

Tendencias y perspectivas de la economía uruguaya

Diciembre 2012



Instituto de Economía



TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA URUGUAYA (DICIEMBRE DE 2012)¹

1. La economía en el año 2012

El **contexto económico internacional y regional** del último trimestre no difiere sustancialmente del presentado en nuestro Informe anterior. En efecto, la incertidumbre y la volatilidad persisten en los mercados internacionales. Los estados miembros de la Unión Europea continúan sin hallar una solución definitiva a sus problemas de endeudamiento y sus economías siguen registrando crecimientos económicos muy débiles o incluso caídas en sus niveles de actividad. Por su parte, la economía de Estados Unidos mantiene un lento crecimiento con un inminente problema fiscal que deberá resolver antes de fin de año, para evitar enfrentar un brusco ajuste que la debilite aún más. En tanto, la economía de China, tras registrar en el tercer trimestre de 2012 la menor tasa de crecimiento interanual de los últimos tres años (7,4%), habría comenzado a evidenciar signos de mayor expansión en el cuarto trimestre.

A nivel regional, la **economía brasileña** viene mostrando signos contradictorios que indican que las políticas expansivas aplicadas aún no han tenido todo el efecto positivo deseado. En el tercer trimestre del año el Producto Interno Bruto (PIB) de Brasil creció de forma muy moderada en términos interanuales (0,9%), básicamente a impulso del sector agropecuario y en menor medida de los servicios, mientras que la industria registró una variación negativa. En lo que respecta a la **economía argentina**, si bien la evolución del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) marca una leve mejora del desempeño económico en el tercer trimestre frente al registrado en el segundo, el crecimiento interanual promedio de los nueve primeros meses del año resultó muy inferior al de igual período de 2011 (2,1% respecto a 9,4%). Esta desaceleración repercute en la economía de Uruguay, a lo que se suman las dificultades derivadas de las medidas proteccionistas aplicadas a las importaciones, así como por las restricciones a las operaciones cambiarias y a los flujos de inversión tomadas por parte del gobierno argentino.

En lo que refiere a la **actividad económica interna de la economía uruguaya**, esta continuó creciendo en el tercer trimestre a una tasa de 3% interanual. En tanto, en términos desestacionalizados el crecimiento fue de 1,2%, frente a 1,8% y 0,7% en el primer y segundo trimestre respectivamente. La evolución de la mayoría de los sectores productivos fue positiva, observándose solo caídas

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de Diciembre de 2012, 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 13 de diciembre de 2012.

desestacionalizadas en Actividades Primarias (-0,3%), Construcción (-1,6%) y Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles (-0,1%) y una desaceleración en la industria (0,5% frente a 2,1% en el segundo trimestre). No obstante lo cual, en términos interanuales todos estos sectores presentaron tasas de variación positivas, salvo en lo que respecta a las actividades primarias.

Desde el punto de vista del gasto, el crecimiento del PIB estuvo asociado tanto a una mayor demanda interna como externa. Las exportaciones de bienes y servicios en términos reales registraron un incremento de 5,7%. Este aumento se relaciona principalmente con las mayores ventas al exterior de bienes, que más que compensaron la disminución de las ventas de servicios vinculada al cierre de PLUNA y al menor ingreso de turistas. En tanto, las importaciones aumentaron 17,8% impulsadas por la compra de petróleo crudo así como por aquellas relacionadas a la instalación de la planta de celulosa en Colonia y la compra de vehículos automotores, en este último caso estimuladas por el anuncio anticipado del incremento del IMESI a los automotores a partir de octubre.

EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR COMPONENTE DEL GASTO FINAL
(variaciones e incidencias sobre valores a precios constantes, en %) (1)

| | 2011 | | Abr-Jun 2012/ Abr-Jun 2011 | | Jul-Set 2012/ Jul-Set 2011 | |
|------------------------------------|-----------------------|------------|-------------------------------|------------|-------------------------------|------------|
| | Variación | Incidencia | Variación | Incidencia | Variación | Incidencia |
| | I.OFERTA FINAL | 7,1 | 7,1 | 6,3 | 6,3 | 6,8 |
| 1. Producto Interno Bruto | 5,7 | 4,2 | 3,9 | 2,9 | 3,0 | 2,2 |
| 2. Importaciones | 11,2 | 2,9 | 13,0 | 3,4 | 17,8 | 4,6 |
| II.DEMANDA FINAL | 7,1 | 7,1 | 6,3 | 6,3 | 6,8 | 6,8 |
| 1. Demanda Interna | 7,5 | 5,8 | 8,2 | 6,3 | 7,1 | 5,5 |
| a) Consumo Total | 7,6 | 4,7 | 5,6 | 3,5 | 5,8 | 3,6 |
| i) Consumo Privado | 8,2 | 4,5 | 5,9 | 3,2 | 5,7 | 3,2 |
| ii) Consumo Gobierno General | 3,0 | 0,2 | 3,5 | 0,3 | 6,2 | 0,5 |
| b) Formación Bruta de Capital | 7,0 | 1,1 | 20,1 | 2,8 | 12,5 | 1,9 |
| i) Formación bruta de capital fijo | 5,5 | 0,8 | 16,1 | 2,4 | 11,4 | 1,7 |
| Pública | -4,3 | -0,1 | -5,8 | -0,2 | 23,4 | 0,6 |
| Privada | 8,5 | 0,9 | 21,6 | 2,5 | 8,8 | 1,1 |
| ii) Variación de existencias | 64,5 | 0,2 | -46,7 | 0,4 | 58,4 | 0,2 |
| 2. Exportaciones | 5,8 | 1,3 | -0,1 | 0,0 | 5,7 | 1,3 |

(1) Variaciones sobre valores a precios de 2005.

(2) Cifras preliminares.

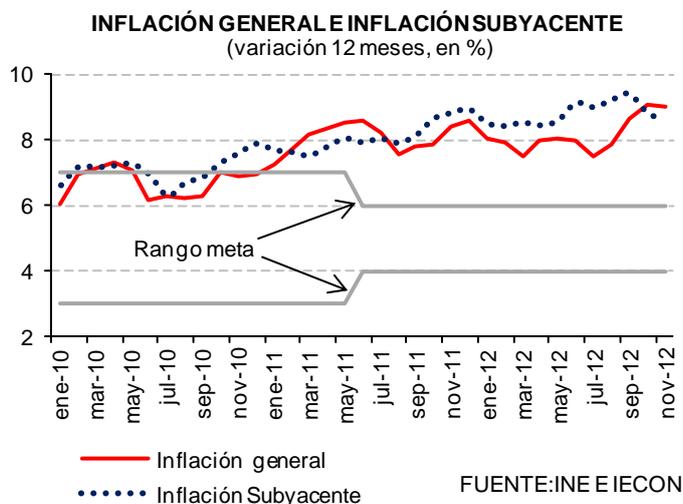
FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del BCU.

La demanda interna continuó siendo el componente más dinámico del gasto y se expandió a una tasa de 7% interanual en el tercer trimestre del año impulsada por una expansión de 5,8% en el consumo y de 11,4% en la inversión en capital fijo. El crecimiento del consumo obedeció a un crecimiento de la demanda, tanto del sector privado (5,7%) como del público (6,2%). Aunque con menor incidencia, la formación bruta de capital fue el componente más dinámico en el tercer trimestre del año. Este incremento respondió al aumento de la formación bruta de capital fijo por parte del sector privado (8,8%), principalmente por las obras vinculadas a la instalación de la planta de celulosa en Colonia. También se verificó un importante aumento en las inversiones realizadas por el sector público, y en

especial las empresas públicas, lo que llevó a que la formación bruta de capital fijo del sector público aumentara 23,4% con respecto a igual trimestre del año precedente. La expansión del gasto y las inversiones realizadas por el sector público derivaron en un deterioro de las cuentas públicas, y a diferencia de lo ocurrido en el primer semestre, en el tercero se observa una contribución positiva del sector público a la expansión de la demanda.

En este contexto, la **inflación** creciente pasó a concentrar la atención del gobierno y de los analistas económicos cuando se ubicó desde octubre levemente por encima de 9%, y así la reducción de la misma se constituyó en el principal desafío macroeconómico de corto plazo que actualmente enfrenta la economía.

Desde los primeros meses de 2011 la inflación ha evolucionado por encima del rango meta fijado por el Banco Central del Uruguay (BCU) en junio de ese año (entre 4% y 6%), ascendiendo en los doce meses a noviembre a 9,03%. La cercanía al guarismo de 10%, que activa una serie de mecanismos de ajuste que podrían derivar en mayores tasas de inflación futuras, aumentó la preocupación del gobierno, que rápidamente anunció un conjunto de medidas de política puntuales que se suman al aumento de la tasa de política monetaria de 0,25 puntos porcentuales (pp) de fines de setiembre.



Resulta importante señalar que estas medidas constituyen soluciones puntuales que apuntan a reducir la variación del IPC, más que a atacar los fundamentos de la inflación. A lo largo de 2012 las mayores presiones estuvieron asociadas a la inflación tendencial, lo que llevó a que la inflación subyacente se ubicara por encima de la general. Sin embargo, la aceleración de los últimos meses provino tanto de los precios

administrados como de los más volátiles. En efecto, en los doce meses acumulados a setiembre de 2012 la inflación subyacente alcanzó a 9,4%, en tanto el aumento del IPC fue de 8,6%. A partir de entonces la inflación subyacente comenzó a ceder (en los doce meses acumulados a noviembre fue de 8,6%), pero se mantuvo la aceleración que desde agosto registra la inflación medida a través del IPC. Esto determinó que en los doce meses a octubre por primera vez en el año la inflación subyacente se ubicara por debajo de la variación del IPC.

La aceleración de la inflación en los últimos meses se debió tanto al crecimiento de los precios de los

bienes transables como de los no transables, o sea que las presiones inflacionarias provinieron tanto del ámbito externo como del interno. En el primer caso la presión vino por el lado de los precios internacionales y en particular del trigo, que tiene una alta incidencia en la canasta del IPC. Este efecto fue en parte contrarrestado por la caída del tipo de cambio, especialmente en el mes de octubre cuando el dólar cayó 5,2% respecto al valor promedio del mes anterior. En el caso de los bienes y servicios no transables durante los primeros siete meses del año sus precios se enlentecieron, favorecidos por un bajo aumento en los precios de las hortalizas y legumbres, así como por la caída de los concernientes a la energía eléctrica para las familias.² Pero a partir de agosto de 2012 la situación se revierte y el crecimiento de esos precios vuelve a acelerarse por el aumento de la cuota mutual y los servicios médicos, el alza de hortalizas y legumbres, la finalización del plan de ahorro energético y el aumento de las tarifas de energía eléctrica.

Las causas del proceso inflacionario en Uruguay no pueden atribuirse a un único factor, sino que son diversos los elementos que impactan en la evolución de los precios. Más allá de las presiones puntuales, existe una cierta inercia inflacionaria y un “desalineamiento” constante de las expectativas de los agentes privados respecto al objetivo inflacionario del BCU, lo cual indica la falta de credibilidad sobre la meta establecida y dificulta la efectividad de la política monetaria. En cuanto a las presiones inflacionarias provenientes de la demanda, pese a observarse un incremento en el déficit público no se detectan presiones derivadas de su financiamiento, así como tampoco del incremento del gasto público sobre la demanda agregada, dado que su contribución sobre la misma fue de 0,4pp para un crecimiento total de 6,2% en los primeros nueve meses de 2012. En efecto, las presiones de demanda provinieron principalmente del lado del consumo privado, que ha crecido por encima del PIB impulsado por el incremento de salarios y pasividades, el aumento del crédito al consumo y el mantenimiento de niveles elevados de empleo.

Del lado de los costos, si bien no se puede descartar la existencia de presiones inflacionarias provenientes del incremento de los costos salariales, al menos en términos globales se observa que el rendimiento medio de la mano de obra por hora trabajada ha crecido al mismo ritmo que los salarios reales, por lo que los aumentos salariales no necesariamente han implicado una menor rentabilidad para las empresas. Por último, en términos globales los insumos importados no han generado presiones inflacionarias. No obstante, la evolución del precio del trigo a nivel internacional sí ha llevado a que los precios de los bienes que lo utilizan como insumo crecieran de forma importante en los últimos meses.

En este contexto, es de esperar que el gobierno continúe aplicando medidas discrecionales a fin de

2. La caída de casi 9% registrada en la tarifa de energía eléctrica de julio de 2012 correspondió a la baja efectiva en el costo de este servicio para las familias impulsada por el plan de ahorro de UTE.

reducir la inflación, lo que daría lugar a caídas de precios en el último mes del año. De este modo se estima que 2012 culmine con una tasa de inflación del orden de 8%, en la medida que la política tarifaria de UTE de beneficiar a los buenos pagadores en el mes de diciembre tendría un impacto deflacionario en dicho mes.

2. Perspectivas para la economía uruguaya

2.1 Para el cierre de 2012

Las perspectivas de la economía nacional continúan siendo afectadas por la falta de un horizonte claro en cuanto a la recuperación de las economías desarrolladas, a lo que se suma el menor crecimiento de las economías emergentes, en particular las de Argentina y Brasil y el enlentecimiento de China, que ha sido el motor del crecimiento mundial en los últimos años.

Pese a este contexto internacional y regional de creciente incertidumbre y poco crecimiento, se estima que la **economía uruguaya** continuará creciendo en el último trimestre de modo que al cabo de 2012 el PIB crecería 4%, situándose en 49.700 millones de dólares aproximadamente.

Uno de los factores que influirá positivamente en el crecimiento del último trimestre del año es el sector **Electricidad, Gas y Agua**, como consecuencia del incremento de la producción hidroeléctrica, dado que genera un valor agregado en la producción muy superior al de la energía térmica. Por otra parte en términos interanuales, se mantendría el dinamismo del **sector Construcción**, derivado tanto de la construcción residencial como de algunas grandes obras, como la de Montes del Plata con una nueva planta de procesamiento de pasta de celulosa. Sin embargo, la actividad de este sector se irá desacelerando en la medida que dicha obra avanza y va finalizando. A su vez, en lo que refiere a la actividad de **Comercio, Restaurantes y Hoteles**, en términos generales se crecerá a menor ritmo debido a la menor afluencia de turistas ocasionada por la desaceleración del crecimiento en Argentina y por las medidas restrictivas que impuso este país a la compra de dólares, así como por la pérdida de competitividad con Brasil que reduciría la afluencia de turistas de ese origen. Por otro lado, se estima que la **industria manufacturera** termine 2012 creciendo a tasas similares a las que muestra a esta altura del año (2,5% interanual), impulsada por la reapertura de la refinería de ANCAP que estuvo cerrada durante la mayor parte del segundo semestre de 2011. El **sector agropecuario** acelerará su crecimiento en el último trimestre del año, reflejando el incremento en la producción de los cultivos de verano así como el aumento de la faena, aunque se registraría una disminución de la remisión de leche a plantas.

Por su parte, si bien se prevé que el año 2012 cierre con cierta desmejora en lo referente al mercado de trabajo dado que el nivel de empleo agregado en algunos sectores de la economía caería

levemente por el impacto de la crisis internacional, la **tasa de desempleo** se mantendría prácticamente en el mismo nivel de 2011 (5,9%). En tanto, el **salario** medio en términos reales crecería en el año 4,2%, con un incremento algo mayor del salario medio real privado respecto al del sector público (4,7% y 3,2% respectivamente).

Más allá del desempeño positivo del crecimiento económico, los principales resultados macroeconómicos empeorarían con relación a 2011, reflejando las tensiones a las que se encuentra sometida la **política económica uruguaya**. En materia de **política fiscal**, se estima que tanto el gasto como los ingresos públicos continuarán expandiéndose, y en consecuencia el resultado seguirá siendo negativo. Sin embargo, cabe esperar una reducción de la brecha en lo que resta de 2012 gracias a un mejor resultado de UTE.³ De esta forma el déficit fiscal global sería de 2,5% al cabo del año, con un superávit primario de alrededor de 0,3% del PIB y los intereses pesando 2,8% del PIB. En lo relativo a la **política monetaria**, se espera que la Tasa de Política Monetaria (TPM) se mantenga en los actuales niveles de 9% y que la inflación cierre el año en el entorno de 8%, bastante por encima del rango meta del BCU (4%-6%). Por otra parte, la **competitividad** medida por el tipo de cambio real (TCR) volvería a caer en 2012 (2,5%), ya que la depreciación de las monedas de nuestros socios comerciales superaría nuevamente la de Uruguay.

El año 2012 cerraría con un **déficit en cuenta corriente** de aproximadamente 3,5% del PIB y sería totalmente financiado por inversión extranjera directa, que se situaría alrededor de 5% del PIB, lo que implicaría un saldo favorable para el país.

2.2 Perspectivas para 2013

El **escenario internacional** para 2013 no parece demasiado diferente del experimentado en 2012. No obstante, la actividad económica retomarí­a algo de dinamismo como consecuencia de *“cierta disminución de la incertidumbre acerca de las respuestas de política que se supone se tomarán en la Eurozona y Estados Unidos, las persistentes condiciones monetarias acomodaticias⁴ y una relajación gradual de las condiciones financieras”*.⁵ En este marco, de acuerdo a las estimaciones del FMI el PIB mundial crecería 3,6% en 2013, como resultado de un crecimiento de 1,5% en los países desarrollados y uno de 5,6% en el caso de los países en desarrollo. Entre los primeros destacaría el crecimiento de Estados Unidos (2,1%), mientras que los países de la Eurozona apenas crecerían 0,2%. En lo que concierne a los países en desarrollo, China crecería 8,2%, en tanto que los países de

3. La mejora del resultado de UTE se verificaría en la medida en que el nivel de agua de la represa de Salto Grande permita la producción hidroeléctrica de energía, reduciéndose así los costos de producción.

4. Se refiere a la política monetaria expansiva de muy bajas tasas de interés y expansión monetaria.

5. Fondo Monetario Internacional (FMI), *“World Economic Outlook (WEO): Coping with High Debt and Sluggish Growth”*, octubre de 2012.

América Latina y el Caribe incrementarían su PIB en 3,9%.

En lo que refiere a la región, tanto Argentina como Brasil mejorarían su desempeño en 2013 con respecto a 2012. Para **Argentina**, mientras que las expectativas de mercado publicadas por el Banco Central (BCRA) en setiembre de 2012⁶ indicaban que se esperaba un incremento del PIB de 4% para 2013, las perspectivas de crecimiento del FMI para ese año son de 3,1%. Sin embargo, de acuerdo con las expectativas de mercado, no se prevé que mejoren los desajustes actuales en términos de inflación y déficit fiscal. En **Brasil**, por su parte, de acuerdo con la encuesta de expectativas publicada por el Banco Central de Brasil (BCB), el crecimiento también se aceleraría en 2013 y el PIB mostraría un incremento de 3,5% (4% de acuerdo con el informe del FMI), liderado por la mejora de la industria, donde impactarían las medidas de política instrumentadas en 2012.

Bajo este escenario, **Uruguay** crecería alrededor de 4,5%, manteniéndose prácticamente en su tendencia de largo plazo y apoyado en la expansión de todos los sectores de la economía.

Por otro lado, a pesar de las políticas expansivas aplicadas por Europa y Estados Unidos el comercio mundial crecería a tasas inferiores al promedio de los últimos años y los precios internacionales caerían levemente, dada la falta de dinamismo de las economías desarrolladas. Ello implicaría menores presiones inflacionarias para la economía uruguaya desde los precios internacionales⁷, si bien se generaría una leve depreciación de la moneda. A pesar de esto último, al cabo del año el tipo de cambio real se deterioraría (4,5%).

En este contexto, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios medidas en dólares volverían a crecer, si bien algo menos que en 2012, y nuevamente se registraría un importante déficit en bienes, aunque el superávit de servicios permitiría llegar al equilibrio de la balanza comercial. Sin embargo, dado el peso del pago de intereses y dividendos, se registraría un abultado déficit en cuenta corriente (3,0% del PIB), aunque algo menor al de 2012 (3,5%), que se volvería a financiar sobradamente con la inversión extranjera directa, que rondaría el 4% del PIB.

La mejora de la actividad económica se vería escasamente reflejada en el **mercado de trabajo** en términos globales. La tasa de empleo se mantendría relativamente estable en el promedio de 2013 respecto a la media de 2012, lo cual supone que en el año solo se crearían en promedio unos 11.000 nuevos puestos de trabajo, aumento que se corresponde con el crecimiento medio de la población en edad de trabajar. En consecuencia, la tasa de desempleo se ubicaría en promedio en igual nivel que en 2012 (5,9%).

6. En setiembre de 2012 el BCRA suspendió la publicación de las expectativas de mercado de los agentes privados hasta tanto no concluya un estudio de adecuación general del relevamiento de expectativas por parte de las áreas técnicas de esa institución.

7. Siempre y cuando no ocurran shocks de oferta que afecten algunas *commodities* específicas que impacten sobre los precios internos, como ocurrió con el precio del trigo en 2011.

Los desafíos de la **política económica** en 2013 se centrarían, al igual que en 2012, en las políticas antinflacionarias, cuidando la evolución de la competitividad-precio de la economía medida a través del TCR, y en el déficit fiscal. De esta forma se proyecta una **inflación** que tendería a la baja, cerrando el año en 7%, lo que combinado con una leve depreciación de la moneda nacional (2,5%) implicaría una caída del TCR en el promedio del año (4,5%). Por otra parte, el **déficit fiscal** se reduciría, dado que no se repetirían los gastos extraordinarios de 2012, situándose en 1,8% del PIB. Así se prevé que en un año con un nivel de lluvias normal las empresas públicas mejoren sus resultados (fundamentalmente UTE) y se logre un superávit primario de 1,0% del PIB.

En **suma**, se espera que en 2013 las economías desarrolladas comiencen a transitar la senda de la recuperación económica resolviendo los principales problemas que enfrentan, fundamentalmente en el frente fiscal y de endeudamiento. En ese contexto tanto Uruguay como el conjunto de las economías emergentes crecerían, aunque a un ritmo menor que en años precedentes. De todos modos, los desajustes macroeconómicos volverían a estar en el foco de la política económica uruguaya.

INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2009-2013)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 (1) | 2013 (1) |
|---|--------|--------|--------|----------|----------|
| Economía internacional y regional | | | | | |
| PIB mundial (variación real anual, en %) | -0,6 | 5,1 | 3,8 | 3,3 | 3,6 |
| Comercio mundial (variación real anual, en %) | -10,4 | 12,6 | 5,8 | 3,2 | 4,5 |
| Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %) | -38,2 | 28,8 | 18,1 | 0,0 | -1,0 |
| Precio spot del petróleo Brent Europe (variación media anual, en %) | -36,6 | 27,4 | 40,9 | 1,0 | -1,0 |
| Tasa Libor en dólares a 180 días (en %) | 1,12 | 0,52 | 0,51 | 0,70 | 0,60 |
| Commodities primarios no petroleros (var. media anual, en %) | -15,7 | 26,3 | 17,8 | -9,5 | -2,9 |
| PIB Argentina (variación real anual, en %) (2) | 0,9 | 9,2 | 8,9 | 2,6 | 3,1 |
| PIB Brasil (variación real anual, en %) | -0,3 | 7,5 | 2,7 | 1,0 | 3,5 |
| Economía nacional | | | | | |
| PIB (variación real anual, en %) | 2,4 | 8,9 | 5,7 | 4,0 | 4,5 |
| PIB (millones de dólares) | 30.778 | 39.425 | 46.743 | 49.700 | 57.900 |
| Tipo de cambio (\$/US\$) (variación prom. dic-dic, en %) | -19,0 | 1,4 | 0,0 | -2,4 | 2,5 |
| Inflación (dic. a dic., en %) | 5,9 | 6,9 | 8,6 | 8,0 | 7,0 |
| Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (3) | -2,3 | -8,0 | -1,1 | -2,5 | -4,5 |
| Salario real (var. media anual, en %) | 7,3 | 3,3 | 4,0 | 4,2 | 4,0 |
| Tasa de desempleo (total país, prom. anual, en %) | 7,3 | 6,8 | 6,0 | 5,9 | 5,9 |
| Resultado en cuenta corriente (en % del PIB) | -1,2 | -1,9 | -2,8 | -3,5 | -3,0 |
| Resultado fiscal consolidado (en % del PIB) | -1,7 | -1,1 | -0,9 | -2,5 | -1,8 |
| Deuda bruta del sector público (en % del PIB) | 71,1 | 58,2 | 55,9 | 55,0 | 52,0 |

(1) Valores proyectados.

(2) Medición del PIB del INDEC.

(3) 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 el de la provincia de Santa Fe.

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