

BOLETÍN MACROECONÓMICO N°36

Cambio de ciclo externo: 5 claves para Uruguay

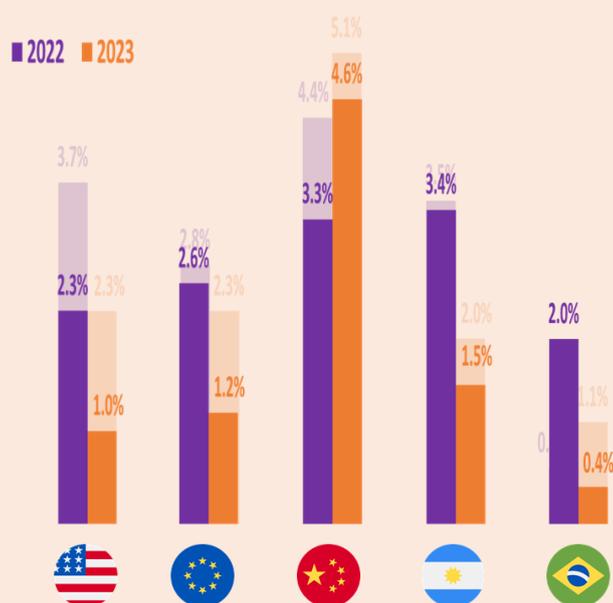


El pasado miércoles 17 de agosto tuvo lugar nuestro 2do Desayuno de Coyuntura donde expusimos las principales novedades y perspectivas sobre el escenario internacional y de Uruguay. A continuación, repasamos las cinco principales claves del contexto externo a tener en cuenta para Uruguay:

1. MENOR CRECIMIENTO MUNDIAL

En los últimos meses, las perspectivas de crecimiento global se han deteriorado. Según estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) en julio, la economía mundial crecería en promedio al 3,2% este año y 2,9% el siguiente; con una caída acumulada de 1,1 punto porcentual en el bienio respecto a lo estimado tan solo tres meses atrás.

CRECIMIENTO ESPERADO PARA LAS ECONOMÍAS RELEVANTES DE URUGUAY



Dicha desaceleración se fundamenta en los efectos negativos de la invasión rusa en Ucrania, el mayor endurecimiento monetario dada la persistencia inflacionaria en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes y el

paulatino retiro de los estímulos fiscales tras la salida de la pandemia.

En el caso de las economías relevantes para Uruguay, se destaca el deterioro de las perspectivas en Estados Unidos, Europa y China.

En Estados Unidos, el recorte en las proyecciones de crecimiento para el bienio fue de 2,7 puntos porcentuales. En Europa, dicha caída esperada es de 1,3 puntos porcentuales; mientras que en China alcanza los 1,6 puntos porcentuales.

2. LA TRAYECTORIA DE LA INFLACIÓN Y LAS TASAS DE INTERÉS EN EE.UU.

La inflación en Estados Unidos ha alcanzado niveles que no se registraban hace 40 años. Las razones de dicha escala inflacionaria se sustentan en la enorme liquidez de hogares y empresas tras enormes paquetes de estímulos fiscales y condiciones monetarias extremadamente laxas. Por su parte, los cuellos de botella en las cadenas de suministro, las restricciones de oferta en algunos sectores muy afectados por la pandemia y los efectos de la guerra en Ucrania sobre los precios de la energía y los alimentos, generaron un impulso adicional a la suba de precios.

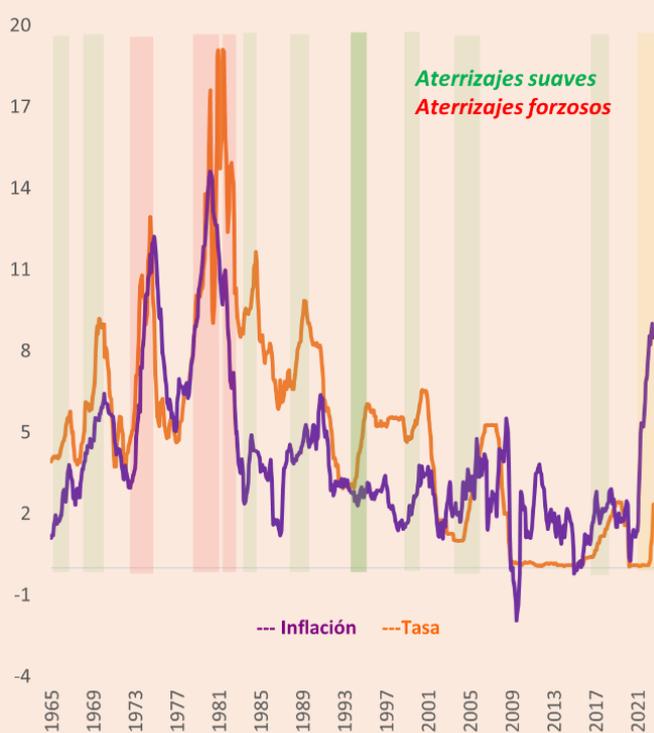
La situación obligó a la Reserva Federal (FED) a recalibrar su política monetaria y adoptar una postura más agresiva que lo previsto inicialmente en el ritmo de suba de la tasa de interés; en parte por una sorpresa inflacionaria de magnitud considerable y en parte por los costos en términos de credibilidad y reputación de volver a cometer errores de lectura, como los registrados el año anterior donde se subestimó la persistencia inflacionaria.

En concreto, la autoridad monetaria subió la tasa desde marzo a la fecha en 200 puntos básicos (de 0,5% a 2,5%), cuando para el mismo horizonte temporal esperaba hacerlo en sólo 75 puntos básicos.

En este escenario, la **inflación comenzó en los últimos meses a mostrar algunos signos de desaceleración y las expectativas de mercado sugieren que el pico máximo ya se habría alcanzado**, si bien aún es muy prematuro para sacar conclusiones categóricas dado los errores de medición que se registraron sucesivamente.

El aumento de tasas sumado a la reducción de su hoja de balance supone para la FED un equilibrio de sintonía fina: enfriar las presiones de demanda vía aumento del costo del crédito para controlar la inflación sin resentir demasiado el mercado laboral; en otras palabras, lograr un “aterri-zaje suave” de la economía.

ATERRIZAJES SUAVES VS ATERRIZAJES FORZOSOS EN EE.UU. TRAS AUMENTO DE TASA DE INTERÉS DE LA RESERVA FEDERAL



Fuente: FRED y "Landings hard and soft: The FED.1965-2020" (Blinder, 2022).

Según demuestra la evidencia en un trabajo realizado por el economista Alan Blinder (ex vicepresidente de la FED 1994-96), los escenarios de aterrizaje suave tras un ajuste monetario han sido más bien la regla y no la excepción en los últimos 60 años (ver [Boletín N° 28](#)).

El caso más exitoso de aterrizaje suave fue el presenciado entre 1994 y 1996 cuando la FED aumentó en 310 puntos básicos la tasa de fondos federales, la economía desaceleró su crecimiento sin entrar en recesión y la inflación convergió al entorno del 3%.

Al respecto, hay algunas señales sugerentes con que la desinflación no conduzca necesariamente a una situación de gran recesión en el próximo bienio:

- El **mercado laboral continúa sólido y tirante**, con desempleo en niveles históricamente bajos.
- Las **expectativas de corto y mediano plazo no se han desanclado**; en parte por un historial de credibilidad e independencia construido en las últimas décadas.
- La **inercia precios-salarios no se ha acelerado**, con salarios reales negativos.
- Los **problemas de suministro en algunas cadenas logísticas han comenzado a ceder**.
- Si bien el diferencial de rendimientos entre bonos del Tesoro a 2 y 10 años se ha vuelto negativo (principal predictor de recesiones en horizontes de 12 a 18 meses), los **precios de los activos** (en particular, activos de renta variable

(bolsas), han detenido su fuerte corrección a la baja de comienzos de año, augurando señales menos negativas que hace algunos meses.

Con todo, el escenario base es de “aterrizaje suave”, con inflación a la baja, aunque no a niveles del 2% objetivo y con tasas de interés con alzas más moderadas en los próximos meses, alcanzando niveles máximos en torno al 3,5%-4%. Al respecto, hay ciertos puntos de contacto con la situación de 1994-1996. Sin embargo, a diferencia del momento actual, el punto de partida inflacionario era relativamente modesto.

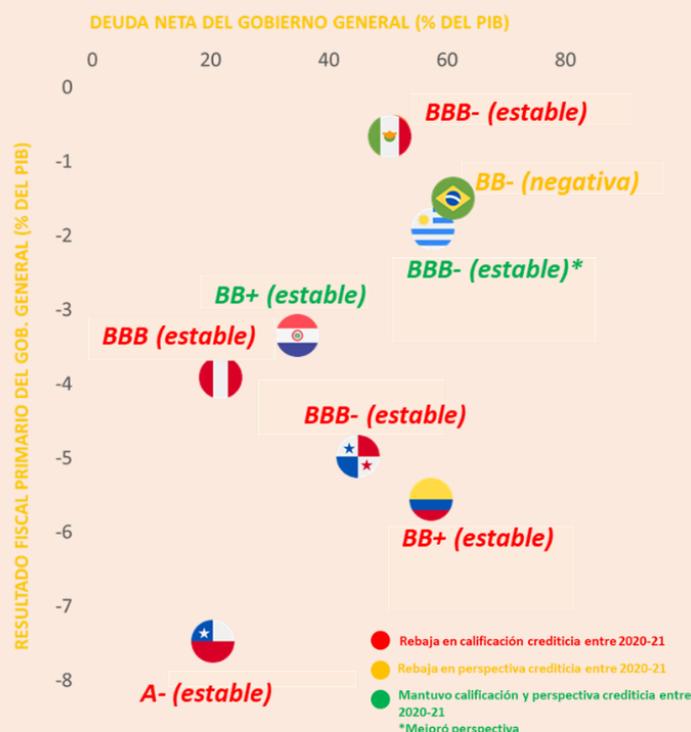
De esta forma, el escenario financiero externo se volverá más restrictivo (acceso al financiamiento más costoso), pero no necesariamente complejo para economías emergentes con fundamentos macroeconómicos sólidos o sin gran inestabilidad de los procesos socio-políticos-institucionales.

Un escenario de mayor aversión al riesgo, salida de capitales, y depreciación intensa del tipo de cambio, podría ocurrir en aquellos países sin grado inversor, altos niveles de déficit y endeudamiento, y con desequilibrios macro significativos.

En este escenario, Uruguay se destaca positivamente en la región tras exhibir una mejora importante (de 2 p.p.) de su déficit estructural; tener el menor riesgo país a pesar de presentar una calificación de deuda soberana menor a otros países como Chile o Perú; haber ratificado durante la pandemia su grado inversor y mejora su perspectiva siendo el único país en lograrlo; haber construido una institucionalidad fiscal para dotar de mayor transparencia y sostenibilidad las finanzas

públicas; además de las claras ventajas en materia de institucionalidad, previsibilidad y estabilidad hoy diferenciales en el contexto latinoamericano.

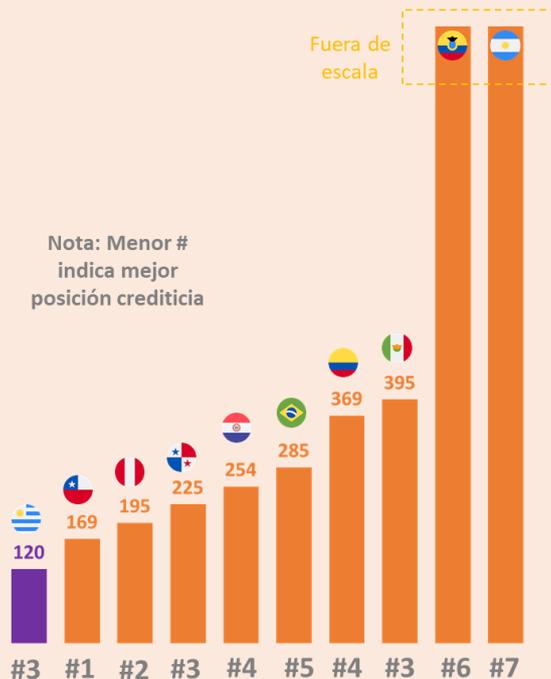
POSICIÓN FISCAL DE PAÍSES LATAM (2021)



Fuente: FMI y FitchRatings

RIESGO PAÍS

(diferencial de tasas en USD vs US TB; al 11/8/22)



Nota: Menor # indica mejor posición crediticia

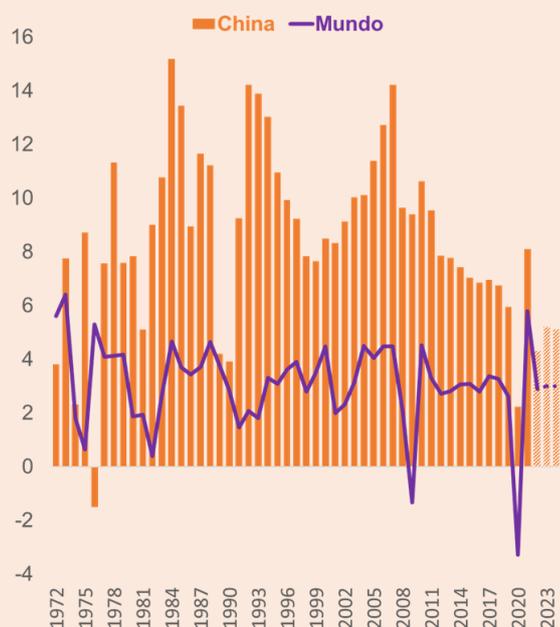
De hecho, Uruguay podría afrontar una mejora en su calificación crediticia en los próximos meses, en la medida que logre

concretar la reforma de la seguridad social, consolide una trayectoria sostenible de la deuda pública y avance en reformas necesarias para aumentar la baja tasa de crecimiento potencial.

3. EL CRECIMIENTO DE CHINA

En el caso del gigante asiático, confluyen **elementos más coyunturales y otros de carácter estructural que determinan cierta desaceleración** en sus tasas de crecimiento.

CRECIMIENTO DEL PIB
(variación anual; en porcentaje)



Fuente: FMI.

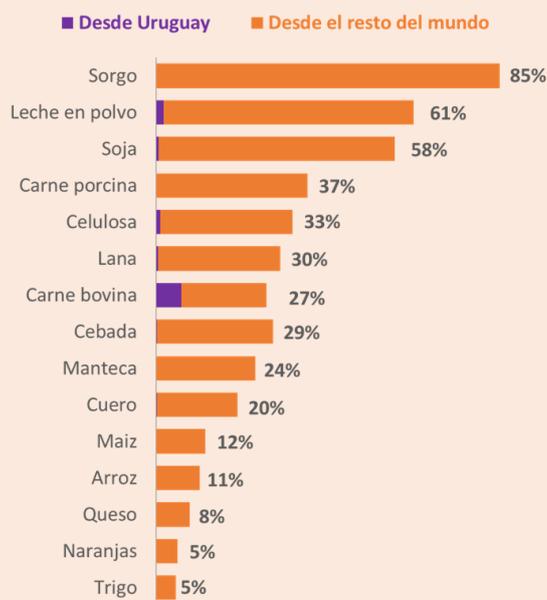
En lo primero, el efecto negativo en la actividad de la estrategia de “COVID cero” que conlleva **estrictos confinamientos**, así como **problemas en su sector inmobiliario**.

En lo segundo, China atraviesa una **transición hacia un modelo de crecimiento más basado en el consumo interno**, la incidencia de los servicios y la mayor **tecnificación**, dejando atrás un modelo más enfocado en la inversión y la producción manufacturera de menor valor agregado. Ese cambio estructural, que

también tiene implícito un descenso esperado de la población, mayor ingreso per cápita, ampliación de la clase media y reducción acelerada de la pobreza, implica que China en el corto y mediano plazo, empiece a converger hacia tasas de crecimiento más alineadas a la media mundial (ver [Boletín N° 35](#)).

Cuánto de los efectos negativos de los confinamientos y las fragilidades en el sector inmobiliario, puedan ser compensados por políticas de demanda (baja de tasas de interés y mayor gasto fiscal), determinará el crecimiento esperado para el próximo bienio y sus impactos reales inmediatos en la economía global. Por otro parte, cuánto de las políticas de oferta (como, por ejemplo, la búsqueda de mayor natalidad), logren mitigar la desaceleración estructural, determinará las tasas de crecimiento de largo plazo del gigante asiático.

SHARE DE IMPORTACIONES DE MATERIAS PRIMAS DE CHINA EN 2021



Fuente: USDA y TradeMap.

Para Uruguay, una **desaceleración más pronunciada de su principal socio comercial es un elemento relevante que**

podría traducirse vía menor demanda de bienes y caída en los precios de las materias primas. Recordar que China, es el principal jugador en dichos mercados, en particular en rubros líderes de Uruguay como la carne bovina, la soja, la celulosa y los lácteos.

4. EL NIVEL Y LA TRAYECTORIA DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

En línea con lo anterior, los ciclos de menor crecimiento global y condiciones financieras más restrictivas son consistentes con caídas en los precios de las materias primas. Adicionalmente, se suma la situación de China tal como lo comentado anteriormente.

En este contexto, asumiendo una normalización de los precios de las materias primas tal como se ha empezado a visualizar en los últimos meses, surgen algunas preguntas aún de difícil respuesta, i) ¿a qué ritmo?, ii) ¿hacia qué niveles? y iii) ¿cómo será la relación de precios relativos?

En la medida que las principales economías evitan recesiones profundas y más bien logren aterrizajes suaves, la conjetura de una normalización más paulatina que abrupta de los de precios luce más plausible. En el mismo sentido, los mercados de materias primas aún presentan en sus fundamentos ciertas rigideces de oferta.

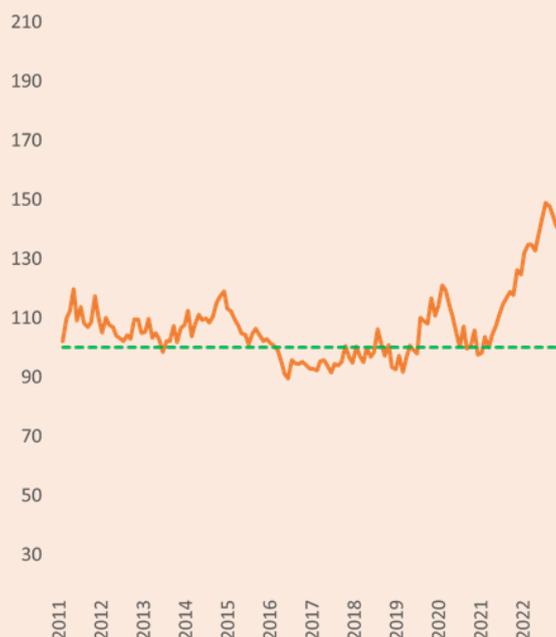
Por otro lado, en las últimas semanas las correcciones en los precios de las materias primas han dejado atrás el impulso adicional originado por la guerra. Sin embargo, aún se ubican en niveles históricamente elevados, entre un 30% y 55% por encima del promedio de 2015-2019 (período posterior al largo superciclo

de commodities). En este escenario, la reversión de los precios hacia niveles similares a dicho quinquenio todavía luce lejana en el corto plazo y no necesariamente será homogénea entre rubros.



CARNE BOVINA

(índice 100 = promedio 2015-19)



LÁCTEOS

(índice 100 = promedio 2015-19)



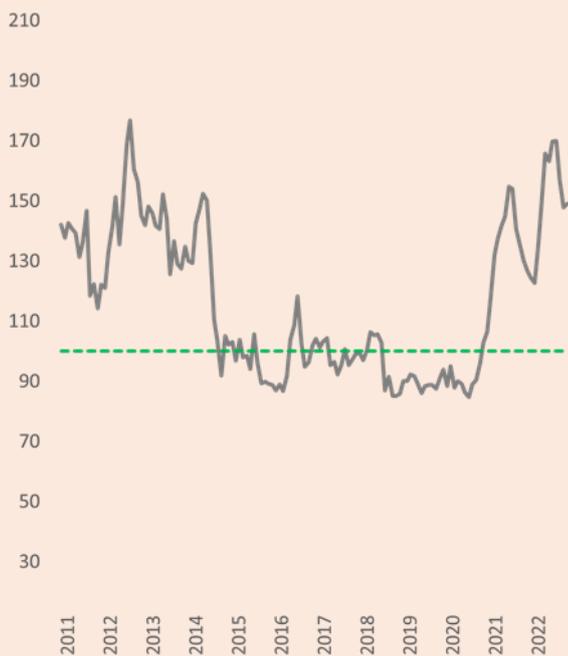
En particular, se visualizan fundamentos sólidos de demanda de carne en el mundo

consistente con precios en niveles elevados; dificultades para los lácteos y gran volatilidad para los granos en un contexto de paulatina normalización a la baja.



SOJA

(índice 100 = promedio 2015-19)



En línea con lo anterior, los precios de los metales y el petróleo han mostrado una disminución más pronunciada que los alimentos. En el caso de Uruguay, cuán divergente es la evolución de los precios de alimentos en relación con el precio del petróleo es relevante para su actividad y vía tipo de cambio real para sus términos de intercambio.

El petróleo es un bien cuyos fundamentos de mercado además de la propia oferta y demanda, tiene implícitos factores geopolíticos que le agregan volatilidad y discrecionalidad. En este sentido, el precio del combustible ha sido una de las principales razones de malestar social y ha obligado a los gobiernos a recalibrar sus estrategias para contener el alza del precio de un bien esencial para la calefacción y el

transporte. En el radar, deberán internalizarse elementos con direcciones opuestas tales como las eventuales interrupciones en el suministro de petróleo y gas por parte de Rusia a Europa, las negociaciones de Estados Unidos con países de la OPEP para incrementar la oferta mundial de petróleo o el acercamiento a la *midterm election* en dicho país, entre otros factores.



PETRÓLEO

(índice 100 = promedio 2015-19)



Por su parte, si bien la suba del precio de los alimentos también ha sido fuente de malestar y amenaza para la estabilidad social, sus fundamentos no parecen, en el corto plazo, augurar correcciones muy bruscas, dado los bajos stocks, problemas climáticos y más general, de escasez global de alimentos en países subdesarrollados.

5. LA SITUACIÓN REGIONAL

Por último, pero no menos importante, está la coyuntura económica y política de Brasil y Argentina.

Por un lado, nuestro vecino del norte, atraviesa un año particular de elecciones polarizadas e incertidumbre sobre eventuales cambios en el rumbo económico.

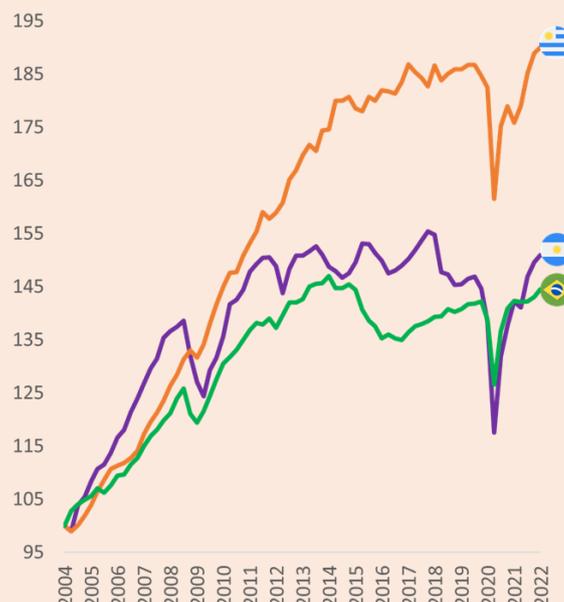
Brasil es la única de las economías relevantes para Uruguay que mejoró sus perspectivas de crecimiento para 2022 respecto a lo previsto a comienzos del año. Esto pese a una política monetaria muy restrictiva para combatir la inflación. Dicha mejora se explica en parte por cierto afloje fiscal en sintonía con el ciclo electoral. No obstante, las perspectivas para 2023 son de prácticamente estancamiento.

Por otro lado, Argentina crecería en torno al 3%, explicado casi en su totalidad por un efecto de arrastre estadístico dada la baja base de comparación del año previo. En este sentido, a lo largo del 2022 se registraría un relativo estancamiento, situación que se observó en los primeros meses del año y se profundizaría en el segundo semestre dado la volatilidad financiera, la paulatina reversión del ciclo de commodities, el alza de la inflación y las fragilidades fiscales.

De esta forma, si bien el desempeño de nuestros vecinos no generará grandes problemas, no será un impulso para el crecimiento uruguayo. En este sentido, es necesario comenzar a internalizar una relación con la región en términos más estructurales que coyunturales, en materia de actividad y cambiaria. Al respecto, no es que Uruguay se “encareció” mucho, sino que la región se “abarató” demasiado producto de su inestabilidad económica y su década de estancamiento en términos de crecimiento (ver [Boletín N°34](#)).

PIB DESESTACIONALIZADO

(índice Q1.2004=100)



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, IBGE, BCU y Álvarez et al. (2021).

❖ EN RESUMEN...

En síntesis, esperamos un mundo con menor crecimiento e inflación a la baja, aunque no a niveles objetivos por las autoridades monetarias.

Desde el punto de vista financiero, vamos hacia un escenario más restrictivo, pero no necesariamente complejo para Uruguay.

Desde el punto de vista real, la mayor interrogante está en el crecimiento de China, y en la evolución de los precios relativos de los alimentos y el petróleo, aunque no esperamos descensos bruscos en ninguno de ellos dado los fundamentos de mercado.

En el plano regional, Argentina y Brasil no tendrán crecimientos que impulsen nuestra economía, aunque tampoco serán grandes fuentes de dificultades. Más bien, hay que empezar a internalizar una nueva realidad regional como estructural y no coyuntural.

CED

BOLETÍN MACROECONÓMICO



2022

**PUBLICACIÓN QUINCENAL
SEGUINOS EN WWW.CED.UY**

