



# **La política económica en un marco externo más incierto: dilemas y riesgos**

**Liga de Defensa Comercial**

**30 de Julio de 2008**

Los contenidos de esta presentación han sido preparados utilizando fuentes y modelos de análisis que consideramos confiables en las actuales circunstancias. No obstante, nuestra firma no asume responsabilidad alguna por las decisiones que se puedan tomar en base a los mismos, ni siquiera ante la eventualidad de un error de transcripción de información estadística divulgada por terceras partes. Se prohíbe la reproducción total o parcial de este documento sin autorización escrita de Deloitte S.C.

# Contenido

---

- Marco externo: corto plazo favorable pero con incertidumbres y riesgos crecientes
- Perspectivas 2008-2009
- Desafíos de la política económica

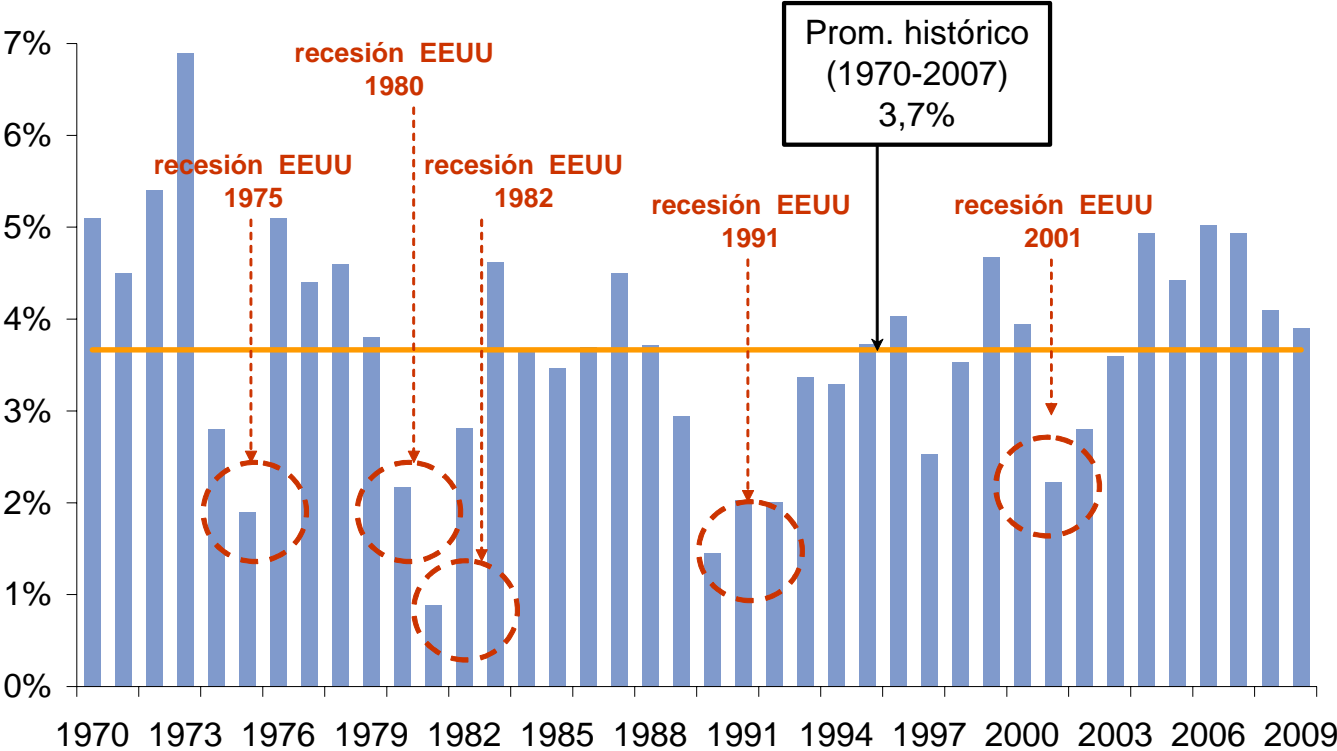
# Contenido

---

- **Marco externo: corto plazo favorable pero con incertidumbres y riesgos crecientes**
- Perspectivas 2008-2009
- Desafíos de la política económica

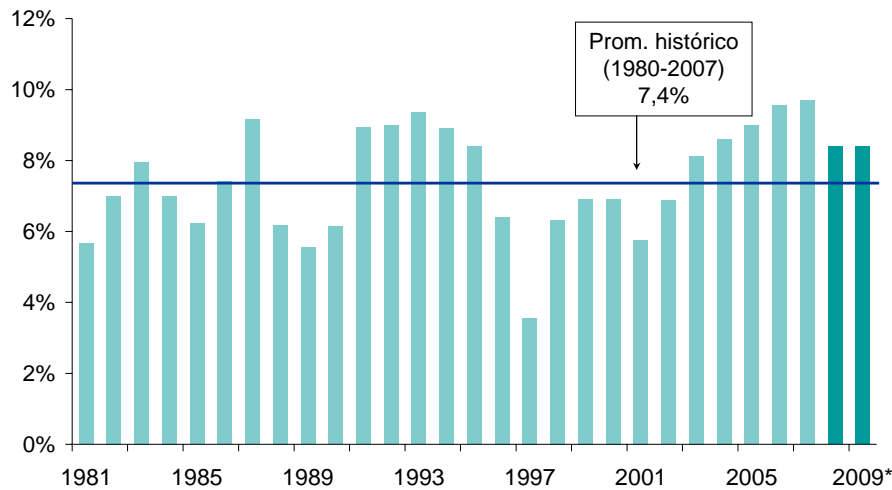
# A pesar de la crisis financiera en EEUU, por ahora las proyecciones del FMI apuntan a una desaceleración moderada de la economía mundial ...

## Crecimiento económico mundial

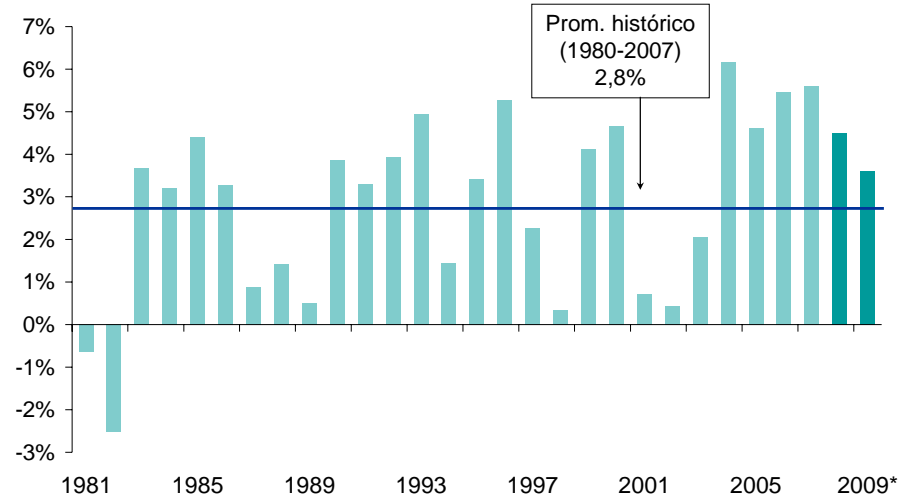


## ... que contemplan un “desacople parcial” de las economías emergentes.

Crecimiento económico de Asia Emergente



Crecimiento económico de América Latina

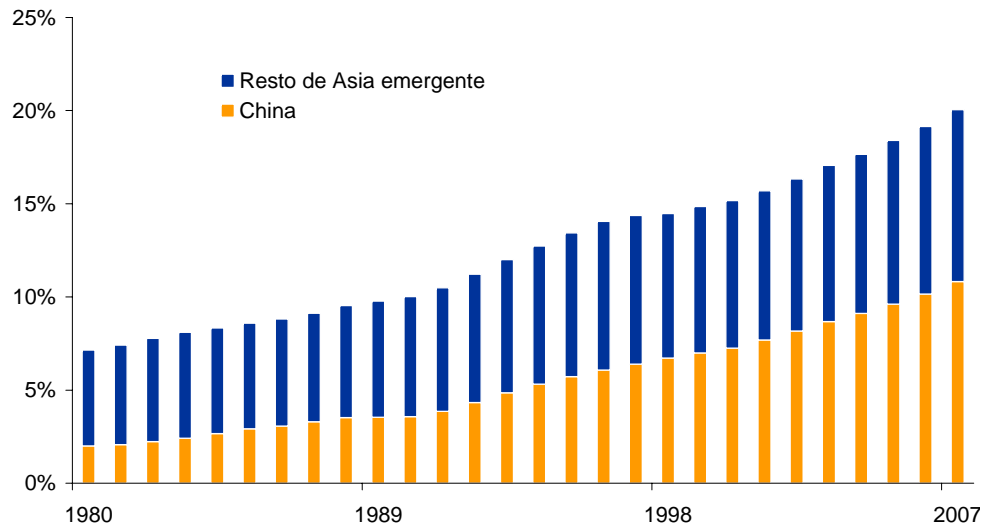


*¿Cómo se comportarán los precios internacionales de las materias primas?*

*¿Estamos ante un auge estructural o cíclico de los precios?*

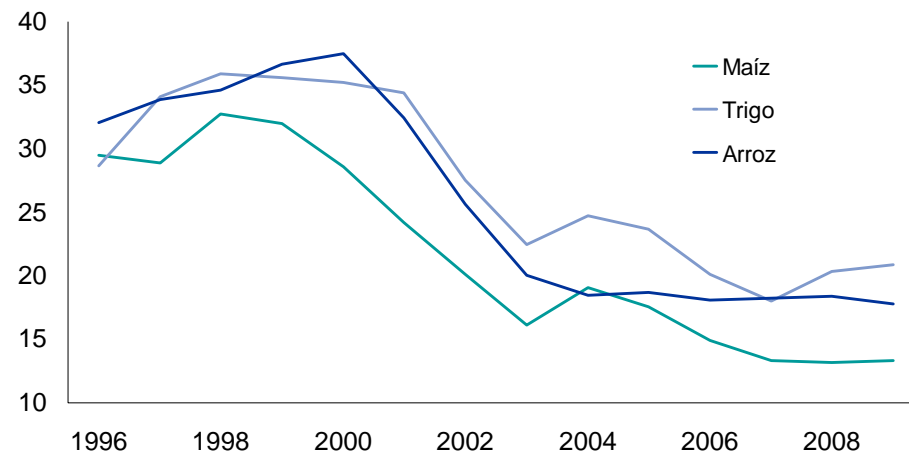
# El dinamismo de Asia y los bajos stocks de alimentos dan cierto margen para pensar en factores “persistentes”.

Participación en el PIB mundial



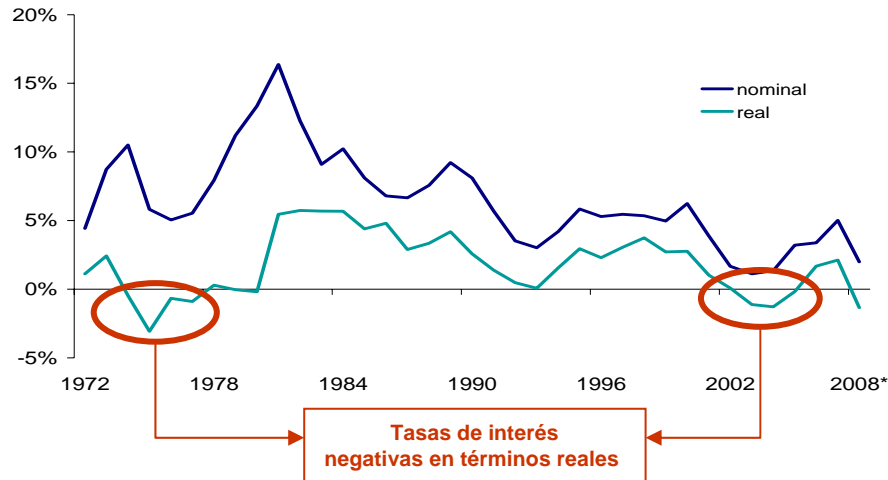
Stock / Consumo (%)

Principales granos - Datos y proyecciones FAPRI

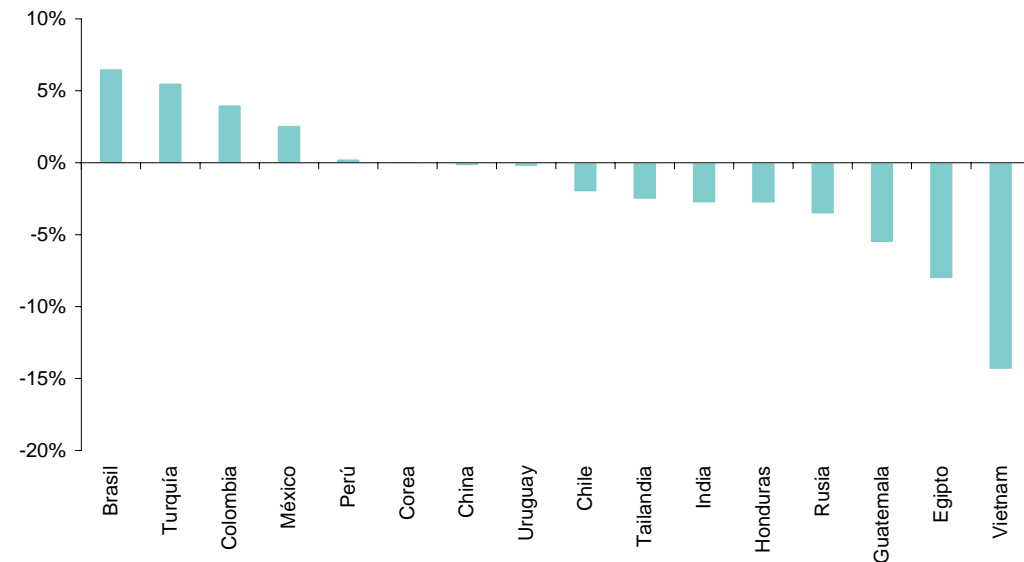


# Sin embargo, en la economía mundial se advierten varios desequilibrios: (1) abundante liquidez.

Tasa de los Fondos Federales



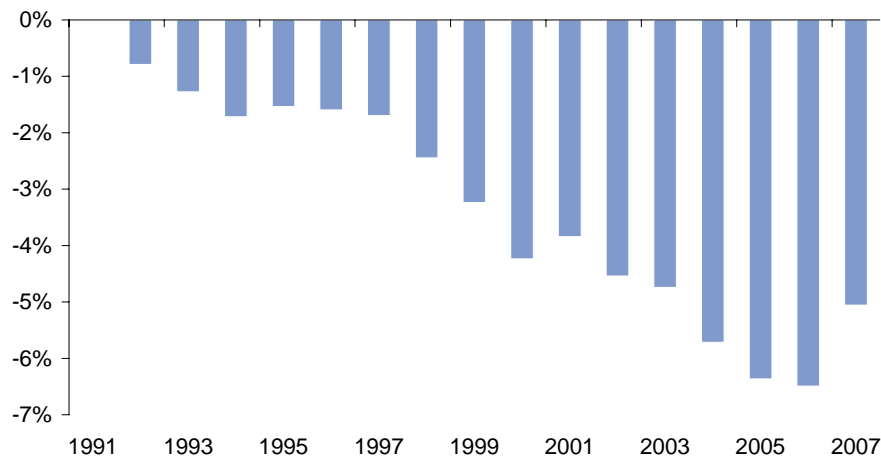
Tasas de referencia en términos reales



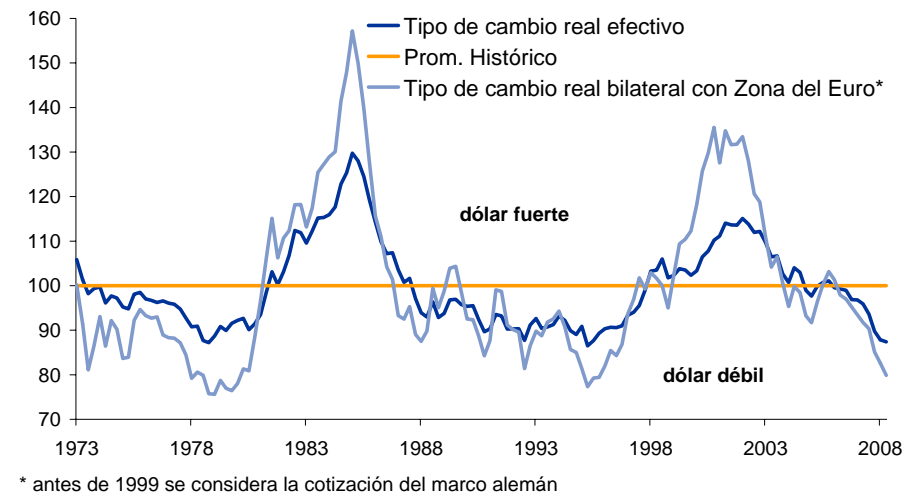
# Sin embargo, en la economía mundial se advierten varios desequilibrios: (2) exceso de gasto en EEUU y dólar débil.

### Saldo en cuenta corriente de Estados Unidos

(en % del PIB)



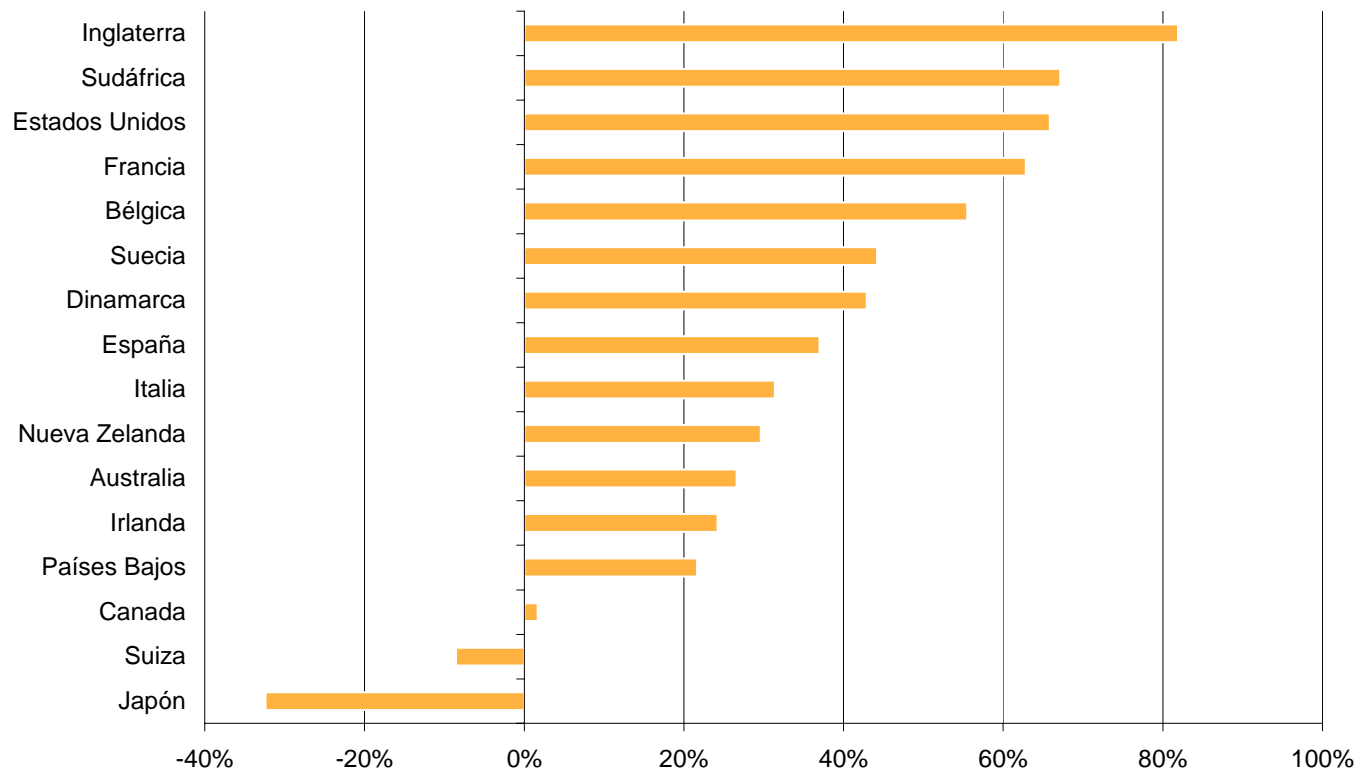
### Tipo de cambio real de Estados Unidos



## Sin embargo, en la economía mundial se advierten varios desequilibrios: (3) ¿exhuberancia en precios de los activos?

### Aumento de los precios de las viviendas en relación al PBI

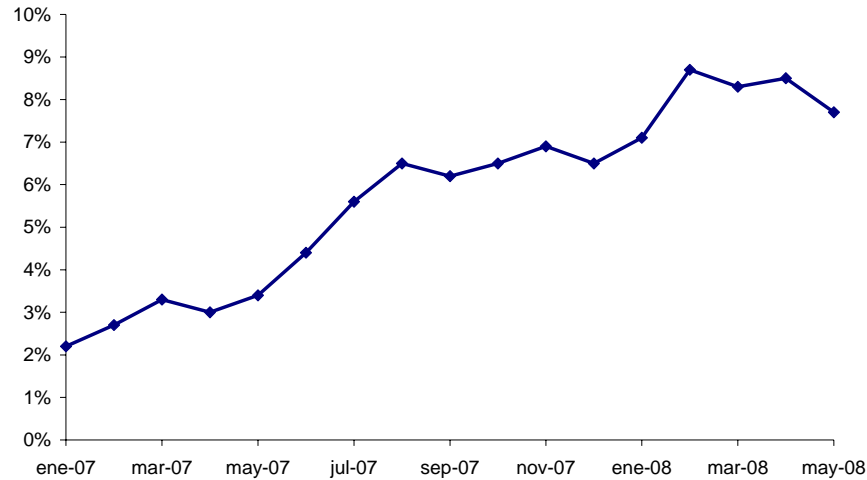
1997-2007



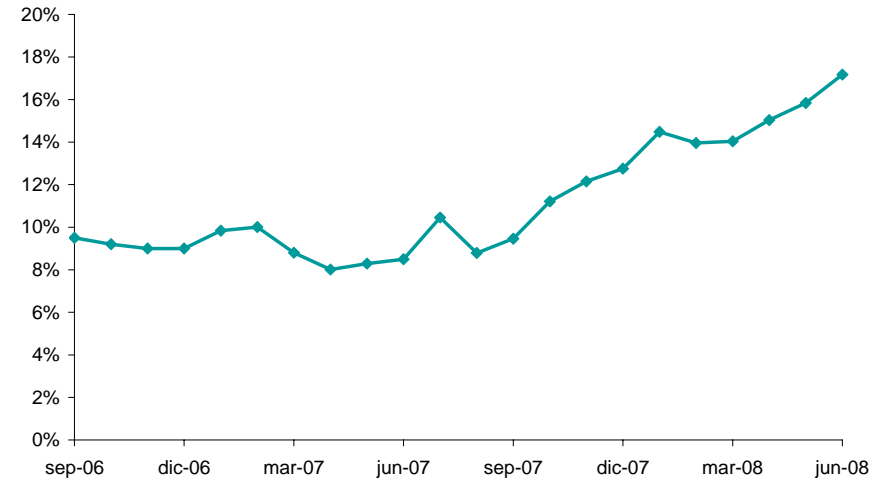
Fuente: Cálculos de Deloitte en base a relevamiento de precios de la revista The Economist

# Sin embargo, en la economía mundial se advierten varios desequilibrios: (4) inflación generalizada ¿de “oferta” o de “demanda”?

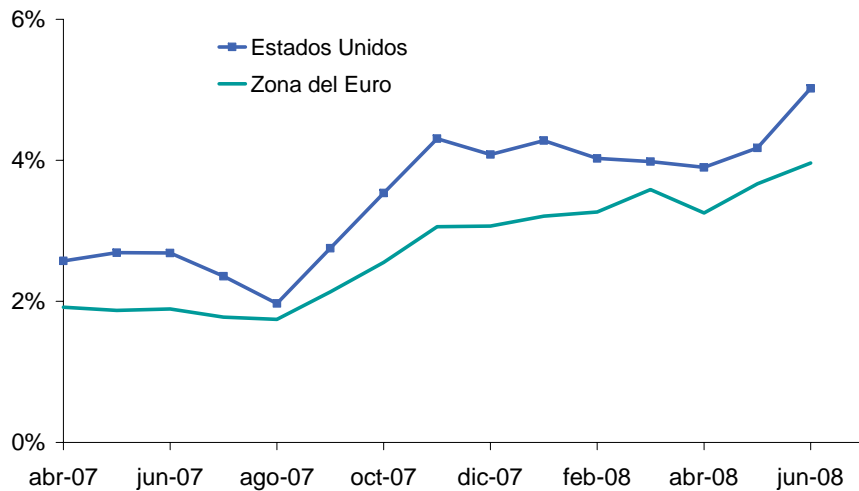
**China**



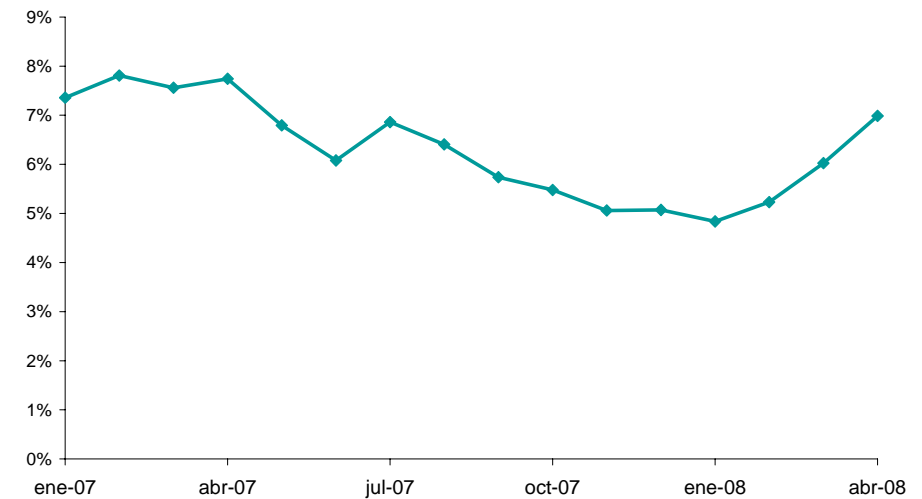
**Rusia**



**Países desarrollados**



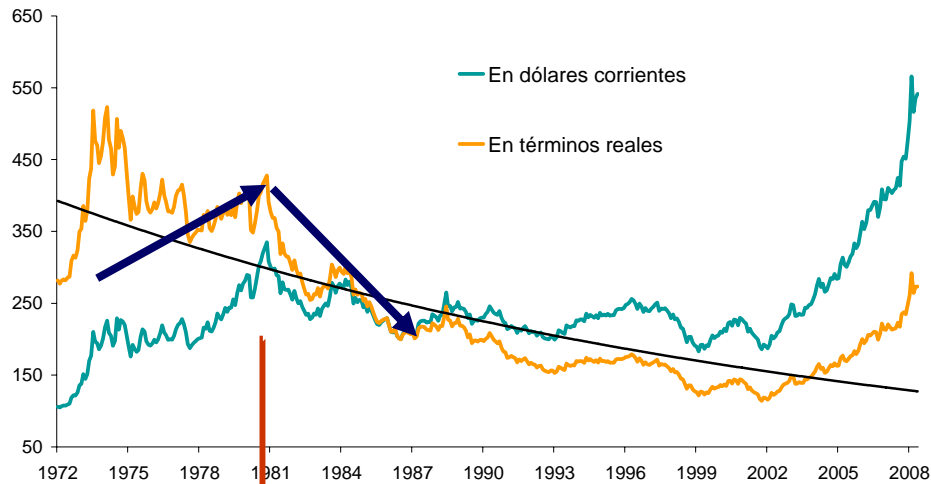
**India**



# ¿Estaremos en la antesala de una corrección abrupta de esos desequilibrios? ¿Son relevantes las similitudes con los años 70?

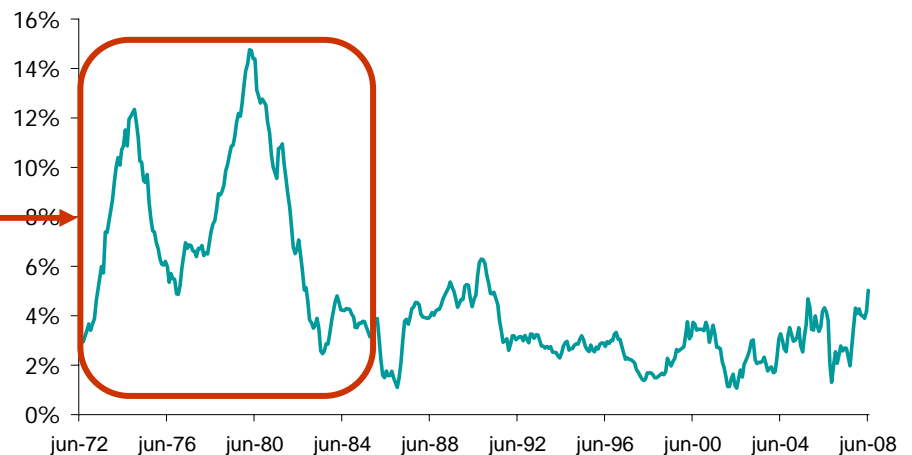
## Precio internacional de los "commodities"

1967 = 100

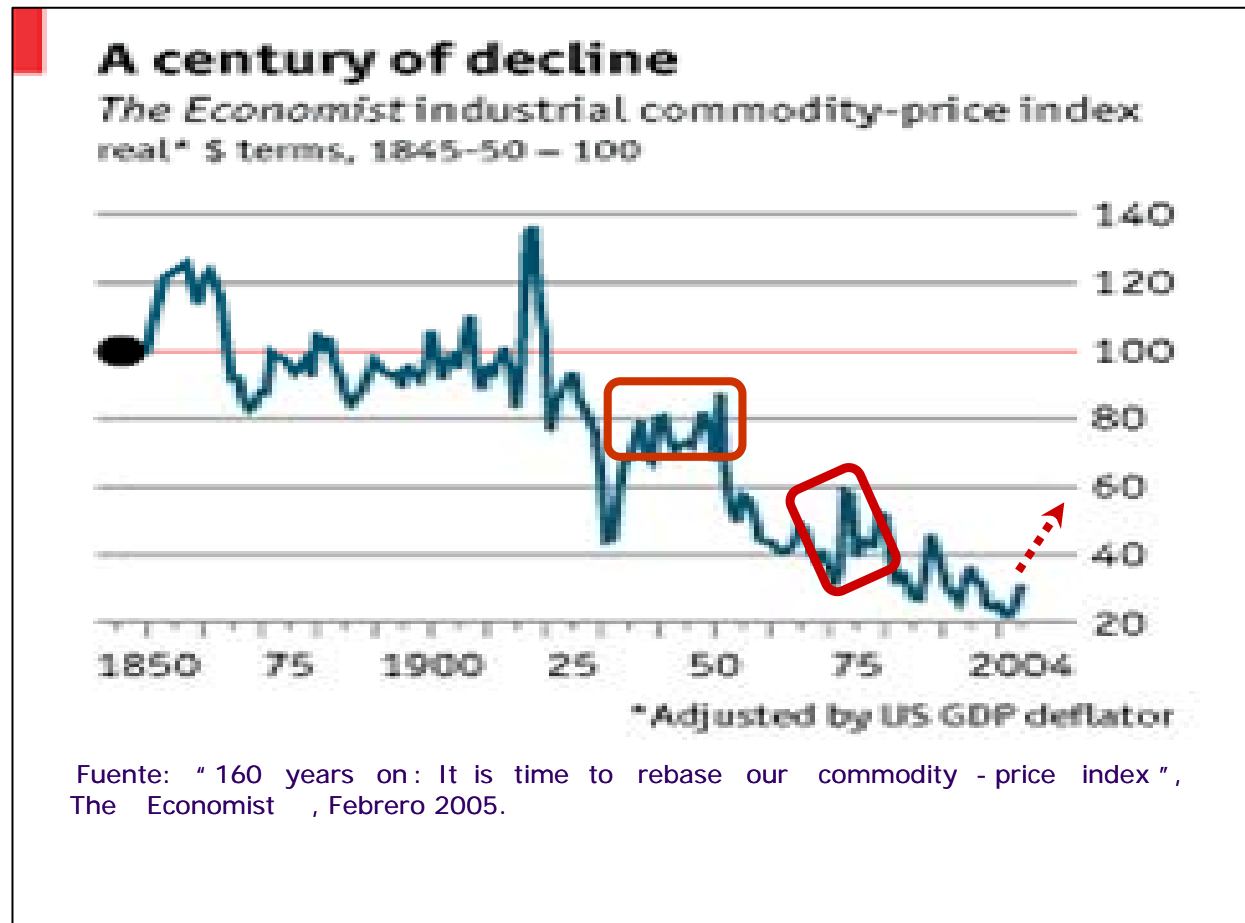


## Estados Unidos: inflación

Variación 12 meses



# Los commodities han mostrado sistemáticos ciclos en los últimos 100 años: ¿esta vez, tendremos un ciclo largo (50s) o corto (70s)?



# Con un marco favorable en el corto plazo pero más incierto a mediano plazo la política económica enfrenta dilemas y desafíos.

---

## Escenario Base

- Aterrizaje suave de la economía mundial (crecimiento de 4,1% en 2008 y 3,9% en 2009).
- Incremento muy moderado de las tasas de interés en EEUU y economías emergentes.
- Reversión lenta de la debilidad del dólar a partir de 2009.
- Precios de los commodities y del petróleo elevados en términos reales, ajustándose eventualmente a la baja en forma moderada en 2009.

## Principales riesgos

- Freno abrupto de la economía mundial en 2009-2010.
- Ajuste fuerte de las tasas de interés en EEUU y en economías emergentes, en un marco de presiones inflacionarias significativas.
- Reversión rápida de la debilidad del dólar.
- Reducción sustantiva de los precios de los commodities en términos reales.

# Contenido

---

- Marco externo: corto plazo favorable pero con incertidumbres y riesgos crecientes

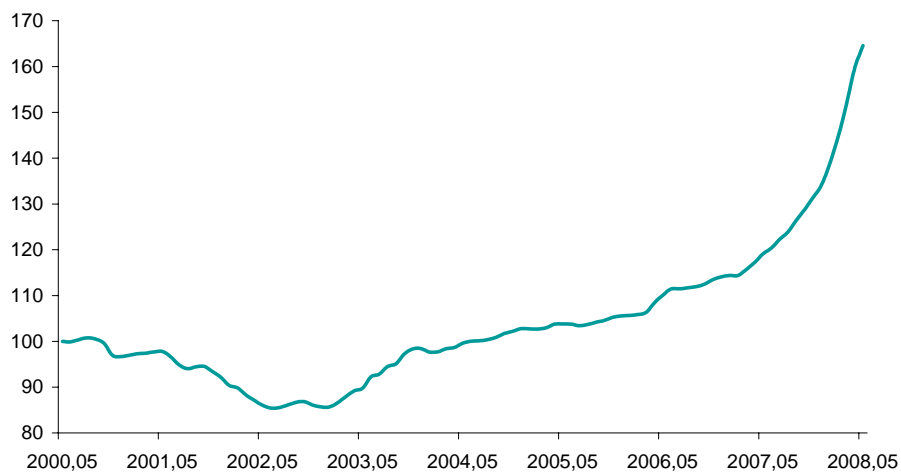
- **Perspectivas 2008-2009**

- Desafíos de la política económica

# A pesar de los riesgos del contexto externo, por ahora los precios de exportación siguen siendo altos.

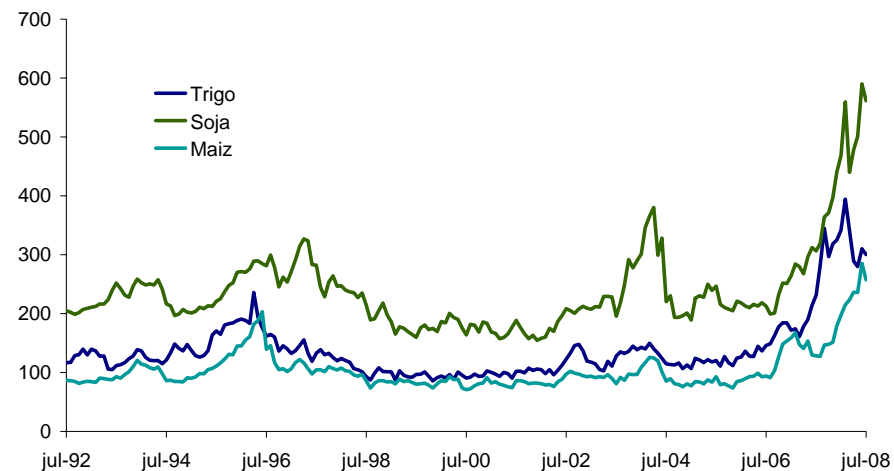
## Índice de precios de exportaciones industriales

Fuente: Cámara de Industrias del Uruguay



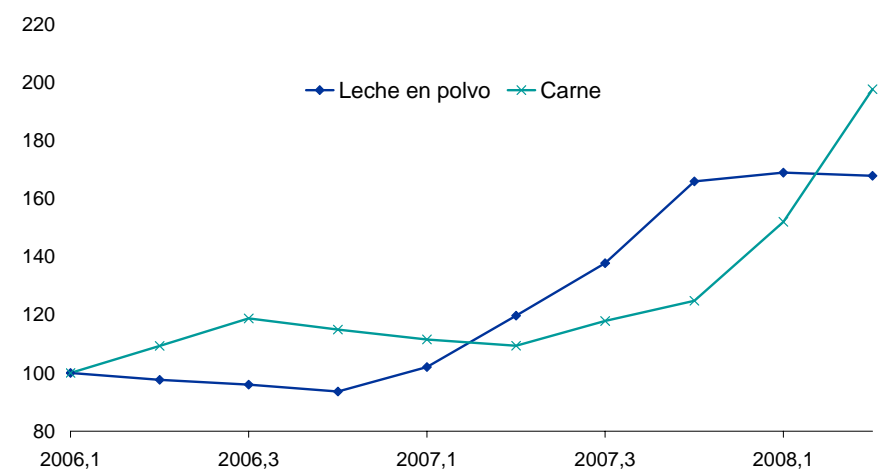
## Precios agrícolas en mercados internacionales

Contratos a futuro en la Bolsa de Chicago. En US\$ / ton.



## Precios de exportación

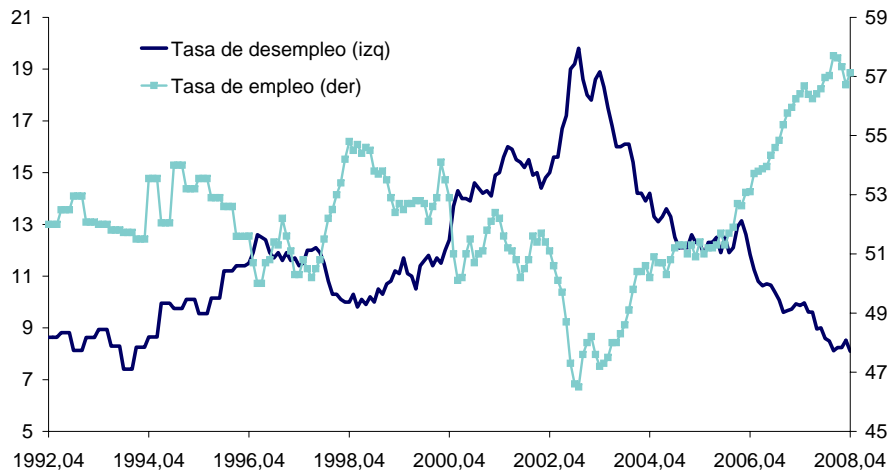
Índices 2006=100



# ... y la demanda interna seguirá expandiéndose (salarios, empleo, crédito y gasto público).

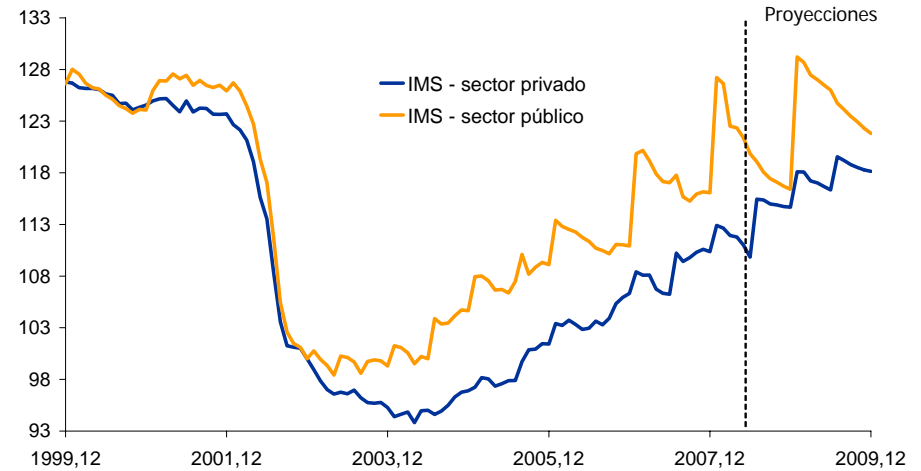
## Mercado de trabajo

Trimestres móviles (en %)



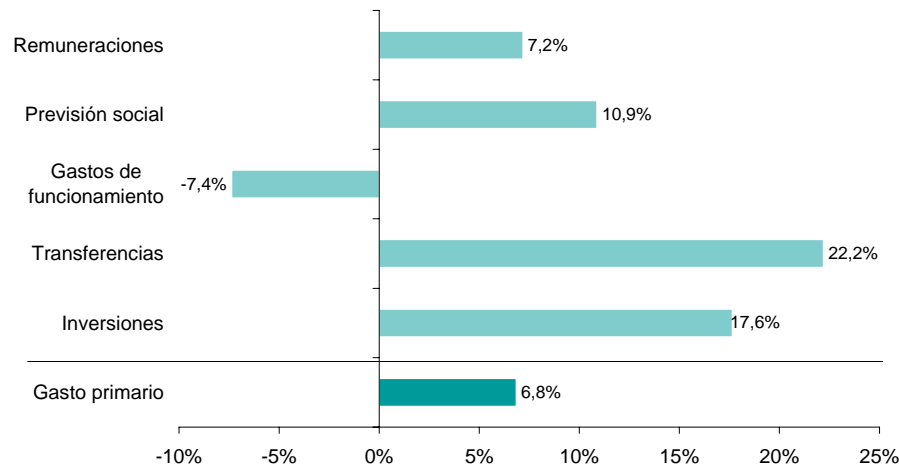
## Índice medio de salarios en términos reales

Índice Dic 2002 = 100



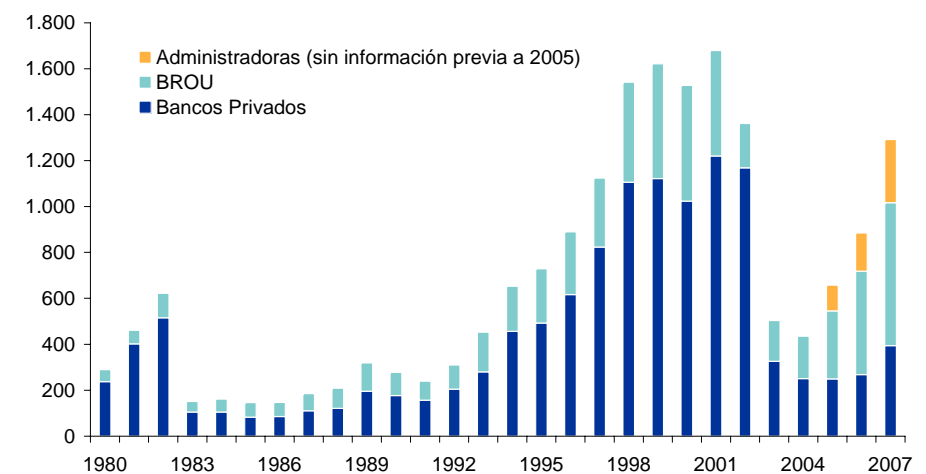
## Gasto primario del Gobierno Central

variación real ene-may 2008 / ene-may 2007



## Crédito a las familias

Millones de dólares

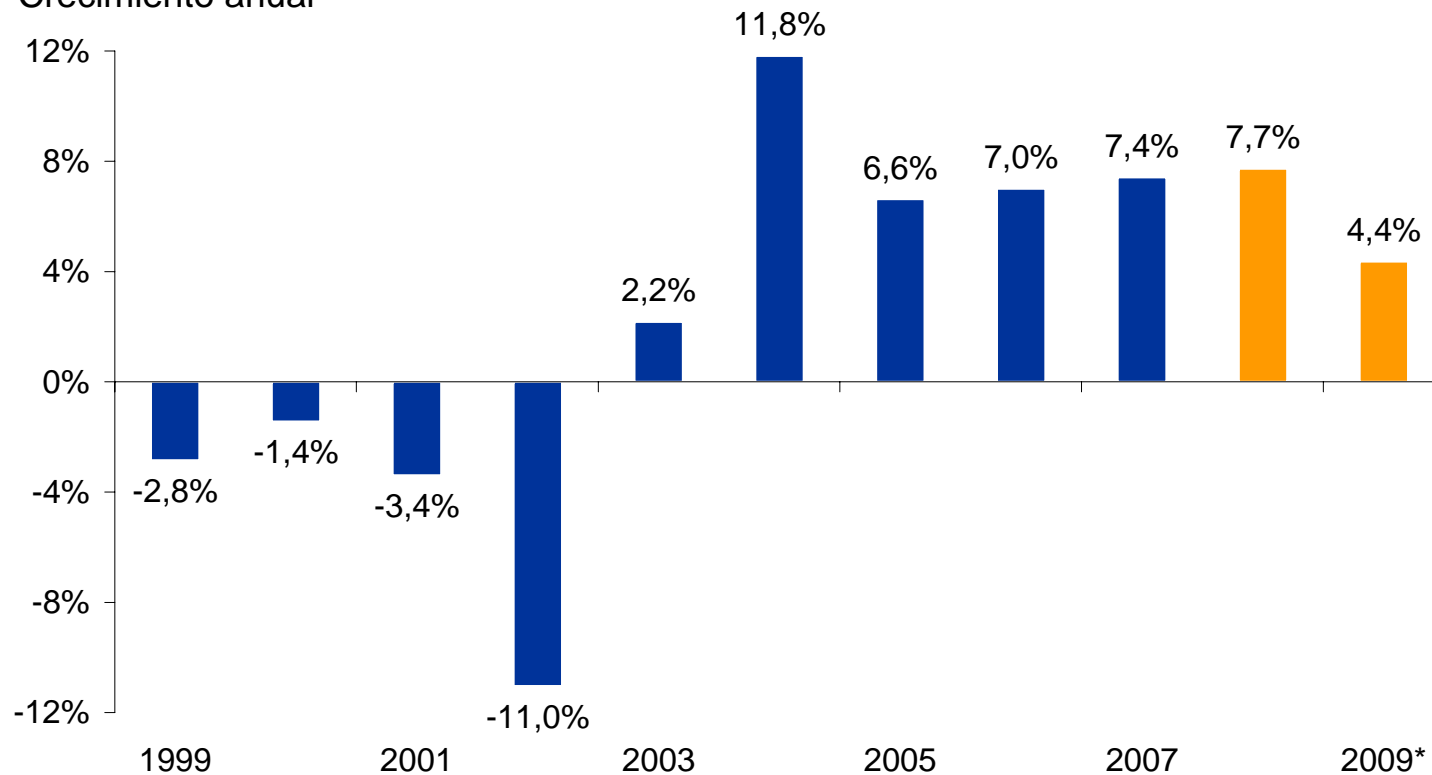


**En 2008 la economía crecería 7,7%. Para 2009 prevemos un crecimiento más moderado pero francamente superior a la media histórica (2,5%).**

---

## Producto Interno Bruto

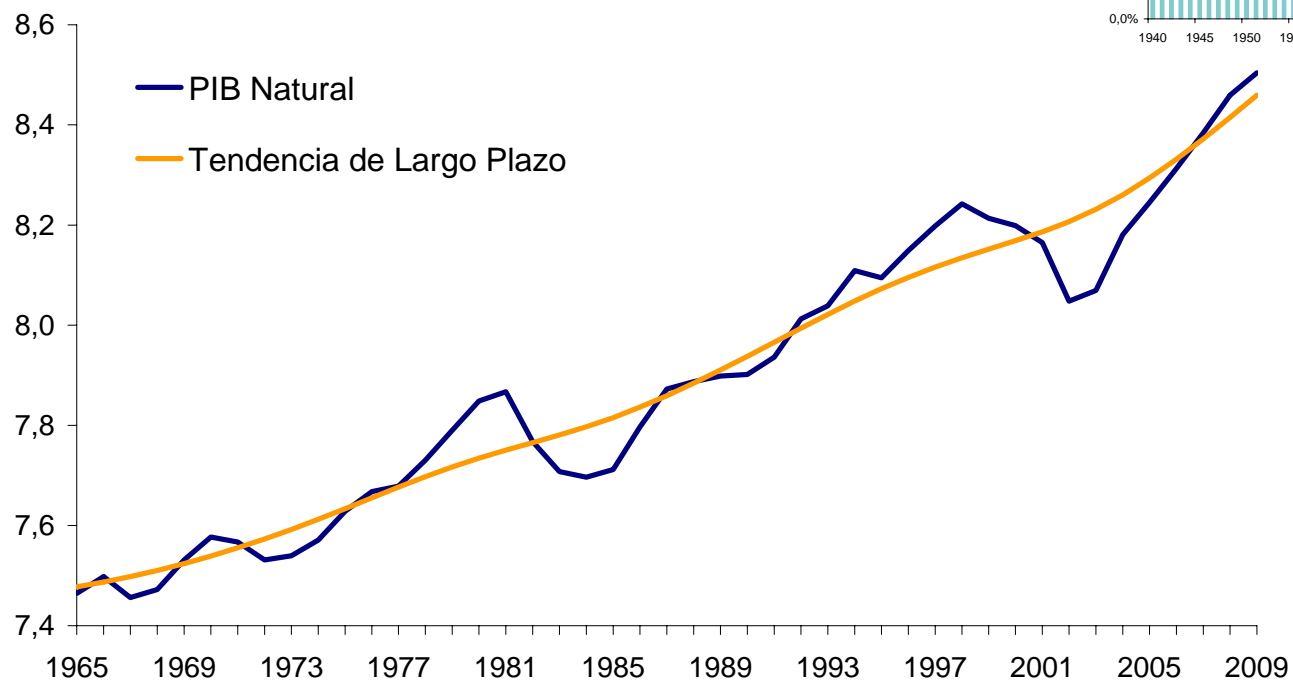
Crecimiento anual



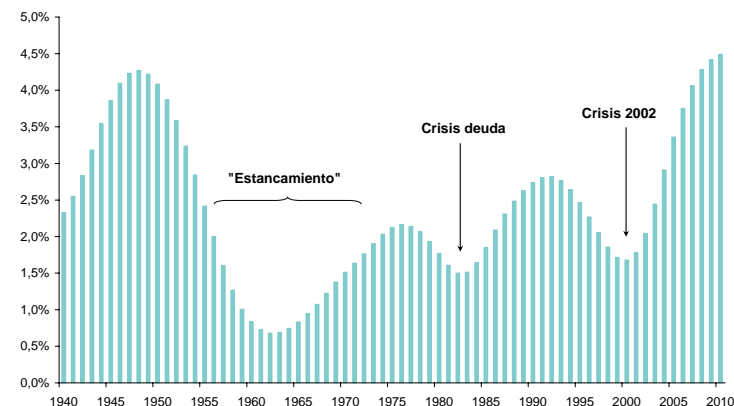
# A nuestro juicio, ese ritmo de crecimiento podría estar pautando una situación de recalentamiento de la economía.

## Producto Interno Bruto

Escala logarítmica



## Tasa de crecimiento tendencial



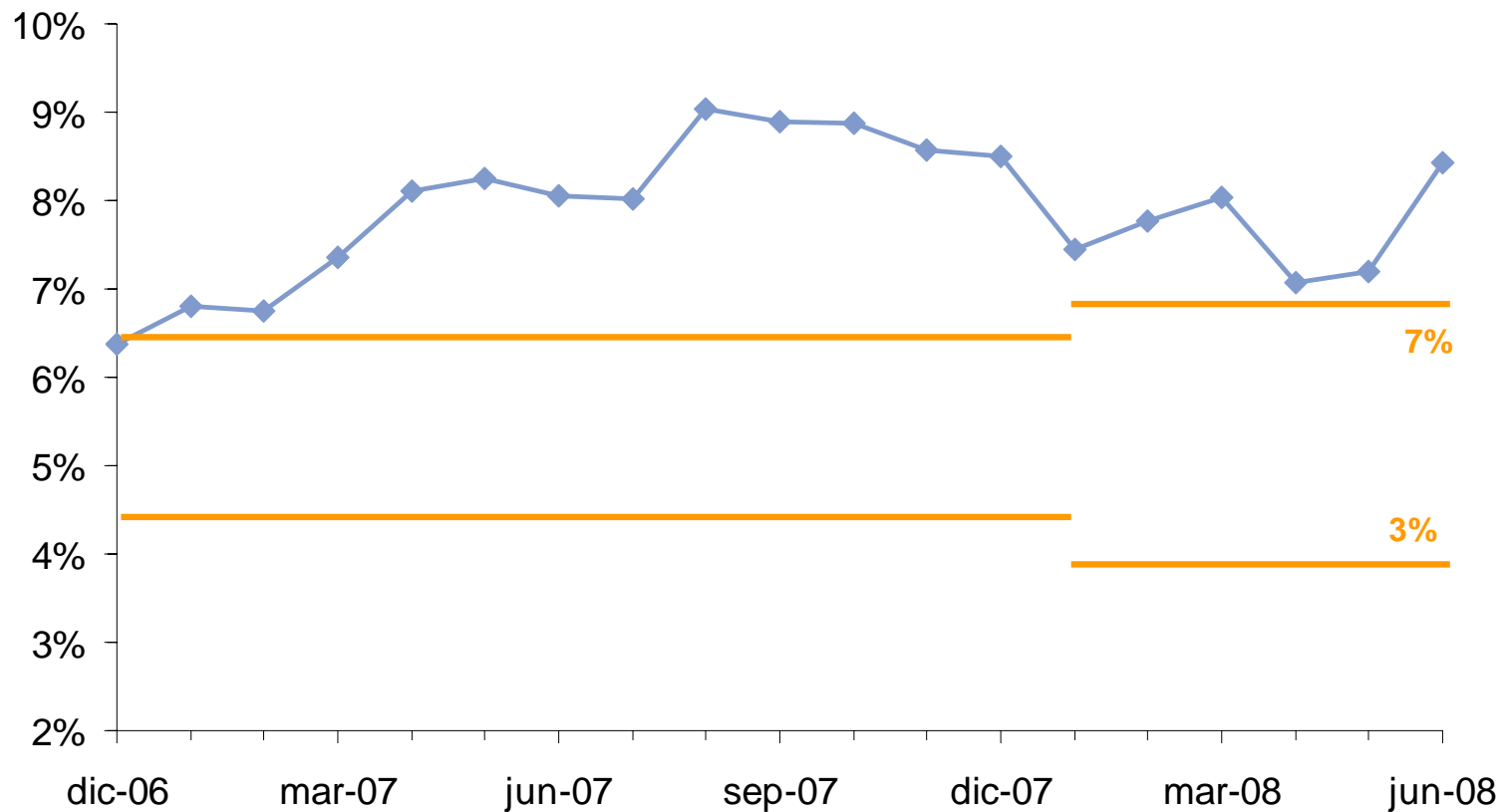
# Contenido

---

- Marco externo: corto plazo favorable pero con incertidumbres y riesgos crecientes
- Perspectivas 2008-2009
- **Desafíos, dilemas y riesgos para la política económica**

# El control de la inflación es un desafío central para la política económica.

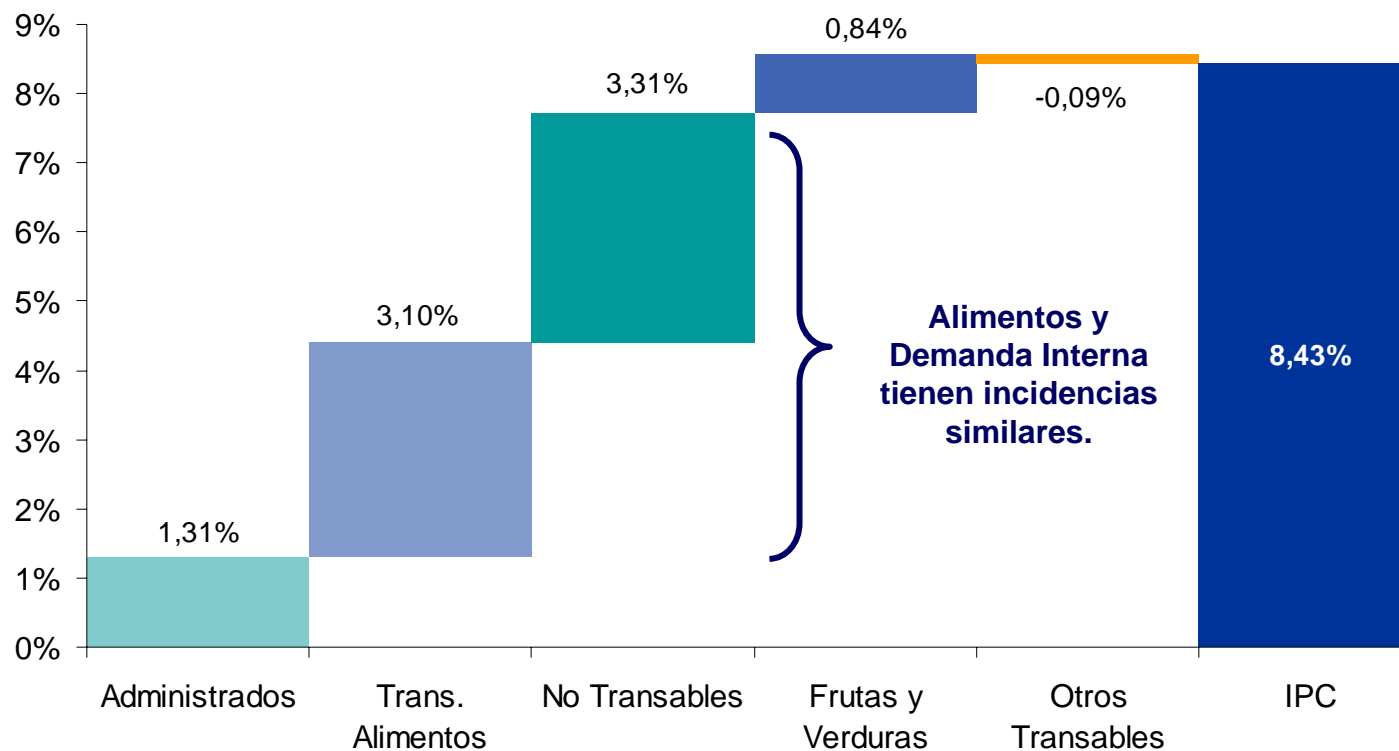
## Inflación anual: tasa efectiva y meta oficial



# Los precios internacionales de los alimentos y la demanda interna constituyen las principales presiones inflacionarias.

## Incidencia en la inflación anual

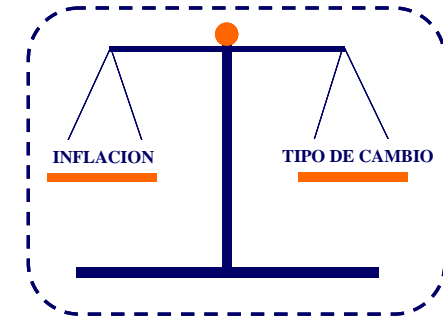
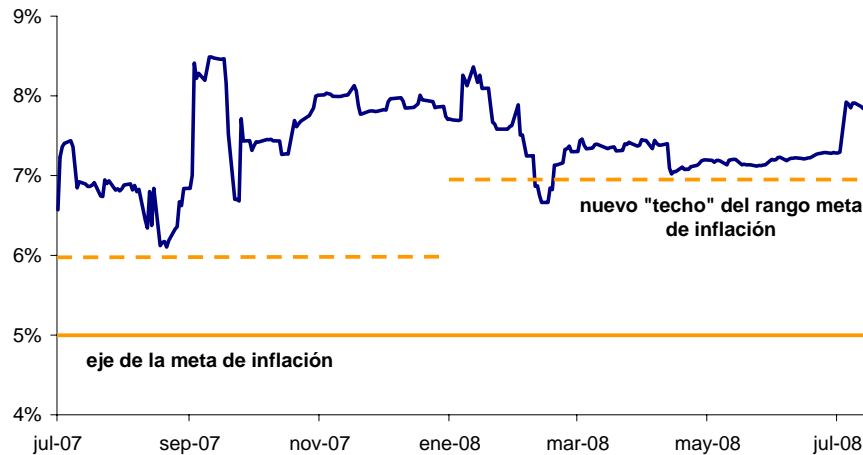
Junio 2008



# La política monetaria debería hacerse más restrictiva pero eso acentuaría caída del dólar.

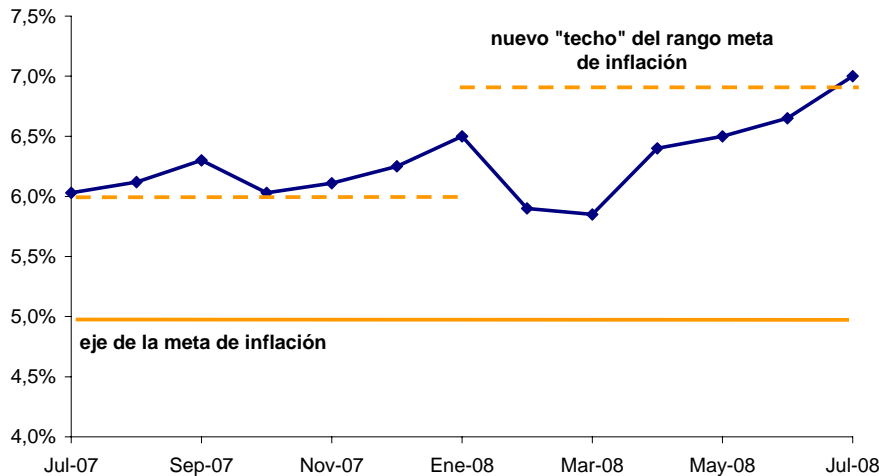
## Diferencial de tasas Moneda Nacional - Unidades Indexadas

Según ITLUP y Curva Uruguay en UI de BEVSA. Instrumentos a dos años de plazo.

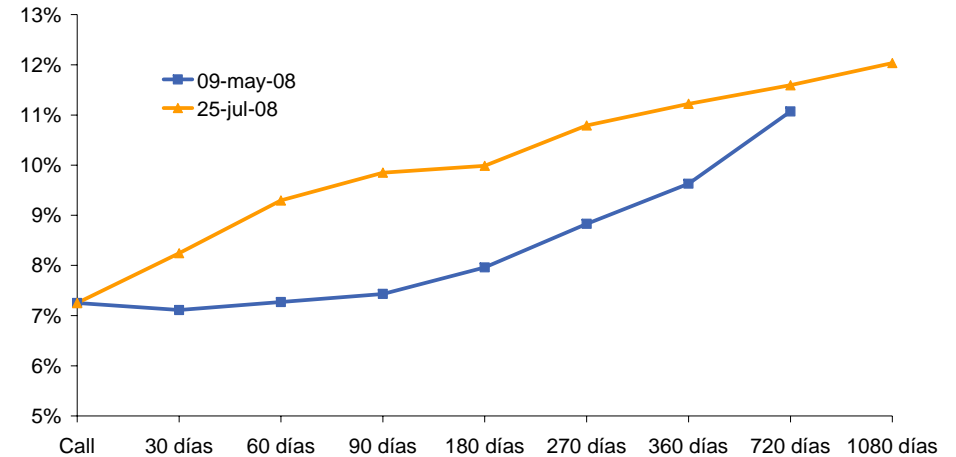


## Expectativas de inflación a 18 meses

Mediana de respuestas de la Encuesta de Expectativas de Inflación del BCU.



## Estructura Temporal de tasas en pesos

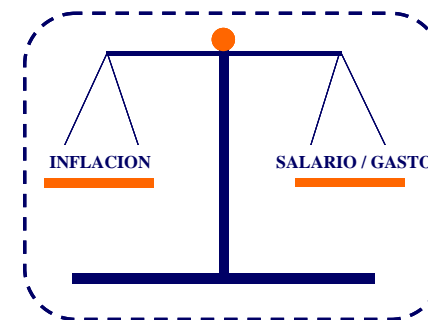
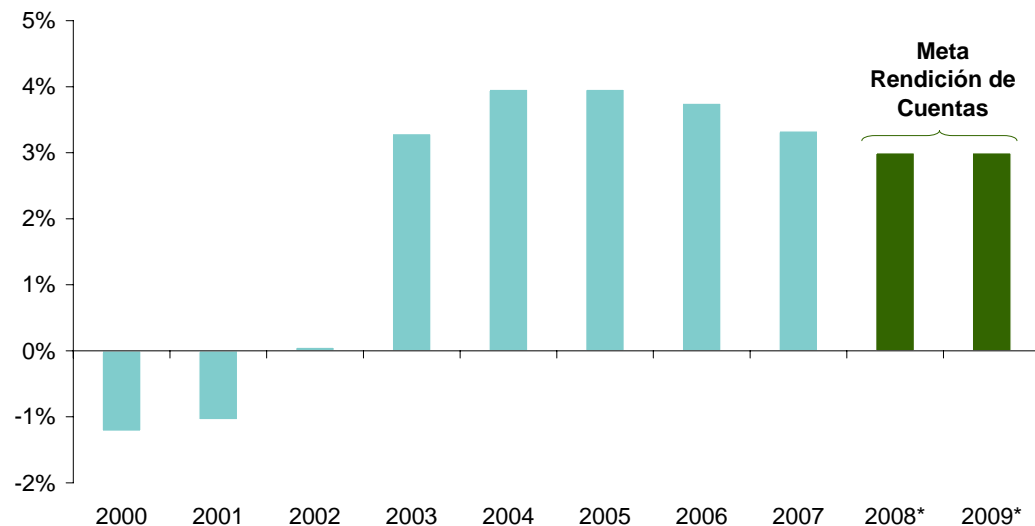


Fuente: BCU, Curva índice ITLUP de BEVSA

**Expectativas están  
crecientemente desalineadas  
de la meta de inflación.**

# La política salarial y fiscal no contribuirán con la política monetaria (contención de demanda interna).

**Resultado Primario del Sector Público**  
en % del PIB



## Salarios Reales

Variación Promedio Anual

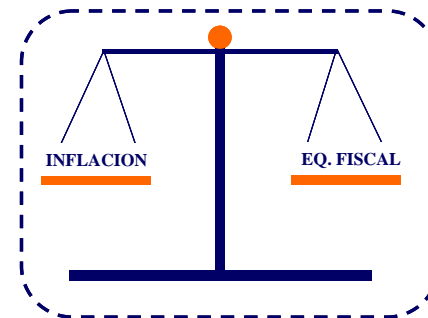
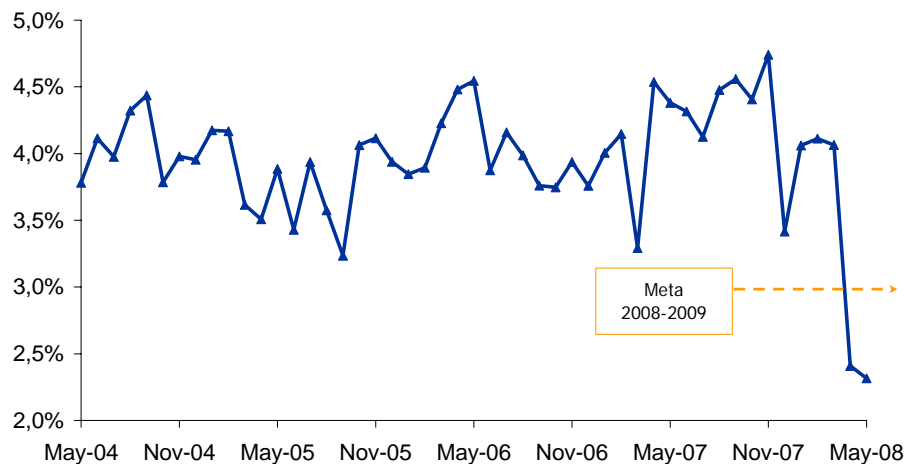
	2006	2007	2008*	2009*
Privado	5,0%	4,5%	4,3%	4,1%
Público	3,3%	5,2%	2,6%	4,1%
<b>Total</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,8%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,1%</b>

\*Proyecciones

# El espacio para contener la inflación vía tarifas se está reduciendo considerablemente.

## Resultado Primario

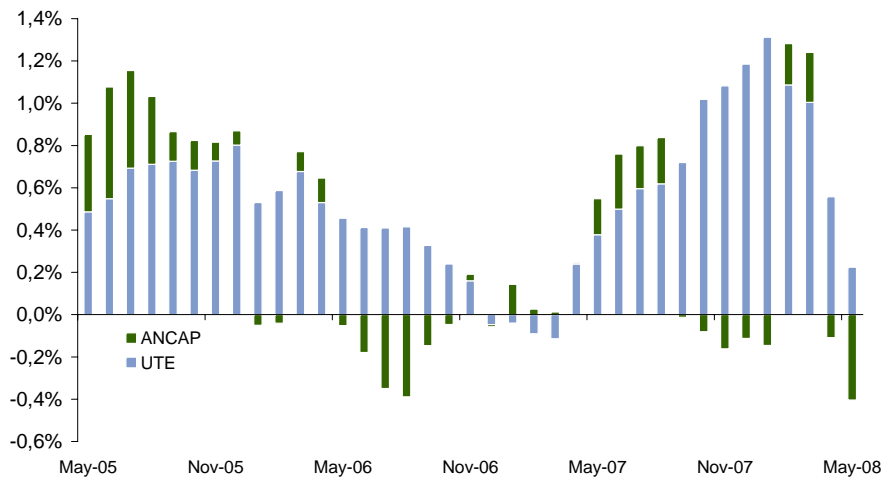
últimos 12 meses, en % del PIB.



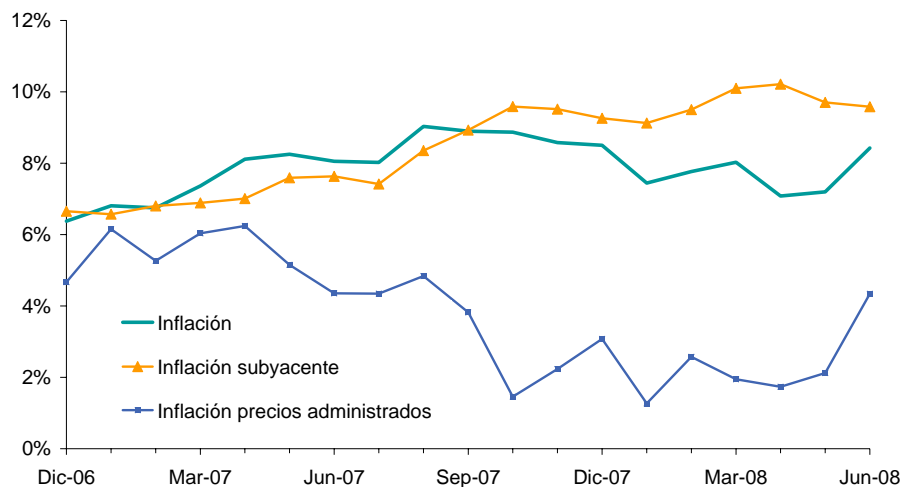
La energía presiona sobre los precios.

## Resultado Primario de UTE y ANCAP

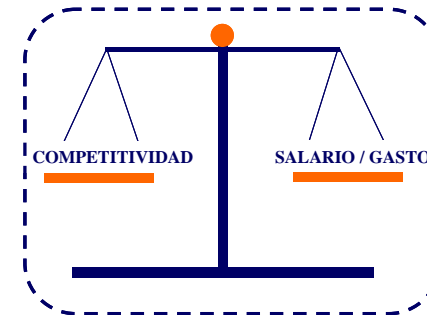
Corregido por variación de existencias de crudo y por transferencias de dividendos al Gob. Central.



## Inflación anual



# En un contexto de altos precios de exportación y de expansión de la demanda interna, la apreciación real de la moneda parece inevitable...



## Inflación en dólares

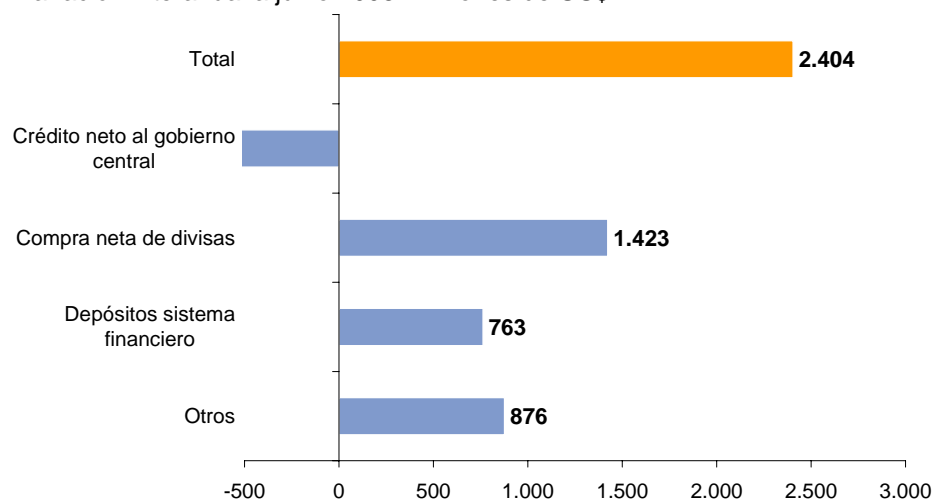
Promedio anual



## ... a pesar de las fuertes intervenciones en el mercado de cambios (que son esterilizadas asumiendo un costo fiscal muy significativo).

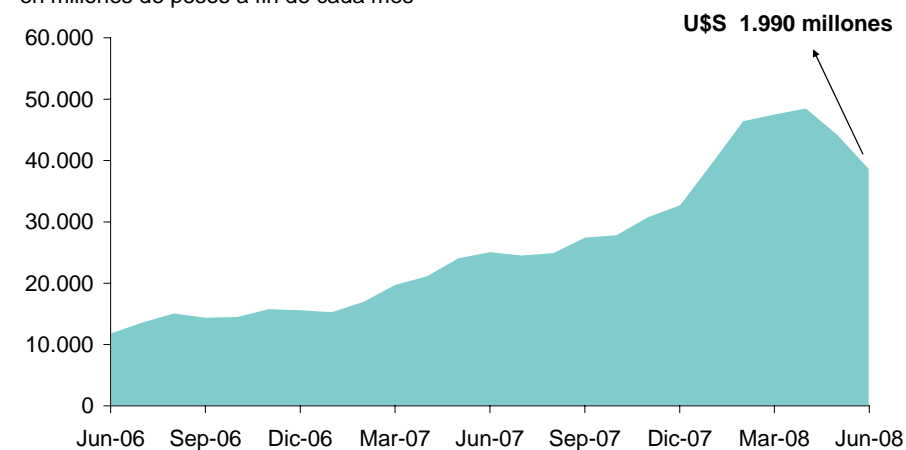
### Factores de variación de los Activos de Reserva del BCU

Variación interanual a junio 2008 - Millones de US\$



### Stock de instrumentos de regulación monetaria \*

en millones de pesos a fin de cada mes



\* incluye LRM y certificados de depósito

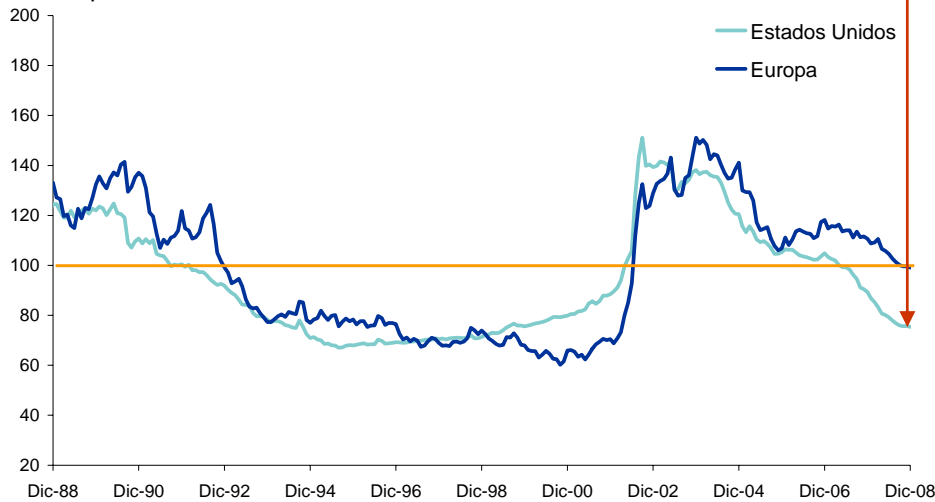
# La competitividad, si bien está bajando, es todavía adecuada con Europa y Brasil (y notoriamente mejor que en los 90).

A fines de 2008 la competitividad con EEUU será un 25% menor al promedio histórico.

¿Cómo medir la competitividad con Argentina? En cualquier caso es muy baja.

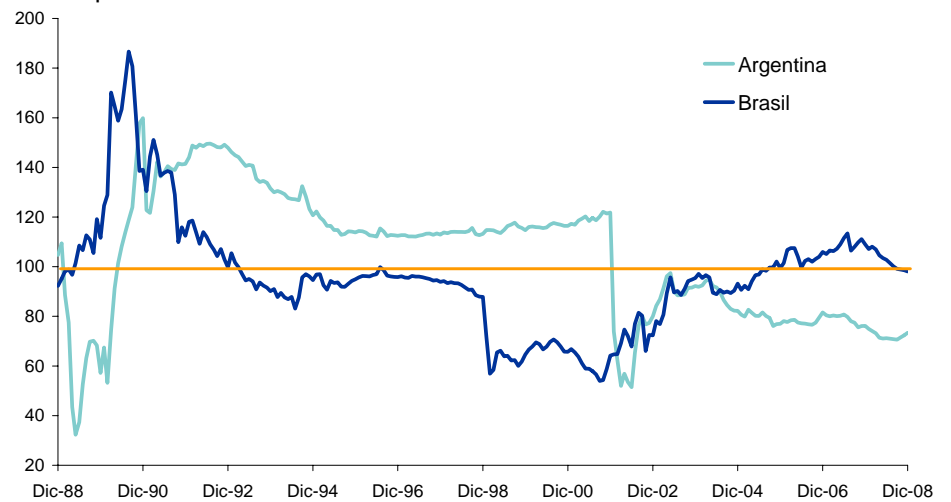
## Tipo de Cambio Real bilateral

Indice prom 1976-2006= 100



## Tipo de Cambio Real bilateral

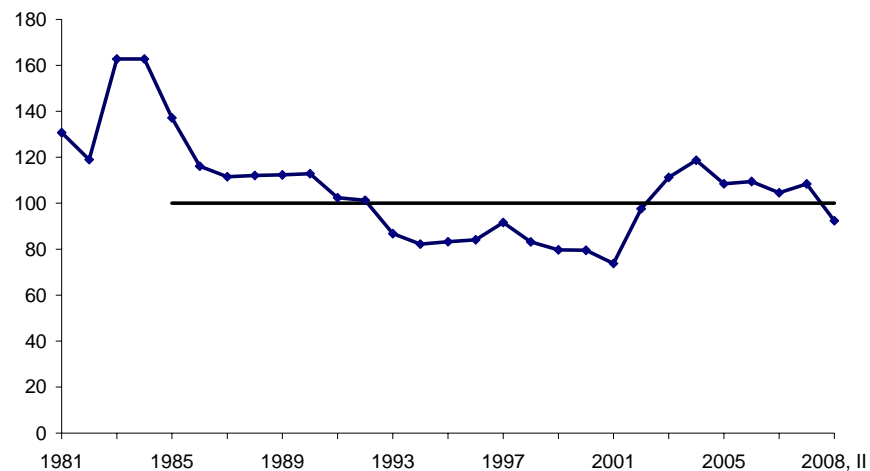
Indice prom 1976-2006= 100



# La competitividad con otros mercados es adecuada (y notoriamente mejor que en los 90) pero también está bajando ...

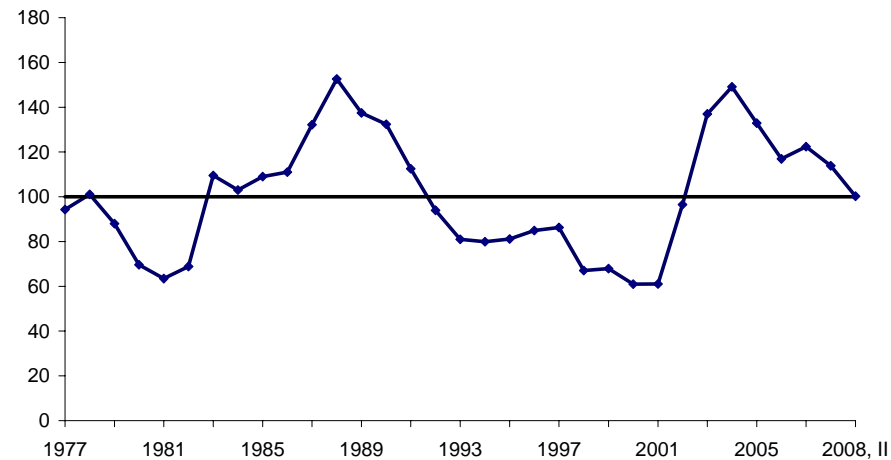
## TCR Uruguay - Chile

Indice promedio 1985-2007 = 100



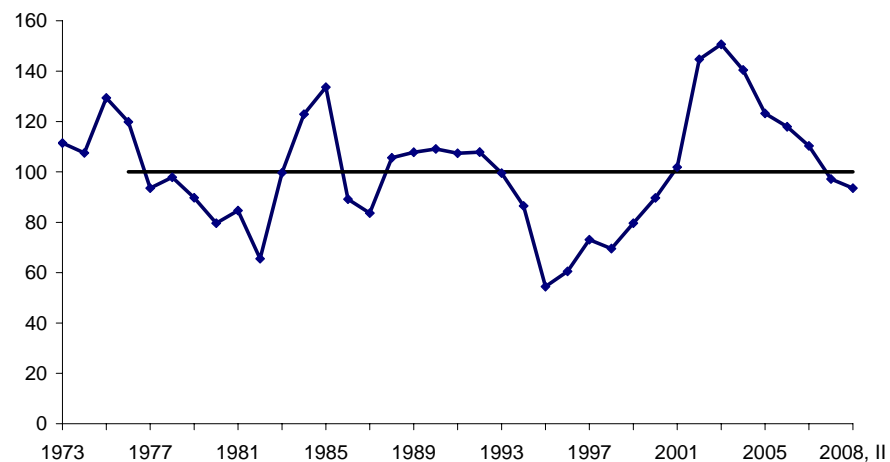
## TCR Uruguay - Nueva Zelanda

Indice promedio 1976-2007 = 100



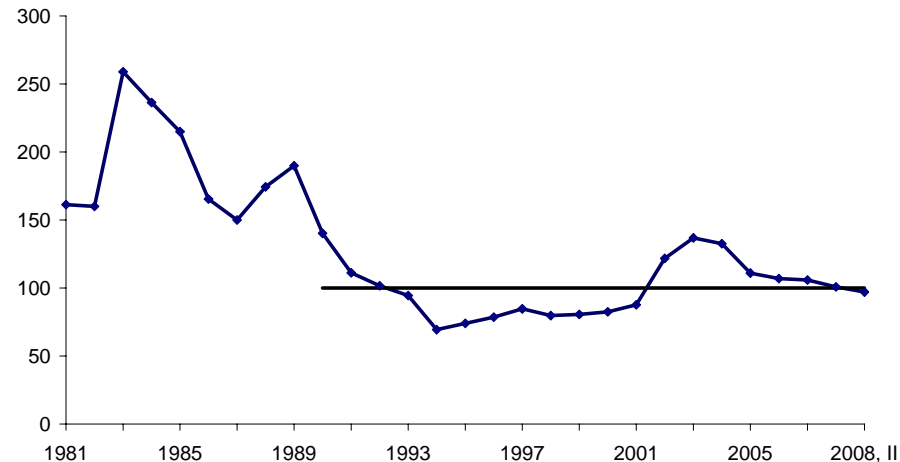
## TCR Uruguay - México

Indice promedio 1976-2007 = 100



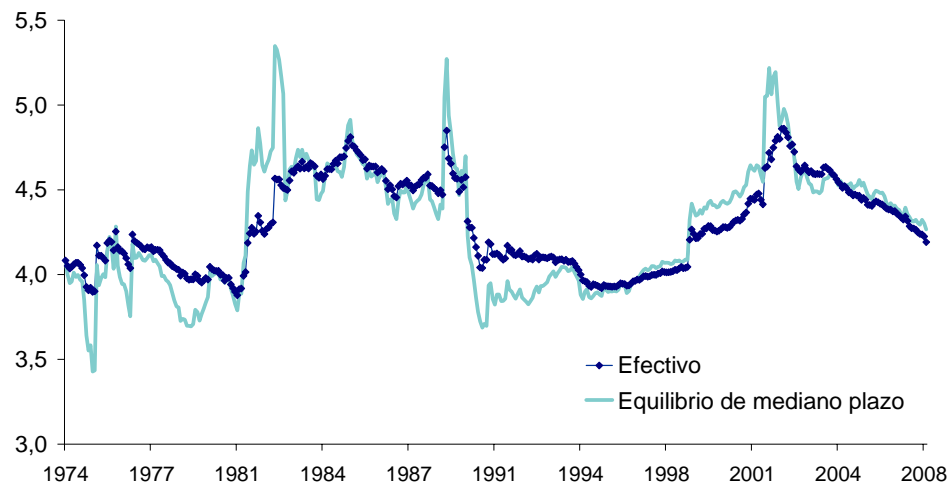
## TCR Uruguay - China

Indice promedio 1990-2007 = 100



# ... con lo cual se advierte un creciente riesgo de desalineamiento cambiario ...

**Tipo de cambio real bilateral Uruguay-Estados Unidos**  
(escala logarítmica)



**Expansión de la  
demanda interna  
puede alentar una  
mayor apreciación  
de la moneda.**

**Desalineamiento del tipo de cambio real de Uruguay**

Tipo de cambio efectivo vs. nivel de "equilibrio" en base a precios en dólares de Argentina, Brasil y Europa.

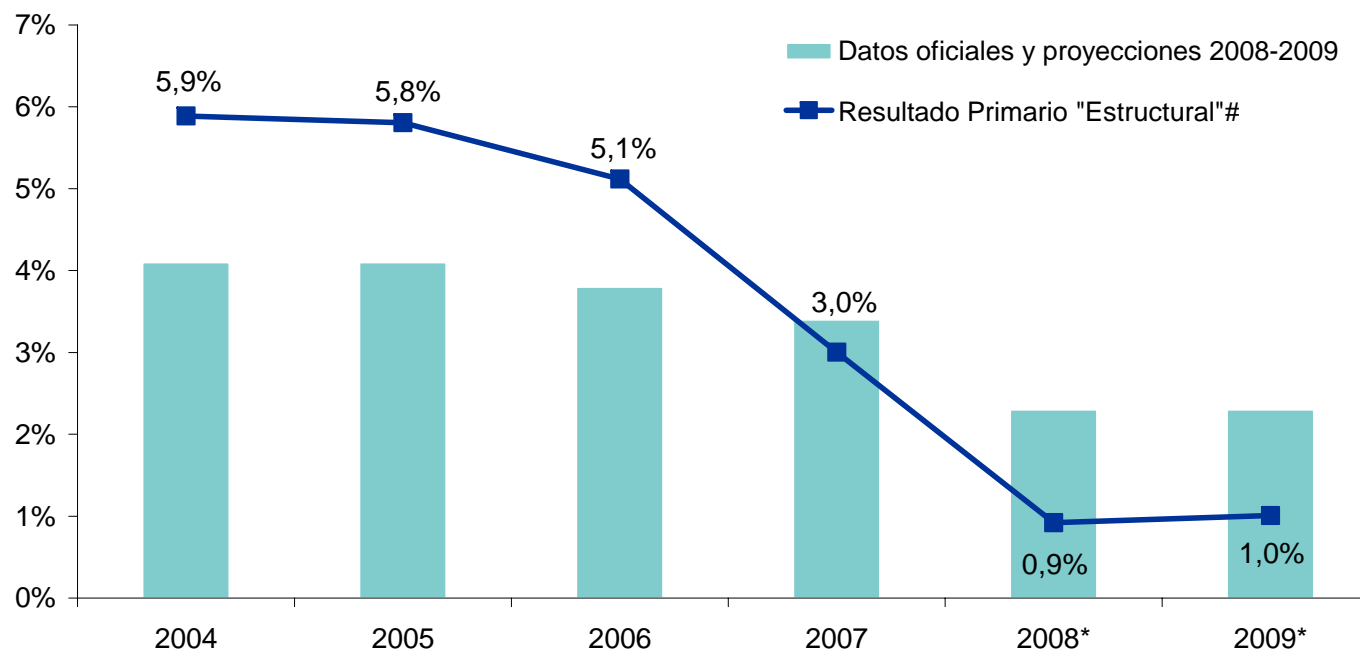


... al tiempo que las decisiones de política fiscal suponen una reducción del margen para enfrentar un shock externo negativo.

---

## Resultado Primario

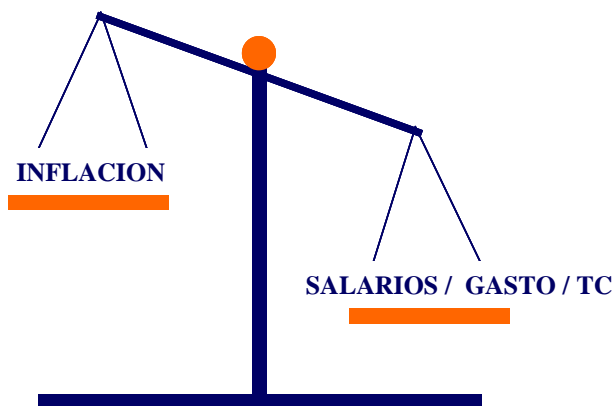
En % del PIB



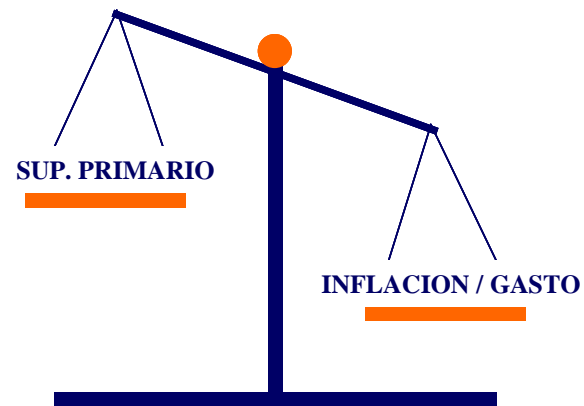
# Ajustado por egresos e ingresos extraordinarios y por impacto del ciclo económico en los ingresos del gobierno central (utilizando una elasticidad de 1,4 en los ingresos tributarios y de 1 en los ingresos no tributarios).

# Con pocos instrumentos y múltiples restricciones, el gobierno debe balancear múltiples objetivos y riesgos.

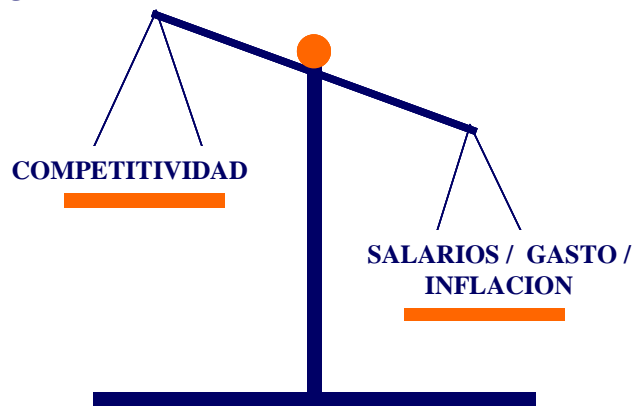
1. La inflación será mayor que 7% en 2008-2009.



2. El superávit primario se ubicaría entre 2% y 3% del PIB (debajo de una meta baja) por suba acotada de tarifas y mayor gasto fiscal neto.



3. Competitividad con EEUU se situaría en los mínimos de los 90, con algún riesgo de desalineamiento multilateral.



---

## **Sobre Deloitte**

Deloitte presta servicios profesionales en auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero a organizaciones públicas y privadas de diversas industrias. Con una red global de firmas miembro en 140 países, Deloitte brinda su experiencia y profesionalismo de clase mundial para ayudar a sus clientes a alcanzar el éxito desde cualquier lugar del mundo en el que éstos operen.

Los 165.000 profesionales de la firma están comprometidos con la visión de ser modelo de excelencia; están unidos por una cultura de cooperación basada en la integridad y el valor excepcional a los clientes y mercados, en el compromiso mutuo y en la fortaleza de la diversidad. Disfrutan de un ambiente de aprendizaje continuo, experiencias retadoras y oportunidades de lograr una carrera en Deloitte. Sus profesionales están dedicados al fortalecimiento de la responsabilidad empresarial, a la construcción de la confianza y al logro de un impacto positivo en sus comunidades.

---