

TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA URUGUAYA (ABRIL DE 2008)¹

Durante 2007 la economía uruguaya continuó atravesando la fase expansiva del ciclo, y diversos factores seguirían impulsando este dinamismo en 2008. La persistencia de un contexto externo favorable permitiría que el PIB alcance un nuevo récord en 2007 (crecería 7,8% respecto al de 2006), apoyado tanto en la demanda interna como en la externa. Ello posibilitó que se alcanzaran los objetivos planteados en materia fiscal, aunque la inflación cerró el año (8,5%) apreciablemente por encima del rango meta establecido por el gobierno (4,5%-6,5%). Asimismo, el mercado de trabajo y los ingresos de los hogares continuaron mejorando, gracias al mencionado crecimiento de la economía y a la política económica y de empleo aplicada por el gobierno.

Se espera que en 2008 la economía uruguaya mantenga su fuerte dinamismo (crecería 7%), también apoyado en el incremento de la demanda externa e interna. Esta última sería liderada por el consumo impulsado por nuevos incrementos reales de salarios y por la expansión del empleo. En el ámbito productivo se registraría un fuerte impacto por la entrada en funcionamiento de la planta de Botnia y porque ANCAP retomó la actividad a pleno. En 2008 la inflación sigue siendo una amenaza al equilibrio macroeconómico, ya que las presiones derivadas de nuevos aumentos de la demanda, incremento de los costos salariales y nuevas alzas en los precios internacionales se mantendrían. No obstante, las mayores incertidumbres provendrían de la evolución de los mercados financieros internacionales. En efecto, la economía mundial se desaceleraría en lo que resta de 2008, como consecuencia del enlentecimiento de la economía estadounidense y su impacto en las principales economías del mundo. Así, de agudizarse el impacto de la crisis inmobiliaria estadounidense en la economía real de ese país, esto podría golpear más duramente en la economía mundial, comprometiéndose seriamente las posibilidades de rápido crecimiento de las economías emergentes, que se venía registrando hasta el momento.

Desempeño de la economía uruguaya en 2007

A raíz de los problemas del mercado inmobiliario estadounidense, desde mediados de julio de 2007 el **sistema financiero internacional** ha experimentado episodios cada vez más frecuentes de volatilidad e incertidumbre, lo que se exacerbó a partir de octubre. El riesgo de que esto desemboque en una crisis internacional de crédito y la preocupación por el impacto de una recesión en la principal economía del globo sobre el crecimiento mundial, parecen ser los mayores temores frente a la evolución de la economía mundial.

La **crisis inmobiliaria de Estados Unidos** repercutió más duramente hasta el momento en los mercados de capitales y crediticio. A efectos de frenar las caídas en los principales índices bursátiles de ese país, en los primeros meses de 2008 la Reserva Federal realizó importantes inyecciones de liquidez y sucesivos recortes en su tasa de interés de referencia, la cual pasó de 4,25% en diciembre de 2007 a 2,25% en marzo de 2008. Sin embargo, este recorte no parece haber afectado las tasas efectivas exigidas por las instituciones financieras para los préstamos interbancarios, que continúan en niveles más elevados que la tasa de referencia, conduciendo a un endurecimiento de las condiciones crediticias en Estados Unidos.

En este contexto, la riqueza de los estadounidenses se vio afectada negativamente, lo que repercutió en el consumo y empeoró las expectativas de los agentes. Así, en el cuarto trimestre de 2007 la economía estadounidense creció a una tasa interanual de 2,5%, alcanzando una tasa de expansión de 2,2% al cabo del año. Este crecimiento trimestral evidencia el enlentecimiento de esa economía ya que fue menor al registrado en igual trimestre del año precedente. Y es particularmente reducido dado que el punto de comparación fue un trimestre de crecimiento particularmente bajo en el año.

El comportamiento del mercado de trabajo en Estados Unidos también afectó negativamente al consumo y los indicadores de confianza de consumidores y empresarios, revelando el traslado de la crisis inmobiliaria hacia el sector real de la economía. En el cuarto trimestre de 2007 la tasa de desempleo continuó aumentando, ubicándose en diciembre en 5%, al tiempo que en

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de marzo de 2008, 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 31 de marzo de 2008.

los primeros meses de 2008 aumentaron las solicitudes de seguro de desempleo² y la creación de nuevos puestos de trabajo fue negativa.

Los problemas del mercado inmobiliario estadounidense también se trasladaron a las economías europeas, donde varias instituciones financieras presentaron dificultades en sus balances por estar relacionadas con activos de alto riesgo vinculados al mercado hipotecario estadounidense. Esto llevó a que las bolsas de valores de las principales economías de la zona del euro temblaran en paralelo con las fluctuaciones registradas en los índices bursátiles estadounidenses. Esto obligó al Banco Central Europeo (BCE) a intervenir en la economía, inyectando liquidez en los mercados y asegurando la disponibilidad de fondos para aquellas instituciones que presentaran problemas financieros. Sin embargo, a diferencia de la Reserva Federal, el BCE decidió privilegiar el objetivo de inflación y mantener incambiada la tasa de interés de referencia de la zona del euro, luego de haberla subido a 4% en junio de 2007.

En cuanto a la **región**, el debilitamiento relativo de la economía estadounidense no parece haberla afectado por el momento, y actualmente se encuentra en mejores condiciones para enfrentar *shocks* externos negativos. La mejora registrada en los principales indicadores macroeconómicos de la zona y la reducción de vulnerabilidades, en particular en lo que atañe al manejo de la deuda pública, posicionan a América Latina en una situación más favorable que en los noventa ante los problemas financieros internacionales y la posibilidad de un empeoramiento del contexto externo. De hecho, hasta ahora la crisis financiera internacional ha impactado en la región solamente en el ámbito de las bolsas de valores nacionales, y en el riesgo país y el tipo de cambio, sin que la economía real se vea afectada. En efecto, impulsada por la demanda interna, tanto de bienes de consumo como de inversión, la **economía argentina** se expandió 8,7% en 2007. Por su parte, en el mismo período, la **economía brasileña** aceleró su ritmo de crecimiento, creciendo 5,4%. Sin embargo, la situación de ambas economías frente a los posibles impactos de la crisis financiera internacional difiere: los indicadores de sustentabilidad externa de la economía brasileña señalan que se está en mejores condiciones para enfrentar contextos externos adversos; en tanto, en la economía argentina las cuentas públicas constituyen un punto vulnerable, puesto que una desaceleración del crecimiento mundial podría provocar una caída de las cantidades exportadas y/o de los precios percibidos por las mismas, lo que redundaría en un empeoramiento de las cuentas fiscales dado la dependencia de éstas de las detracciones a las exportaciones..

La **economía uruguaya** también mantuvo un vigoroso ritmo de crecimiento durante 2007. Aunque a la fecha de cierre del presente Informe no se dispone de la información de las Cuentas Nacionales, es posible afirmar que el ciclo expansivo continuó hasta el cuarto trimestre de 2007 sin mostrar signos de desaceleración, alcanzando un crecimiento estimado de 7,8% del PIB al cabo del año. Ello habría sido posible por el dinamismo de la demanda interna y las favorables condiciones externas, a pesar de que la inestabilidad financiera mundial fue en aumento a lo largo del año.

Aunque existieron restricciones de oferta agropecuaria, las **exportaciones** de bienes y servicios medidas en dólares presentaron un crecimiento de 17,7% al cabo de 2007. A su vez, el ingreso de turistas en el año se mantuvo estable, como consecuencia de la menor afluencia de turistas argentinos y el incremento de los restantes. Sin embargo, su mayor poder adquisitivo hizo que el ingreso de divisas por este concepto se incrementara en forma notable (36,2%). Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios también medidas en dólares, aumentaron 16,2%. De este modo, al cabo de 2007 la cuenta corriente presentó un déficit equivalente a 0,8% del PIB, al tiempo que el endeudamiento externo neto continuó disminuyendo y representó 27,6% del PIB.

La mejora en la actividad económica propició mejoras en el **mercado de trabajo** y, entre otros factores, el aumento en el ingreso de los hogares determinó que el consumo privado superara el máximo nivel del ciclo expansivo anterior (1998). El año 2007 fue excepcionalmente bueno desde el punto de vista de la demanda de trabajo que creció 2,6 puntos porcentuales. Se crearon más de 70.000 empleos que beneficiaron incluso a grupos de activos más vulnerables al desempleo, tales como mujeres y jóvenes. En este contexto, si bien la oferta de trabajo también se incrementó, el desempleo cayó a niveles históricamente bajos, situándose en 8,1% en el cuarto trimestre del año y 9,2% en el promedio.

2. En febrero el número de solicitudes fue el mayor desde setiembre de 2005.

Los ingresos de los hogares continuaron recuperándose en 2007, y en términos reales la media se incrementó 6,3% respecto a la de 2006. El salario real, medido a partir de la evolución del Índice Medio de Salarios Reales (IMSR), acumuló en promedio un incremento de 4,8% en igual período, como consecuencia del incremento de los salarios públicos y privados (5,2% y 4,5% respectivamente).

El crecimiento de la demanda interna y el incremento de precios de los alimentos –debido a factores climáticos adversos, en el caso de las verduras, o presionados por las alzas registradas en el ámbito internacional– derivaron en una variación del **índice de precios al consumo (IPC)** de 8,5% al cabo de 2007, dos puntos porcentuales por encima del rango meta establecido por el BCU (4,5% a 6,5%). Pese a la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y al enlentecimiento de la economía estadounidense, los precios de las *commodities* mantuvieron una fuerte tendencia creciente en 2007, y muchos de ellos alcanzaron e incluso superaron récords históricos. Para una economía como la uruguayana, intensiva en exportaciones de alimentos, la tendencia creciente de los precios internacionales de las *commodities* representó un estímulo para las actividades agroindustriales, al tiempo que se constituyó en un notable desafío a la hora de controlar una creciente inflación, dado el peso de los alimentos en la canasta de consumo.

Por otra parte, a diferencia de lo ocurrido en 2006, en todos los meses de 2007 la inflación considerada en años móviles se ubicó por encima del rango meta establecido por el BCU. Así, en el segundo semestre las autoridades económicas admitieron la imposibilidad de cumplir con el compromiso de meta de inflación para el año, proyectada entre 4,5% y 6,5%. A los efectos de revertir la tendencia alcista de precios el gobierno aplicó diversas medidas. En lo referente a la **política monetaria**, la misma tuvo un sesgo contractivo y se pasó de un régimen basado en el manejo de los agregados monetarios a otro que utiliza como variable operativa la tasa de interés *call* interbancaria.³ A su vez, se aplicaron medidas fiscales y subsidios que afectaron los precios administrados: reducciones de tarifas, subsidio del boleto urbano y suburbano, eliminación o reducción de algunos impuestos (ICOME, IMESI). Por otra parte, la apreciación del peso uruguayo (11,2%) contribuyó a controlar la aceleración de la inflación. Esta apreciación derivó de la política monetaria más restrictiva, pero también de la mayor afluencia de capitales al país y de la caída internacional del dólar a raíz de la inestabilidad de los mercados financieros internacionales y de las debilidades en el crecimiento de la economía estadounidense.

En este contexto de demanda creciente, el gasto público también fue un factor expansivo, puesto que en 2007 el gasto discrecional del gobierno central se expandió 13,7% en términos reales con respecto al año precedente. Si bien entre abril y noviembre de 2007 el resultado global del sector público fue superavitario, el año cerró con un déficit global equivalente a 0,4% del PIB, con lo cual el gobierno logró cumplir con la meta establecida en el programa financiero 2007, pese a tener un superávit primario de 3,3% del PIB (inferior al proyectado a comienzos del año). Ello fue posible por la reducción del gasto por concepto de intereses en relación al PIB que representó 3,7%. El deterioro en el resultado global del sector público en diciembre de 2007 fue consecuencia de una serie de gastos extraordinarios que se realizaron por única vez y de la recomposición de los *stocks* de petróleo de ANCAP, que conjuntamente representaron 0,8% del PIB.

Perspectivas para lo que resta de 2008

En lo que resta de 2008, **la economía mundial** se desaceleraría levemente como consecuencia del enlentecimiento de la economía estadounidense y su impacto en las principales economías del mundo. Así, el FMI proyecta un crecimiento mundial de 4,1% para este año. No obstante, de agudizarse el impacto de la crisis inmobiliaria de Estados Unidos en su economía real, ello podría afectar más duramente a la economía mundial, comprometiendo seriamente el rápido crecimiento de las economías emergentes registrado hasta el momento.

Actualmente existen dos escenarios posibles para la economía mundial. El primero plantea una recesión tenue en Estados Unidos, que impactaría levemente en las economías de la zona del euro y China, así como en las de América Latina. En este último caso el efecto sería más pronunciado en las economías más directamente relacionadas con Estados Unidos, como la

3. En setiembre la tasa de referencia se fijó en 5%, luego se elevó a 7% en octubre y a 7,25% en noviembre, permaneciendo estable a partir de esa fecha.

mexicana y las de Centroamérica, y mucho más leve en el resto de Latinoamérica. En este escenario, que hasta el momento es el que tiene mayor probabilidad de ocurrencia, los flujos comerciales internacionales no se verían prácticamente afectados, y por ende los precios de las *commodities* se mantendrían en niveles elevados, aunque detendrían su ascenso en lo que resta del año.⁴

El segundo escenario posible, de probabilidad aún baja pero creciente, considera una recesión mucho más fuerte en Estados Unidos, la cual impactaría duramente en las economías de la Eurozona y enlentecería de manera significativa el ritmo de crecimiento de la economía china. En este contexto, el comercio mundial se debilitaría y los precios de las *commodities* caerían, repercutiendo negativamente en las economías emergentes, y particularmente en las economías latinoamericanas.

En los primeros meses de 2008 la **economía argentina** continuó creciendo y se estima que al cabo del año el PIB se expanda 7,2%. El crecimiento de los precios internos medidos por la evolución del IPC alcanzaría a 9,5%, mientras que la cotización del dólar se ubicaría en diciembre en aproximadamente 3,18 pesos, por lo que la moneda local registraría una depreciación de 1,3%. La mediana de las expectativas de crecimiento de la **economía brasileña** para 2008 que publica el BCB se ubica en 4,5%. Los analistas privados esperan que la tasa de interés *Selic* se mantenga incambiada en lo que resta de 2008, cumpliéndose la meta de inflación para el año (4,5%). La cotización del dólar presentaría una menor tendencia descendente, y se ubicaría en 1,75 reales en diciembre, lo que resultaría en una apreciación del real respecto al dólar de aproximadamente 2%.

En este contexto internacional y regional, la **economía uruguaya** continuaría creciendo con apreciable dinamismo. Se estima que al cabo del año el PIB crecería significativamente (cerca de 7%),⁵ con lo que se completaría un cuatrienio de crecimiento inusualmente elevado, a pesar del deterioro en las condiciones de los mercados financieros internacionales. Este crecimiento estaría impulsado básicamente por la industria exportadora, que constituiría el principal motor de la economía, fundamentalmente por la actividad de Botnia y de la industria alimentaria, aunque también por otras divisiones de menor ponderación que registrarían un notable dinamismo. Asimismo, la continuidad de la recuperación del empleo (se crearían 35.000 nuevos puestos de trabajo) y de los salarios reales (4,7% en el promedio del año) impulsaría la demanda interna, que mantendría su dinamismo. La recuperación registrada en el crédito en 2007 se repetiría en 2008, y en particular se aceleraría el crédito inmobiliario, lo que contribuiría al crecimiento de la construcción, único sector que aún no logró alcanzar el nivel anterior a la crisis.

La expansión del **sector externo** en 2008 determinaría un crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios medidas en dólares de aproximadamente 19%, impulsadas tanto por las ventas externas de bienes –en las cuales repercutiría fundamentalmente la recuperación de la industria frigorífica y el fuerte crecimiento de las de pasta de celulosa– como por las de servicios, con una nueva expansión de los ingresos de divisas por turismo. Las importaciones de bienes y servicios volverían igualmente a incrementarse en todos sus rubros (16%), dadas las necesidades del país tanto de materias primas como de bienes de capital, demanda que derivaría de la mayor actividad económica. Esta evolución implicaría un déficit en cuenta corriente de alrededor de 1% del PIB al cabo del año.

En lo que refiere a la **política económica**, en un contexto internacional menos favorable y con mayores presiones internas en materia salarial y de gastos, el gobierno deberá mantener la disciplina fiscal y realizar un manejo ajustado de los instrumentos monetario-financieros y salariales. Desde el ámbito **monetario**, dado que los salarios reales volverían a incrementarse (4,7%) y que los precios internacionales crecerían en el promedio del año, tanto el del petróleo (28%) como el del resto de las *commodities* (8%), los esfuerzos del BCU se orientarán a contrarrestar estas presiones provenientes del ámbito externo e interno de forma de encauzar

4. Sin embargo, hay que tener en cuenta que los precios de las *commodities* crecieron en los primeros dos meses del año, de manera que aún cuando no sigan aumentando, se registraría un incremento en los precios en 2008 en relación a los exhibidos en 2007. Además, dado que las *commodities* se han vuelto un activo financiero atractivo en el actual contexto de crisis bursátil, sus precios están sujetos a una mayor volatilidad.

5. Corresponde aclarar que este pronóstico se realizó tomando la estructura sectorial del PIB del año 1983, año base de las Cuentas Nacionales hasta el momento. Si el BCU introdujera un cambio metodológico que modifique el año base podría cambiar considerablemente la mencionada estimación, además del nivel y estructura de la mayoría de las variables en consideración.

la inflación de 2008 al nuevo rango meta (3% a 7%). Es probable que el gobierno adopte medidas fiscales similares a las de 2007 para contrarrestar el impacto de estas presiones en el IPC. Pese a ello la inflación se mantendría relativamente elevada (7%) y la política monetaria continuaría siendo contractiva. Asimismo, se espera que el peso se aprecie respecto al dólar (5%), lo que impactaría positivamente en la inflación, pero negativamente en la competitividad de la economía medida a través del tipo de cambio real: mientras que en promedio en 2007, considerando precios minoristas, el tipo de cambio real cayó 1,7%, en 2008 la caída promedio sería mayor: 8%.⁶

En **materia fiscal**, se estima que continuará la expansión del gasto público, aunque el resultado del sector público sería menos deficitario que el de 2007 debido a la continuidad del crecimiento de la actividad económica. De esta forma, el resultado global de 2008 sería un déficit de 0,2% del PIB, compuesto por un superávit primario equivalente a 3,3% del PIB y un gasto por concepto de intereses de 3,5% del PIB.

Por último, en materia de **reformas estructurales**, en los primeros meses de 2008 comenzó a implementarse el nuevo sistema de salud y existieron algunos avances en la reforma del Estado. En lo que resta del año se buscará consolidar algunas de las reformas de gran importancia económica (como la tributaria y del sistema de salud) e implementar otras que aún siguen pendientes. A pesar de que se reducen los márgenes para lograr la aprobación de varias de las reformas en proceso, el gobierno espera que se logren avances sustantivos en algunas áreas clave: educación, seguridad social y la reforma del BCU. Finalmente, se espera llevar a cabo las reformas previstas del BHU y la Dirección General de Aduanas.

Sin embargo, es preciso señalar que en el caso de un **escenario de mayor deterioro** de las condiciones internacionales (aunque esta posibilidad tiene baja probabilidad en la situación actual), el crecimiento de la economía uruguaya se vería afectado a la baja, debido fundamentalmente al impacto negativo del debilitamiento de las exportaciones, a los efectos adversos que ello causaría en las economías de Argentina y Brasil y al significativo empeoramiento de las expectativas de los agentes internos.

INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2004-2008)					
	2004	2005	2006	2007 (1)	2008 (1)
Economía internacional y regional					
PIB mundial (variación real anual, en %)	5,3	4,4	5,0	4,9	4,1
Comercio mundial (variación real anual, en %)	10,8	7,5	9,2	6,6	6,7
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	33,6	36,5	16,6	9,5	28,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	1,8	3,8	5,3	5,3	2,5
Commodities primarios no petroleros (var. media anual, en %)	18,5	10,3	28,4	16,0	8,0
PIB Argentina (variación real anual, en %)	9,0	9,2	8,5	8,7	7,2
PIB Brasil (variación real anual, en %)	5,7	3,0	3,7	5,4	4,5
Economía nacional					
PIB (variación real anual, en %)	11,8	6,6	7,0	7,8	7,0
PIB (millones de dólares)	13.216	16.830	19.357	23.100	30.000
Depreciación (dic. a dic., en %)	-9,2	-11,0	3,4	-11,2	-5,2
Inflación (dic. a dic., en %)	7,6	4,9	6,4	8,5	7,0
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	-0,6	-11,2	-0,4	-1,7	-8,0
Salario real (var. media anual, en %)	-0,1	4,6	4,3	4,8	4,7
Tasa de desempleo (total del país, prom. anual, en %)	-	-	-	9,2	8,5
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	0,0	0,3	-2,3	-0,8	-1,0
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	-2,0	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2
(1) Valores proyectados.					
(2) Variación media anual calculada a partir de la inflación minorista de Uruguay y de sus socios comerciales.					
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.					

6. Si lo calculamos considerando las proyecciones de inflación de la Universidad Torcuato di Tella en lugar de las del Ministerio de Economía de Argentina, en 2007 la pérdida de competitividad fue de 1,1%, y la esperada para 2008 estaría en el entorno de 6%.