

# La incertidumbre dominará el 2014

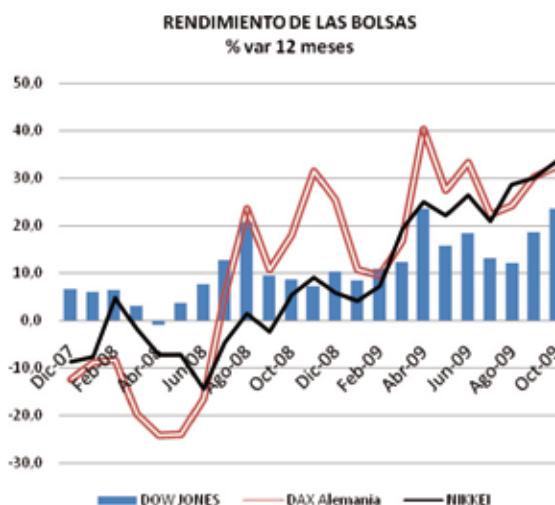
Juan Carlos Protasi

El pasado fue otro año difícil para la economía global. El crecimiento de las economías desarrolladas sigue por debajo de la tendencia, con un alza promedio de la producción de 1% anual, mientras que los mercados emergentes se desaceleraron hasta un crecimiento de 4,8% por debajo de la tendencia. Tras un año de un mediocre crecimiento global de 2,9 por ciento se espera un repunte modesto de la economía mundial en 2014, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes. La economía estadounidense se recupera, beneficiado por la energía "shale gas", la mejora del mercado laboral e inmobiliario y la repatriación de industrias. La emergencia europea parece superada pero los problemas de fondo siguen sin resolverse: bajo potencial de crecimiento, alto desempleo, deuda pública elevada, pérdida de competitividad por lenta reducción de los costos laborales unitarios (que el encarecimiento del euro no hace más que empeorar), y una fuerte y estricta racionalización del crédito por el desendudamiento de los bancos. Una recuperación más rápida de las economías desarrolladas empujará las importaciones desde mercados emergentes, aunque se observa una ralentización en Latinoamérica. Las reformas anunciadas en China atenuarán el riesgo de un aterrizaje forzoso de su economía. Y como muchos mercados emergentes aún están en proceso de urbanización e industrialización, la ascendente clase media consumirá más.

En síntesis, las perspectivas para la economía mundial lucen mejores en 2014, pero es una recuperación frágil y hay que tener cuidado de no echar campanas al viento en forma prematura. Salir de la peor crisis económica mundial desde la Gran Depresión no estará exento de sorpresas, aún siendo optimista. A pesar del estelar desempeño de las bolsas en el último año –con ganancias del orden de 30%– debe imperar la prudencia.

¿Por qué? Porque debemos tener en cuenta que este desempeño de las bolsas –que sin duda es una victoria para la Reserva Federal– fue impulsado por su política de compras de bonos (Quantitative easing) que influyó agresivamente en bajar las tasas de interés de largo plazo restándole atractivo a los mercados de bonos para que mucha de la cautelosa liquidez mantenida en los portafolios a raíz de la crisis, tuviera que salir a tomar riesgo en

el mercado accionario y en el de bienes raíces. Las bajas tasas a 10 años magnificaron los retornos descontados al momento cero de las empresas, al tiempo que hicieron bajar el costo de las hipotecas. Esos fueron los canales de transmisión de la flexibilización monetaria que ayudaron en la recuperación. Pero no fue sólo la Reserva Federal la que flexibilizó la política, el mundo nunca vio un estímulo monetario de la magnitud que hemos visto en los últimos tiempos no sólo por parte de la Reserva Federal, sino también de los bancos centrales de Europa, Japón, Suiza, el Reino Unido y otros.



La Reserva Federal anunció una reducción de las compras mensuales de bonos, en diciembre desde 85 mil millones a 75 mil millones y recientemente otros 10.000 millones hasta 65 mil millones mensuales. No se trata de un cambio brusco, ya que en definitiva la política continuará siendo expansiva, pero habrá que ver como lo digieren los mercados hasta su final extinción.

En un principio se puede esperar que este cambio provoque un aumento de las tasas de interés, una reasignación de las inversiones en las carteras lo cual puede implicar fuertes salidas del mercado accionario, un realineamiento

de las monedas con un fortalecimiento del dólar a nivel internacional, y menor demanda de inmuebles y otros activos ante mejores rendimientos de los bonos. La inflación sigue baja en EE.UU y con riesgos de deflación en la Eurozona, a consecuencia de la caída en los precios de la energía y debilidad de la demanda. Las perspectivas son por el momento de una inflación inferior al 2%. por lo que es probable que las tasas no vayan a subir mucho por un tiempo. Actualmente mucho de los activos están inflados. Por ejemplo, las acciones estadounidenses parecen muy caras. El S&P 500 ha ganado cerca de 65% desde septiembre de 2011, mientras los beneficios de las empresas sólo han crecido 18%. Es comprensible que muchos teman que el mercado alcista haya llegado demasiado lejos, aunque si persisten las bajas tasas de interés por un tiempo, el rally podría no frenarse.

Pero también los bonos están inflados. Hasta ahora los inversores han obtenido ganancias extraordinarias de invertir en bonos porque con tasas a la baja los portafolios se

revaluaron al alza al subir sus precios. Ahora, tendremos el efecto opuesto. Los bonos van a perder valor y las carteras se ajustarán a la baja.

Lo único cierto es que lo que viene en 2014 conforma un entorno impredecible. Alan Greenspan -- quien presidió la Reserva Federal desde 1987 hasta 2006 -- declaró en una entrevista en CNN a principios del mes de diciembre, que no existe precedente en la historia monetaria de un proceso en el cual se revierta un estímulo monetario de la magnitud del actual. Asimismo dijo que la economía mundial está entrando en el peor período de incertidumbre que él recuerde, lo cual no es una afirmación menor viniendo del casi nonagenario economista. Subraya que hace dos años vimos el menor nivel de reinversión en compra de bienes de capital del flujo de liquidez producido por las empresas desde 1938.

La normalización de tasas puede también afectar a la delicada situación de muchos bancos europeos y quizá incluso precipitar el "pinchazo" de burbujas inmobiliarias

## NUEVO MÉGANE III

**UN DISEÑO INSPIRADOR  
TE ESPERA EN  
TODOS NUESTROS  
LOCALES.**

NUEVA PARTIDA. RESERVALO.

FOTO ILUSTRATIVA

Ginkgo

**2**  
AÑOS DE GARANTÍA  
50.000 km



**SANTA ROSA**  
AUTOMOTORES  
RENAULT  
recomienda **elf**

Y su red de  
concesionarios  
de todo el país.

**f** RENAULTUY  
renault.com.uy

DRIVE THE CHANGE



que se presentan en diferentes mercados desde Brasil hasta China, pasando por Uruguay.

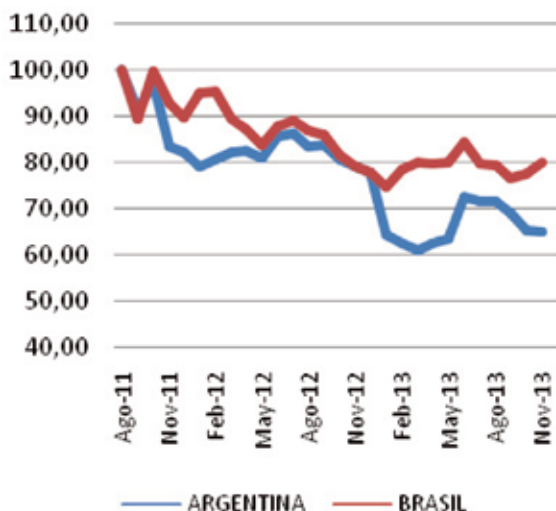
Por eso es que en este año sabremos si el estímulo monetario fue capaz de generar una recuperación real y sostenible, o si simplemente se trató de una victoria engañosa y pasajera que engendró burbujas en diferentes mercados y cuyo potencial estallido se traducirá en volatilidad futura en los bonos, acciones y commodities.

A este escenario de incertidumbre global, se agrega la complejidad del escenario regional.

Brasil es un modelo que se agotó. Varios referentes brasileños y extranjeros, han reducido sus expectativas sobre la economía brasileña. La apreciación del tipo de cambio en términos reales, estancó la producción fabril, sin cuyo dinamismo (la industria explica 20% del PBI) y con un deterioro de la Cuenta Corriente y del Resultado fiscal, hacen que las perspectivas de crecimiento sean bajas y la dependencia al influjo de capitales cada vez mayor.

El nuevo escenario internacional con un dólar más fuerte, hace prever que el Real se irá a depreciar y la presión sobre el dólar en Uruguay va a ser mayor. A los niveles actuales de \$22 por dólar con los precios actuales, el turismo brasileño se retrae porque Uruguay resulta muy caro. Ni qué decir a los argentinos. El gráfico muestra que el Real retomó su senda devaluatoria luego que comenzó el descalabro de Argentina. Desde fines de 2011 –cuando Brasil comenzó a devaluar y Argentina impuso el cepo cambiario– hasta diciembre de 2013, perdimos un 35% de competitividad con Argentina (estimado con inflación de Rosario y Blue) y 20% con Brasil.

COMPETITIVIDAD CON ARGENTINA Y BRASIL  
Ago 2011=100



Del otro lado del río, el deterioro de Argentina se va acercando a su fin –ampliamos en otra nota– y aunque no podemos predecir cuándo ocurrirá, las expectativas de devaluación y de un desenlace doloroso de esta crisis se hacen cada vez más evidentes.

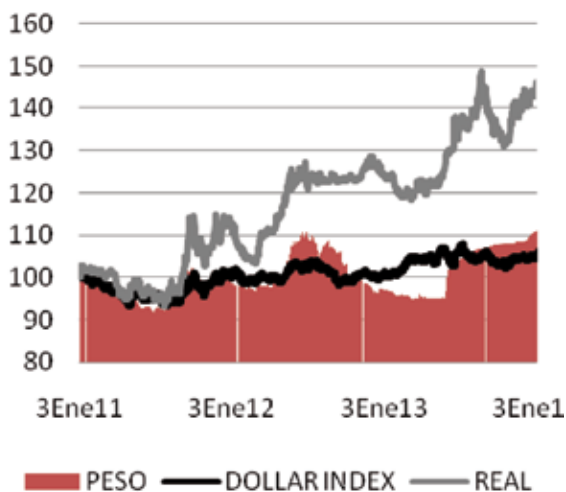
Ante el escenario descrito, en Uruguay, podemos esperar que la economía continúe en una trayectoria desacelerada, con chances de ingresar en una recesión –entendida esta como dos trimestres consecutivos de caída del PBI desestacionalizado– asociada al crítico escenario de Argentina, al estancamiento de Brasil y a la incertidumbre internacional.

En un previsible escenario como el descrito, la política económica enfrentará serios retos en este año electoral.

Uno es el probable aumento del déficit fiscal por menor aumento de recaudación vs. aumento del gasto, que probablemente haga elevar el nivel endeudamiento y las tasas de interés, que en el contexto internacional actual presionará a la baja el valor de los títulos uruguayos. Un futuro gobierno irremediablemente deberá realizar un ajuste en 2015, que presumiblemente si continúa gobernando la actual fuerza política, será por la vía de un aumento de los impuestos.

Un segundo reto, tiene que ver con la política antiinflacionaria. Las presiones de la demanda agregada han elevado la tasa de inflación al 10% (excluyendo alimentos frescos y tarifas públicas) y que, dejando de lado posibles artimañas para corregir el IPC como se hizo a fin de año bajando las cuentas de UTE, el problema de fondo no parece tener solución en el marco de la política actual. La política

TIPOS DE CAMBIO  
Indices Base 100=enero 2011



monetaria aislada ha probado ser insuficiente para alinear la inflación al rango meta de 3-7% ya desde hace varios años. Insistir en lo mismo no tiene mucho sentido.

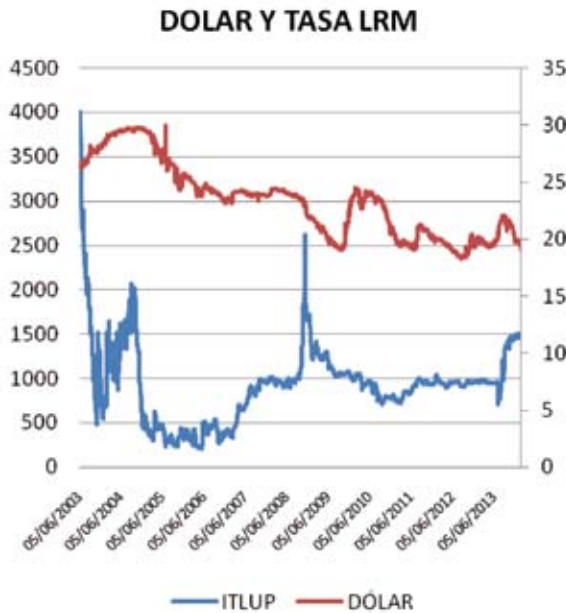
Un tercer reto en parte relacionado al anterior, tiene que ver con la competitividad y el precio del dólar. Como se observa en el gráfico precedente, el dólar en Uruguay, ha seguido bastante de cerca al Dollar Index (valor del dólar frente a principales monedas) excepto algún período donde el peso se devaluó más tratando de acompasar un poco al Real, o cuando a la inversa para contener las presiones inflacionarias se permitió apreciar el peso como fue en el primer semestre del año pasado. En el escenario actual se va a ir haciendo más difícil contener el tipo de cambio, en la medida de que el dólar se fortalezca en los mercados internacionales, y tanto el Real como el Peso Argentino se sigan devaluando. La aceleración de las expectativas de

devaluación se podrá temporalmente frenar con una suba de la tasa de interés. Obsérvese en el gráfico como las subas (bajas) de tasas inequívocamente han hecho bajar (subir) al tipo de cambio.

El BCU entonces se enfrentará al dilema de hacer subir la tasa de interés para contener la presión inflacionaria o dejar que el dólar acompañe a la región. En este caso, la transmisión de la devaluación a los precios podrá ser en parte contrarrestada con bajas de precios de bienes importados pero esto no será suficiente para contener las expectativas inflacionarias.

Hasta ahora el BCU evitó devaluar al ritmo de la región, elevando las tasas de interés —actualmente 15%— para que la inflación no superara la meta psicológica de 10% a la que por ahora están ancladas las expectativas inflacionarias. Esto le costó al país perder competitividad, reducir el ritmo de crecimiento y de creación de empleos. Pero ahora, es diferente, la economía está amenazada de una recesión. Si se da prioridad a la lucha antiinflacionaria las tasas de interés tendrán que subir sustancialmente para contener la suba del dólar por expectativas que se irán contagiando de las devaluaciones de la región y de los mercados emergentes que están empezando a sentir las consecuencias de las salidas de capitales por los movimientos de la Fed.

La otra alternativa será sacrificar activos de reservas que al día de hoy son suficientes como para frenar una corrida contra el peso. A esto debemos agregar que tenemos un sistema bancario que está sólido. Así que no hay razón para alarmarse. La incertidumbre es alta y el manejo de la política no será fácil por sus consecuencias en la actividad económica, en la inflación y en la creación de empleos. El riesgo de ingresar en una recesión es alto, pero el de ocurrencia de una crisis cambiaria y financiera al día de hoy es bajo. Tienen que darse otras condicionantes que hoy todavía no están presentes para precipitar una crisis como es una salida masiva de capitales. La suba de tasas junto a la incertidumbre de la región y del mundo podría acelerar el camino a una recesión. ■



**FRATELLI NOGARA**  
VERONA - ITALY  
NEL 1909

CREATIVITÀ - CREATIVITY  
TECNOLOGÍA - TECHNOLOGY  
QUALITÀ - QUALITY

Medidas finas en 48 hs.

VISÍTEMOS EN NUESTROS EXCLUSIVOS LOCALES:

Buenos Aires 501  
esq. Treinta y Tres

[www.fratellinogara.com](http://www.fratellinogara.com)

o consúltenos por  
los teléfonos:

**2916 5692**