber provocado “enfermedad holandesa”

- Gianelli et al (2006), muestra que por cada punto porcentual de aumento de los TI, el **TCR se aprecia 0,3 pp**. (TCR externo, 1983-2005, Test de cointegración usando Engle y Granger).
- Capurro et al (2006), encuentran que los **TI afectan los fundamentos de los precios relativos** en largo plazo. (TCR interno, 1986-2004, Test de Johansen y VECM).

¿Fuerte ingreso de capitales especulativos?



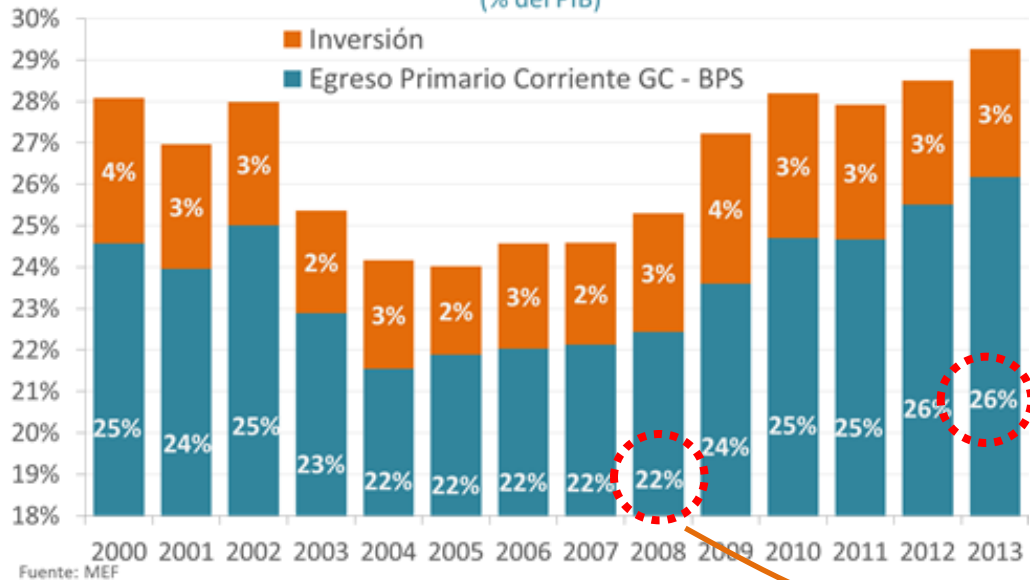
Diferencial de rendimientos entre economías industrializadas y emergentes alentó hasta mayo pasado *una apreciación espuria* del tipo de cambio nominal.

- **Gianelli et al (2006)**, muestra que por cada punto porcentual de aumento de spread de tasas, el TCR (externo) se aprecia 1,5 pp. (TCR externo, 1983-2005, Test de cointegración usando Engle y Granger).

¿Una política fiscal procíclica?

Egresos del Sector Público No Financiero

(% del PIB)



Aumento del **gasto público corriente** mayor al PIB, incrementa presión sobre demanda de bienes no transables.

- Gianelli et al (2006), muestra que una expansión del gasto corriente del gobierno central de 3 pp. del PIB explica un deterioro del TCR (externo) de entre **6 y 10%**. (TCR externo, 1983-2005, Test de cointegración usando Engle y Granger).
- Capurro et al (2006), **no encuentran** evidencia que corrobore dicho hallazgo. (TCR interno, 1986-2004, Test de Johansen y VECM).

En síntesis

- El TCR se apreció por un **sobrecalentamiento** de la economía no suficientemente mitigado por una política macroeconómica **contracíclica**, a la que sobre el final del período se agregó un fuerte **ingreso de capitales**.
- La economía requiere un **ajuste de precios relativos**.
- Afortunadamente, la política económica cuenta con una serie de **reaseguros** que harán que el ajuste real será menos intenso que en el pasado:
 - Existe flexibilidad **cambiaria**.
 - **Stock de reservas es mayor que la deuda pública en moneda extranjera**.
 - **Vencimientos** de la deuda pública pueden ser manejados con holgura dado el nivel de reservas disponible y el acceso a créditos contingentes.
 - La **política macroeconómica reaccionó** recientemente.