



FORO ECONÓMICO ACDE

Perspectivas 2023 en escenario de triple shock

CPA
FERRERE

ACDE

23/11/2022

www.cpaferre.com





**Escenario
internacional
desafiante: triple
shock global y
región inestable**

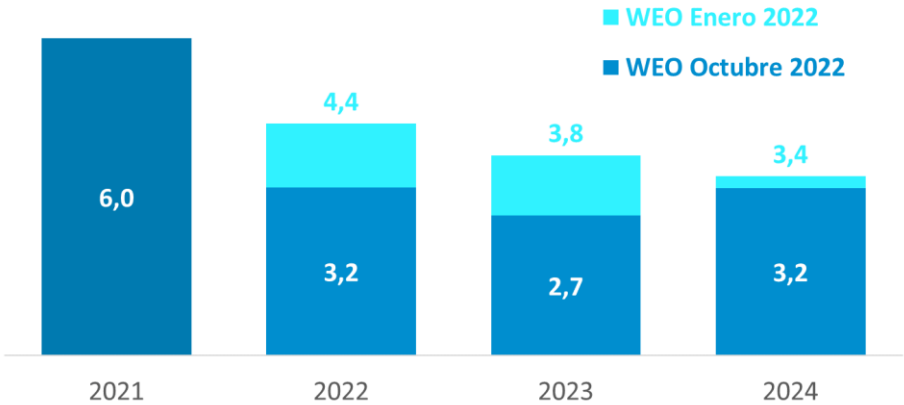


Actividad global se desacelera por triple shock

TRIPLE SHOCK SOBRE EL CRECIMIENTO GLOBAL

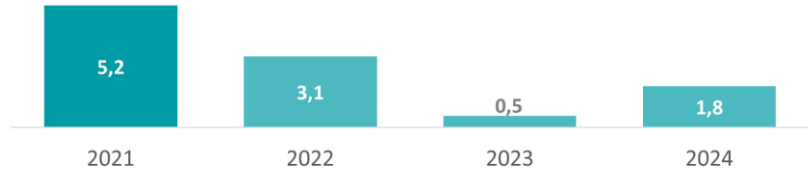
- 1. Guerra
- 2. Política COVID cero en China
- 3. Contracción monetaria en EEUU

Crecimiento del PIB Mundial (variación % real, FMI)

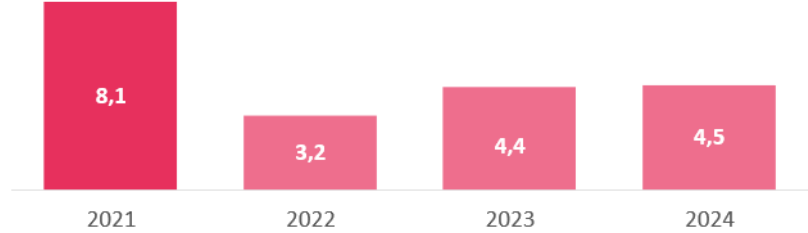


Fuente: Fondo Monetario Internacional - WEO October 2022 database

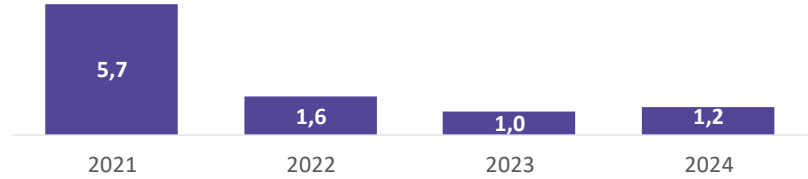
Crecimiento de la Eurozona



Crecimiento de China



Crecimiento de Estados Unidos

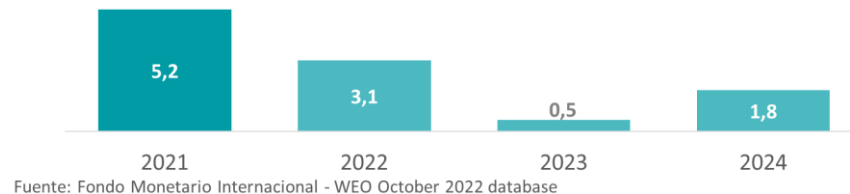


Fuente: Fondo Monetario Internacional - WEO October 2022 database

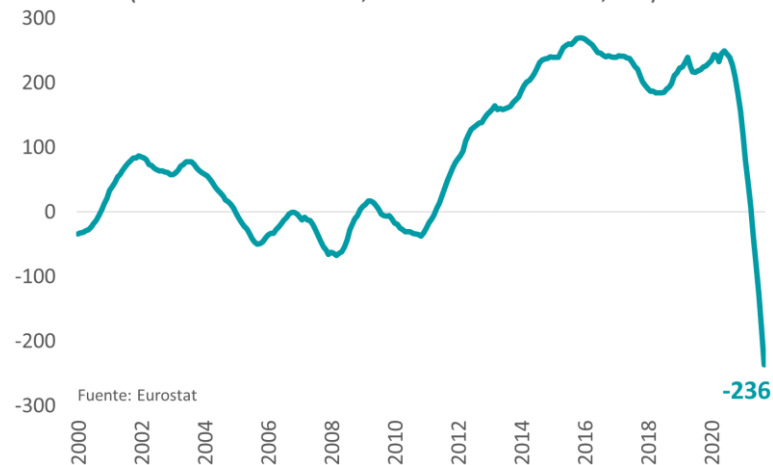
Europa golpeada por la Guerra y la crisis energética

- Recuperación del turismo apuntala **2022** en economías periféricas. Desaceleración será más marcada en **2023**.
- Impactos de la **Guerra** tienen mayor intensidad en **Centro y Este de Europa**.
- Deterioro abrupto del **frente externo**.
- Emergen nuevamente problemas de integración: paquetes fiscales de **alivio energético** vs **fragmentación fiscal**.

Crecimiento de la Eurozona

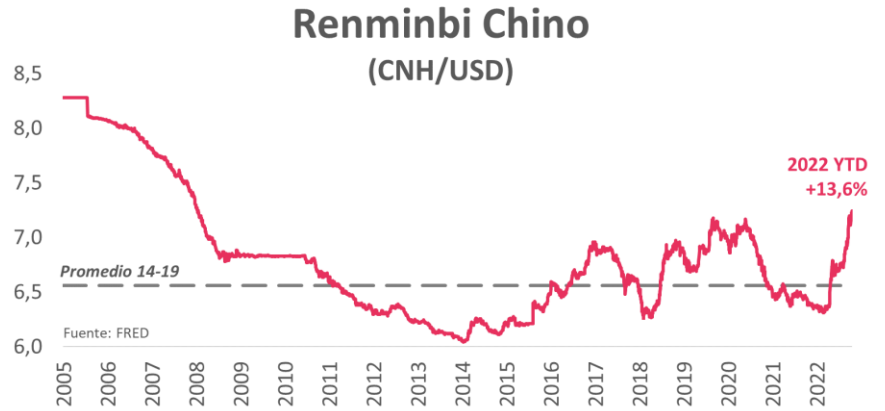
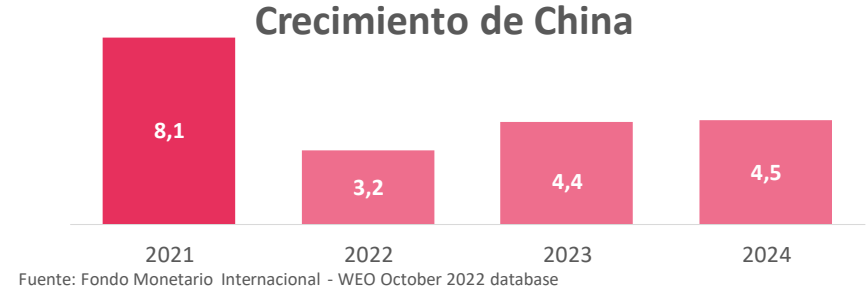


Balanza Comercial de bienes Eurozona (12 meses móviles, Billiones de Euros, SA)



CHINA: actividad se debilita por política COVID cero y Gobierno despliega estímulos

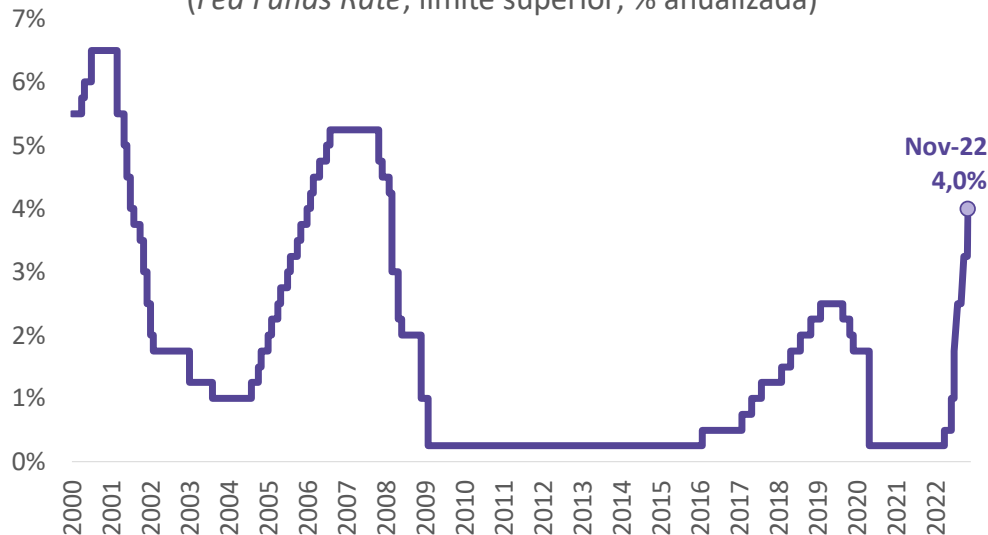
- **Política “COVID cero”** afectó **actividad** durante los primeros meses del año y su continuidad en el tiempo genera **incertidumbre**.
- **PIB.Q3 crece en línea con lo esperado** impulsado por políticas de estímulo de infraestructura.
- **Últimos datos confirman enfriamiento:**
 - Ventas minoristas no logran revertir las caídas del Q2.
 - Aumento del desempleo (5,5% - 6%)
 - Riesgos en el sector inmobiliario persisten
- **Yuan** acumula la **mayor depreciación** anual de los últimos **30 años**.



Política monetaria en modo de ajuste abrupto

Tasa de Referencia de la Reserva Federal

(Fed Funds Rate, límite superior, % anualizada)



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos

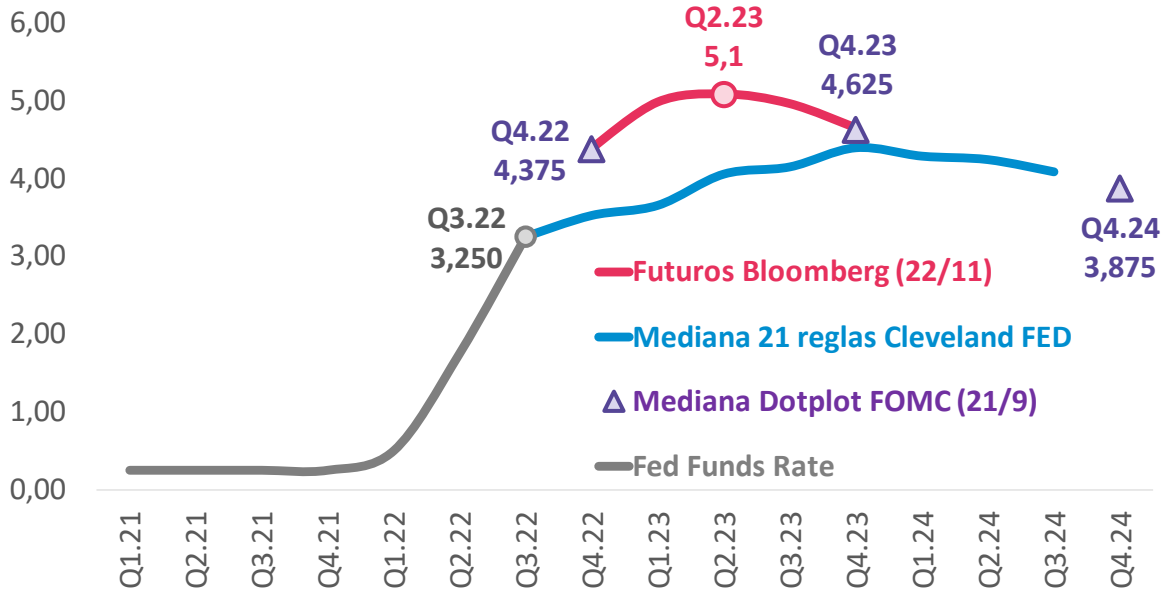
- **FOMC (2/11) aumentó 75pbs** la *Fed Funds Rate*, que alcanzó el máximo valor desde enero 2008.
- Según comunicado, ritmo de futuros aumentos dependerá de: i) **endurecimiento acumulativo** de PM, ii) **rezagos** en que **PM** afecta la actividad e inflación y ii) **factores económicos y financieros**.
- Fed Funds Rate acumula aumento **+375pbs en lo que va del año**, y seguirá subiendo.

» J. Powell: *“It is very premature to be thinking about pausing... Very premature”*

¿Hasta dónde subirán las tasas? Reglas, *forward guidance* y expectativas de mercado

Proyecciones para la Fed Funds Rate

(% anual)



Fuente: Cleveland FED, FOMC (21/9), Bloomberg.

- **FED** en últimas reuniones señala política “dura”, más rápido y por más tiempo de lo anunciado a principios de 2022.
- **Mercado** espera aumento de FF hasta **5% en Q1.23 y Q2.23.**

¿Hasta dónde subirán las tasas? Riesgos de calibración

RIESGO DE OVERSHOOTING: en escenario de credibilidad debilitada, FED deberá mantener tasas altas más tiempo del estrictamente necesario y la recesión podría ser mayor a la necesaria.

Razones para una PM “cautelosa”

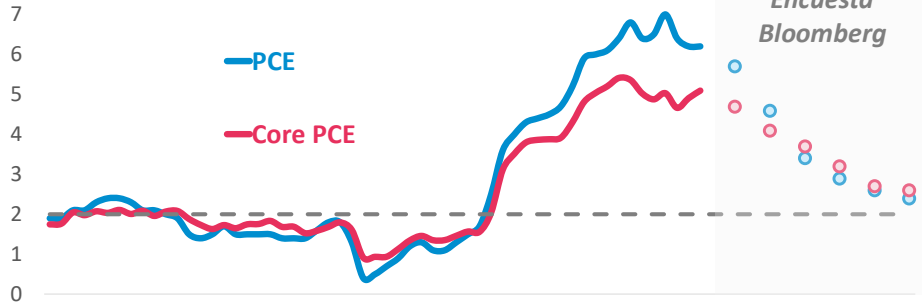
- **Rezago** en canales de transmisión.
- **Inercia de algunos precios:** caso alquileres.
- Posible **PIVOT:** con expectativas ancladas, FED podría dejar de subir tasas cuando anticipa caída de inflación a 12 meses.

Razones para una PM “dura”

- FED **subestimó** inflación en 2021.
- FED podría perder **credibilidad** y desanclar **expectativas** si afloja PM antes de tiempo.
- Riesgo de **OVERSHOOTING:** FED mantendrá tasas altas hasta que inflación muestre señales de reversión.

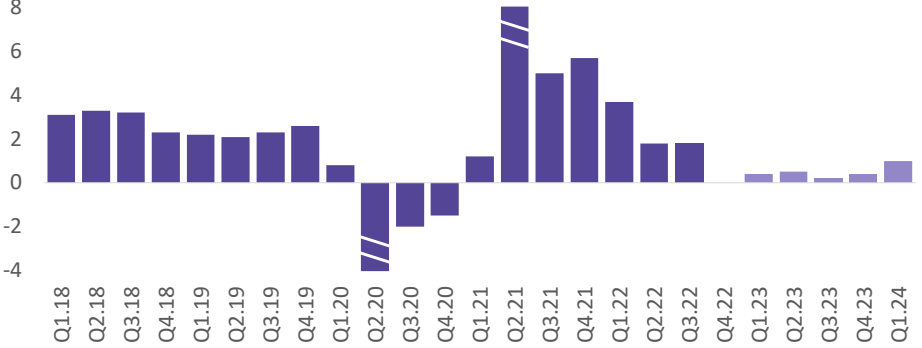
Índice de Precios de Gastos de Consumo Personal

(variación % interanual)



Crecimiento del PIB

(variación % interanual)



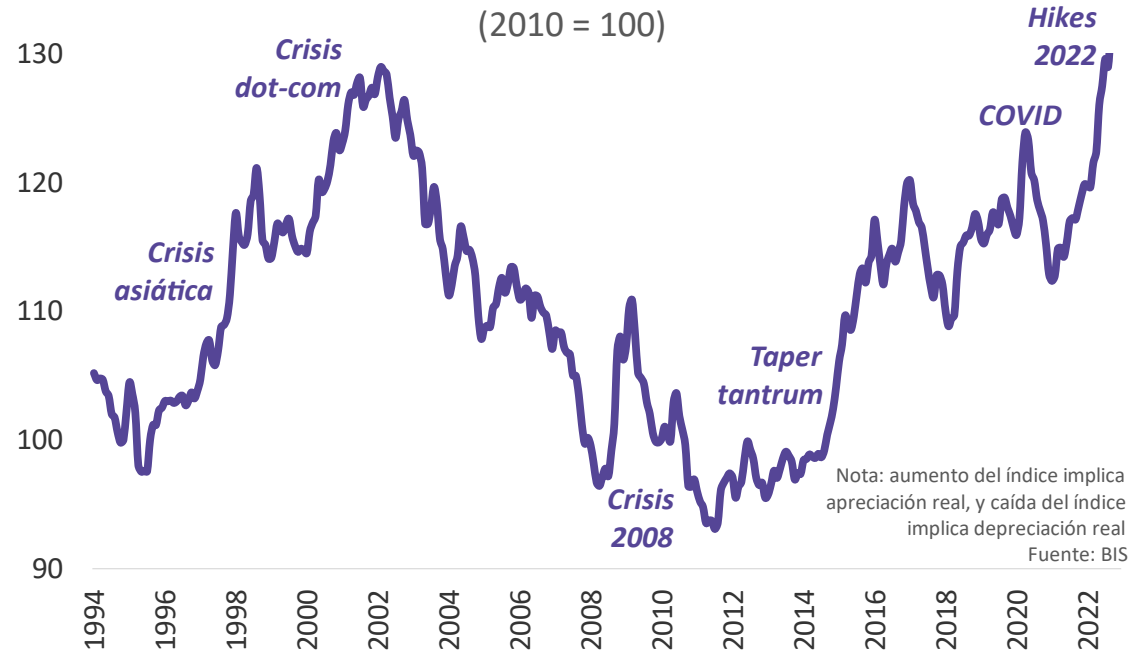
Fuente: Encuesta Bloomberg

Dólar se fortalece y alcanza máximos históricos

- Dólar alcanzó máximo nivel de los últimos 20 años en términos reales.
- Prolongación del ciclo de tasas y posible escenario de *flight-to-quality* sustentan el valor del USD.

EE.UU.: TCR multilateral efectivo

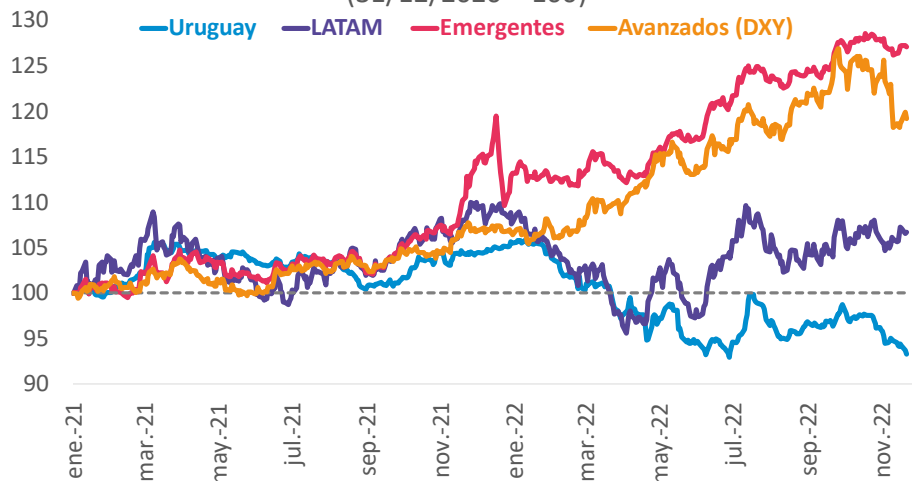
(2010 = 100)



Dólar se fortaleció en 2022 y Uruguay se desancló.

Índices de Monedas

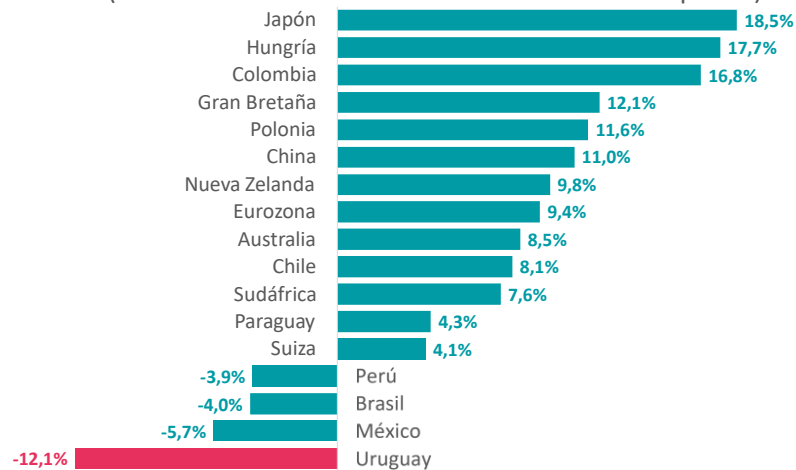
(31/12/2020 = 100)



Fuente: CPA Ferrere, Bloomberg

Paridad vs dólar

(variación % acumulada en el año - selección de países)

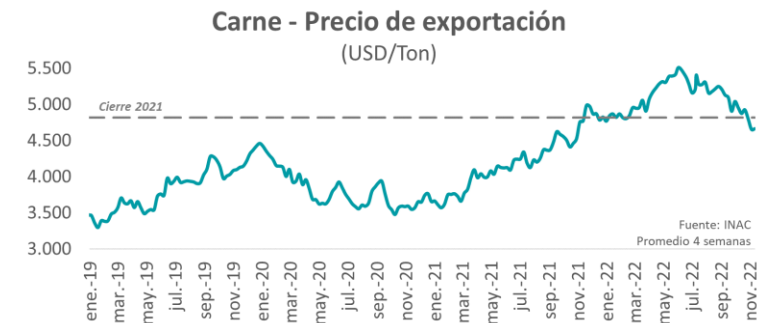
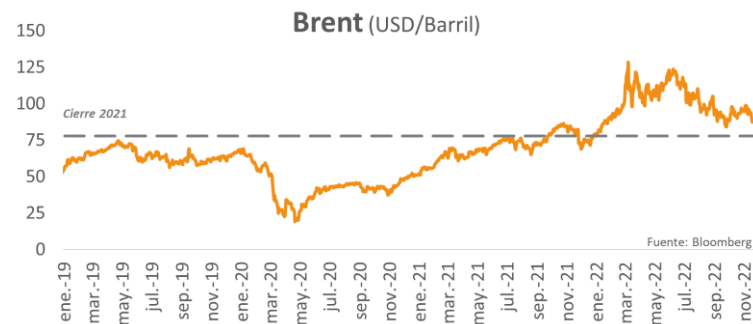
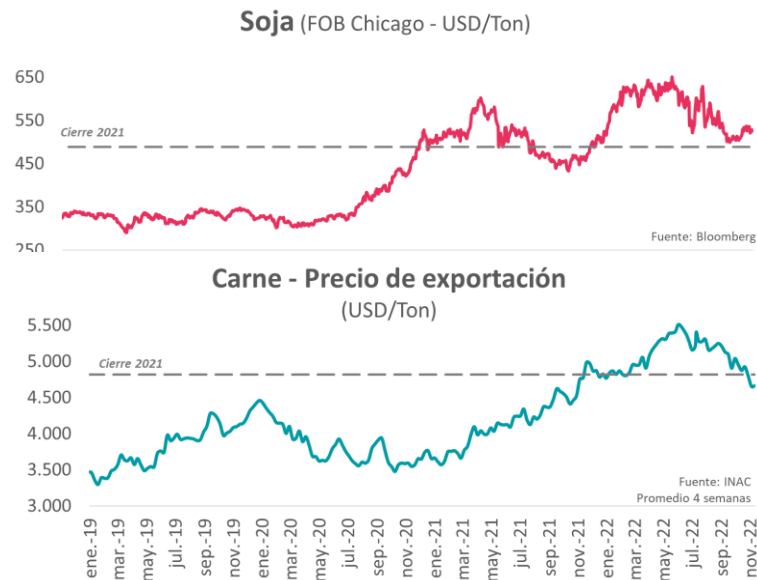
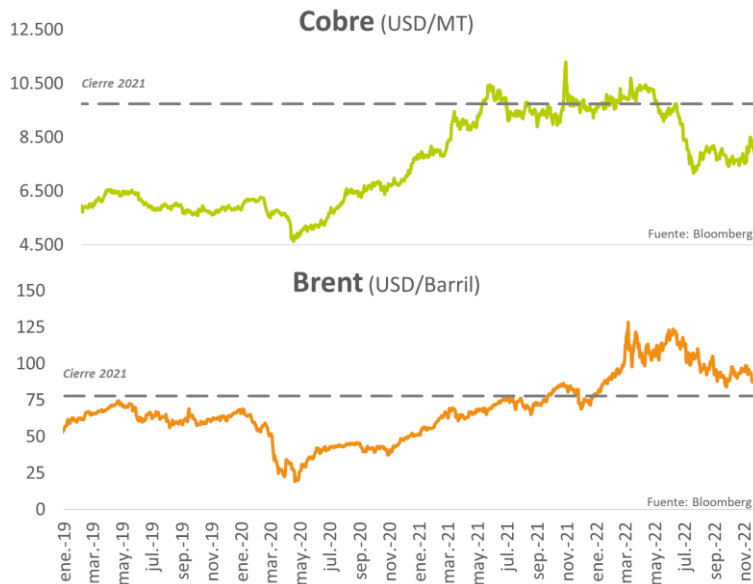


Fuente: Bloomberg

Nota: variación positiva implica depreciación y negativa apreciación.

- **Depreciación frente a USD ha sido generalizada, aunque más intensa en economías avanzadas. Inflación de octubre favorece caída abrupta del DXY en noviembre.**
- **Aumentan costos en USD en Uruguay,** mientras que nuestros **clientes y competidores se abaratan en USD.**

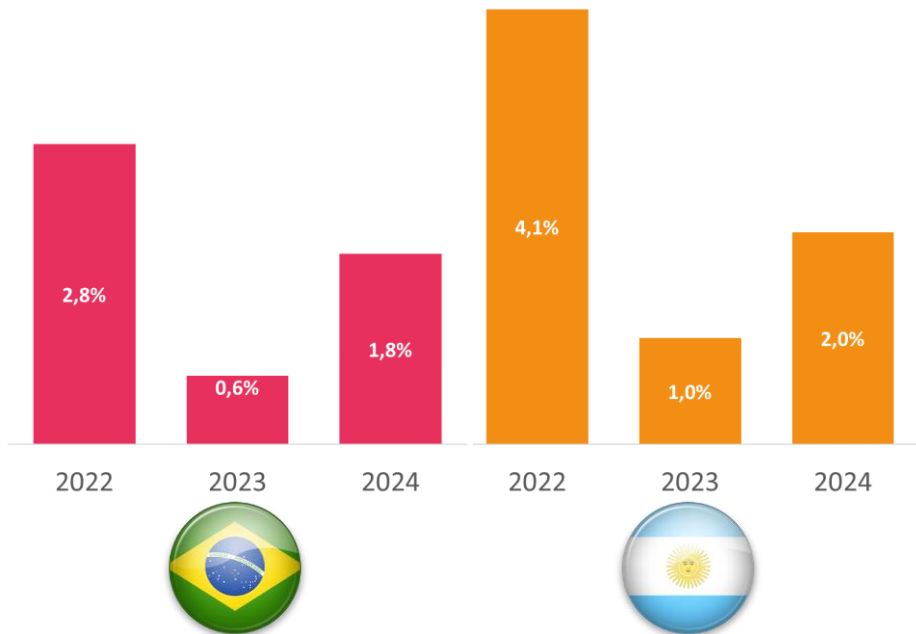
Precios de *commodities* en fase de reversión



- **Metálicos** afectados por el ciclo real y financiero en caída desde abril, se **recuperan en las últimas semanas**.
- **Energéticos** y **agrícolas** permanecen tonificados, aunque riesgos de recesión generan ajustes a la baja.
- Precios de **commodities** relevantes para la exportación **se mantienen elevados**, sin embargo, presentan caídas (principalmente la carne).
- **Petróleo** opera con alta volatilidad ubicándose en el **entorno de los 90 USD** por barril.

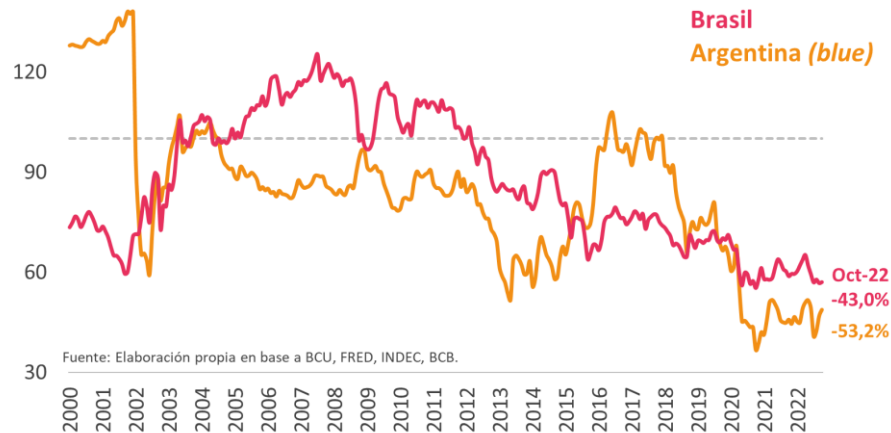
Inestabilidad regional: se consolida brecha de precios relativos

Crecimiento real del PIB (%)



TCR bilateral con Uruguay

(promedio. 80-2021 = 100)



» Desvío de precios relativos se mantendría a mediano plazo principalmente con Argentina.

Fuente: elaboración propia en base a BCB (encuesta Focus) y BCRA (REM)

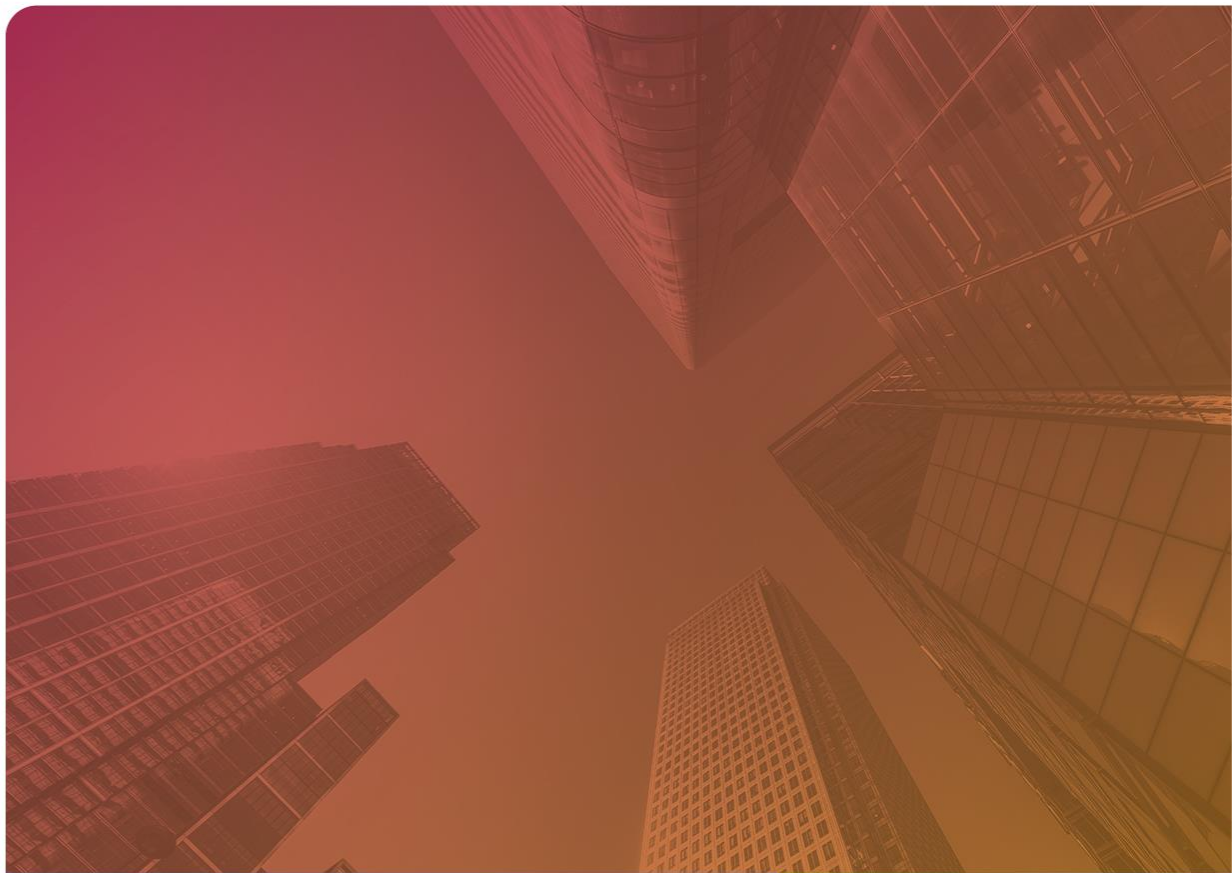


Panorama internacional y regional

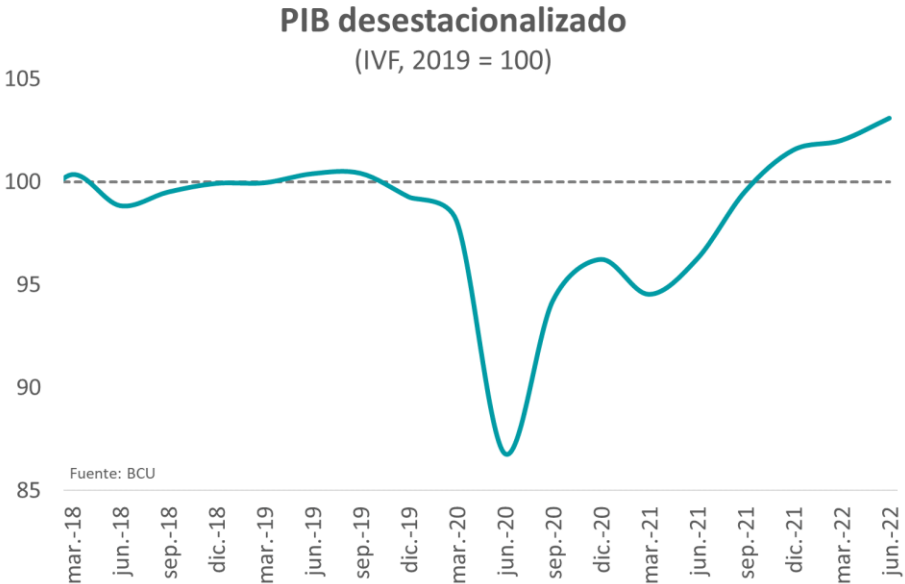
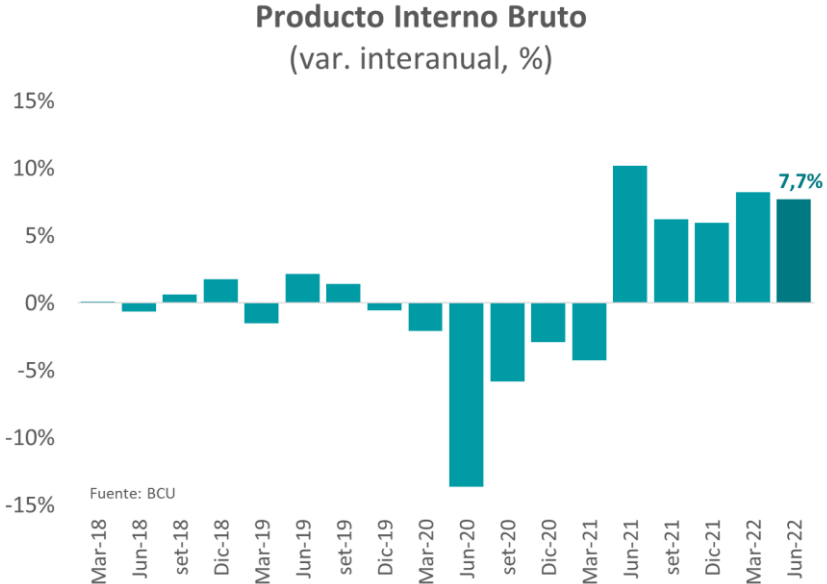
- Fuerte **desaceleración global** por **triple shock**.
- **FED** juega una **estrategia “dura”** y arriesga **overshooting**. En un escenario de credibilidad debilitada, FED deberá mantener tasas altas más tiempo del estrictamente necesario y la recesión podría ser mayor a la necesaria.
- Aumenta **tensión** en los **mercados financieros**.
- **En el acumulado del 2022 el dólar** consolida fortalecimiento a nivel global y Uruguay sigue desanclado. En noviembre el DXY cayó significativamente dado los datos favorables de inflación de octubre.
- **Commodities** en fase de **reversión** generalizada, aunque **agrícolas** algo más resguardados.
- **Efectos reales y financieros globales** serán más evidentes en **2023**.
- **Duración y profundidad del shock** estará más clara en los próximos 3 a 6 meses.
- **Región no será fuente de crecimiento en el corto plazo** .



**Uruguay: entorno
más desafiante
obliga a recalibrar
decisiones para
enfrentar 2023**



Pese al triple shock internacional, crecimiento se mantiene firme en Uruguay



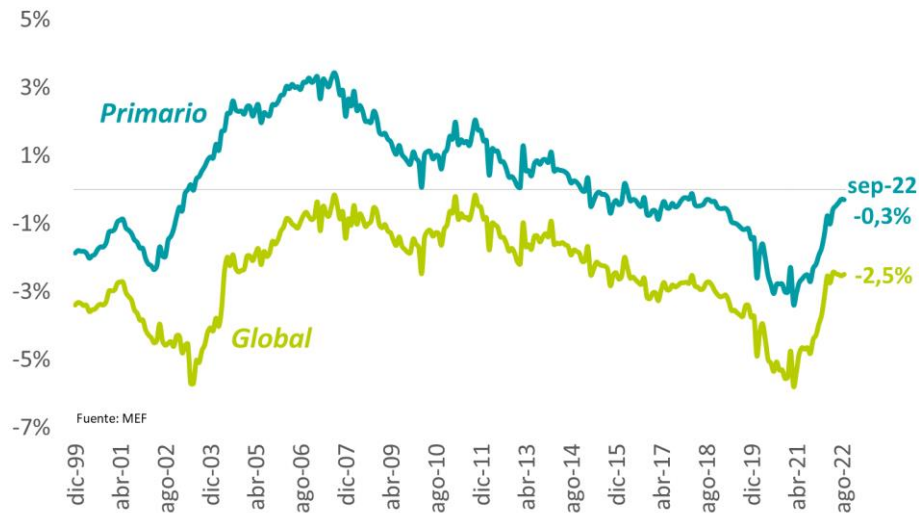
- **Oferta:** rebote de servicios afectados por pandemia y altos rendimientos de soja explicaron crecimiento.

- **Demanda:** exportaciones como principal fuente de crecimiento, consumo continuó recuperándose e inversión se mantuvo firme.

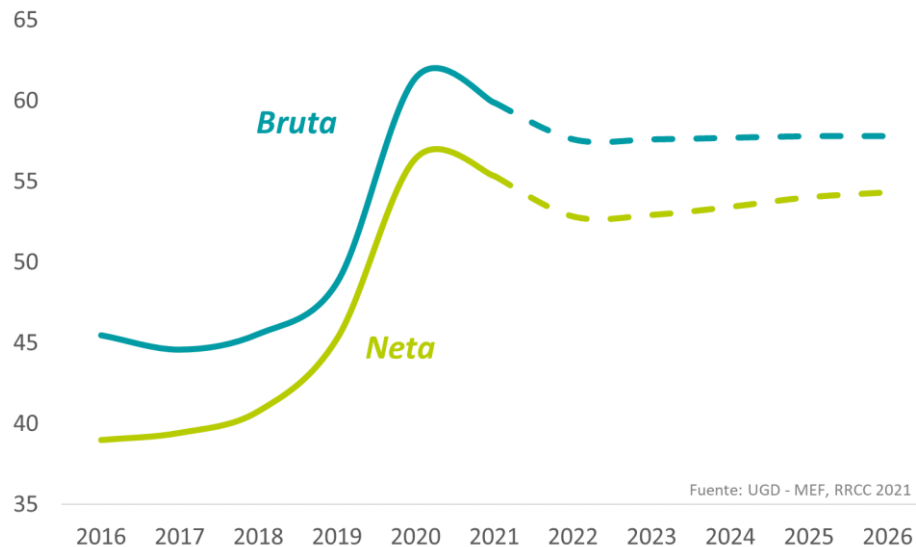
Posición fiscal consolidada despeja incertidumbre a corto plazo

Resultado del Gobierno Central - BPS

(% del PIB, 12 meses móviles, corregido por "efecto cincuentones")



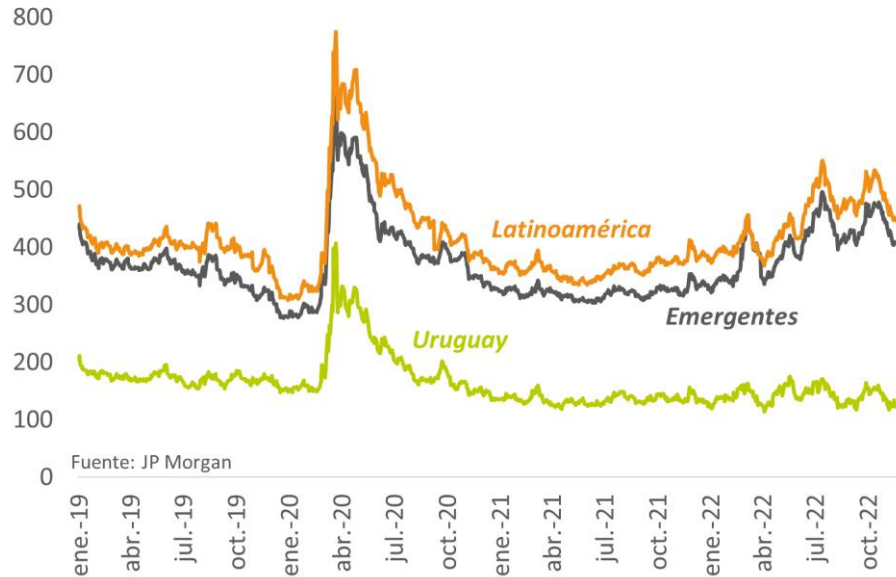
Deuda del Gobierno Central (% del PIB)



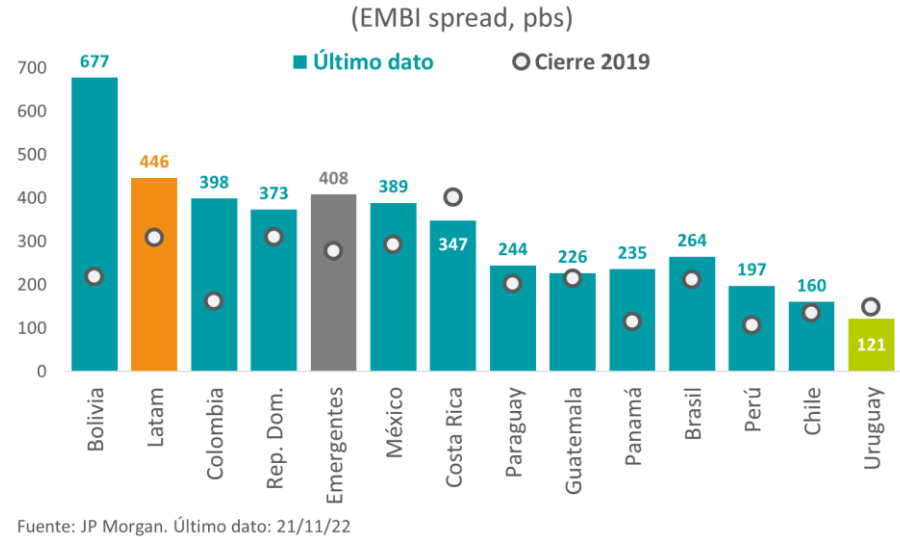
- Balance fiscal consolidado a corto plazo, **permite absorber un shock moderado y transitorio.**

Posición fiscal y fortaleza institucional diferencian a Uruguay de la región y de emergentes

Riesgo país (EMBI spread, pbs.)



Riesgo país de mercados emergentes (EMBI spread, pbs)

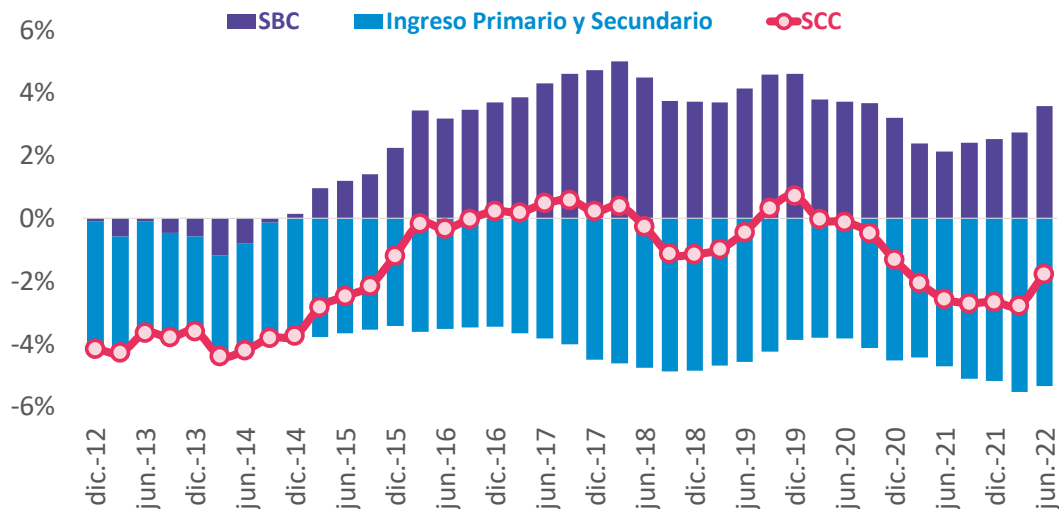


- Estrategia de **prudencia fiscal** adoptada por Uruguay durante el COVID adquiere mayor relevancia en un entorno financiero adverso.

Sector externo balanceado, pese a desacople del dólar

Saldo de la Cuenta Corriente

(año móvil, como % del PIB)



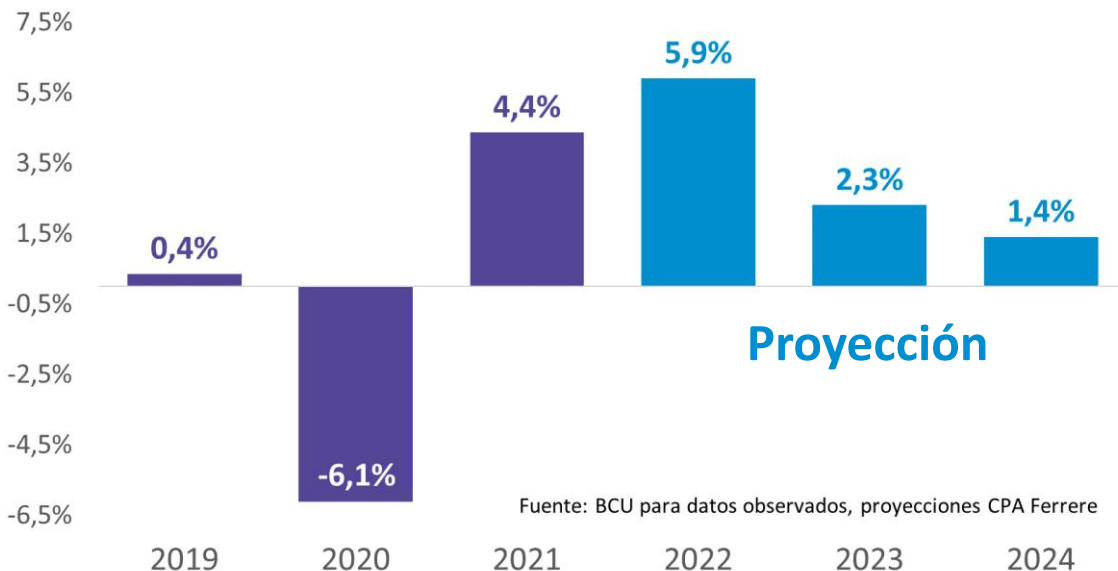
Nota: series ajustadas por trading.

Fuente: en base a BCU

- **Sector externo** no representa una fuente de vulnerabilidad.
- Pese a la inestabilidad regional, recomposición de flujos de **turismo** tendría una contribución positiva a la Balanza Comercial.
- Inicio de operaciones de **UPM II** sumará 2 puntos del PIB en exportaciones de bienes.
- Shock externo podría erosionar el frente externo, en particular si precio del **petróleo** se desacopla de **alimentos**.

Proyecciones de PIB: se confirma recuperación 2022, aunque se consolidan desafíos para 2023-24

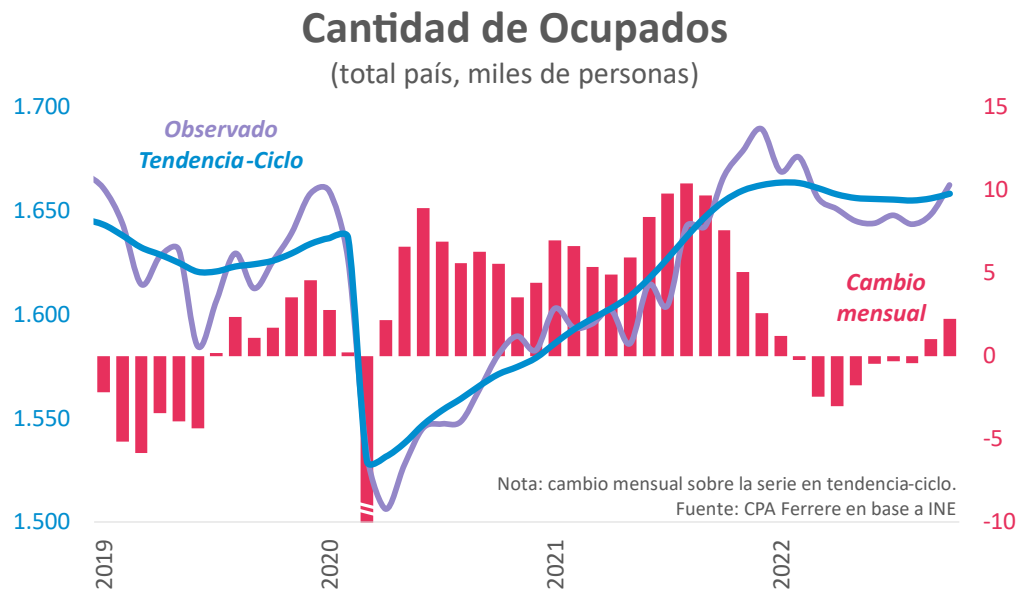
Crecimiento real del PIB (%)



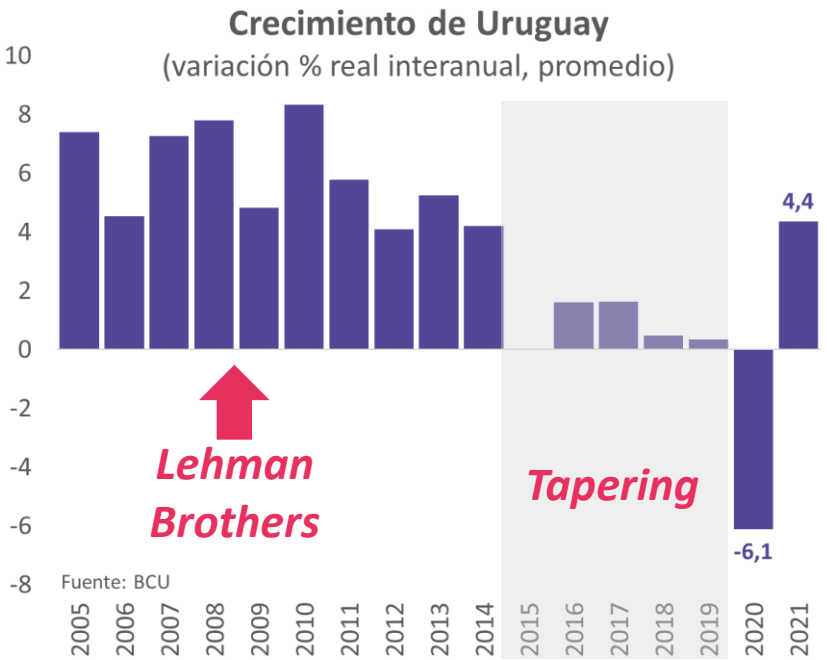
- Actividad del primer semestre deja un **piso alto para el crecimiento de 2022**: arrastre “asegura” un piso de crecimiento de 5%.
- Desaceleración en **2023 y 2024** por deterioro del contexto internacional.
- **Desafío**: defender el **empleo** en un contexto de reversión de la inversión y dificultades para el turismo y comercio de frontera.

Empleo estancado pese al dinamismo de la actividad

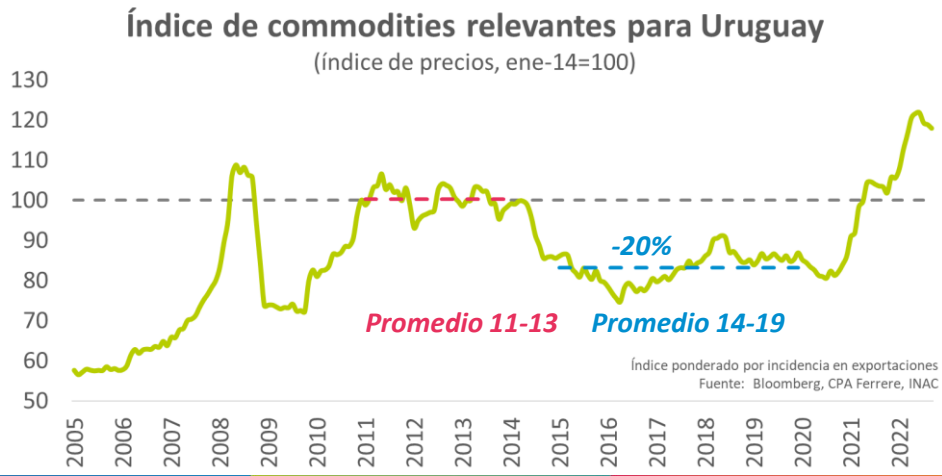
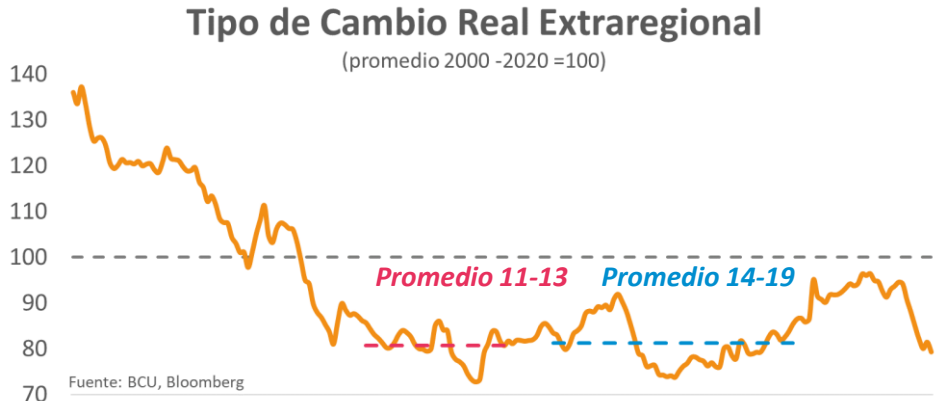
- Empleo **creció en 2021** y alcanzó los niveles más altos desde 2014
- Sin embargo, **se estancó en 2022** pese al crecimiento del PIB.
- **Datos del INE** muestran que sectores que más destruyeron empleo entre Q3.21 y Q3.22 son:
 - **Entretenimiento y otros ss**
 - **Servicio Doméstico**
 - **Comercio**



Desempeño macroeconómico de Uruguay ante shocks externos recientes

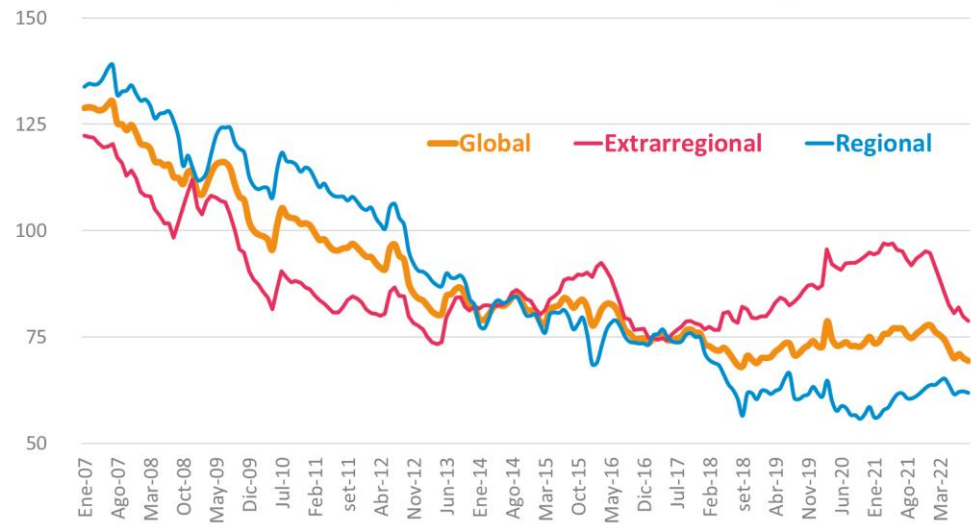


- Uruguay no amortiguó la reversión del escenario internacional y regional del 2014-15.
- El shock fue “duradero” y los efectos reales fueron significativos: estancamiento, caída de la inversión y del empleo.



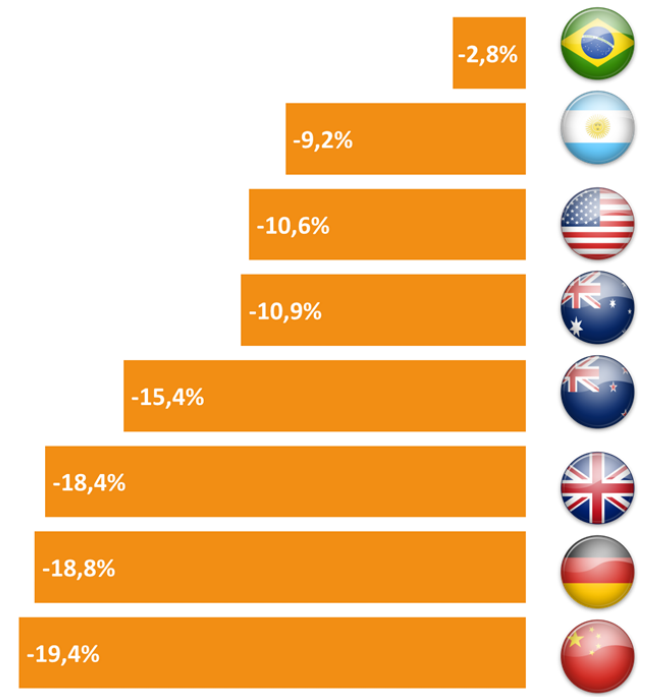
Aumenta presión en frente externo: Uruguay a contramano de socios comerciales y competidores

TCR Global (promedio 2000-2021=100)



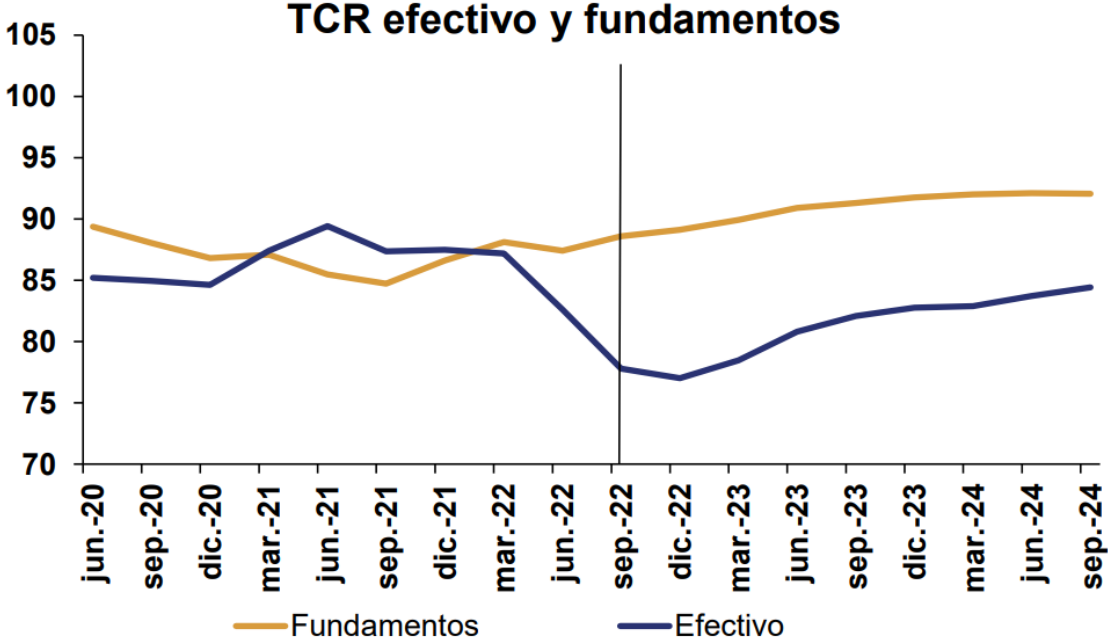
- **TCR desalineado:** 12% por debajo de valor de fundamentos en Set-22 (estimaciones del BCU).
- **Equilibrios se tensionaron más en Q3 y Q4.**
 - TCRs bilaterales profundizaron desalineamiento.
 - Fundamentos: precios de exportación consolidaron reversión.

TCR bilateral con socios y competidores (variación acumulada en 2022, %)



Elaboración propia en base a BCU y Bloomberg

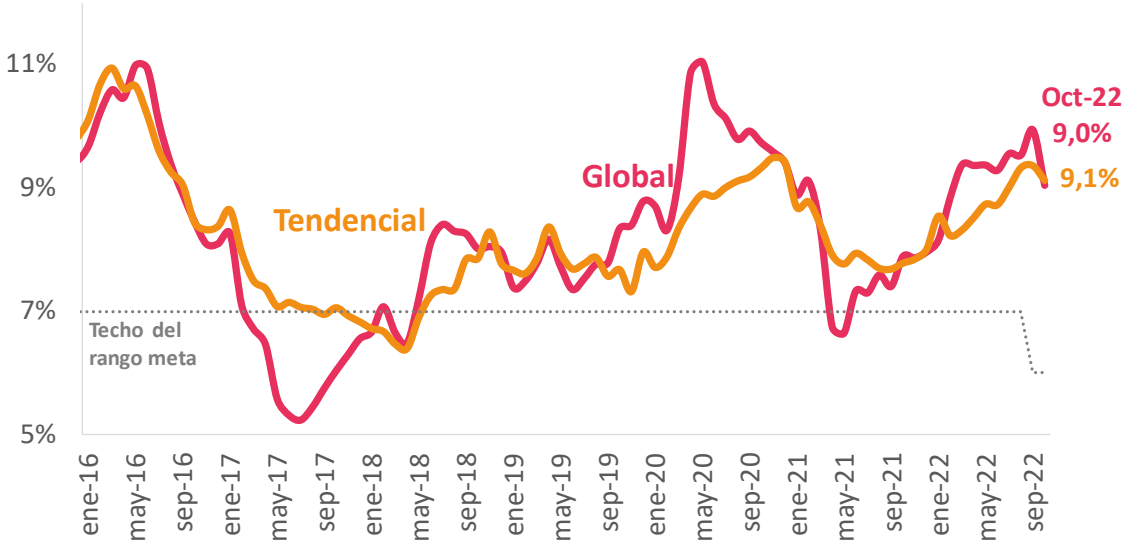
BCU: TCR se ubica 12%-15% por debajo del valor de fundamentos.



Fuente: IPOM segundo trimestre

Inflación se alejó de 10% en octubre pero aún fuera del rango meta

Inflación por componentes (var. interanual del IPC)



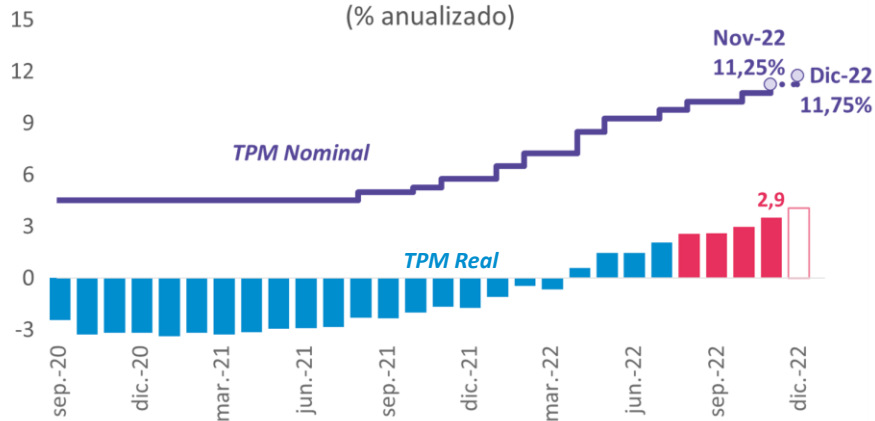
Nota: tendencial excluye alimentos frescos y energía Fuente: INE, CPA -Ferrere.

- Moderación de inflación en **octubre** se explica por evolución de los precios volátiles.
- Inflación todavía alta presiona al BCU que **seguirá aumentando tasas** en \$ Uy.
- **Cambio de escenario** externo implicará mayor presión depreciatoria y menor presión de commodities
- **Cambio de base del IPC a partir de noviembre.**

Política monetaria alcanza instancia contractiva

Tasa de Política Monetaria

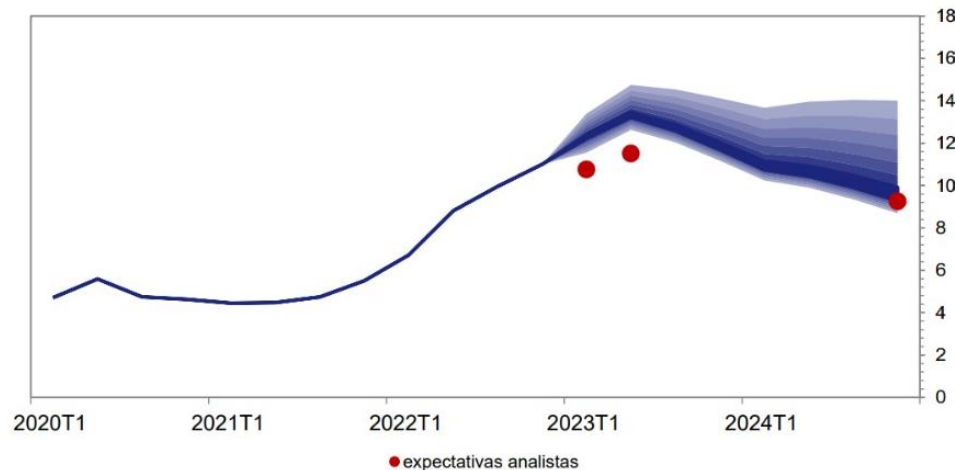
(% anualizado)



Nota: TPM real obtenida como TPM nominal deflactada por promedio de la inflación esperada a dos años por analistas, empresarios y rendimientos. Datos de octubre en adelante toman expectativas constantes en 8,1%. Fuente: elaboración propia en base a BCU, INE, BEVSA.

Proyección de la tasa de interés

(Porcentaje)



● expectativas analistas

- **Banco Central (15/11)** siguió *forward-guidance* implícito de agosto y **elevó TPM hasta 11,25%** (+50 pbs).
- Comunicado del **COPOM ratificó ajuste de misma magnitud** en reunión de diciembre (30/12).
- De confirmarse lo anterior, **TPM cerraría el año en 11,75%**.
- Sin embargo, **shock externo cambia el balance de riesgo de hace unos meses y podría afectar decisión de PM en corto plazo.**

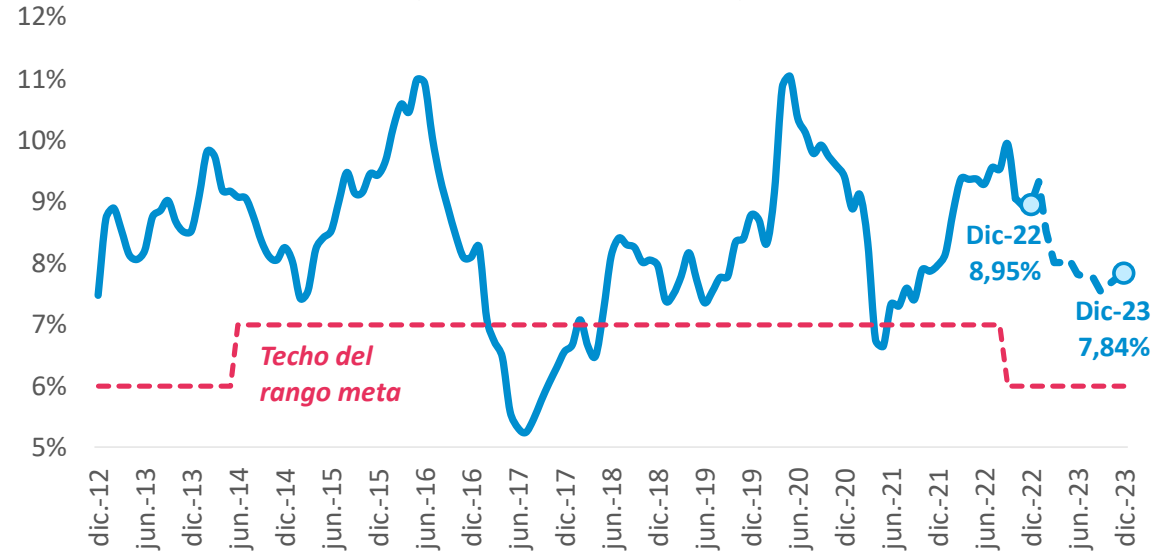
Con inflación a la baja en segundo trimestre, política monetaria podría tornarse menos contractiva en 2023

- En un contexto de baja credibilidad, **BCU esperará señales a la baja en inflación** para evaluar posible giro.
- Inflación **bajará de 8%** a partir de marzo de 2023.

» ¿Cómo se gestionará el balance de riesgos?

- BCU podrá mantener **instancia contractiva en 2023** si *shock* externo es transitorio y moderado.
- Si **shock se profundiza**, deflación importada generará espacio para **bajar tasas antes de fin de año.**

Índice de Precios al Consumo (variación % interanual)



Fuente: INE, BCU, CPA Ferrere

» Proyección supone depreciación del UYU de 8% en 2023



Reflexiones finales

- Fuerte **desaceleración global** por **triple shock**.
- **FED** juega una **estrategia “dura”** y arriesga **overshooting**.
- Aumenta **tensión** en los **mercados financieros**.
- **Dólar** consolida fortalecimiento a nivel global, Uruguay sigue desanclado.
- **Commodities** en fase de **reversión** generalizada, aunque **agrícolas** algo más resguardados.
- **Efectos reales y financieros** serán más evidentes en **2023**.
- **Duración y profundidad del shock** estará más clara en los próximos 3 a 6 meses.

- **URUGUAY tiene margen** para calibrar la duración e intensidad del *shock* y definir la respuesta más adecuada.
- **A corto plazo, inflación** es un desafío y **será la prioridad** de la política económica. En **2023** el **shock externo** será más notorio y cambiará el **balance de riesgos** para la economía uruguaya.
- En Q2.23 inflación bajaría y **política monetaria podría adoptar un rol amortiguador**, generando espacio para una **reversión moderada del TCR**.
- **Actividad seguirá creciendo**, aunque a **menor ritmo** y con mayor protagonismo del **consumo**.

Bolivia

Santa Cruz

Av. San Martín N°1800
Oficina 403
Santa Cruz, Bolivia
Tel.: +(591) 7 762 6061

Paraguay

Asunción

Torres del Paseo
Avda. Santa Teresa N° 2106
Torre 1, Nivel 24
Asunción, Paraguay
Tel.: +(595-21) 318 3000
Fax.: +(595-21) 318 3113

Ciudad del Este

Avenida Paraná Country Club
casi Herib Campos Cervera
Zona comercial
Paraná Country Club
Tel.: +(595 73) 159-975
Fax.: +(595 73) 159-975

Uruguay

Montevideo

Edificio Ferrere, Juncal 1392
CP 11000
Montevideo, Uruguay
Tel.: +(598) 2 900 1000
Fax: +(598) 2 900 5000

Tacuarembó

25 de Agosto 234
Apto. 601. Edificio Litoral
CP 45000
Tacuarembó, Uruguay
Tel.: +(598) 4 633 1111
Fax: +(598) 4 633 1111

Aguada Park

Paraguay 2141
Oficina 1004
Montevideo, Uruguay
Tel.: +(598) 2927 2360
Fax: +(598) 2927 2360

Paso de los Toros

Contractor offices 2,
Office 35
UPM, Paso de los Toros,
Uruguay
Tel.: +(598) 4 633 1111

Colonia

Baltasar Brum 571
CP 70000
Colonia, Uruguay
Tel.: +(598) 4 523 1517
Fax: +(598) 4 523 1517