

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

1. Desempeño de la economía en 2011

Durante los primeros meses de 2011 el **contexto internacional** se caracterizó, al igual que en el año anterior, por un desempeño desigual entre las economías desarrolladas y las economías emergentes, dado que las primeras no logran resolver la crisis, mientras que las segundas experimentan un crecimiento dinámico. Sin embargo, a partir de agosto de 2011 los problemas de las economías desarrolladas ponen en duda la continuidad de esta tendencia. En el segundo y el tercer trimestres de este año la **situación financiera internacional** estuvo marcada por la gran incertidumbre generada por los cuestionamientos concernientes a la solidez de la recuperación de la economía mundial y por la falta de credibilidad sobre la capacidad de algunos países de resolver sus problemas de déficit y deuda pública. Este fenómeno, que en principio se concentró en algunos países de la periferia de la zona del euro como el caso de Grecia, fue extendiéndose hacia otros países de la Unión Europea y a otras economías como la de Estados Unidos. A su vez, el hecho de que algunos bancos (fundamentalmente europeos) posean un elevado nivel de deuda de naciones cuya capacidad de pago se encuentran en duda ha provocado una muy fuerte caída de las acciones de esas instituciones financieras en las bolsas de valores, lo cual además estaría empezando a contagiarse a otros bancos privados.

La debilidad del crecimiento de las economías avanzadas y la profundización de la incertidumbre fiscal y financiera que se observa fundamentalmente a partir del mes de agosto, plantean actualmente un escenario de mayor riesgo en cuanto a la evolución de la **actividad económica mundial**. En este sentido la proyección de crecimiento de la economía mundial que elabora el Fondo Monetario Internacional (FMI) se ajustó a la baja desde su último informe (0,3 puntos porcentuales -pp-), y se ubica ahora en torno al 4,0% para el cierre del año.

En el caso de las **economías avanzadas** el ajuste a la baja fue más importante (0,6 pp), y para ellas el FMI proyecta un crecimiento de 1,6% para el año 2011. En relación con Estados Unidos, la proyección de crecimiento para este año está entre las que más se ajustaron a la baja (1,0 pp), y actualmente se espera un muy bajo crecimiento de 1,5%; para la zona del euro también se prevé un crecimiento muy débil de 1,6%. En cuanto a Japón, si bien se espera para el cierre del año una caída en el nivel de actividad de 0,5%, la recuperación de la economía tras el terremoto y el tsunami ocurridos en marzo viene siendo más rápida de lo esperado, previéndose un repunte en su economía a partir del tercer trimestre.

En el caso de las **economías emergentes**, a pesar de que moderarían su crecimiento con respecto al año pasado, se estima que la actividad económica crecerá en forma importante (6,4%), liderando el crecimiento de la economía mundial. En referencia a las que dependen fuertemente de los precios de las *commodities* y de su demanda mundial, igualmente se espera un buen desempeño, ya que si bien los precios de las *commodities* registraron caídas a partir de agosto, están mejor posicionadas y responden de manera más sólida que cuando la crisis de 2008.

En este contexto internacional adverso, la **economía argentina** mantuvo un importante dinamismo de acuerdo con cifras oficiales, presentando un significativo crecimiento durante el segundo trimestre de 2011 (9,1%), con respecto al mismo trimestre de 2010. Si bien según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) descendió la inflación interanual, pasando de 10,9% en diciembre de 2010 a 10,1% en agosto de 2011, mediciones alternativas indican que la inflación alcanzó cifras en el entorno del 22%. En relación al mercado de trabajo, la tasa de desempleo permaneció en niveles históricamente bajos para Argentina, ubicándose en junio de 2011 en 7,3%, un valor 0,6 pp por debajo del verificado en igual mes de 2010. El sector externo continuó con un fuerte dinamismo, manteniendo la balanza de pagos un saldo positivo, aunque con una marcada tendencia decreciente. Por otro lado, se verificó una importante fuga de capitales durante el segundo trimestre de 2011 que casi duplicó la del trimestre anterior. Las perspectivas para el cierre del año son positivas, y se espera un incremento del producto interno bruto (PIB) de 7,5%. No obstante, la inflación continuaría en niveles elevados ubicándose según fuentes privadas en el entorno de 25% anual.

Por su parte, en el segundo trimestre de 2011 la **economía brasileña** creció 3,1% en relación a igual período de 2010, continuando la tendencia descendente de las tasas de crecimiento interanuales de los últimos seis trimestres, lo que generó preocupación en las autoridades. Al mismo tiempo, la inflación continuó creciendo durante 2011 y se ubicó en agosto en 7,2%, por encima del rango meta (4,5% ± 2 pp) definido por el Banco Central de Brasil (BCB). En cuanto al mercado de trabajo, a pesar de la desaceleración económica la tasa de desempleo se ubicó en 6% en agosto de este año, 0,9 pp por

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de octubre 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.cce.edu.uy). Para elaborar este documento se consideró la información disponible hasta el 30 de setiembre de 2011.

debajo del valor del mismo mes de 2010. Se estima que la tasa de desempleo se ubique en 6,7% en promedio en 2011, manteniéndose en niveles históricamente bajos para Brasil. Así, la mediana de las expectativas de los agentes privados sobre el crecimiento del PIB para 2011 se ubica en 3,5%. En referencia a la inflación, la mediana de las expectativas relevadas por el BCB se sitúa en 6,46%, apenas por debajo del techo de la meta planteada por el BCB.

A pesar de este contexto sumamente inestable, la **economía uruguaya** continuó creciendo en el segundo trimestre del año. Sin embargo, el dato del segundo trimestre fue inferior al esperado y dio muestras claras de una desaceleración en el ritmo de crecimiento. Así, el PIB uruguayo creció 0,5% en el segundo trimestre de 2011 en términos desestacionalizados y 4,8% en términos interanuales. Este crecimiento respondió a la expansión de casi todos los sectores productivos en términos interanuales –a excepción de electricidad, gas y agua y construcción–, aunque se observa un enlentecimiento en sus crecimientos en relación con los registrados en los últimos trimestres. No obstante, al observar los datos desestacionalizados el comportamiento es algo distinto, ya que electricidad, gas y agua presenta una importante variación positiva (43,4%) mientras que las actividades primarias, construcción y comercio, y restaurantes y hoteles registran una caída en su nivel de actividad (2,1%, 2,4% y 2,4% respectivamente).

La **demanda agregada** aumentó 7,8% en términos interanuales. Ello se debió al aumento de la demanda interna, ya que la externa se contrajo en el segundo trimestre de 2011.

A pesar de ello, los indicadores del sector externo señalan un aumento de las **exportaciones** medidas en dólares corrientes en casi todos los rubros en los primeros siete meses del año, destacándose los productos de origen agropecuario. Este crecimiento se explicó por el incremento en los precios internacionales, ya que los volúmenes de los principales rubros de exportación fueron inferiores a los de 2010. El aumento de las **importaciones** en el año derivó de varios factores. Por un lado, la recuperación del precio del petróleo se sumó a los mayores requerimientos de crudo para producir energía eléctrica. A su vez, se produjo un aumento de la demanda de insumos intermedios por parte de la industria, que incrementó su producción. Y en el mismo sentido incidió el aumento en la importación de bienes de consumo, debido al fuerte crecimiento de la demanda del sector privado.

El **ingreso de turistas** se incrementó sustancialmente en el primer semestre de 2011, en particular de origen argentino. Esto fue acompañado de un significativo incremento en el ingreso de divisas por este concepto.

Para fines de 2011 se prevé un déficit en **cuenta corriente de la Balanza de pagos** sustancialmente mayor al registrado en 2010, ya que se espera un déficit de 2,5% del PIB frente al 1,2% de 2010. Esto sería consecuencia de que el incremento de las importaciones de bienes y servicios (28%) superaría al de las exportaciones de bienes y servicios (20%), ambas consideradas en dólares corrientes, si bien en términos del PIB el déficit de la cuenta renta de inversión (intereses y utilidades) disminuiría levemente.

La **demanda interna**, por su parte, mostró un elevado dinamismo en términos interanuales impulsada principalmente por el **consumo**, el cual continuó actuando como motor de la economía, y en menor medida por la formación bruta de capital fijo. El aumento del consumo guardó relación con el buen desempeño del **mercado de trabajo**. La tasa de empleo en el segundo trimestre de 2011 mostró, al igual que en el primero, un importante dinamismo, ubicándose en 60,4% de la población en edad de trabajar. La tasa de desempleo recuperó el ritmo de descenso, que se había visto enlentecido en 2010, en el primer trimestre de 2011 y lo mantuvo en el segundo, registrando una reducción de 1,2 pp en términos interanuales. De este modo, la tasa de desempleo se situó en 6,2% de la población económicamente activa en el promedio del segundo trimestre de 2011.

La continuidad del crecimiento económico permitiría que la tasa de empleo siga aumentando y en el promedio de 2011 se ubique 1,3 pp por encima de la registrada en 2010. Ello implicaría la creación de aproximadamente 40.400 nuevos puestos de trabajo y una reducción de la tasa media de desocupación de 0,6 pp, por lo que, considerando que la tasa actividad se incrementaría 1,0 pp en el promedio del año en relación a 2010, la desocupación alcanzaría a 6,2%.

Por otro lado, en el primer semestre de 2011 los ingresos de los hogares de todas las fuentes sobre las que se cuenta con información crecieron en términos reales, provocando que el ingreso medio real de los hogares se incrementara 7,8% respecto a igual período de 2010. En particular, siguiendo el índice medio de salarios, en el promedio de los primeros siete meses del año los salarios reales acumularon un incremento interanual de 3,0%. El aumento se dio tanto para los trabajadores del sector público como para los privados, y se estima que el incremento del salario medio real en 2011 será de aproximadamente 4,0% respecto a su valor medio del año anterior.

Si bien el consumo fue el componente que más incidió en el aumento de la demanda interna, la **formación bruta de capital** fue la que registró mayor variación (29,1%). Este incremento se debió tanto al aumento de la formación bruta de capital fijo como al efecto positivo de la variación de existencias para el segundo trimestre del año respecto a igual período de 2010. El aumento de la formación bruta de capital fijo (6,2%) derivó de la mayor inversión del sector privado (10,2%), ya que en términos interanuales la del sector público se redujo en este período (7,2%).

En este contexto de crecimiento, la **estrategia de la política económica** del actual gobierno, de acuerdo con lo anunciado, es avanzar hacia el crecimiento con redistribución social, para lo cual se proponen diferentes políticas sectoriales y sociales. Entre ellas destacan algunos proyectos de ley presentados en el Parlamento en este período: proyecto para la disminución de la tasa básica del IVA, impuesto a la concentración de inmuebles rurales y ley de contratos de participación público privada (ya aprobada) para la realización de obras de infraestructura y prestación de servicios conexos.

Por su parte, el **resultado global del sector público** cerró el año móvil a julio de 2011 con un déficit fiscal de 589 millones de dólares, equivalente a 1,3% del PIB, lo que implicó un incremento interanual del déficit de 0,6 pp del PIB. Esto se explica principalmente por la evolución negativa del resultado de las empresas públicas, el Banco Central del Uruguay (BCU) y las intendencias, parcialmente contrarrestada por la mejora del consolidado Gobierno Central-Banco de Previsión Social (BPS).

Para el cierre del año 2011 se espera un leve deterioro en la evolución del superávit primario, que cerraría cercano a 1,5% del PIB, en tanto los intereses de la deuda se mantendrían en el entorno del 3% del PIB. De esta forma se prevé un **déficit fiscal** de 1,5% del PIB para este año. En materia de endeudamiento público, se espera que a fines de 2011 el ratio deuda bruta sobre PIB se sitúe en 52%.

En referencia a la **política monetaria**, ante el crecimiento de la economía uruguaya, la apreciación de la moneda local (6,2% entre enero y agosto) y el incremento de los precios internacionales de las materias primas, las principales medidas estuvieron dirigidas a reducir la inflación e intervenir en el mercado de cambios para sostener el precio de la divisa estadounidense. En este sentido, se incrementó la tasa de política monetaria de 7,5% a 8% en la reunión del COPOM del mes de junio y se mantuvo en la reunión de setiembre, como medida para controlar la inflación. Por otra parte, el ingreso de capitales al país acentuó la apreciación de la moneda local, hasta el mes de julio, provocando la participación activa de la autoridad monetaria en el mercado de cambios para sostener el precio del dólar. Sin embargo, esta situación se revirtió a partir de agosto, en primer lugar debido a la baja de la calificación de la deuda de Estados Unidos a principios de ese mes, y luego por el empeoramiento de la situación fiscal y de sostenibilidad de la deuda de varios países europeos. De este modo, el tipo de cambio subió en agosto y en setiembre, acumulando al cabo de los nueve meses transcurridos de 2011 una caída de apenas 1,9%.

En 2011 se deterioró la **competitividad** de la economía uruguaya medida a través del tipo de cambio real (TCR). En efecto, al comparar el valor de agosto de 2011 con el de diciembre de 2010 se constata una caída en el índice de 4,1%. Distinguiendo según los principales socios comerciales, la pérdida de competitividad se verificó con los socios extrarregionales, mientras que con los vecinos de la región el TCR se mantuvo en el entorno del nivel de los últimos diez años. No obstante, se aprecia estabilidad en el indicador cuando se compara el promedio del período enero-agosto de 2011 con respecto a igual período del año precedente, verificándose una recuperación con los vecinos de la región en esta medición (3,3%).

A su vez, para los próximos meses se espera que la **inflación** continúe moderándose y se ubique en diciembre en el entorno de 7,5% anual, aunque superaría el rango meta de inflación de la política monetaria (4%-6%). En cuanto al **precio de dólar**, éste seguirá sujeto principalmente a lo que acontezca en la coyuntura internacional, y en diciembre de 2011 se ubicaría alrededor de 20 pesos por dólar.

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** de Uruguay medida a través del TCR para el promedio de 2011 se mantenga estable con respecto al promedio de 2010.

En relación con el **sistema financiero**, los depósitos del sector no financiero (SNF) privado en el sistema bancario continuaron aumentando en los primeros ocho meses de 2011, situándose en agosto en 20.000 millones de dólares, nivel que superó en 11,6% al de fines del año anterior y en 17,5% al de agosto de 2010. No obstante, este crecimiento fue menor al del PIB medido en dólares, determinando que el *stock* de depósitos como porcentaje del PIB disminuyera de 44,4% en diciembre de 2010 a 43,4% en agosto de 2011. El crédito al SNF privado residente, en línea con la tendencia observada a fines del año anterior, siguió mostrándose dinámico en los primeros ocho meses de 2011. El *stock* de crédito de los bancos al SNF privado residente se ubicó en 9.708 millones de dólares en agosto, superando en 12,4% al de fines de 2010 y en 31,5% al de agosto de ese año. Este crecimiento fue de similar magnitud al del PIB, determinando que el crédito al SNF privado residente como porcentaje del PIB prácticamente se mantuviera por encima del 21% en diciembre 2010 y agosto 2011. En lo que va de este año destaca el dinamismo del crédito en moneda extranjera; en particular los préstamos a la industria manufacturera se incrementaron 13% en julio de 2011 respecto a diciembre de 2010.

Las tasas de interés activas en moneda nacional de los bancos evolucionaron a la baja en el período enero-junio de 2011 gracias al descenso de las tasas cobradas por los bancos a las empresas, aunque éstas tendieron a aumentar en algunos segmentos de mercado como el de préstamos al consumo a las familias. A su vez, las tasas de interés pasivas en moneda nacional aumentaron en términos generales en el mismo período. Las tasas de interés en moneda extranjera presentaron un comportamiento algo más

estable: el nivel promedio de tasas activas pasó de 5,3% en diciembre de 2010 a 5% en julio de 2011, mientras el promedio de tasas pasivas se ubicó en julio en 0,4%, nivel similar al de fines de 2010.

El valor del Fondo de Ahorro Previsional que administran las AFAPs se incrementó 18% en enero-agosto de 2011, ubicándose en ese último mes en 7.893 millones de dólares, gracias al crecimiento del número de afiliados al sistema, con el consiguiente aumento del volumen de aportes y a la capitalización de los intereses devengados por las colocaciones.

En vistas de un escenario de menores tasas de crecimiento de la economía y mayor incertidumbre a nivel mundial, es esperable que el nivel de actividad del sector financiero se frene en el correr de los próximos meses.

En suma, en 2011 la economía uruguaya crecería 5,5%, impulsada tanto por la demanda externa como la interna, proyectándose un PIB de 48.500 millones de dólares. Este crecimiento se daría en un contexto signado por la incertidumbre sobre como se resolverán los problemas fiscales y de sostenibilidad de la deuda de varias economías europeas, así como sobre la futura recuperación de la economía mundial. La región, por su parte, volvería a crecer, aunque Brasil mostraría menor dinamismo que Argentina. 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 1,3 pp, generándose aproximadamente 40.400 nuevos puestos de trabajo. Debido al peor desempeño de las empresas públicas el déficit fiscal empeoraría respecto a un año atrás (ubicándose en 1,5% del PIB) y la inflación se situaría por encima del techo del rango meta del gobierno (7,5%).

2. Perspectivas para 2012

Se espera que en 2012 **la economía mundial** vuelva a expandirse, más allá de la lenta recuperación de las economías avanzadas y de la actual incertidumbre fiscal y financiera, derivada de los cuestionamientos en cuanto a la sostenibilidad de la deuda por parte de algunos países desarrollados.

En este sentido, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta² para el año 2012 un crecimiento de 4,0%, por lo que se mantendría el mismo crecimiento esperado para 2011 (4,0%), aunque con mayores riesgos a la baja.³ Los **países emergentes y en desarrollo** liderarían el crecimiento con una tasa de 6,1%, con China (9,0%) e India (7,5%) a la cabeza, mientras los países en desarrollo de América Latina y el Caribe crecerían 4,0%. En el caso de las **economías avanzadas** el FMI prevé un muy débil crecimiento de 1,6%, proyectando un aumento en el nivel de actividad de 1,8% para Estados Unidos, en tanto los países de la eurozona apenas crecerían 1,1%.

Los precios de las **commodities**, que comenzaron a caer a partir de agosto, en 2012 reflejarían la debilidad de la demanda proveniente de las economías desarrolladas, con la consiguiente moderación del crecimiento de las economías emergentes. De todos modos, el fuerte crecimiento de la economía china seguiría aportando dinamismo a esta demanda, por lo que se prevé que estos precios disminuyan moderadamente. Se espera que el precio del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) disminuya 3% en promedio, mientras que en el caso de la variedad *Brent Europe* (BE) se mantendría sin modificaciones en el promedio del año, por lo cual permanecería la brecha que empezó a registrarse este año entre ambas variedades. En el caso de las **commodities** agrícolas el FMI proyecta una caída de 7,5%, mientras que para el precio de los alimentos se espera una caída de 4,4%.

Dado el débil crecimiento esperado para las economías desarrolladas y ante la disminución de las presiones inflacionarias que venían ejerciendo los precios de las **commodities**, 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, apliquen nuevas medidas de estímulo económico como, por ejemplo, incrementar la oferta monetaria para incentivar el consumo interno a través de la mayor disponibilidad de crédito depreciando así sus monedas. Por ende, y a pesar de las actuales presiones de aumento del dólar, los problemas de crecimiento de la economía de Estados Unidos y su necesidad de mantener su moneda depreciada para apoyar la recuperación de la economía parecen indicar que el escenario más probable a mediano plazo sea una continuidad de un dólar relativamente débil. El resultado final dependerá de la acción de dos fuerzas contrapuestas: las que llevan a la revaluación de la moneda estadounidense, ya que es un refugio de los capitales en los momentos de mayor incertidumbre y las que lo impulsan a la depreciación, debido a la política monetaria expansiva de la Reserva Federal y las bajas tasas de interés.

En este contexto, China y otros países emergentes están siendo presionados por los países desarrollados para que permitan que sus monedas se aprecien en forma más pronunciada (el yuan lo hizo en solo 3,9%

2. De acuerdo con el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional de setiembre de 2011.

3. Estas proyecciones se basan por un lado en que las autoridades europeas no pierdan el control de la crisis de la zona del euro y por otro que la economía de Estados Unidos no sufra nuevos golpes, dado que de no ser así los mercados financieros se podrían ver sumamente afectados, lo que podría derivar en caídas de los precios de las **commodities** y de los flujos de capital y de comercio internacional, repercutiendo a la baja en el crecimiento de las economías emergentes.

entre enero y setiembre de 2011) como forma de favorecer la mejora de los saldos comerciales de las economías avanzadas en desmedro de los de los países emergentes y favorecer así a la salida de la crisis. Sin embargo, algunas economías emergentes con tipos de cambio flexibles han hecho repetidos esfuerzos para disminuir la apreciación de sus monedas locales, lo que afecta negativamente su competitividad y por tanto el crecimiento de sus exportaciones. Incluso algunos países han comenzado a aplicar medidas proteccionistas como forma de resguardar su producción nacional, lo cual podría afectar al comercio internacional, repercutiendo en la recuperación de las economías avanzadas.

Las **economías de la región**, y en particular la de Brasil, no estuvieron ajenas a estos fenómenos y los bancos centrales han intervenido reiteradamente en el mercado de cambios para impedir la apreciación de sus monedas, aunque no siempre con éxito, más allá de la actual tendencia a la depreciación de estas monedas debido a la fuerte volatilidad de los mercados. Por otra parte, en relación con la actividad, para 2012 se espera un enlentecimiento del crecimiento en Argentina (se proyecta en 5,0%) mientras en Brasil se prevé que se sitúe en 3,7%, apenas por encima del crecimiento de 2011.

Respecto a la **economía argentina**, las perspectivas de crecimiento siguen siendo positivas y de magnitud importante si se las compara con las perspectivas de crecimiento mundial. Este crecimiento se basaría en la expansión tanto de la demanda interna como de la externa. Se espera asimismo que el mercado de trabajo siga fortaleciéndose y como resultado vuelva a disminuir la tasa de desempleo, la que se ubicaría en 7,1% en el promedio de 2012. En cuanto a la deuda, las negociaciones con el Club de París,⁴ que se enlentecieron durante 2011 hasta después de las elecciones, se retomarían en 2012, aunque todavía no se sabe en qué plazos ni en qué condiciones se llevaría adelante dicha negociación.⁵ En cuanto a la inflación, ésta se mantendría en niveles levemente superiores a los de 2011 (11,6% según la medición oficial, y se mantiene en 25% según la encuesta de la Universidad Torcuato Di Tella). A pesar de las declaraciones realizadas por el FMI en relación a la necesidad de mejorar la calidad de la información brindada por el INDEC, no hay perspectivas de que se resuelvan los problemas que afectan la credibilidad de las mediciones oficiales. En referencia a la cotización del dólar, se estima que en 2012 el peso argentino experimentaría una fuerte depreciación de 14%, situándose en 4,90 pesos por dólar en diciembre de ese año.

Por su parte, se proyecta un crecimiento de la **economía brasileña** prácticamente igual al de 2011, ya que se espera que la debilidad del crecimiento mundial continúe afectando a su economía. Esto ayudaría a enfriar la economía y permitiría que la inflación se ubique en el entorno de 5%, nuevamente dentro del rango meta establecido por el BCB. Asimismo, se espera que la cotización del tipo de cambio se mantenga estable, dado que el BCB intervendría neutralizando las presiones del mercado. Acorde a este escenario de menor crecimiento, se espera un leve deterioro del mercado de trabajo, con un incremento de la tasa de desempleo con respecto al año anterior, que se situaría en 7,5% (en 2011 sería de 6,7%). En la misma línea, se prevé un leve deterioro de las cuentas públicas, ya que el déficit fiscal aumentaría de 2,4% del PIB en 2011 a 2,6% en 2012. También se espera que el déficit de la cuenta corriente de la Balanza de pagos se incremente y alcance a 1,9% del PIB, el cual nuevamente sería parcialmente financiado con inversión extranjera directa.

De esta forma, a pesar de la inestabilidad causada por las crisis que atraviesan algunas economías desarrolladas, se espera que la **actividad económica uruguaya** continúe expandiéndose, lo que en parte se explicaría por la recuperación de la **demanda externa** tanto de bienes como de servicios (15%). Así, puesto que se proyecta una leve caída de los precios de las *commodities* no petroleras, las exportaciones de bienes crecerían por efecto del aumento de la demanda, con crecimientos en la mayoría de los sectores. También se expandirían las exportaciones de servicios, fundamentalmente los turísticos, impulsados por el crecimiento económico de nuestros vecinos y la mejora en la competitividad bilateral con Argentina, ya que empeoraría moderadamente con Brasil. Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios se expandirían aún algo más (18%), debido a la mayor demanda de insumos intermedios (energéticos y no energéticos) y bienes de capital, ya que se espera que en promedio el precio del petróleo se mantenga estable con respecto a 2011. Las importaciones de servicios también crecerían estimuladas por el mayor flujo de turismo emisor, como consecuencia de la mejora de los ingresos reales de los hogares. Todo lo anterior implicaría un aumento de las exportaciones de bienes y servicios en términos reales, aunque menor que el previsto para las exportaciones expresadas en dólares (9%). Mientras tanto, las importaciones de bienes y servicios también consideradas en términos reales aumentarían algo menos que si se consideran en dólares corrientes (12%).

Como consecuencia del desempeño comercial de la economía la balanza de bienes y servicios empeoraría levemente respecto a 2011 pasando de un superávit en ese año de 0,2% del PIB a un déficit de 0,3% del PIB al cabo de 2012. A ello se sumaría el resultado negativo de la cuenta renta de inversión (intereses y utilidades), que pasaría de un déficit de 3% del PIB en 2011 a uno de 3,4% en 2012, básicamente por el incremento de la remesa de utilidades. Con base en lo anterior, se prevé que la

4. 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 asciende a 8.900 millones de dólares, incluyendo los intereses devengados desde el *default* de 2002.

5. El proyecto de presupuesto 2012 no incluye ninguna previsión de pago al Club de París.

cuenta corriente de la balanza de pagos arroje un resultado negativo de 3,5% del PIB, superando al registrado en 2011 (2,5% del PIB). Éste sería financiado totalmente por la inversión extranjera directa (IED), la cual se mantendría en niveles similares a los de 2011 (4,5% del PIB).

En lo que respecta al **mercado de trabajo**, se espera que se modere su dinamismo, lo cual implicaría una desaceleración también en el crecimiento del **consumo**, si bien éste continuaría creciendo a tasas superiores a las del producto. El enlentecimiento del ritmo de expansión de la actividad económica llevaría a que tanto la tasa de empleo como la de actividad permanezcan relativamente estables con respecto a 2011. De todas formas, se crearían aproximadamente 13.500 puestos de trabajo, equivalente al crecimiento de la población en edad de trabajar. En consecuencia la **tasa de desempleo** se ubicaría en el entorno de 6% en el promedio del año, por lo cual se alcanzaría un nuevo récord histórico.

En enero de 2012 se otorgarán los ajustes salariales a aquellos trabajadores del sector privado cuyos convenios colectivos así lo establezcan, esto es aproximadamente el 65% de los correspondientes a las rondas 2010/2011. Por otro lado en junio de 2012, además de otorgarse los aumentos semestrales o anuales según corresponda, vencerán alrededor del 25% de los convenios de estas rondas. Así, dada la creciente incorporación en los ajustes salariales de porcentajes relativos a la evolución de la economía así como a la dinámica del sector, se espera que el **salario medio real** aumente 3,5% en el promedio de 2012.

La inversión privada, por su parte, volvería a crecer (8%) aunque algo menos que en 2011, reflejando en parte la incertidumbre que enfrentan los empresarios ante la inestabilidad reinante en la economía mundial. Por otro lado, la inversión pública también crecería (5%) a diferencia de lo esperado para 2011. Así, **se estima que el PIB crecerá 4,5%** en 2012 impulsado por la expansión de la demanda interna y, aunque en menor medida, también de la externa. En este sentido, el aumento de las importaciones contribuiría a determinar un crecimiento de la oferta final de bienes de 6,5%.

Desde el punto de vista de los **sectores productivos**, la expansión del PIB sería impulsada por el crecimiento de casi todos los sectores productivos. En particular destacaría, como viene sucediendo en los últimos tiempos, el crecimiento de transporte y comunicaciones. También cabe señalar el incremento en la actividad de la construcción, impulsada por el inicio de la ejecución del nuevo presupuesto en materia de obras públicas, por las obras al amparo de la nueva ley de participación público-privado y el comienzo de las obras de la nueva planta de procesamiento de pasta de celulosa de Montes del Plata. A ello se sumaría la continuidad de las obras del Ministerio de Vivienda. Por otra parte, con un crecimiento algo menor al promedio se situarían los sectores comercio, restaurantes y hoteles, actividades primarias y "otras actividades". El comercio se enlentecería respecto a 2011, en particular el comercio interno debido a que ya se estaría comparando con niveles muy elevados. En cuanto al comercio externo, éste se vería en parte afectado por los menores precios de las *commodities* y el menor dinamismo de la demanda producto de la crisis internacional. Las actividades primarias tendrían el estímulo positivo del sector agrícola, donde se esperan nuevos incrementos en el área sembrada, lo que compensaría el menor dinamismo del sector pecuario, aún afectado por los problemas de recomposición del *stock* vacuno. Por último, la actividad de la industria crecería más lentamente debido al menor crecimiento proyectado para la demanda externa de este sector.

En un marco de continuo crecimiento de la economía uruguaya, y en la medida en que la oferta doméstica se incremente y comience a ajustarse con la demanda interna, es esperable que las presiones inflacionarias se vuelvan más moderadas. De esta forma, a diciembre de 2012 se estima que la inflación interanual se ubicará en 6,5%, por debajo que en 2011 pero aún por encima del techo del rango meta de inflación fijado por la autoridad monetaria (4% a 6%).

Para diciembre de 2012 se prevé que el tipo de cambio nominal se ubique alrededor de 19,5 pesos por dólar, lo que se explicaría por la continuidad del ritmo de crecimiento de la economía uruguaya, que tendería a apreciar el dólar, y por un contexto internacional marcado por la lenta e inestable recuperación de las economías de Estados Unidos y Europa, que agregaría un componente más fluctuante al tipo de cambio nominal.

Por otro lado, se espera que en 2012 se consolide la mejora de las **cuentas públicas**. El déficit fiscal global disminuiría con respecto a 2011 llegando a 1% del PIB, ya que se prevé un aumento del superávit primario del sector público. Esto se explicaría por el mejor desempeño esperado de las empresas públicas, dado que se espera un año con precipitaciones normales y sin subas en los precios del petróleo. Por otra parte, nuevamente aumentaría la recaudación tributaria como resultado del crecimiento de la actividad económica, en tanto los egresos primarios se mantendrían relativamente constantes en términos del PIB. Asimismo, se espera que el pago de intereses de deuda se mantenga relativamente estable en torno a 3% del PIB. El ratio de deuda pública en relación al PIB se reduciría, tal como ha sucedido en los últimos años, como consecuencia del menor incremento de la deuda bruta en millones de dólares en relación al del PIB medido en dólares. Así, la deuda bruta se ubicaría en torno a 50% del PIB en 2012.

El sistema financiero continuaría evolucionando positivamente, ya que está previsto 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 no se esperan cambios en las mismas (la tasa *Libor* se mantendría en 0,5% anual). 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 2011. Sin embargo, tanto el nivel de crédito como el de depósitos en tanto ratios del PIB seguirán siendo muy inferiores a los que presentaba el sistema antes de la crisis de 2002.

En **síntesis**, bajo el supuesto de que la economía internacional logrará ir superando la crisis actual permitiendo un crecimiento moderado aunque a un ritmo algo menor que el previsto para este año, en 2012 la economía uruguaya continuaría creciendo (4,5%), aunque a tasas más moderadas que en 2011 (5,5%). En este contexto también crecerían las economías de la región, 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 el crecimiento de los volúmenes exportados, ya que los precios caerían moderadamente. Por otra parte, el crecimiento de la demanda interna se apoyaría nuevamente en mejoras del mercado laboral, que redundarían en el crecimiento de los salarios reales ya que la tasa de empleo se mantendría estable. Las cuentas públicas reflejarían una mayor estabilidad, con un déficit de 1% del PIB, en tanto la inflación (6,5%) tendería a ser menor que en 2011, pero igualmente se situaría por encima del máximo establecido por el BCU para el período. Corresponde advertir que aún no está claro el impacto de la crisis financiera internacional sobre el crecimiento de los países desarrollados, así como tampoco lo está su efecto sobre las economías emergentes. Si las repercusiones de la crisis internacional sobre las economías menos desarrolladas del globo fueran mayores a las previstas en este Informe, necesariamente la evolución de la economía uruguaya sería menos favorable a la esperada, revirtiéndose la fase expansiva del ciclo, lo que por cierto complicaría el logro de las metas macroeconómicas actualmente planteadas.

INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2008-2012)

	2008	2009	2010	2011 (1)	2012 (1)
Economía internacional y regional					
PIB mundial (variación real anual, en %)	2,8	-0,7	5,1	4,0	4,0
Comercio mundial (variación real anual, en %)	2,9	-10,7	12,8	7,5	5,8
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	37,8	-38,2	28,8	18,0	-3,1
Precio spot del petróleo Brent Europe (variación media anual, en %)	33,8	-36,6	27,4	40,0	0,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	3,1	1,1	0,5	0,5	0,5
Commodities primarios no petroleros (var. media anual, en %)	7,5	-15,7	26,3	21,2	-4,7
PIB Argentina (variación real anual, en %)	6,8	0,9	9,2	7,5	5,0
PIB Brasil (variación real anual, en %)	5,2	-0,6	7,5	3,5	3,7
Economía nacional					
PIB (variación real anual, en %)	8,6	2,6	8,5	5,5	4,5
PIB (millones de dólares)	31.234	31.612	40.277	48.500	51.600
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación prom. Dic-Dic, en %)	12,4	-19,1	1,4	0,4	-0,5
Inflación (dic. a dic., en %)	9,2	5,9	6,9	7,5	6,5
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	-5,1	-2,3	-7,9	0,0	3,0
Salario real (var. media anual, en %)	3,5	7,3	3,3	4,0	3,5
Tasa de desempleo (total país, prom. anual, en %)	7,6	7,3	6,8	6,2	6,0
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	-5,5	-0,4	-1,2	-2,5	-3,5
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	-1,5	-1,7	-1,1	-1,5	-1,0
Deuda bruta del sector público (en % del PIB)	52,9	69,2	57,2	52,0	50,0

(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 y la Provincia de Santa Fe.

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.