

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

1. Desempeño de la economía en 2011

En el segundo semestre de 2011 el contexto económico internacional empeoró respecto a los primeros meses del año y a las expectativas de los analistas, que esperaban una mejora. En el segundo y tercer trimestre de 2011 la **situación financiera internacional** estuvo marcada por la gran incertidumbre generada por los cuestionamientos a la solidez de la recuperación de la economía mundial y por la falta de credibilidad sobre la capacidad de algunos países desarrollados de resolver sus problemas de déficit y deuda pública. Este fenómeno, que en principio se concentró en algunos países de la periferia de la Eurozona como es el caso de Grecia, fue extendiéndose hacia otros países de la zona. En este sentido, se estima que un colapso de los países de la periferia de la Eurozona arrastraría a los demás países del bloque, debido a que varios bancos europeos (fundamentalmente franceses y alemanes) poseen un elevado nivel de títulos de deuda de estas naciones cuestionadas, lo cual ya ha provocado una muy fuerte caída de los valores en la bolsa de dichas instituciones financieras. Incluso han aparecido con mayor fuerza posiciones que ponen en discusión la estabilidad y sostenibilidad del euro, tanto desde el punto de vista técnico como político.

Por esta razón los líderes de la Eurozona han intentado encontrar una solución al problema de la deuda griega, y en el mes de octubre se anunciaron una serie de medidas acordadas para afrontar la crisis (canje de la deuda griega con una quita del 50%, recapitalización de la banca privada europea, aumento del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera), lo que estabilizó relativamente la situación financiera internacional, debido a una mejora en las expectativas. Para Grecia, los acuerdos alcanzados implican llevar adelante una estricta política de rigor fiscal y una serie de reformas que garanticen la sostenibilidad de su deuda en el futuro. Es así que el primer ministro griego Yorgos Papandreu resolvió convocar a un referéndum para decidir si aceptaban dicha propuesta, lo que volvió a generar inestabilidad y derivó finalmente en su salida del gobierno. A ello se sumó la preocupación por la crisis en Italia que también implicó la salida de su jefe de gobierno, Silvio Berlusconi, exacerbando la incertidumbre financiera a nivel global.

Estas debilidades que se manifiestan en un lento crecimiento de las **economías avanzadas** y en una profundización de la incertidumbre fiscal y financiera, plantean actualmente un escenario con riesgos fuertemente sesgados a la baja en cuanto a la evolución de la actividad económica mundial.

Con respecto a **Estados Unidos**, actualmente se espera un crecimiento de 1,5%, proyección que fue ajustada a la baja por la mayoría de los analistas en este segundo semestre del año, dado que se esperaba un crecimiento anual en el entorno de 2,5%. En el caso de la **Eurozona**, la proyección de crecimiento para 2011 también fue recientemente ajustada a la baja por parte del Banco Central Europeo (BCE) a 1,5%, a raíz de los malos resultados económicos del tercer trimestre y la profundización de la crisis de la deuda en el bloque. 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 *tsunami* y el terremoto ocurridos en marzo viene siendo más rápida de lo esperado, previéndose un repunte en su economía para el segundo semestre del año.

En el caso de las **economías emergentes**, a pesar de que moderarían su crecimiento con respecto a 2010 como consecuencia de la crisis internacional, se estima que su actividad económica crecerá en forma importante (6,4%), liderando el crecimiento de la economía mundial. El buen desempeño previsto para las economías emergentes depende fuertemente de los precios de las *commodities* y de su demanda mundial, y los precios de estos productos se ubican en niveles relativamente elevados a pesar de que a partir de agosto han sufrido caídas, pero muy inferiores a las registradas en la crisis de 2008.

En este contexto internacional adverso, las **economías de la región** también experimentaron en cierta medida un enlentecimiento de la actividad económica. Así, la **economía argentina**, que de acuerdo con cifras oficiales mantenía un importante dinamismo, registrando un crecimiento de 9,1% en el segundo trimestre de 2011 con respecto al mismo trimestre de 2010, parece empezar a sentir un freno. Si bien el estimador mensual de actividad económica (EMAE) muestra un crecimiento interanual de 8,0% para el tercer trimestre del año, si se observa el promedio desestacionalizado del tercer trimestre con respecto al segundo se verifica una pequeña caída del producto argentino. Por su parte, según el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) la inflación interanual descendió, pasando de 10,9% en diciembre de 2010 a 9,9% en setiembre de 2011, pero mediciones alternativas indican que la inflación alcanzó cifras en el entorno de 24%. En relación al mercado de trabajo, la tasa de desempleo permaneció en niveles históricamente bajos para Argentina, ubicándose en setiembre de 2011 en 7,2%, un valor 0,3 puntos porcentuales (pp) por debajo del verificado en igual mes de 2010. El sector externo continuó mostrando 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

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de diciembre 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 30 de noviembre de 2011.

capitales durante el segundo trimestre de 2011, y la información disponible indica que habría continuado en el tercero, lo que motivó que en noviembre se introdujeran nuevos controles a la compra de divisas. Ello ha generado un importante movimiento en el mercado negro de dólares, en donde éste se cotiza por encima de 4,5 pesos argentinos (la cotización oficial es de 4,23 pesos argentinos por dólar). De acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco Central de la República Argentina (BCRA), las perspectivas para la economía de ese país son positivas, y se espera que cierre 2011 con un incremento del producto interno bruto (PIB) de 7,5%. Sin embargo, la inflación continuaría en niveles elevados, situándose según fuentes privadas en el entorno de 25%.

Por su parte, la **economía brasileña** continuó desacelerándose. En el segundo trimestre de 2011 creció 3,1% en relación a igual período de 2010, continuando la tendencia descendente de las tasas de crecimiento interanuales en los últimos cinco trimestres, lo que ha generado preocupación entre las autoridades. Además, el promedio del índice de actividad económica del Banco Central de Brasil (BCB) (IBC-Br) muestra una caída del producto en el tercer trimestre con respecto al segundo en términos desestacionalizados). A su vez, la inflación siguió creciendo durante 2011, ubicándose en octubre en 7,0%, por encima del rango meta definido por el BCB ($4,5\% \pm 2$ pp). En cuanto al mercado de trabajo, a pesar de la desaceleración económica la tasa de desempleo se ubicó en 6,0% en setiembre de este año, 0,2 pp por debajo de la registrada en el mismo mes de 2010, manteniéndose también en niveles históricamente bajos para Brasil. La combinación de la desaceleración en el crecimiento del producto y la creciente inflación coloca al gobierno en una posición complicada en cuanto a la elección de los objetivos para formular las políticas económicas. En este contexto, la mediana de las expectativas de los agentes privados sobre el crecimiento del PIB para 2011 se ubica en 3,2%. Con respecto a la inflación, la mediana de las expectativas relevadas por el BCB se sitúa en 6,48%, apenas por debajo del techo de la meta planteada por el BCB. Finalmente, se estima que la tasa de desempleo en 2011 se ubique en 6,2% en promedio.

Asimismo, la **economía uruguaya** tampoco pudo aislarse de los fenómenos vinculados a la crisis de la deuda de las economías desarrolladas. De acuerdo con el último dato disponible del PIB, la actividad económica creció 5,7% en el primer semestre de 2011 en relación a igual período de 2010. Sin embargo, el segundo trimestre del año mostró claras señales de enlentecimiento del ritmo de crecimiento. Ello se explica, en parte, por el contexto internacional de incertidumbre generado por la crisis de la deuda de la Eurozona que afecta las expectativas de los agentes uruguayos. De todos modos, para el segundo semestre del año se espera que la economía uruguaya continúe creciendo pero, al igual que en el segundo trimestre, mostrando menor dinamismo que en los trimestres precedentes.

En el primer semestre de 2011 casi todos los **sectores de actividad** registraron crecimiento frente a igual período del año anterior, a excepción de electricidad, gas y agua. La información disponible respecto al desempeño de los distintos sectores en el segundo semestre indica que éstos siguieron creciendo.

Se espera que el crecimiento del producto en lo que resta del año sea impulsado por el incremento de la demanda interna y, en menor medida, por la externa. En este sentido, la **demandas interna** continuaría su expansión (8%), promovida principalmente por el consumo y la inversión privada. En cuanto a la **demandas externa**, luego de una caída en el segundo trimestre, se prevé una recuperación (6%), jugando un rol importante el incremento registrado en la faena a partir de agosto.

En particular, el ingreso de divisas por las **exportaciones de bienes**, considerado en dólares corrientes, aumentó en los primeros ocho meses del año. Este crecimiento se explicó fundamentalmente por el incremento de los precios internacionales, ya que los volúmenes de los principales rubros de exportación fueron menores que en 2010. Las **importaciones de bienes** medidas en dólares también crecieron, y ello se debió a varios factores. Por un lado la falta de lluvias en el primer semestre del año obligó a UTE a utilizar las centrales térmicas para generar electricidad, por lo que fue necesario incrementar las importaciones de crudo, a lo que se sumó el aumento de su precio en el período. A su vez, se produjo un aumento de la demanda de insumos intermedios importados por parte de la industria. En el mismo sentido el fuerte crecimiento del consumo del sector privado impulsó al aumento de las importaciones de bienes de consumo.

El **ingreso de turistas** se incrementó sustancialmente en los primeros nueve meses transcurridos de 2011, básicamente por los 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 el año anterior (2,5% del PIB, cuando en 2010 fue de 1,2% del PIB). Esto sería consecuencia de que el incremento de las importaciones (28%) superaría al de las exportaciones de bienes y servicios (20%), ambas consideradas en dólares corrientes, si bien se produce una mejora de la cuenta renta.

A la expansión moderada de la demanda externa se sumaría la de la demanda interna y, a pesar de la incertidumbre que genera el contexto internacional, se espera que al cabo del año el PIB acumule un **crecimiento de 5,5%** en relación a 2010.

Manteniendo el dinamismo registrado en la primera mitad del año, el **empleo** continuó creciendo en el tercer trimestre de 2011 respecto a igual período del año anterior. En el promedio de los primeros tres trimestres destaca el crecimiento de la tasa de empleo de los hombres, la cual se había reducido en 2010. La tasa de actividad, por su parte, acumuló hasta el tercer trimestre del año un crecimiento relativamente elevado respecto de las tasas registradas en los últimos tres años.

En la medida en que la tasa de empleo creció por encima de la tasa de actividad en el tercer trimestre de 2011 respecto a igual período de 2010, la tasa de desempleo se redujo 0,6 pp en ese período. Así, la tasa media de **desempleo** de los tres primeros trimestres del año se ubicó en 6,1%, lo que implica que en promedio el número de desocupados fue de aproximadamente 105.000 personas en ese período.

Para lo que resta del año, se espera que el empleo continúe creciendo respecto al nivel alcanzado en igual período de 2010, aunque a menor ritmo que el registrado en lo que va del año. Por lo tanto, en 2011 el número de ocupados crecería en promedio 3,4% respecto a 2010 y, dado que se estima que la tasa de actividad crezca en el último trimestre algo más que la tasa de empleo, la tasa de desempleo se ubicaría en promedio en 6,2%.

Por su parte, el **ingreso medio de los hogares** registró un crecimiento de 6,1% en términos reales en el promedio de los tres primeros trimestres respecto a igual período de 2010. En particular, de acuerdo a la evolución del **índice medio de salarios**, en los primeros nueve meses del año los salarios acumularon en promedio un incremento interanual de 3,7% en términos reales. 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 sea de aproximadamente 4% respecto a su valor en 2010.

En lo que refiere a la **política económica**, ante la incertidumbre sobre los posibles impactos negativos que pueda traer la crisis mundial, desde el gobierno se asegura que el país cuenta con buenos niveles de liquidez y acceso al crédito. Por otra parte, el equipo económico afirma que la inflación se encuentra bajo control y que su ritmo de evolución está en trayectoria descendente. En este marco, el gobierno ha enfocado su **política macroeconómica** de forma de mejorar la competitividad de la industria local estudiando diferentes estrategias a aplicar y redefiniendo las medidas por sector. Otro tema importante en la agenda es lograr un acuerdo de intercambio de información tributaria con los países de la región. Por otra parte, a pesar del control cambiario aplicado por Argentina, las autoridades uruguayas no creen necesario tomar medidas al respecto, y esperan una buena temporada turística.

En cuanto a la **política monetaria**, la economía uruguaya continúa transitando en la senda de crecimiento con un fuerte impulso de la demanda doméstica. Así, el 29 de setiembre, en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM), se decidió mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 8%, con la finalidad de no apartarse del objetivo de estabilidad de precios y mantener la prudencia ante un escenario internacional incierto. Por otra parte, la alta volatilidad que rodea al mercado internacional provocó un cambio en la composición del portafolio de los agentes económicos en los meses de setiembre y octubre, derivando en una depreciación de la moneda local y una menor participación de la autoridad monetaria en el mercado de cambios para sostener el precio de la divisa estadounidense.

Se estima que la **inflación** se ubicará en 8% al término de 2011 dado que, si bien es difícil prever el comportamiento de los precios internacionales de las *commodities* relevantes para Uruguay, se espera que éstos sigan bajando en lo que resta del año, en tanto que los precios de los rubros no transables continuarían generando presiones inflacionarias por la firmeza de la demanda interna, de manera que se superaría el rango meta de inflación de la política monetaria (4%-6%). Por otra parte, el precio del dólar seguirá sujeto a lo que acontezca en mayor medida en la coyuntura internacional, y en diciembre de 2011 se ubicaría alrededor de 20 pesos por dólar.

Con respecto al **resultado fiscal**, el sector público cerró el año móvil a setiembre de 2011 con un déficit de 310 millones de dólares, equivalente a 0,7% del PIB, lo que implicó una disminución interanual del déficit de 0,3 pp. Este descenso se explicó principalmente por la evolución favorable en el resultado del consolidado gobierno central-Banco de Previsión Social (GC-BPS) y la mejora en el superávit del Banco de Seguros del Estado (BSE). El resultado negativo de las empresas públicas y del Banco Central del Uruguay (BCU), por su parte, impactó en la dirección contraria, contrarrestando en parte la mejora en el déficit fiscal.

Para el cierre de 2011 se espera un leve deterioro en la evolución del superávit primario, que terminaría cercano a 1,9% del PIB, mientras que los intereses de la deuda se mantendrían en el entorno de 2,9%. De esta forma, se prevé un déficit fiscal de 1% del PIB para este año. En materia de endeudamiento público, se espera que el ratio deuda bruta sobre PIB se sitúe a fines de 2011 en 52%.

Como consecuencia de la evolución de los precios en dólares de Uruguay y de sus socios comerciales, durante 2011 se deterioró la **competitividad** de la economía uruguaya medida a través del tipo de cambio real (TCR). Así, al comparar el valor de octubre de 2011 con el de diciembre de 2010, se constata una caída en el índice de 1,8%. Sin embargo, cuando comparamos el promedio de enero-octubre de 2011 con respecto a igual período de 2010, se aprecia una caída mucho menor (0,5%). Distinguiendo según los principales socios comerciales, la pérdida de competitividad se verificó con los socios extrarregionales (5,4%), mientras que con los vecinos de la región el TCR se mantuvo alrededor del nivel de los últimos diez años, y se recuperó en el promedio del período enero-octubre de 2011 frente a igual período de 2010 (2,2%). 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 caiga levemente con respecto al promedio de 2010 (1,0%).

Por último, en lo que atañe al **sistema financiero**, los **depósitos** del sector no financiero (SNF) privado en el sistema bancario continuaron aumentando en los nueve meses transcurridos de 2011, situándose en setiembre en 19.700 millones de dólares, nivel que superó en casi 10% al de fines del año anterior y en 13,4% al de

setiembre de 2010. No obstante, este crecimiento se ha desacelerado en setiembre dada la incertidumbre respecto a las soluciones de la crisis de deuda de varios países europeos.

El **crédito** al SNF privado residente, en línea con la tendencia observada a fines de 2010, siguió mostrándose dinámico en lo que va del año. Así, el *stock* de crédito de los bancos al SNF privado residente se ubicó en 9.590 millones de dólares en setiembre de 2011, superando en 11% al de fines de 2010 y en 23,7% al de igual mes de 2010. Al igual que los depósitos, los préstamos vieron frenado su crecimiento a partir de setiembre, a la luz de la mayor incertidumbre económica mundial.

En lo que va de 2011 se destacó el crédito en moneda extranjera; en particular, los préstamos a la industria manufacturera (más del 90% son en dólares) se incrementaron 16% en setiembre de 2011 frente a diciembre de 2010.

Las **tasas de interés** activas en moneda nacional de los bancos evolucionaron a la baja en el período enero-setiembre de 2011, gracias al descenso de las tasas cobradas por los bancos a las empresas, aunque en algunos segmentos de mercado –como el de préstamos al consumo a las familias– las tasas tendieron a aumentar. A su vez, las tasas de interés pasivas en moneda nacional tendieron al alza, si bien en setiembre se ubicaron en niveles similares a los de diciembre del año anterior.

Las tasas en moneda extranjera presentaron un comportamiento más estable en ese período. En efecto, el nivel promedio de tasas activas se mantiene en términos generales, ubicándose en 5,3% tanto en diciembre de 2010 como en setiembre de 2011, en tanto el promedio de tasas pasivas se ubicó en setiembre en 0,3%, nivel similar al de fines de 2010.

El valor del **Fondo de Ahorro Previsional** que administran las AFAPs se incrementó 4% en enero-setiembre de 2011, y alcanzó en ese último mes a 6.947 millones de dólares. Si bien el número de afiliados al sistema creció, con el consiguiente aumento del volumen de aportes, la volatilidad de los mercados de los últimos meses afectó los valores de los bonos que conforman el fondo.

Es de esperar que, en un escenario de menores tasas de crecimiento de la economía y mayor incertidumbre a nivel de la economía mundial, en los próximos meses el sistema financiero comience a registrar un freno en su actividad.

En suma, en 2011 la economía uruguaya crecería 5,5%, impulsada principalmente por la demanda interna y en menor medida por la externa, proyectándose un PIB de 48.500 millones de dólares. Este crecimiento se daría en un contexto signado por la fuerte volatilidad generada por la incertidumbre sobre la resolución final de 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 el número de ocupados crecería en promedio 3,4% respecto a 2010, y la tasa de desempleo se ubicaría en el promedio del año en aproximadamente 6,2%. La mayor disponibilidad de energía hidroeléctrica en la segunda parte de 2011 permitirá obtener un déficit fiscal similar al de un año atrás (1,0% del PIB), y la inflación se situaría por encima del techo del rango meta del gobierno (8%).

2. Perspectivas para 2012

Si bien se espera que en 2012 **la economía mundial** vuelva a expandirse, los riesgos a la baja han aumentado a raíz de los problemas de la deuda en las economías de la Eurozona y al débil crecimiento que vienen mostrando las economías avanzadas. Si bien las medidas anunciadas por los líderes europeos apuntan a solucionar la crisis de la deuda, todavía no se conoce en detalle cómo se implementarán algunas de las mismas y persiste la incertidumbre sobre cuán efectivas resultarán finalmente. Así, existen dudas acerca de si la quita del 50% de la deuda griega será suficiente para que ese país alcance niveles sostenibles de deuda. Además, hay que considerar diversos factores: dado que el canje es voluntario existe incertidumbre sobre la adhesión que tendrá el mismo por parte de los poseedores de los títulos griegos; que el gobierno de Grecia está obligado a aplicar una serie de recortes fiscales en los próximos años, lo que puede profundizar la recesión económica que atraviesa actualmente, además de que puede ocasionar problemas políticos. Algunas estimaciones indican que aun obteniendo una alta adhesión al canje y logrando aplicar los ajustes fiscales indicados, la deuda griega continuaría en niveles elevados (120% del PIB). Por otra parte, tampoco se sabe qué impacto tendrá la reestructura de la deuda griega en el resto de las economías, especialmente en el sistema financiero europeo. Además, existen dudas acerca de la potencia del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y de que finalmente se alcance el monto establecido para dicho fondo, ya que parte de los mismos se compondrían con participación del sector privado, lo cual aún no se ha concretado.

En este marco, el BCE rebajó las perspectivas de crecimiento de la Eurozona para el año 2012 de 1,8% a 0,5%, mientras que en el caso de Estados Unidos, según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), se espera un crecimiento de 1,8%. Por otro lado, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) anunció una leve disminución en el ritmo de crecimiento de los países latinoamericanos para 2012, proyectando una tasa de crecimiento en el entorno de 4%. En consecuencia, la

OCDE redujo en 1,2 pp la tasa de crecimiento proyectada para la economía mundial en 2012, que pasa a ubicarse en 3,4%.

Los precios de las **commodities**, que comenzaron a caer a partir de agosto, reflejarían en 2012 la debilidad de la demanda proveniente de las economías desarrolladas, lo que llevaría a la moderación del crecimiento de las economías emergentes. De todos modos, la economía china continuaría creciendo a tasas elevadas, aportando dinamismo a la demanda de estos bienes, por lo que solo se prevén caídas moderadas de estos precios. 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 de 4,4%. Se prevé que el precio del petróleo *West Texas Intermediate* (WTI) baje 3% en promedio, en tanto que la variedad *Brent Europe* (BE) se mantendría sin modificaciones en el promedio del año, por lo cual permanecería la brecha que empezó a registrarse en 2011 entre los precios de ambas variedades.

Dado el débil crecimiento esperado para las economías desarrolladas y ante la reversión 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, e incluso se podrían registrar reducciones adicionales. A pesar de las actuales presiones tendientes a la apreciación del dólar, la persistencia de los problemas de crecimiento de la economía de Estados Unidos, que necesita mantener su moneda depreciada para lograr una recuperación de su economía, parece indicar que el escenario más probable a mediano plazo es la 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 constituye un refugio de los capitales en los momentos de mayor incertidumbre, y las que lo impulsan a la depreciación, debido a la política de bajas tasas de interés aplicada por la Reserva Federal para incentivar su economía.

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 4,4% entre enero y octubre de 2011), como forma de favorecer la mejora de los saldos comerciales de las economías avanzadas en desmedro de los correspondientes a los países emergentes y colaborar así a la salida de la crisis. No obstante, algunas economías emergentes con tipos de cambio flexibles han hecho repetidos esfuerzos para disminuir la apreciación de sus monedas locales, dado que esto afecta negativamente a la competitividad de esos países y por tanto al crecimiento de sus exportaciones. Incluso algunos países han comenzado a aplicar medidas proteccionistas a fin de frenar la competencia internacional y resguardar su producción nacional, lo cual podría perjudicar al comercio internacional, repercutiendo negativamente en la recuperación de las economías avanzadas.

En el mismo sentido, se espera que las **economías de la región** crezcan en 2012 pero a menores tasas que las registradas en los últimos años. Respecto a la **economía argentina**, las perspectivas de crecimiento siguen siendo positivas y de magnitud importante (4,8%) si se las compara con las perspectivas de crecimiento mundial, pero significativamente inferior a las tasas de crecimiento registradas por este país en los últimos dos años. Este crecimiento se basaría en la expansión tanto de la demanda interna como de la externa. Se espera asimismo que el mercado de trabajo mantenga su dinamismo y como resultado la tasa de desempleo continúe en niveles bajos, en el entorno de 7,2% en el promedio de 2012. Se estima también que en 2012 se retomarían las negociaciones de la deuda con el Club de París,² que se habían suspendido en 2011 durante el período electoral, aunque todavía no se sabe en qué plazos ni en qué condiciones se llevarían adelante.³ En cuanto a la inflación, según la mediana de las expectativas de los analistas privados que proyectan el IPC del INDEC, ésta se mantendría en niveles levemente superiores a los de 2011 (11,0%), y se mantendría en 25% según la percepción de los encuestados por la Universidad Torcuato Di Tella. A pesar de las declaraciones del FMI en relación con la necesidad de mejorar la calidad de la información brindada por el INDEC, no existen indicios de que se vayan a resolver en 2012 los problemas que afectan la credibilidad de esas mediciones oficiales. En referencia a la cotización del dólar, se estima que en 2012 el peso argentino experimentaría una fuerte depreciación de 16%, situándose en 5 pesos por dólar en diciembre de ese año.

Por su parte, según la mediana de la encuesta de expectativas del BCB, se proyecta un crecimiento moderado de la **economía brasileña**, prácticamente igual al de 2011 (3,5%), ya que la debilidad del crecimiento mundial continuaría afectando a su economía. Esta tasa de crecimiento moderada generaría menores presiones al alza de los precios internos, llevando a que la inflación anual se ubique en el entorno de 5,5%, nuevamente dentro del rango meta establecido por el BCB. Asimismo, se espera que la cotización del dólar se mantenga estable, cerrando 2012 en el mismo nivel que 2011. En lo que refiere a la política fiscal, se prevé un leve deterioro de las cuentas públicas, ya que el déficit fiscal aumentaría de 2,3% 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 1,9% del PIB, que sería parcialmente financiado con inversión extranjera directa.

A pesar de este contexto menos favorable a nivel internacional por el cual se prevé un menor crecimiento del comercio global, se espera que las **exportaciones uruguayas** registren en términos reales un moderado

2. 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.

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

crecimiento en 2012, impulsado por los principales rubros de exportación. También se expandirían las exportaciones de servicios, fundamentalmente los turísticos, gracias a que nuestros países vecinos continuarían creciendo aunque a menores tasas, y a la mejora en la competitividad bilateral con Argentina, ya que empeoraría moderadamente con Brasil. Por otro lado, las importaciones de bienes y servicios en dólares corrientes aumentarían más que las exportaciones, debido a la mayor demanda de insumos intermedios (energéticos y no energéticos) y bienes de capital, ya que en promedio el precio del petróleo se mantendría con respecto a 2011. Las importaciones de servicios también crecerían estimuladas por el mayor flujo de turismo emisor, a raíz de la mejora de los ingresos reales de los hogares.

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 0,3% del PIB a un déficit de 0,1% 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 3,1% del PIB en 2011 a uno de 3,5% en 2012, 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 de 3,4% 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).

Tras un período con crecimiento significativo del **empleo** como lo será el año 2011, se espera una desaceleración en 2012, en parte debido al enlentecimiento previsto en el ritmo de expansión de la actividad económica, y porque además es poco probable que el empleo continúe creciendo a tasas tan elevadas. Este menor dinamismo implicaría una desaceleración asimismo en el crecimiento del **consumo**, si bien éste continuaría creciendo a tasas superiores a las del producto. Por lo tanto, se espera que la tasa de empleo y la de actividad permanezcan relativamente estables con respecto a 2011. De este modo el crecimiento del empleo cubriría apenas el aumento de la población en edad de trabajar, lo que implica que se crearían aproximadamente 13.200 puestos de trabajo. En consecuencia la **tasa de desempleo** se mantendría en 2012 prácticamente en el mismo nivel que en 2011 (aproximadamente 6,1%).

Casi la totalidad de los trabajadores del sector privado tienen convenios vigentes y negociados en las rondas 2010/2011 de los Consejos de Salarios que determinan el incremento de los salarios en 2012. La gran mayoría de los convenios establecen incrementos salariales en enero si el ajuste es anual, o en enero y julio si el ajuste es semestral. Por otro lado, en junio de 2012 vencerán alrededor del 23,8% de los convenios de estas rondas y en diciembre otro 14,6%. De acuerdo a los ajustes previstos se espera que el **salario medio real** aumente 3,5% en el promedio de 2012.

La incertidumbre que enfrentan los empresarios ante la inestabilidad reinante en la economía mundial se reflejaría también en un crecimiento de la inversión privada (10%) algo inferior al de 2011 (14%). Por otro lado la inversión pública también crecería (4%), a diferencia de lo esperado para 2011 (0%). Así, **se estima que el PIB crecerá 4,0%** en 2012 impulsado principalmente por la expansión de la demanda interna (5,8%) y también, aunque en menor medida, de la externa (5%). A su vez, el aumento de las importaciones (10%) contribuiría a determinar un crecimiento de la oferta final de bienes y servicios de 5,5%.

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 en 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-privada 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, lo que en el caso del comercio interno se explicaría en parte porque se estaría comparando con niveles muy elevados. Las actividades primarias tendrían el estímulo positivo tanto del sector agrícola como del pecuario ya que se esperan nuevos incrementos en el área sembrada al tiempo que se mantendría el dinamismo registrado en la faena del segundo semestre de 2011. 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 menor crecimiento de la economía uruguaya, es esperable que las presiones inflacionarias se vuelvan más moderadas. De esta forma, a diciembre de 2012 se estima que la inflación interanual se ubique en 6,5%, por debajo de la de 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 la cotización del dólar se ubique alrededor de 19,5 pesos por dólar, nivel algo inferior al de fines de 2011, dado que como se comentó anteriormente el escenario más probable a mediano plazo es la continuidad de un dólar relativamente débil, si bien el contexto internacional marcado por la lenta e inestable recuperación de las economías de Estados Unidos y Europa agregaría un componente más fluctuante a dicha cotización.

Por otro lado, se espera que en 2012 se refuerce la mejora de las **cuentas públicas**. El déficit fiscal global se mantendría con respecto a 2011 en 1% del PIB. Esto se explicaría por un incremento de los ingresos debido al mejor desempeño de las empresas públicas, dado que se espera un año con precipitaciones normales y sin subas en los precios del petróleo, principales razones del déficit de estas empresas en el año 2011. A esto se le

sumaría un aumento de la recaudación tributaria, resultante del crecimiento de la actividad económica. Sin embargo, los egresos primarios también presentarían un leve aumento debido al crecimiento del gasto en apoyo a los sectores en busca de mejorar la competitividad de la industria local que planea aplicar el Poder Ejecutivo. De esta forma, el aumento en los egresos corrientes compensaría el incremento de los ingresos, por lo que se mantendría estable el superávit primario. Asimismo, se espera que el pago de intereses de deuda se mantenga también relativamente estable en torno a 2,9% del PIB. El ratio de deuda pública en relación al PIB se reduciría, tal como ha sucedido en los últimos años, como consecuencia de que el incremento de la deuda bruta sería menor al experimentado por el PIB medidos ambos en millones de 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 aumenten tanto los depósitos como los créditos. En relación a estos últimos, la implementación del cambio de normativa del BCU en cuanto a ampliar la clasificación de las entidades que pueden otorgar préstamos, posibilita incorporar al mercado empresas que captan fondos, y de esa manera dinamizar el mercado de crédito. Por otro lado, las autoridades del BCU también anunciaron otras reformas normativas que fortalecerán las regulaciones del sistema financiero, pero no impactarán directamente en los niveles de actividad. A su vez, 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 0,6% 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.

En **síntesis**, bajo el supuesto de que la economía internacional crecerá moderadamente y a un ritmo algo menor al previsto para este año, y que gran parte de los actuales problemas de la Eurozona persistirán en 2012, se estima que la economía uruguaya crecerá 4,0%, a un ritmo más moderado que en 2011. En este contexto las economías de la región registrarán tasas de crecimiento positivas aunque igualmente inferiores a las de 2011. Así, el crecimiento de la actividad económica en Uruguay derivaría fundamentalmente de la mayor demanda interna la cual se apoyaría en el crecimiento de los salarios reales, ya que la tasa de empleo se mantendría estable, y en menor medida del incremento de la demanda externa. Las cuentas públicas reflejarían estabilidad, con un déficit de 1% del PIB, en tanto la inflación (6,5%) tendería a ser menor que en 2011, pero de todos modos se situaría por encima del máximo establecido por el BCU para el período. Corresponde advertir que dada la difícil situación financiera que atravisan las economías desarrolladas, resulta realmente complejo prever su impacto en el crecimiento de estas economías, así como su efecto en las economías emergentes. Si las repercusiones de la crisis internacional sobre las economías menos desarrolladas del globo superaran a las previstas en este Informe, necesariamente la evolución de la economía uruguaya sería menos favorable que la proyectada, 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	3,8	3,4
Comercio mundial (variación real anual, en %)	2,9	-10,7	12,8	6,7	4,8
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	37,8	-38,2	28,8	18,0	-3,0
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	0,6
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	4,8
PIB Brasil (variación real anual, en %)	5,2	-0,6	7,5	3,2	3,5
Economía nacional					
PIB (variación real anual, en %)	8,6	2,6	8,5	5,5	4,0
PIB (millones de dólares)	31.234	31.612	40.277	48.500	51.500
Tipo de cambio (\$/US\$) (variación prom. Dic-Dic, en %)	12,4	-19,1	1,4	0,3	-3,0
Inflación (dic. a dic., en %)	9,2	5,9	6,9	8,0	6,5
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	-5,1	-2,3	-7,9	-1,0	-1,5
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	6,1
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	-5,5	-0,4	-1,2	-2,5	-3,4
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	-1,5	-1,7	-1,1	-1,0	-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.