

# 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

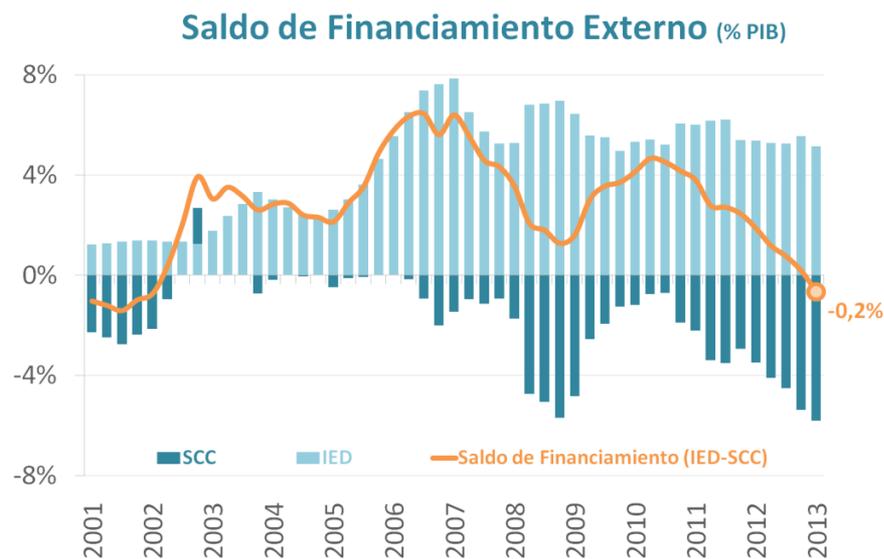
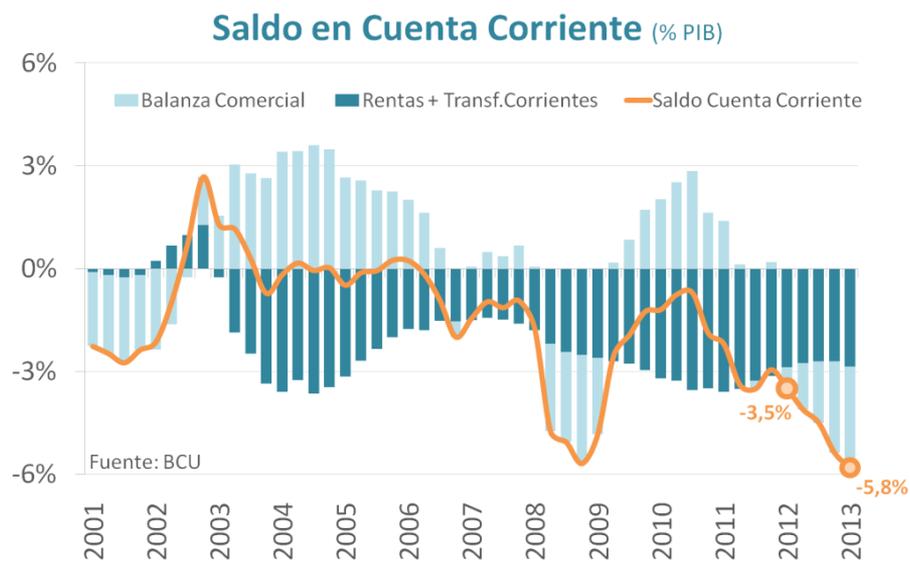
## I. Uruguay procesará ajuste externo

- 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?

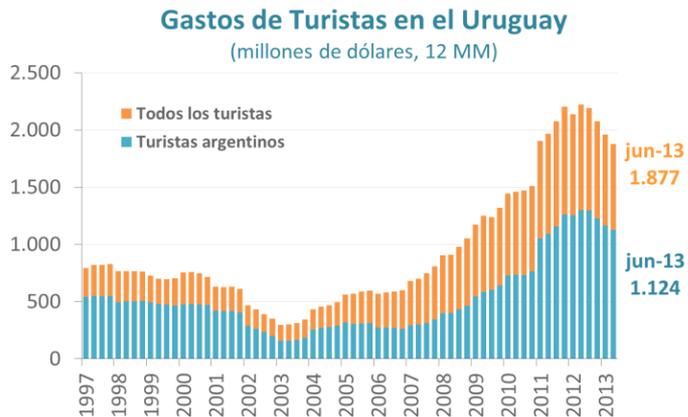
# Deterioro de los equilibrios externos se profundizó



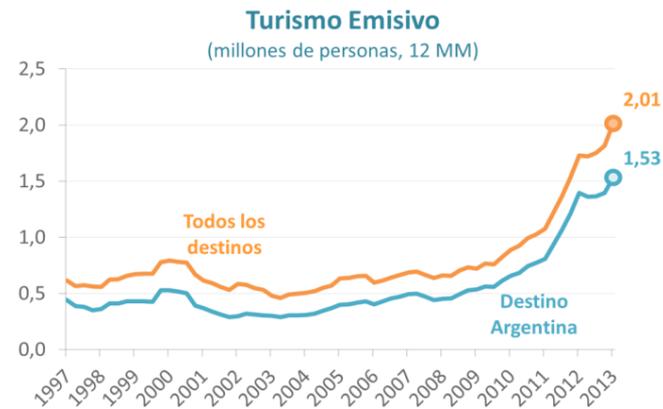
- Déficit de Cuenta Corriente alcanzó **su peor registro** (como % PIB) de los últimos años.
- Menores exportaciones y mayores importaciones (bienes y servicios) son el principal responsable.
- **La IED dejó de financiar el SCC.**

# Saldo de servicios disminuyó por encarecimiento relativo y trabas argentinas

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



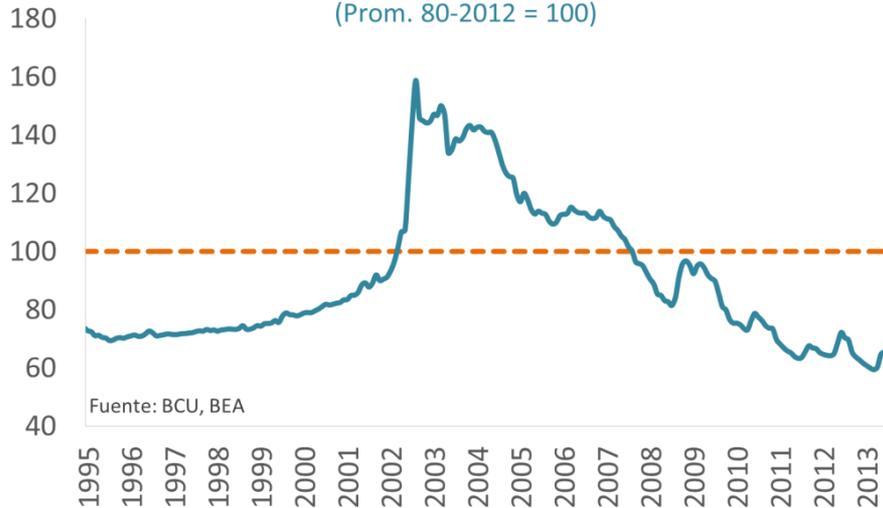
La **salida** de turistas, y su gasto, fue mayor, provocando un “desvío” del consumo



# 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

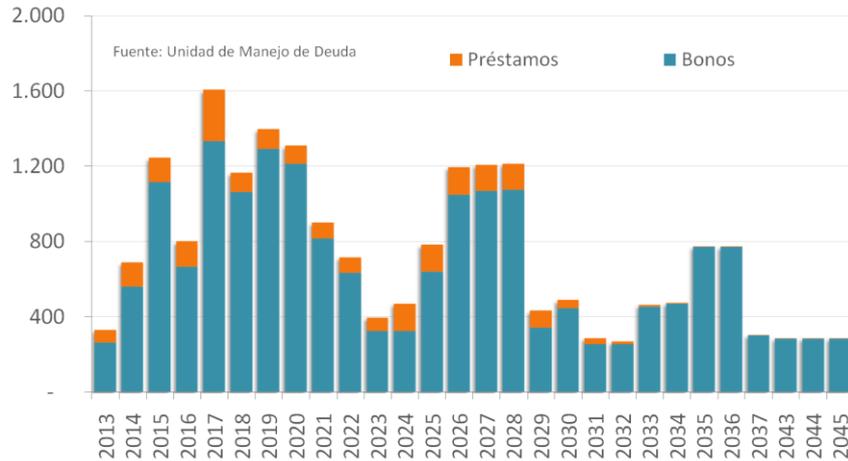
- a) Deterioro de los equilibrios externos y desalineamiento de precios relativos
- b) Fortalezas y debilidades para evitar ajuste severo

## I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

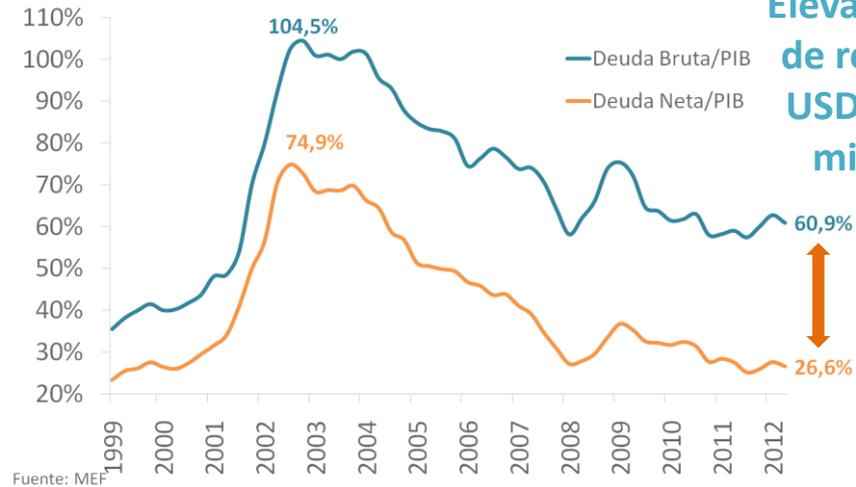
## I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

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

**Vencimientos Deuda GC - 06/2013**  
(millones USD)



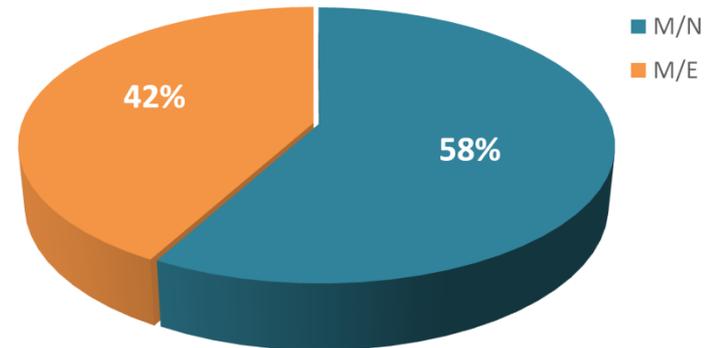
**Deuda Pública (% PIB)**



**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

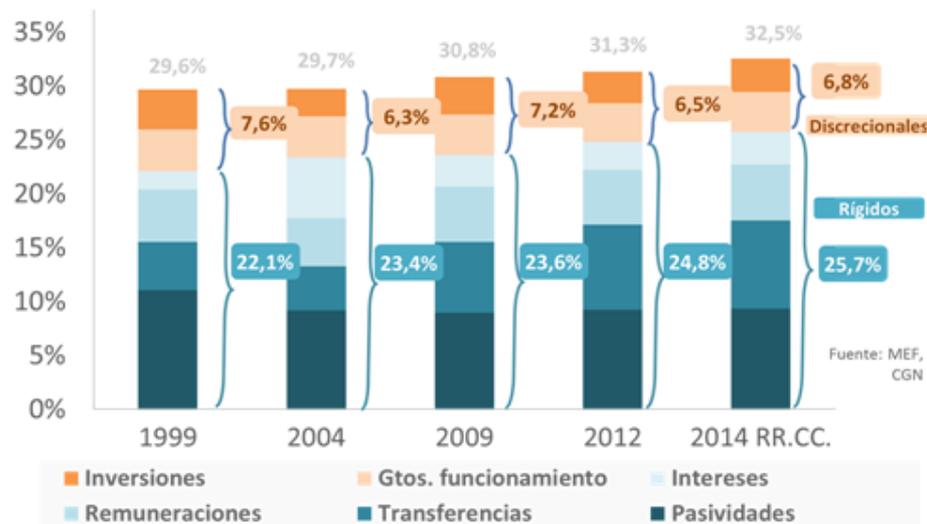
...sin embargo, ciclo político y mayor rigidez del gasto son debilidades

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)

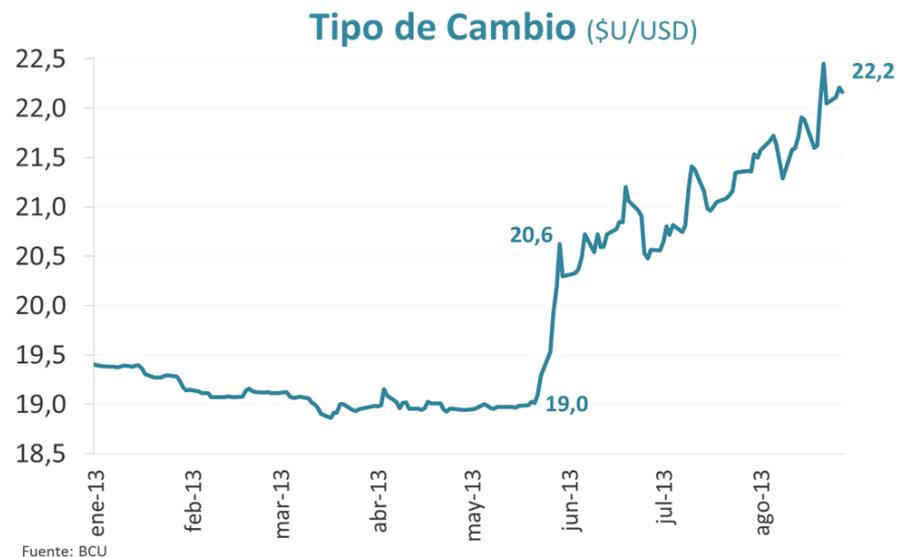


**Pese a mantener las proyecciones de crecimiento en 4%, gobierno proyecta menor recaudación y mayor déficit fiscal en RR.CC 2012**

# ...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

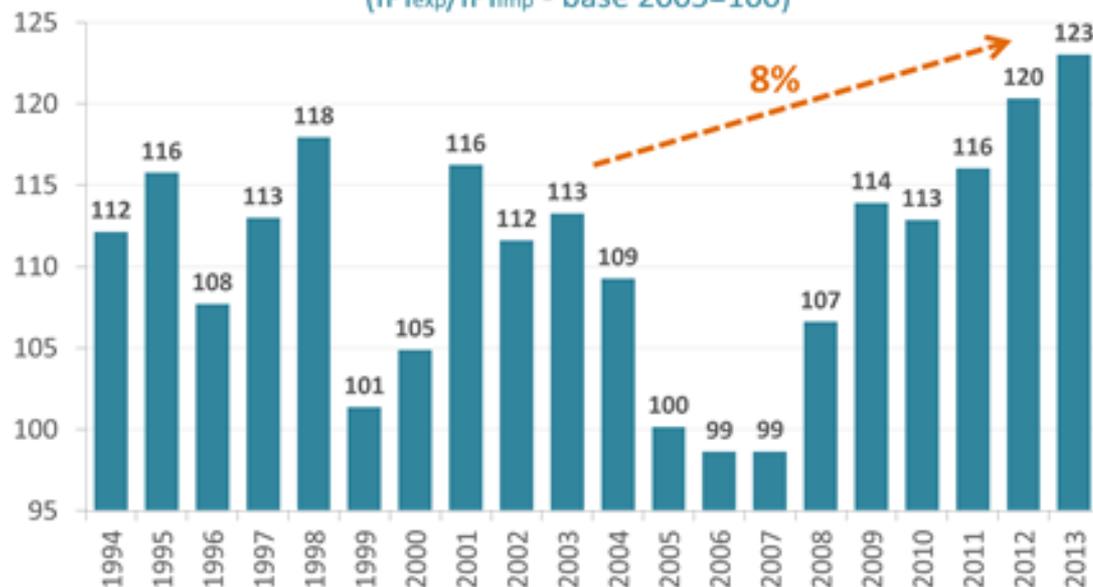
### I. ¿Cuál ha sido la reacción de política?

## I. ¿Qué explica el deterioro del TCR?

# ¿Un shock positivo de términos de intercambio?

## Terminos de Intercambio

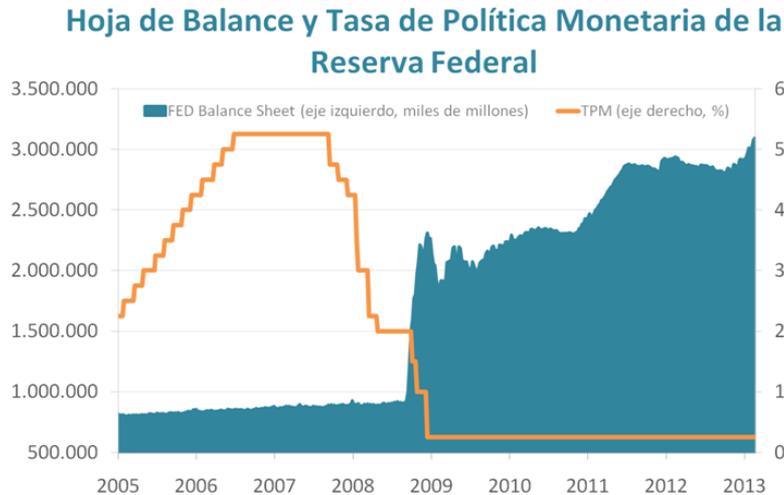
( $IPI_{exp}/IPI_{imp}$  - base 2005=100)



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?



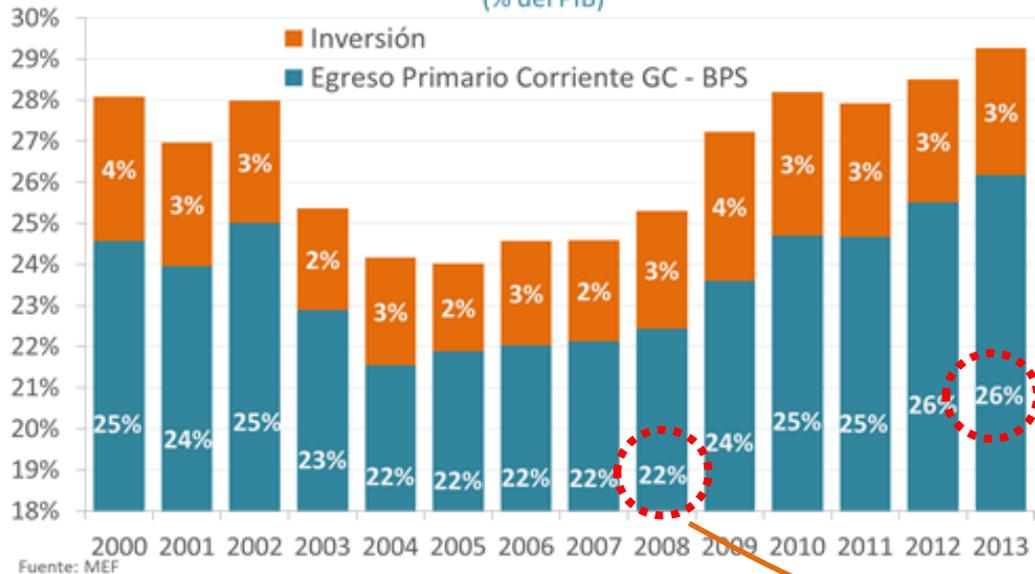
Diferencial de rendimientos entre economías industrializadas y emergentes alentó hasta mayo pasado *una apreciación espuria* del tipo de cambio nominal.

- **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.