

TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA URUGUAYA (JULIO DE 2011)¹

1. Desempeño de la economía en los primeros meses de 2011

La **economía uruguaya** creció 6,8% en el primer trimestre de 2011 en relación a igual período de 2010 y 2,3% en términos desestacionalizados, en un contexto internacional relativamente favorable.

Así, durante los primeros meses de 2011 el **contexto internacional** se caracterizó, al igual que 2010, por un desempeño desigual entre las economías desarrolladas y las economías emergentes, dado que las primeras aún presentan secuelas de la crisis 2008-2009, mientras que las segundas experimentan un crecimiento más dinámico. Esta evolución permitió la recuperación de la demanda externa, que redundó en el incremento generalizado de los precios internacionales, lo que en contrapartida fue acompañado por la apreciación de la mayoría de las monedas frente al dólar.

En el segundo trimestre de 2011 la situación financiera internacional estuvo marcada por la gran incertidumbre generada por los cuestionamientos referidos a la solidez de la recuperación de la economía mundial y por los problemas fiscales de los países de la periferia de la Eurozona, en particular por la crisis de la deuda en Grecia.

A fines del mes de junio el parlamento griego aprobó el plan de ajuste impuesto por la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) como condición para liberar los fondos correspondientes al quinto tramo del primer plan de rescate (12.000 millones de euros), sin los cuales Grecia entraría en *default*. No obstante, si bien la aprobación de la asistencia financiera de la UE y el FMI parece brindar un alivio a las necesidades inmediatas de fondos del gobierno heleno, no se vislumbra el fin de las dificultades, ya que su economía presenta una serie de problemas: elevado endeudamiento, importante déficit fiscal, problemas de competitividad, alta tasa de desempleo y recesión económica.

De todos modos, la Eurozona, que en 2010 presentó un crecimiento de 1,7%, sorprendió con el incremento de la actividad registrado en el primer trimestre de 2011, principalmente producto del empuje de Alemania y Francia. En ese trimestre la tasa de crecimiento desestacionalizada fue de 0,8%, con lo cual la tasa de crecimiento interanual de la zona del euro aumentó a 2,5%. No obstante, la inestabilidad de las economías periféricas de la Eurozona se reflejó en los principales mercados bursátiles que registraron una elevada volatilidad y en los que se detuvo el crecimiento de los valores de las acciones verificado en el primer trimestre del año. Esto también impactó en los mercados de *commodities* que en el mes de mayo interrumpieron el alza de precios que habían experimentado en los primeros meses del año.

Por su parte, la economía estadounidense, que presentó un crecimiento de 2,9% en 2010, comenzó a mostrar en los primeros meses del año signos de debilidad, provocando dudas sobre la continuidad del crecimiento económico. Si bien la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del primer trimestre de 2011 en términos desestacionalizados fue positiva (0,5%), mostró una desaceleración con respecto a la registrada en los trimestres anteriores.

Por otra parte, el **contexto regional** fue netamente favorable. Así, de acuerdo con cifras oficiales, la **economía argentina** presentó un importante crecimiento en el primer trimestre de 2011 con respecto al mismo trimestre de 2010 (9,9%). Si bien según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) la inflación interanual descendió, pasando de 10,9% en diciembre de 2010 a 9,7% en abril de 2011, siguiendo los cálculos de precios realizados por diversos Gobiernos Provinciales esta tendencia no se habría verificado. A su vez, de acuerdo con estas últimas mediciones, la inflación por lo menos duplicó el valor informado por el INDEC. En relación al mercado de trabajo, la tasa de desempleo permaneció en niveles históricamente bajos para Argentina, ubicándose en marzo de 2011 en 7,4%, un valor 0,9 puntos porcentuales

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de julio de 2011, 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 8 de julio de 2011.

(pp) inferior al verificado en igual mes de 2010. El sector externo continuó con un fuerte dinamismo, manteniendo el saldo de balanza comercial de bienes positivo, aunque menor al del mismo período de 2010. En lo relativo a la deuda externa en *default*, el gobierno argentino acordó con sus acreedores del Club de París el monto total de las obligaciones a refinanciar (8.500 millones de dólares), y se continúa discutiendo el plazo de los pagos. La intención oficial es acordar un calendario de pagos de tres años y medio.

En cuanto a la **economía brasileña**, en el primer trimestre de 2011 ésta creció 4,2% en relación a igual período de 2010, continuando la tendencia descendente de las tasas de crecimiento interanuales observada en los últimos cinco trimestres, efecto de la política económica restrictiva implementada por el gobierno. La inflación, al igual que en la segunda mitad de 2010, constituyó un tema de preocupación durante los primeros meses de 2011, ubicándose en los últimos doce meses a abril en 6,51%, levemente por encima del rango meta definido por el Banco Central de Brasil (BCB) $-4,5\% \pm 2$ pp— por primera vez en los últimos cinco años. Así, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió aumentar la tasa Selic en cuatro oportunidades, llevándola de 10,75% a principios de año a 12,25% a partir de junio. En relación al mercado de trabajo, la tasa de desempleo se ubicó en 6,4% en abril de este año, 0,9 pp por debajo del valor registrado en el mismo mes de 2010, manteniéndose en niveles históricamente bajos para Brasil.

En este contexto favorable, en la **economía uruguaya** el crecimiento de la demanda final fue liderado por el aumento del consumo privado, el cual registró una variación interanual de 9,3%, aunque también hubo un importante incremento de las exportaciones, que crecieron 14,7% respecto al primer trimestre de 2010, lo cual implicó incidencias en la demanda final de 4,8 pp y 3,6 pp respectivamente. Mientras tanto, las inversiones del sector privado mostraron un importante dinamismo registrando una variación de 14,8%, pero con una incidencia menor en la demanda final (1,6 pp). La demanda externa de bienes y servicios también se expandió en el primer trimestre del año (14,7%), reflejando principalmente el incremento de los servicios turísticos, ya que los volúmenes de bienes exportados crecieron en menor medida.

Así, el **sector externo** fue impulsado por el crecimiento de las exportaciones que, medido en dólares corrientes, se verificó en casi todos los rubros, destacándose el observado en los productos de origen agropecuario. Este crecimiento se explicó por el incremento de los precios internacionales, ya que los volúmenes de los principales rubros de exportación se situaron por debajo de las cifras de 2010. El incremento de las importaciones en el año derivó de varios factores. Por un lado, el aumento del precio del petróleo se sumó a los mayores requerimientos de crudo para producir energía eléctrica, lo que fue acompañado por mayor demanda de insumos intermedios por parte de la industria, que incrementó su producción para responder al crecimiento de la demanda externa. En el mismo sentido incidió el aumento en la importación de bienes de consumo debido al fuerte crecimiento del consumo del sector privado. A su vez, como se adelantó, el ingreso de turistas, básicamente de origen argentino y brasileño, se incrementó sustancialmente en el primer trimestre de 2011, y esto fue acompañado de un significativo incremento del ingreso de divisas por este concepto.

Desde el punto de vista sectorial, casi todos los **sectores productivos** crecieron en el primer trimestre de 2011, a excepción de suministro de electricidad, gas y agua que cayó 51,4% en términos interanuales debido a la escasez de lluvias. Los sectores comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles así como el de transporte y comunicaciones fueron los que principalmente determinaron el crecimiento del nivel de actividad, ya que tuvieron un crecimiento interanual de 4,4% y 3,5%, contribuyendo 2,1 pp y 1,6 pp respectivamente. También otros sectores se expandieron. La actividad agropecuaria creció tanto en términos interanuales como desestacionalizados (4,2% y 2,7% respectivamente), y esto se explica por un incremento tanto de la actividad pecuaria como agrícola, mientras que la industria manufacturera registró un aumento de 2,9% en términos desestacionalizados y uno de 3,9% en relación a igual período de 2010.

El dinamismo de la economía también se reflejó en el **mercado de trabajo**, ya que a diferencia de lo sucedido en 2010, cuando el crecimiento de la tasa de empleo fue nulo, los datos disponibles sobre el primer trimestre de 2011 parecerían indicar que se retoma la senda de crecimiento del empleo registrada hasta 2009. En efecto, la tasa de empleo creció en dicho período 1,3 pp en relación al mismo trimestre de 2010 y la oferta de trabajo se incrementó en 0,6 pp, lo cual implicó que el desempleo descendiera 1,1 pp en el mismo período, y se ubicara en 6,3% de la población económicamente activa. El salario aumentó 2,4% en términos reales

en el promedio de los cuatro primeros meses de 2011 frente a igual período de 2010. Por otro lado, la depreciación del dólar, junto a los aumentos de los salarios nominales otorgados en el primer cuatrimestre de 2011, provocaron que el salario medio privado en dólares creciera 11,2% en el promedio de estos meses respecto al mismo período del año anterior. En igual sentido variaron los ingresos de los hogares, los cuales se incrementaron en el promedio de los primeros cuatro meses del año 7,6% en relación con igual período de 2010 en términos reales.

Tras el importante crecimiento económico experimentado por la economía uruguaya en 2010 (8,5% de crecimiento del PIB en el año), el gobierno redefinió las principales **metas económicas** para 2011, elevando la proyección del PIB a 6%, reconociendo un mayor déficit fiscal para el año (1,6%), así como una mayor inflación (7,8%), lo que fue recogido en la exposición de motivos del proyecto de ley de la Rendición de cuentas de 2010. En este último se considera un escenario de crecimiento de la economía internacional para los próximos años, con incremento de los precios internacionales de las materias primas y mantenimiento de bajas tasas de interés internacionales.

El **resultado global del sector público** cerró el año móvil a abril de 2011 con un déficit fiscal de 678 millones de dólares, equivalente a 1,6% del PIB, implicando un considerable incremento frente al mismo período del año anterior, cuando el déficit se había situado en 0,6% del PIB. Esto derivó de que a lo largo del año móvil finalizado en abril de 2011 las empresas públicas hicieron una contribución negativa a las finanzas del gobierno, y registraron un déficit global de 0,4% del PIB, fundamentalmente debido al deterioro de los resultados de UTE y ANCAP. Ello básicamente fue consecuencia del elevado precio del petróleo, de la mayor necesidad de generación térmica de energía eléctrica, y el traslado parcial de los aumentos de costos a los precios de los combustibles y la energía eléctrica. Este resultado contrasta con el del último año móvil cerrado en abril de 2010, en que las empresas públicas habían obtenido un superávit de 0,7% del PIB.

En un contexto de aceleración de las **presiones inflacionarias** provenientes del exterior y de continuidad en la firmeza de la demanda interna, la inflación se elevó de 6,93% en diciembre de 2010 a 8,61% en el año móvil cerrado en junio de 2011, situándose por encima del techo del rango objetivo de la política monetaria del gobierno (3% a 7% hasta mayo de 2011 y 4% a 6% a partir de junio). Como consecuencia de la aceleración inflacionaria, en su reunión de marzo el Comité de Política Monetaria (COPOM) elevó de 6,5% a 7,5% la tasa de política monetaria (TPM) en su reunión de marzo y nuevamente a 8% en la reunión de junio. Adicionalmente, el BCU estableció a partir del 1º de junio un encaje marginal sobre los depósitos que excedan el nivel promedio diario del mes de abril. El encaje marginal se fijó en 15% para los depósitos en pesos y en unidades indexadas, y en 27% para los depósitos en dólares de residentes y no residentes.

El **dólar** profundizó su caída en el mercado de cambios local en los primeros meses de 2011 debido a la continuidad de las presiones vendedoras de la moneda estadounidense en un contexto de importante ingreso de divisas al país. La competitividad medida por el tipo de cambio real (TCR) acompañó esta trayectoria. Así, al comparar el valor de mayo de 2011 con el de diciembre de 2010 se constata una caída en el índice de 3,5%. Sin embargo, cuando comparamos el promedio del período enero-mayo de 2011 con respecto a igual período de 2010 se aprecia una recuperación del indicador (3,5%). Esta disparidad en los resultados de las comparaciones se debe a los movimientos que experimentó el TCR durante 2010.

Por último, el **sistema financiero** mantuvo su expansión, ya que los depósitos del sector no financiero (SNF) privado en el sistema bancario siguieron aumentando en los primeros meses de 2011, situándose en abril en 19.082 millones de dólares, nivel que superó en 6,4% al de fines del año anterior y en 17% al de abril de 2010. Este crecimiento fue similar al de la actividad económica, determinando que el *stock* de depósitos como porcentaje del PIB se mantuviera en 44,4% entre diciembre de 2010 y abril de 2011. No obstante, el crecimiento del crédito fue menor que el del nivel general de actividad económica, lo que provocó que el crédito al SNF privado residente expresado como porcentaje del PIB cayera de 21,4% en diciembre de 2010 a 21% en abril de 2011.

2. Perspectivas para el resto del año²

La debilidad del **crecimiento en Estados Unidos** y la volatilidad financiera causada por los problemas fiscales en la Eurozona actualmente plantean un escenario de mayor riesgo en cuanto a la evolución de la actividad económica mundial. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial que elabora el FMI apenas se ajustaron a la baja en 0,1% pp desde su último informe, ubicando la previsión de crecimiento del PIB mundial en torno a 4,3% para el cierre del año.

Para las **economías avanzadas** se espera un crecimiento de 2,2%, sin grandes modificaciones respecto a las estimaciones anteriores, ya que si bien el crecimiento de la economía estadounidense fue ajustado a la baja, previéndose ahora que sea de 2,5% para 2011, esta disminución fue compensada por un aumento en la perspectiva de crecimiento de la Eurozona, que alcanzaría a 2,0% al cabo del año. De todos modos, la necesidad de resolver los persistentes desequilibrios en el sector fiscal y financiero en varias economías avanzadas aparece como prioritaria.

Las **economías emergentes y en desarrollo**, por su parte, continúan creciendo a tasas elevadas, pero en algunas de ellas comienzan a vislumbrarse signos de sobrecalentamiento. Surge entonces la necesidad de instrumentar políticas específicas para afrontar las presiones inflacionarias internas de las economías y las procedentes de los elevados precios de las *commodities*, así como la fuerte entrada de capitales y su volatilidad. Por otra parte, persiste la necesidad de establecer reformas estructurales y avanzar en el crecimiento de las infraestructuras prioritarias. En este contexto, las economías emergentes enfrentan el desafío de generar condiciones que les permitan continuar creciendo en el futuro, manteniendo en equilibrio las principales variables macroeconómicas.

Se prevé que la **economía argentina** siga creciendo y cierre 2011 con un incremento del PIB de 6,8%. Por otro lado, la inflación continuaría en niveles elevados, ubicándose según fuentes privadas en el entorno de 25% anual. En referencia a la **economía brasileña**, la mediana de las expectativas de los agentes privados sobre el crecimiento del PIB para 2011 se sitúa en 4%. En lo que hace a la inflación, la mediana de las expectativas relevadas por el BCB se ubica en 6,22%, dentro del rango meta planteado por la autoridad monetaria. En materia laboral, se estima que la tasa de desempleo se ubique en 6,5% en promedio en 2011.

Como viene sucediendo en los últimos trimestres, la **economía uruguaya** continuaría creciendo algo por encima de la tendencia de largo plazo, lo que podría implicar presiones de demanda sobre la evolución de los precios de la economía, sobre todo para algunos sectores. Acorde a los datos disponibles, se espera que en el segundo trimestre del año la economía continúe creciendo, aunque a menor ritmo que en el primer trimestre. Así, al cabo del año el PIB aumentaría 6,0% con respecto al promedio de 2010, alcanzando los 50.000 millones de dólares en 2011. Ese crecimiento sería impulsado por el incremento en casi todos los sectores productivos, con una mayor incidencia del sector comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles.

Se espera que la **demanda de empleo** continúe aumentando en lo que resta del año, aunque de forma moderada dados los altos niveles de empleo y actividad existentes. De este modo la tasa de empleo aumentaría en promedio 1,0 pp en 2011 en relación a 2010, lo que significa que se crearían en el año aproximadamente 31.000 nuevos puestos de trabajo. Por otro lado, se estima un leve crecimiento de la oferta de trabajo, por lo cual la tasa promedio de desempleo para el año sería de 6,3%. Ello significaría una reducción de 0,5 pp, aproximadamente 8.100 desocupados menos que en 2010.

En lo referido al **sector externo**, para fines de 2011 se prevé un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sustancialmente mayor al registrado en 2010 (2,5% del PIB). Esto sería consecuencia de que el incremento de las importaciones (30%) superaría al de las exportaciones de bienes y servicios (22%), ambas consideradas en dólares corrientes, así como del deterioro de la cuenta renta.

2. Para las proyecciones de la economía mundial se consideran las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y para los países de la región las encuestas de expectativas privadas difundidas por los bancos centrales de Argentina y de Brasil, en tanto las relativas a Uruguay, se realizan en base a modelos y estimaciones propias.

En el contexto de una **política fiscal** relativamente neutra por parte del gobierno, en el sentido de que el gasto no crece por encima del aumento del PIB, así como por los mecanismos aplicados para controlar la inflación, se prevé que el déficit global del sector público se mantenga durante el año 2011 en niveles similares a los actuales, en el entorno de 1,5% del PIB. Asimismo, y en concordancia con las proyecciones oficiales para 2011, se espera un deterioro en la evolución del resultado primario, que cerraría el año cercano a 1,2% del PIB. También se estima que al cabo de 2011 la **inflación** se ubique en 7,5%, lo que significaría un enlentecimiento del ritmo inflacionario respecto de los niveles observados hasta junio. De todas formas, la variación del IPC proseguiría por encima del rango de variación definido por la política monetaria para fines de 2011.

Finalmente, es de esperar que, alentado por el buen desempeño de la economía, el **sistema financiero** continúe mostrando un importante dinamismo en los próximos meses. No obstante, el mercado de crédito podría comenzar a registrar un freno en la medida en que las decisiones de política monetaria del gobierno –aumentos de la TPM, incremento de los encajes bancarios– lleven a los bancos a aumentar sus tasas de interés o a restringir su oferta prestable de fondos.

En suma, en 2011 la economía crecería 6% al cabo del año, en un contexto internacional que presenta cierta incertidumbre y fundamentalmente de crecimiento desperejo, con las economías emergentes creciendo a tasas elevadas y las desarrolladas haciéndolo más lentamente, aún con secuelas de la crisis 2008-2009, en particular problemas fiscales y de sobreendeudamiento en las economías periféricas de la Eurozona. El crecimiento de la economía uruguaya se apoyaría en el dinamismo de la demanda interna, aunque también se expandirían las exportaciones, lo que permitiría una nueva baja de la tasa de desempleo. Sin embargo, se constataría un déficit fiscal algo superior al de 2010 y la inflación, a pesar de moderarse a lo largo del año, de todos modos terminaría por encima del límite superior del rango meta establecido por el gobierno.

Más allá de 2011 la debilidad de la situación de las economías desarrolladas, fundamentalmente las europeas, agrega un grado importante de incertidumbre. No obstante, se estima que, pese al deterioro del desempeño de las economías desarrolladas, las emergentes mantendrían una senda positiva de crecimiento económico.

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

	2007	2008	2009	2010	2011 (1)
Economía internacional y regional					
PIB mundial (variación real anual, en %)	5,3	2,8	-0,5	5,1	4,3
Comercio mundial (variación real anual, en %)	7,4	2,9	-10,8	12,4	8,2
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	9,5	37,8	-38,2	28,8	25,0
Precio spot del petróleo Brent Europe (variación media anual, en %)	11,2	33,8	-36,6	27,4	40,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	5,3	3,1	1,1	0,5	0,5
Commodities primarios no petroleros (var. media anual, en %)	14,1	7,5	-15,8	26,3	25,1
PIB Argentina (variación real anual, en %)	8,7	6,8	0,9	9,2	6,8
PIB Brasil (variación real anual, en %)	6,1	5,2	-0,6	7,5	4,0
Economía nacional					
PIB (variación real anual, en %)	7,3	8,6	2,6	8,5	6,0
PIB (millones de dólares)	24.133	31.145	31.548	40.357	50.000
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación prom. Dic-Dic, en %)	-11,2	12,4	-19,1	1,4	-8,0
Inflación (dic. a dic., en %)	8,5	9,2	5,9	6,9	7,5
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	0,7	-5,1	-2,4	-7,9	0,0
Salario real (var. media anual, en %)	4,8	3,5	7,3	3,3	3,7
Tasa de desempleo (total país, prom. anual, en %)	9,2	7,6	7,3	6,8	6,3
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	-0,9	-4,8	0,7	-1,1	-2,5
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	0,0	-1,5	-1,7	-1,1	-1,5
Deuda bruta del sector público (en % del PIB)	67,9	52,9	69,2	57,2	52,0

(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.