

TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA URUGUAYA (SETIEMBRE DE 2010)¹

1. Desempeño de la economía en los primeros meses de 2010

Tras un primer trimestre positivo, y a pesar de la mayor incertidumbre en el **escenario internacional**, la economía uruguaya presentó en el segundo trimestre de 2010 un importante crecimiento de 2,6% respecto al primero. La tasa de crecimiento interanual fue mayor aún que la del primer trimestre (8,8%), situándose en 10,4%. Ello permite prever que, de verificarse las mejoras previstas en el escenario internacional, en lo que resta de 2010 la economía uruguaya continuará creciendo y al cabo del año el producto interno bruto (PIB) superaría en 8,4% el nivel promedio de 2009.

La **salida de la crisis internacional** ha presentado comportamientos desiguales para las distintas economías, con altas tasas de crecimiento en las emergentes y recuperaciones lentas en las desarrolladas. En lo que va del segundo semestre de 2010 la alternancia de señales positivas y negativas en relación con la evolución de las economías de Estados Unidos y la Eurozona reveló que su recuperación económica aún está lejos de haberse afianzado. No obstante, de acuerdo con las últimas señales de la economía estadounidense, la recuperación se consolidaría, aunque a un ritmo mucho más lento del inicialmente previsto. En cuanto a las economías europeas, la incertidumbre en torno a la sostenibilidad de la deuda de algunas de ellas —en particular Grecia y España— se disipó en gran parte gracias a las medidas de política económica tomadas tanto a nivel central en la Unión Europea como en los distintos estados individualmente. Sin embargo, no todos los países están mostrando igual dinamismo, lo que hace pensar que la recuperación económica europea se dará a dos velocidades, con un grupo de países más dinámico conformado por las economías del norte lideradas por Alemania, y otro que presenta más problemas, integrado por las economías mediterráneas e Irlanda. Por otro lado, las economías emergentes continuaron exhibiendo altas tasas de crecimiento, lo cual también se tradujo en resultados positivos en sus bolsas de valores.

Las dudas en cuanto a la consistencia y continuidad del proceso de recuperación económica en algunas economías se vieron reflejadas en la evolución de sus **mercados bursátiles**, cuyos principales índices mostraron gran volatilidad, en la medida en que los inversores reaccionan ante datos tanto negativos como positivos de las economías. En ese contexto, el proceso de recuperación económica mundial continuaría en el segundo semestre de 2010, aunque a un ritmo más lento del inicialmente previsto, lo que llevaría a una fuerte intervención estatal para acelerar el crecimiento.

En este contexto internacional de lenta recuperación, la **actividad económica de la región** consolidó su proceso de crecimiento. Tanto los datos oficiales como los privados muestran que **la economía argentina** creció de forma importante en el primer semestre del año. De acuerdo con cifras oficiales el PIB se expandió 11,8% en el segundo trimestre del año respecto a igual período de 2009. En este crecimiento incidieron de forma importante las inversiones, el gasto público y las exportaciones. La expansión económica impactó de forma positiva en el mercado de trabajo, y la tasa de desempleo se redujo a 7,9% en el segundo trimestre del año. La inflación en los doce meses cerrados en agosto alcanzó al 11,1% según cifras oficiales, aunque ésta sería notoriamente más elevada según cifras privadas (23,6% según la consultora Buenos Aires City). El mayor dinamismo se vio también reflejado en la moderada mejora de las cuentas públicas. De esta forma, en el promedio del año se espera que la economía argentina presente un crecimiento de 7% y una tasa de desempleo levemente inferior a la de 2009. El problema inflacionario continuaría durante lo que resta de 2010, y al cierre del mismo la inflación ascendería a 10,8% según cifras oficiales (25% de acuerdo con la encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella —UTDT—).

La **actividad económica brasileña** creció en el primer semestre del año (8,9% respecto al primer semestre de 2009) sustentada en el dinamismo de la demanda interna, principalmente por el crecimiento de las inversiones y el consumo privado. Durante el segundo trimestre del año e inicios del tercero continuó el dinamismo aunque a un ritmo menor. La mayor actividad económica impactó de forma importante en el mercado laboral. La tasa de desempleo disminuyó 1,1 puntos porcentuales (pp) en julio de 2010 respecto a julio de 2009, alcanzando 6,9%, nivel históricamente bajo para Brasil. La inflación, que constituyó un tema de preocupación en los primeros meses de 2010 —en abril había alcanzado al 5,3% interanual—, cambió la tendencia a partir de mayo hasta situarse en 4,5% en los doce meses a agosto, mientras los agentes privados esperan 5% al término del año. En el ámbito fiscal se destaca que en agosto fue promulgada la Ley de Directrices Presupuestarias de 2011 que fijó la meta de superávit primario del sector público consolidado para ese año en 125,5 billones de reales (aproximadamente 3,6% del PIB). Así, se espera que la economía brasileña siga creciendo de forma importante aunque a tasas

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de setiembre de 2010, elaborado por el Área de Coyuntura Económica del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República (página web: www.iecon.ccee.edu.uy). Para elaborar este documento se consideró la información disponible hasta el 6 de octubre de 2010.

menores a las del primer semestre; en particular, los agentes privados esperan que durante 2010 el PIB crezca 7,5%. El resultado de la segunda vuelta de las elecciones entre los candidatos Dilma Rousseff y José Serra no genera mayores incertidumbres en los mercados.

En un contexto externo dividido entre los países emergentes creciendo a tasas muy elevadas y las economías desarrolladas saliendo lentamente de la recesión, **la economía uruguaya** experimentó un importante dinamismo en el primer semestre del año, verificando un crecimiento desestacionalizado del PIB de 2,6% en el segundo trimestre del año en relación al primero. La evolución de la mayoría de los sectores productivos fue positiva, observándose sólo caídas desestacionalizadas en el sector agropecuario y en electricidad, gas y agua, mientras que los restantes experimentaron un significativo dinamismo.

La **demanda externa** también aumentó, registrándose un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios. Varios de los principales socios comerciales de Uruguay comenzaron a exhibir signos de recuperación a partir del segundo trimestre del año pasado. En efecto, en lo que va de 2010 varios indicadores del sector externo muestran mejoras relevantes con respecto a iguales períodos de 2009. De acuerdo con las solicitudes de exportación, en los primeros ocho meses de 2010 las ventas al exterior habrían aumentado 30% medidas en dólares corrientes, tanto por el mayor nivel de precios como por el incremento del volumen exportado. En particular, se observaron fuertes aumentos en las ventas externas de productos agrícolas, carnes, lácteos y material de transporte, entre otros. Por su parte, la expansión de las importaciones fue sensiblemente menor (17,3% en enero-julio), debido a que la caída de las compras de bienes energéticos (24,8%) contrarrestó el aumento del resto de las importaciones de bienes.

El **ingreso de turistas** volvió a incrementarse en los ocho primeros meses de 2010 (9,7%) con respecto a igual período del año anterior, impulsado principalmente por el aumento de los turistas brasileños. El mayor número de turistas fue acompañado de un incremento aún mayor del ingreso de divisas por este concepto en el primer semestre del año (16,5%); no obstante, según lo informado por el Banco Central del Uruguay (BCU), la producción de servicios turísticos se contrajo en términos reales.

La cuenta corriente de la **Balanza de pagos** exhibió en el año móvil terminado en junio un superávit de 132,9 millones de dólares (0,4% del PIB), determinado fundamentalmente por la mejora del saldo de la cuenta comercial, algo inédito en Uruguay en un año de crecimiento económico. La deuda externa bruta disminuyó tanto en términos absolutos como en relación al PIB. Para fines de 2010 se prevé un superávit en cuenta corriente de la Balanza de pagos de 0,6% del PIB, levemente inferior al registrado en 2009 (0,7% del PIB). Ello resultaría de un menor aumento de las importaciones (20%) frente a las exportaciones de bienes (25%), ambas consideradas en dólares corrientes. Por otra parte, se incrementaría el déficit de la cuenta renta de inversión.

La **demanda interna**, por su parte, creció en forma importante en términos interanuales en el segundo trimestre del año, impulsada por el incremento tanto del consumo como de la inversión, teniendo el primero mayor incidencia debido a su mayor participación en la demanda interna (9,8% de crecimiento y 8,1 pp de incidencia). En este sentido, se verificó una aceleración del crecimiento del **consumo** en los dos trimestres transcurridos del año, y al respecto es preciso diferenciar el comportamiento del consumo público del privado. En 2009 el consumo público había crecido en forma importante, compensando el menor dinamismo del privado, pero en 2010 este comportamiento se revirtió, registrándose un crecimiento mayor del consumo privado en relación al público.

El comportamiento del consumo privado se vio positivamente afectado por el buen desempeño del **mercado de trabajo**. En los primeros ocho meses de 2010 la tasa de empleo continuó aumentando, aunque lo hizo a un menor ritmo que en años anteriores. Esta desaceleración en el ritmo de expansión del empleo se explica en parte por las medidas adoptadas por varias empresas durante 2009 ante la crisis, cuando en lugar de despedir trabajadores, utilizaron el seguro de paro transitorio y disminuyeron la cantidad de horas trabajadas como mecanismos para reducir la producción. En los primeros meses de 2010 y ante la recuperación de la actividad económica, estas medidas se han ido revirtiendo: reincorporando a los trabajadores e incrementando las horas trabajadas, lo cual no impacta en la tasa de empleo. En el mes de agosto el empleo creció 0,5 pp interanualmente, pero dada la caída interanual de la tasa de actividad (0,1 pp), la tasa de desempleo se ubicó en 6,2% en el mes (el nivel más bajo desde que se publican las estadísticas para el total del país) y en el promedio de los ocho primeros meses del año alcanzó a 7% (0,6 pp por debajo que en igual período de 2009).

En lo que resta del año se espera que el empleo continúe aumentando, de manera que la tasa de empleo promedio de 2010 se ubique 0,3 pp por encima de la de 2009, lo que significaría la creación de aproximadamente 20.500 nuevos puestos de trabajo en el año. El leve crecimiento esperado en la tasa de actividad en el promedio de 2010 (0,1 pp) determinaría que la tasa promedio de desempleo para el año sería de 6,9%, reduciéndose 0,4 pp respecto a la observada en 2009.

Si bien la mayor incidencia en el aumento de la demanda interna correspondió al consumo, su componente más dinámico en el segundo trimestre del año fue la **formación bruta de capital** (con un

crecimiento interanual de 12,8%). El incremento de la inversión respondió al aumento de la formación bruta de capital fijo por parte del sector privado, ya que la inversión del sector público cayó por segundo trimestre consecutivo. Analizando el comportamiento desestacionalizado² de la formación bruta de capital fijo se observa un regreso a la tendencia creciente a partir del primer trimestre de 2010, lo que coincide con la recuperación de las expectativas empresariales. De este modo en el primer semestre de 2010 la inversión privada superó en 18,4% a la de un año atrás, mientras la inversión pública se redujo 8,9% en igual comparación.

El **resultado global del sector público** del año móvil cerrado en agosto de 2010 mostró un déficit fiscal de 361 millones de dólares, equivalente a 1% del PIB, lo que se configuró como una mejora importante frente al resultado alcanzado en diciembre de 2009 (1,7% del PIB).³ Ello fue consecuencia de la mejora del **resultado primario del sector público**, que se situó en 1,9% del PIB. Esta mejora se debió al mayor incremento de los ingresos en relación a los egresos primarios medidos en términos de PIB. La mejora en los ingresos obedeció principalmente al incremento del resultado primario corriente de las empresas públicas, mientras que la evolución de los egresos primarios respondió al incremento en pasividades y remuneraciones, que son los dos rubros de mayor peso en los gastos fiscales.

Al cabo del año se espera que se consolide la mejora de las **cuentas públicas**. El déficit fiscal global disminuiría con respecto a 2009 llegando a ser 1% del PIB, ya que se prevé que el superávit primario del sector público aumente. Esto se explicaría por el mejor desempeño esperado de las empresas públicas y por el crecimiento en la recaudación tributaria, mientras que los egresos primarios se mantendrían relativamente constantes en términos del PIB. Por otra parte, se espera que el pago de intereses de deuda descienda levemente (2,7% del PIB). El ratio de deuda pública en relación al PIB se reduciría al cabo de 2010, tal como ha sucedido en los últimos años, consecuencia de la estabilidad de la deuda bruta en millones de dólares, y el incremento del PIB medido en dólares. La deuda bruta se ubicaría en torno a 58% del PIB al cabo del año, mientras que la deuda neta representaría aproximadamente 30% del PIB.

La **inflación** interanual, luego de ubicarse por encima del techo del rango meta de la política monetaria (7%) en marzo, abril y mayo, se redujo levemente en los tres meses siguientes, situándose en 6,3% en el año móvil finalizado en setiembre. Ello fue posible gracias a que los precios de los rubros no transables aumentaron en menor medida que en los meses previos y no se ajustaron las tarifas públicas. Sin embargo, una renovada firmeza en el crecimiento de los precios de los rubros transables, la depreciación del peso frente al dólar en junio y julio y el sesgo levemente expansivo de la política monetaria impidieron que el descenso del ritmo inflacionario fuera más marcado.

En este marco, la **inflación subyacente** –que excluye los rubros más volátiles del IPC– sigue siendo superior a la inflación general (6,9% contra 6,3% en el año móvil cerrado en setiembre), lo que evidencia que persisten presiones inflacionarias de carácter más estructural. Entre estas presiones es posible identificar los aumentos de precios de la mayoría de las *commodities* alimentarias, si bien los mismos se han ido desacelerando, y el permanente encarecimiento de algunos servicios asociados con la demanda interna (en especial los alquileres y la enseñanza).

La presión alcista que se observó en junio en el **mercado de cambios** –apuntada por las expectativas de los agentes de depreciación de la moneda nacional como consecuencia de los anuncios realizados por el gobierno a fines de mayo– fue debilitándose en los meses siguientes, a medida que dichas expectativas se fueron disipando. La política monetaria, por su parte, no contribuyó de forma inmediata y contundente a apuntalar la demanda por dólares. Si bien el BCU redujo sus colocaciones de títulos de corto plazo respecto de los meses anteriores, recién en agosto esta política dio lugar a una expansión neta de la liquidez. A su vez, el aumento de las emisiones de títulos de largo plazo por parte del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) no resultó ser un buen sustituto de la reducción de las colocaciones de valores de corto plazo del BCU, debido a la diferencia de plazos de ambos instrumentos. Adicionalmente, la elevada volatilidad del dólar en el contexto internacional no contribuyó a que la divisa estadounidense fortaleciera su valor en el mercado local.

En este contexto, la economía uruguaya experimentó una fuerte pérdida de **competitividad**, medida a través del tipo de cambio real (TCR).⁴ Sin embargo, la depreciación del peso en los meses de junio y julio antes comentada, generó una importante mejora del TCR, que se revirtió parcialmente en agosto cuando el indicador registró una pequeña caída. Igualmente, la variación del promedio de los primeros ocho

2. Los índices trimestrales de volumen físico de la demanda agregada y de sus componentes (interna y externa, formación bruta de capital, formación bruta de capital fijo, consumo final, consumo público y consumo privado) fueron desestacionalizados utilizando el paquete estadístico Demetra 2.0 (TRAMO-SEATS).

3. Los cálculos de los resultados fiscales como porcentaje del PIB se realizaron tomando como base las cifras en pesos corrientes.

4. Los indicadores aquí considerados comparan la evolución de los precios de los principales socios comerciales de Uruguay con la de los precios nacionales, medidos todos en dólares estadounidenses. El aumento de la competitividad de los productos uruguayos respecto de un país o de un grupo de países se refleja en un incremento del índice. Un valor del índice superior a 100 indica una mejora frente al año base (promedio de 2005). En el caso de que se trate de una canasta de países, los índices de precios de cada país se ponderan por la participación relativa de cada uno de ellos en el comercio con Uruguay (exportaciones más importaciones de bienes y turismo) durante el año base (2005). Para el indicador global los países y bloques considerados son Argentina, Brasil, NAFTA, Zona Euro, Reino Unido y China.

meses del año respecto a igual período de 2009 fue negativa (10,9%). Si se compara el promedio de enero-agosto respecto a diciembre de 2009, se aprecia que la caída acumulada en el año es mucho menor (0,9%). Asimismo, en agosto el TCR se situó 9,6% por debajo del TCR promedio 1999-2009.

Así, se estima que la **inflación** se ubicará en 7% al término de 2010, dado que continuarían aumentando, aunque moderadamente, los precios internacionales de las *commodities* relevantes para Uruguay y los precios de los rubros no transables continuarían generando presiones por el aumento de la demanda interna. Por su parte, la competitividad caería en promedio en 2010 con respecto a 2009, pero en la comparación diciembre contra diciembre se recuperaría en forma importante.

En el **mercado de cambios** se mantendría la tendencia vendedora del dólar en los próximos meses, debido a la afluencia de capitales a América Latina, la cual podría incluso acentuarse si, como se prevé, las tasas de interés de los países desarrollados permanecen en los bajos niveles actuales. Se estima que las compras de dólares del MEF y del BCU continuarán actuando como contrapeso de esta tendencia. En este contexto, se prevé que el tipo de cambio se mantenga en niveles similares a los actuales, lo que implicaría una depreciación de alrededor de 4% al cabo de 2010 en la medición diciembre contra diciembre.

Dada la evolución esperada de los precios en dólares en Uruguay con respecto a la de sus socios comerciales, se prevé que la **competitividad** global del país medida a través del TCR caiga en promedio en 2010 con respecto a 2009 (7,5%).⁵ Este comportamiento resultaría fundamentalmente de la fuerte pérdida de competitividad con los países de la extrarregión, en particular con los de la Unión Europea (19%) y con Estados Unidos (15%). Respecto a los países de la región, con evoluciones de sus precios en dólares más similares a las de Uruguay, la evolución sería igualmente negativa, pero de menor magnitud. Así descendería el TCR bilateral con Argentina (2,5%), y algo menos el que refiere a Brasil (1%). Sin embargo, si se considera diciembre de 2010 en relación a igual mes de 2009, la caída se revertiría, constatándose una mejora del TCR global de alrededor de 4%, como resultado de que la fuerte pérdida con la Unión Europea (12%) y una menor con Estados Unidos (1,5%) serían más que compensadas por su mejora con los restantes socios comerciales. La importante ganancia de competitividad con la región (10%) derivaría de una fuerte recuperación de la competitividad con Argentina (15%) y una menor con Brasil (4%).

En el sector financiero se espera que las tendencias observadas en los primeros meses de 2010 se mantengan en lo que queda del año. En particular, es probable que el crédito al sector no financiero (SNF) continúe registrando un creciente dinamismo, ya que la mayor actividad económica haría que los agentes sigan incrementando su demanda por crédito para inversión y para consumo. De todas formas, el crédito bancario continuaría aumentando a un menor ritmo que el PIB. En cuanto a los depósitos del SNF, también se espera que sigan aumentando en los próximos meses, aunque a una velocidad algo más moderada que en los años previos. La mayor actividad económica seguiría impulsando al alza los depósitos de carácter transaccional.

En suma, en 2010 Uruguay crecería en forma importante (8,4%), impulsado tanto por la demanda externa como la interna. Este crecimiento se daría en un contexto signado por la incertidumbre sobre la firmeza del crecimiento de la economía mundial. La región, por su parte, consolidó su recuperación y crecería a tasas superiores a 7%. La expansión de la economía uruguaya se apoyaría en la mayoría de los sectores productivos y tendría un impacto positivo sobre el mercado de trabajo, donde la tasa de empleo crecería en promedio 0,5 pp, generándose aproximadamente 20.500 nuevos puestos de trabajo. En este contexto, el déficit fiscal se moderaría respecto a un año atrás (ubicándose en 1% del PIB) y la inflación se situaría en el techo del rango meta del gobierno (7%).

2. Perspectivas para 2011

Se espera que en 2011 **la economía mundial** vuelva a expandirse, más allá de los temores existentes acerca de una posible reversión del crecimiento experimentado en 2010, derivada de los problemas de sostenibilidad de la deuda que atraviesan actualmente algunos países desarrollados. El afianzamiento de la recuperación económica mundial en 2011, junto con el crecimiento que está experimentando la economía uruguaya en 2010, dan un marco de optimismo a las perspectivas de desempeño económico para el próximo año.

No obstante, es importante destacar que los problemas que están enfrentando los **países desarrollados** para recuperarse de la crisis, en particular a nivel financiero, podrían impactar negativamente en el crecimiento de 2011. En este sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta⁶ una leve desaceleración de la economía mundial para el año entrante, que pasaría de crecer 4,8% en 2010 a hacerlo en 4,2%. Esto se debería, según ese organismo, a que “*el sector financiero sigue siendo vulnerable a los shocks, y el crecimiento parece estar desacelerándose en un momento en que se están retirando las políticas de estímulo*”. Los **países emergentes** liderarían el crecimiento, con China (9,6%) e

5. Para realizar estas estimaciones, con respecto a los precios de Argentina se consideró el IPC calculado por la consultora Buenos Aires City, de la Universidad de Buenos Aires (UBA).

6. De acuerdo con el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2010.

India (8,4%) a la cabeza, mientras que los problemas de la deuda pública europea seguirían poniendo un freno a la recuperación en los países industrializados. De esta forma el FMI prevé un crecimiento de 2,3% para Estados Unidos, en tanto los países de la Eurozona crecerían 1,5% liderados por Alemania y Francia. Por otra parte, las economías emergentes se expandirían 6,4%, entre las cuales las de América Latina crecerían 4%.

Los precios de las **commodities**, que aumentarían en forma importante en 2010, no repetirían este comportamiento en 2011, ya que se espera que la debilitada demanda proveniente de las economías desarrolladas enfríe esta expansión, junto con el menor crecimiento de las economías emergentes. Igualmente, el fuerte crecimiento de la economía china seguiría aportando dinamismo a esta demanda, por lo que se prevé que estos precios crezcan moderadamente. Se espera que el precio del petróleo aumente 3% en promedio, mientras que las **commodities** agropecuarias aumentarían 1%. Dado el débil crecimiento esperado para las economías desarrolladas y las leves presiones inflacionarias que recibirían por parte del aumento de precios de las materias primas, se prevé que los bancos centrales de las principales economías del mundo mantengan los bajos niveles de **tasas de interés** imperantes. Asimismo, no se descarta que estos países, fundamentalmente Estados Unidos, continúen aplicando políticas monetarias expansivas adicionales, incrementando la oferta monetaria, incentivando el consumo interno a través de la mayor disponibilidad de crédito y depreciando así sus monedas. De esta forma se estima que el dólar continuará depreciándose frente a las principales monedas del mundo, fundamentalmente el euro.

En este contexto, China está siendo presionada para que permita que su moneda se aprecie en forma más pronunciada, a lo que las autoridades de ese país se habían comprometido inicialmente, pero en lo que va de 2010 tuvo un impacto muy limitado (el yuan se apreció solamente 1,3% entre enero y setiembre de 2010). Otras economías emergentes con tipos de cambio flexibles, han hecho repetidos esfuerzos para evitar la apreciación de sus monedas locales, lo que afecta negativamente su competitividad. De continuar, esta “guerra de divisas” –como la han llamado los analistas del FMI y el Banco Mundial– podría generar nuevas inestabilidades en la economía mundial.

Las **economías de la región**, y en particular la de Brasil, no estuvieron ajenas a este fenómeno y los bancos centrales han intervenido reiteradamente en el mercado de cambios para impedir la apreciación de sus monedas, aunque no siempre con éxito. En lo relativo a la actividad, se espera un importante crecimiento tanto en Argentina como en Brasil para 2011, aunque menor al de 2010: ambas economías crecerían 4,5%, en el entorno de la tasa de crecimiento de largo plazo.

Respecto de la **economía argentina**, el crecimiento se daría en un contexto de leve recuperación de los precios de las **commodities**, a lo que se sumaría una nueva expansión de la demanda externa. Asimismo, la demanda interna también crecería, apoyada tanto en la recuperación de los ingresos como en la del empleo. Los valores exportados e importados se incrementarían aunque a menor ritmo que en 2010. En cuanto a la deuda, el próximo paso es negociar con el Club de París,⁷ aunque no se sabe en qué plazos ni en qué condiciones se llevaría adelante esta negociación. Por otra parte, se estima que continuarán existiendo problemas internos asociados a conflictos distributivos y pujas sectoriales, exacerbados por la contienda electoral que definirá el presidente para los próximos cuatro años, lo cual continuaría afectando negativamente el clima de negocios. Con respecto a la inflación, ésta se mantendría en niveles levemente superiores a los de 2010 (12,2% según la medición oficial y 25% según la encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella), y no hay perspectivas de que se resuelvan los problemas que afectan la credibilidad de las mediciones oficiales. Respecto a la cotización del dólar, se estima que en 2011 el peso argentino continuaría depreciándose frente a esa moneda, y que para evitar su volatilidad el Banco Central continúe realizando intervenciones en el mercado de cambios.

Por su parte, el crecimiento de la **economía brasileña** se daría en un contexto de incremento tanto de la demanda externa como de la interna, y se estima que la inflación se mantendría en niveles cercanos al 5%, por encima del centro del rango meta definido por el BCB pero dentro del mismo. En este contexto de crecimiento se espera que el desempleo continúe bajando aunque moderadamente y que los ingresos de los hogares sigan mejorando. Ello, sumado al fortalecimiento de la economía, repercutiría positivamente sobre el ánimo de los inversores internacionales, por lo que se espera que los capitales continúen ingresando a la economía brasileña, alcanzando la inversión extranjera directa el 1,8% del PIB. Con referencia a la cotización del dólar, el Ministro de economía expresó la voluntad de intervenir en el mercado cambiario, aún más de lo que se hizo hasta ahora, para evitar que el real se siga apreciando. Con base en ello, los analistas estiman que la cotización del dólar se ubicaría en 1,80 reales por dólar a fines de 2011, superando levemente la esperada al cierre de 2010.

De esta forma, se estima que la recuperación de las economías desarrolladas, así como la de los países vecinos, contribuyan positivamente a la mejora de la **actividad económica uruguaya**, principalmente a través de la recuperación de la **demanda externa** tanto de bienes como de servicios. Así, las

7. El Club de París es un foro informal de acreedores oficiales y países deudores. Su función es coordinar formas de pago y renegociación de deudas externas de los países e instituciones de préstamo. En la actualidad la deuda de Argentina con acreedores oficiales reunidos en el Club de París alcanza a 6.700 millones de dólares, incluyendo los intereses devengados desde el *default* de 2002.

exportaciones de bienes crecerían por el efecto combinado de los mejores precios y la mayor demanda (15%), con crecimientos en la mayoría de los sectores. Por otra parte, las importaciones de bienes se expandirían incluso más (20%), debido al leve incremento del precio del petróleo (3% en promedio) y a la mayor demanda de insumos intermedios (energéticos y no energéticos) y bienes de capital. También se expandirían las exportaciones de servicios, fundamentalmente los turísticos, impulsados por el crecimiento económico de nuestros vecinos y la mejora de la competitividad bilateral con esas economías. Las importaciones de servicios también crecerían, estimuladas por el mayor flujo de turismo emisoro consecuencia de la mejora de los ingresos reales de los hogares. Todo lo anterior implicaría un aumento de las exportaciones de bienes y servicios expresadas en dólares (15%), aunque el incremento en términos reales sería algo menor (12%). Mientras tanto, las importaciones de bienes y servicios medidas en dólares también aumentarían (19%), aunque dados los incrementos en los precios el crecimiento en volumen físico sería menor (16%). Por lo tanto, la balanza comercial de bienes y servicios empeoraría levemente respecto a 2010, si bien seguiría siendo superavitaria. A ello se agregaría el resultado negativo de la cuenta renta de inversión (intereses y utilidades), que pasaría de un déficit de 2,7% del PIB en 2010 a uno de 2,9% en 2011, básicamente por el incremento de la remesa de utilidades. Con base en lo anterior, se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos arroje un resultado negativo (0,5% del PIB), en contraposición al superávit de 2010.

A su vez, la continuidad de las condiciones favorables en el mercado laboral, el crecimiento de los salarios y los mayores niveles de empleo determinarían el crecimiento del **consumo**, aunque a tasas inferiores a las observadas en 2010. La mayor actividad económica implicaría un leve incremento del empleo (0,5 pp) con respecto a 2010, que llevaría a la creación de aproximadamente 21.000 puestos de trabajo. Por su parte, se prevé que la tasa de actividad crezca algo menos que la tasa de empleo en 2011, y en consecuencia la **tasa de desempleo** se ubicaría en el entorno de 6,5% en el promedio del año, récord histórico, incluso menor a la de 2010.

En enero de 2011 se otorgarán los ajustes salariales de aquellos trabajadores del sector privado cuyos convenios colectivos vencen a fines de 2010 (aproximadamente dos tercios del total de convenios). Estos ajustes serán los primeros de la actual ronda de Consejos de Salarios para estos trabajadores, mientras que el resto de los convenios vencieron en junio pasado. De acuerdo a los lineamientos de negociación presentados por el Poder Ejecutivo, se espera que en adelante los ajustes salariales se otorguen de manera anual en el sector privado (al igual que actualmente en el sector público) y que los acuerdos contemplen el crecimiento de la economía y del empleo global, así como lo que sucede a nivel sectorial. De esta manera, el **salario medio real** aumentaría aproximadamente 5% en el promedio de 2011.

La inversión privada, por su parte, volvería a crecer, aunque a tasas menores que en 2010, reflejando las expectativas empresariales positivas y una situación más estable a nivel internacional, en tanto la inversión pública también crecería, en este caso a un ritmo superior que en 2010, reflejando los gastos previstos en el nuevo presupuesto, fundamentalmente los incrementos destinados a los ministerios de Vivienda y Transporte. Impulsado por la expansión de la demanda externa y de la interna, **se estima que el PIB crecerá 4,5%** en 2011, lo cual, junto con el crecimiento de las importaciones, implicará un crecimiento de 7% de la oferta final de bienes de la economía. Desde el punto de vista de la producción, la expansión del PIB sería impulsada por el crecimiento de prácticamente todos los sectores productivos. Se destacaría el crecimiento de transporte y comunicaciones –a raíz del fuerte incremento que continuarán experimentando las comunicaciones–; comercio, restaurantes y hoteles, sector en el que impactará positivamente el incremento del comercio tanto interno como externo, así como el del turismo. También la construcción, impulsada por las prioridades en materia de vivienda y de transporte del nuevo presupuesto, y la expansión del crédito hipotecario. Los sectores de la industria y el agropecuario, así como el de otros servicios, crecerán algo por debajo de la media, en tanto electricidad, gas y agua se estima que experimentará una leve caída frente a 2010, año en que ese sector mostraría un crecimiento extraordinario.

En este contexto, el equipo de gobierno no se vería enfrentado a grandes desafíos en materia macroeconómica. En referencia a la **inflación**, se estima que se ubique en 6,5% a fines del año 2011, lo que marcaría una leve tendencia a la baja respecto de la variación del IPC proyectada para 2010 (7%), aunque se situaría más allá del límite superior del rango meta establecido por el BCU para el período (4% a 6%). El crecimiento esperado de los precios para 2011 sería el resultado de presiones inflacionarias similares a las observadas en 2010, aunque algo más moderadas. En efecto, la demanda interna continuará ejerciendo presión sobre el nivel general de precios. A su vez, siempre que no se produzcan fenómenos climáticos extraordinarios que obliguen a realizar reajustes significativos de las tarifas públicas, los precios administrados no deberían registrar incrementos superiores al resto de los precios. Por otra parte, si la debilidad del dólar se mantiene, también contribuiría a moderar levemente la inflación en 2010.

La **competitividad**, medida por el tipo de cambio real global de Uruguay, mejoraría en 2011 respecto al nivel medio de 2010 (4%), dado que la evolución de la inflación uruguaya en dólares sería inferior a la del promedio de los principales socios comerciales. Este incremento del TCR global resultaría de una mejora en la competitividad regional, dado que empeoraría nuevamente respecto a los socios comerciales de fuera de la región, fundamentalmente Estados Unidos y la Eurozona, cuyas monedas se debilitarían frente al peso.

Con respecto a la política de **gastos e ingresos fiscales**, en 2011 se aplicará la nueva Ley de Presupuesto, que implicará un incremento moderado del gasto, en tanto se espera que los ingresos evolucionen con un crecimiento similar al de la economía pero que el peso del pago de intereses aumente levemente en términos del PIB con respecto a 2010, de acuerdo al calendario de vencimientos. De esta forma, se prevé que al cabo de 2011 el déficit fiscal sea similar al de 2010 en términos del PIB (1%), mientras que se alcanzaría un superávit primario de 2% del PIB y los intereses representarían 3% del PIB.

El sistema financiero continuaría evolucionando positivamente, ya que se espera que tanto los créditos como los depósitos aumenten. Las tasas de interés en moneda extranjera seguirían la evolución de las tasas internacionales y se mantendrían cercanas a los niveles actuales, ya que sólo se espera un leve incremento de las mismas (la tasa *Libor* pasaría de 0,6% en promedio en 2010 a 0,8% en 2011). Las tasas en pesos reflejarían la mejor situación de la economía, con menores primas de riesgo y la inflación bajo control, por lo que tenderían a situarse levemente por debajo de los niveles de fines de 2010.

En **síntesis**, bajo el supuesto de que la economía internacional crecerá moderadamente, aunque a un ritmo algo menor que el previsto para 2010, en 2011 la economía uruguaya continuaría creciendo (4,5%) aunque a tasas más moderadas que en 2010 (8,4%). En este contexto también la región crecería, afectando positivamente la demanda externa y el entorno de los negocios. Así, el crecimiento de la economía uruguaya derivaría de la mayor demanda tanto externa como interna. La primera se vería favorecida por un leve incremento de precios y uno mayor de los volúmenes exportados, mientras que el crecimiento de la demanda interna se apoyaría en nuevas mejoras del mercado de trabajo, que redundaría en el crecimiento de los salarios reales y, en menor medida, en el aumento del empleo. Las cuentas públicas reflejarían estabilidad, con un déficit de 1% del PIB, en tanto la inflación (6,5%) tendería a ser menor que en 2010, pero se situaría por encima del máximo establecido por el BCU para el período.

INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2007-2011)

	2007	2008	2009	2010 (1)	2011 (1)
Economía internacional y regional					
PIB mundial (variación real anual, en %)	5,2	3,0	-0,6	4,8	4,2
Comercio mundial (variación real anual, en %)	7,2	2,8	-11,3	11,4	7,0
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	9,5	37,8	-38,2	28,0	3,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	5,3	3,1	1,1	0,6	0,8
Commodities primarios no petroleros (var. media anual, en %)	14,1	7,4	-18,7	19,0	1,0
PIB Argentina (variación real anual, en %)	8,7	6,8	0,9	7,0	4,5
PIB Brasil (variación real anual, en %)	6,1	5,1	-0,2	7,5	4,5
Economía nacional					
PIB (variación real anual, en %)	7,5	8,5	2,9	8,4	4,5
PIB (millones de dólares)	24.108	31.235	31.781	40.000	44.000
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación prom. Dic-Dic, en %)	-11,2	12,4	-19,1	4,0	0,0
Inflación (dic. a dic., en %)	8,5	9,2	5,9	7,0	6,5
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	0,1	-6,0	-2,1	-7,5	4,0
Salario real (var. media anual, en %)	4,8	3,5	7,3	3,5	5,0
Tasa de desempleo (total país, prom. anual, en %)	9,2	7,6	7,3	6,9	6,5
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	-0,9	-4,8	0,7	0,6	-0,5
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	0,0	-1,5	-1,7	-1,0	-1,0
Deuda bruta del sector público (en % del PIB)	67,7	52,9	68,9	58,0	55,0

(1) Valores proyectados.

(2) Variación media anual calculada a partir de la inflación minorista de Uruguay y de sus socios comerciales. Para Argentina se consideró el IPC calculado por la consultora Buenos Aires City.

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del FMI y la EIA; Banco Central e IBGE (Brasil), BCRA y MECON (Argentina), INE, BCU y proyecciones propias.