

Contenido

1. Un balance de la economía uruguaya a un año de la crisis internacional.....1

2. Los impactos de la crisis y las asignaturas pendientes.....2

Realizado por CInve – Centro de Investigaciones Económicas

Equipo Técnico:

Gabriel Oddone, Bibiana Lanzilotta, Cecilia Llambí y Alfonso Capurro

Colaboradores:

Guillermo Carlomagno, Leticia Piñeyro, Fiorella Pizzolon, Tatiana Rosá y Gonzalo Zunino.

Fecha de elaboración:
31 de julio de 2009

1. UN BALANCE DE LA ECONOMÍA URUGUAYA A UN AÑO DE LA CRISIS INTERNACIONAL

El violento deterioro del contexto internacional observado desde mediados de 2008 y la posibilidad cada vez más cierta de que la economía mundial atravesara una de las crisis más severas de la historia moderna configuraban un escenario amenazante para economías pequeñas, abiertas y dolarizadas como la uruguaya, que todavía mantiene latentes los recuerdos de la última crisis financiera ocurrida a comienzos de esta década. Características casi estructurales como la vulnerabilidad externa, la fragilidad fiscal, la dolarización financiera y la volatilidad macroeconómica habían derivado en el pasado en crisis económicas con profundos costos económicos y sociales, como las crisis de 1982 y la de 2002. Los acontecimientos ocurridos en la actual crisis internacional sugieren que la economía uruguaya sufriría un ajuste cíclico comparable al del resto del mundo. Sin embargo, desde la perspectiva uruguaya, el impacto sería muy reducido en comparación a las crisis antes mencionadas.

Pese a estar transitando una de las crisis mundiales más profundas del último siglo, los equilibrios macroeconómicos de Uruguay saldrían bien parados de esta instancia. Naturalmente, esta crisis no será gratis y tendrá sus consecuencias sobre el crecimiento, sobre el empleo, sobre las ganancias de las empresas y sobre los equilibrios fiscales. De todos modos, el hecho de sobrevivir a esta crisis global con equilibrios macro relativamente ordenados constituye un avance cualitativo relevante respecto a la historia económica uruguaya. La discusión sobre cuánto de esta mejora es mérito de las virtudes de las últimas administraciones de gobierno o cuanto es atribuible al favorable entorno económico de los últimos años está más presente que nunca de cara a las próximas elecciones. Independientemente de esta discusión, el hecho relevante es que la incertidumbre macroeconómica casi permanente que amenazó la economía uruguaya durante las últimas décadas y que constituía un obstáculo para el progreso económico y social, hoy parece haber sido “superada”.

Desde el punto de vista económico, la menor incertidumbre macroeconómica contribuye a generar un entorno más estable, más previsible y más adecuado para tomar decisiones de inversión de largo plazo. Desde el punto de vista político, la “tranquilidad” macroeconómica deja lugar para atender temas de agenda de política económica históricamente postergados por las emergencias macro, aunque no por eso menos importante. En este informe se realiza un balance de la situación macroeconómica de Uruguay y se esbozan algunos desafíos de política económica que entendemos deberá encarar la próxima administración de Gobierno.

2. LOS IMPACTOS DE LA CRISIS Y LAS ASIGNATURAS PENDIENTES

Como era lógico esperar, los primeros impactos de la crisis se observaron en las variables externas: las exportaciones medidas en dólares sufrieron una caída del orden del 20% entre julio de 2008 y febrero de 2009, tanto por una reducción de los precios como por una contracción del volumen exportado. Las importaciones de bienes también se contrajeron en la segunda mitad de 2008, reflejando una menor demanda por bienes de consumo (especialmente bienes durables), bienes de inversión e insumos intermedios utilizados en la producción industrial. Los datos del segundo trimestre de 2009 dan cuenta de un repunte de las exportaciones impulsada por rubros agrícolas como la soja y el arroz. El repunte de los precios internacionales observado desde el pasado mes de marzo, impulsados por una mejora en los mercados financieros y por un aumento de la demanda china configuran un mejor clima por los sectores exportadores de alimentos para los próximos meses.

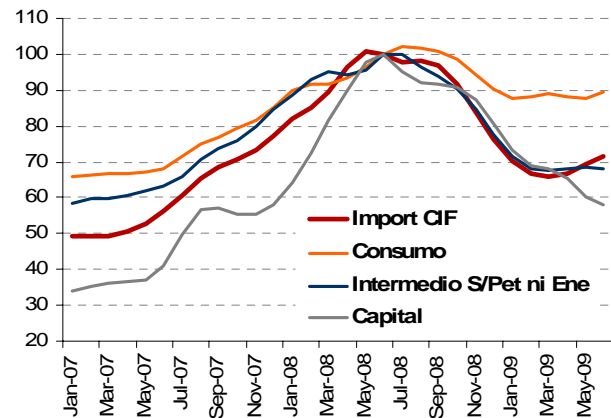
Exportaciones de bienes en Dólares
(millones de USD)



Fuente: BCU, Instituto Uruguay XXI y estimaciones propias

Por otra parte, en los tres últimos meses se ha observado cierta estabilidad de las importaciones, e incluso en aumento impulsado por la suba reciente del precio del petróleo. Las compras de insumos intermedios que utiliza la industria para la producción (sin petróleo ni energía eléctrica) han detenido su descenso, sugiriendo un detenimiento en la caída de la producción industrial.

Importaciones de bienes en Dólares
(serie desestacionalizada, Junio 2008=100)



Fuente: estimaciones propias en base a datos de BCU

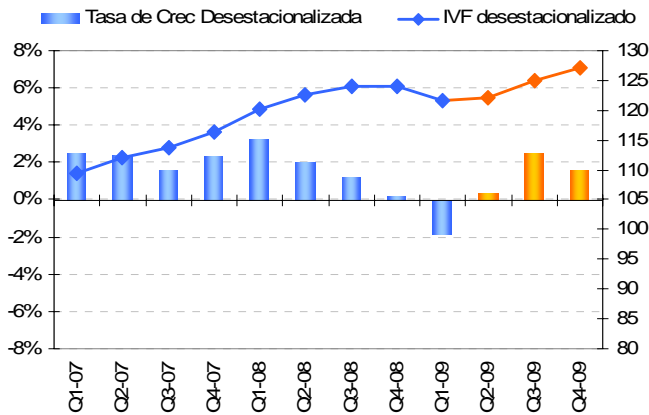
Los datos oficiales de actividad divulgados por el Banco Central del Uruguay señalan que la economía se desaceleró fuertemente en los dos últimos trimestres de 2008, aunque siguió registrando tasas de crecimiento positivas. Posteriormente, en el primer trimestre del año la actividad se contrajo 1,8% respecto al trimestre inmediato anterior (debidamente ajustado por factores estacionales)¹, lo que marca el primer trimestre de caída luego de 19 períodos consecutivos de crecimiento.

Nuestras proyecciones de actividad para el resto de 2009 sugieren que la economía permanecería estancada en el segundo trimestre y retomaría el crecimiento a un ritmo moderado en la segunda mitad del año. De esta forma, la economía uruguaya crecería 0,7% en 2009 y 2,2% en 2010. Si bien el 2009 cerraría con un registro promedio anual positivo, estos guarismos implican una fuerte desaceleración respecto al último quinquenio, en el que la economía creció a un ritmo promedio anual de 6,7%. Esto implica que la economía uruguaya sufriría un ajuste cíclico de magnitud similar al de

¹ Cabe destacar que el dato oficial del BCU muestra una caída desestacionalizada de 2,9% en el primer trimestre. Nuestra estimación de los componentes no observables del PIB (tendencia, ciclo, estacionalidad), teniendo en cuenta los efectos calendario como la pascua, se realizó mediante modelos estructurales de series temporales (Harvey, 1989).

la economía mundial, que registrará este año una contracción de 1,4% según el FMI, unos 6 puntos por debajo del promedio de los últimos años.

PIB – IVF (2005=100) y crecimiento trimestral desestacionalizado.



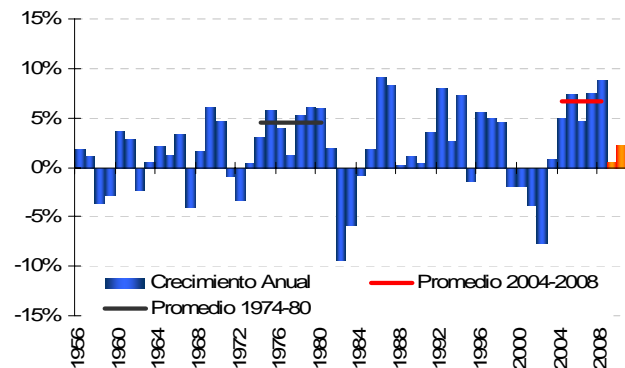
Fuente: estimaciones propias y BCU

Este escenario de actividad económica asociado a una crisis internacional que sería menos duradera de lo que se especulaba a comienzos de 2009 también despeja algo de incertidumbre sobre la evolución del mercado laboral. Los últimos datos han mostrado un repunte moderado de la tasa de desempleo respecto a los mínimos históricos de 7% alcanzados a finales de 2008. Posiblemente los problemas de empleo durante esta crisis se mantengan acotados a aquellos sectores exportadores que han sufrido “bloqueos” de demanda externa, como la producción de cueros, los textiles, las autopartes y algunos rubros forestales. Nuestras proyecciones sugieren que la tasa de desempleo aumentaría 2 puntos en el correr de 2009 y cerraría este año por debajo del 10%, en tanto que se mantendría estable durante 2010. A esta altura también podría afirmarse que el costo de esta crisis en términos de empleo será relativamente reducido, sobre todo si se lo compara con la crisis de 2002, cuando la tasa de desempleo llegó a ubicarse en valores cercanos al 20%.

Un aspecto que ha sido crucial en oportunidad de esta crisis externa y distintivo respecto al episodio de finales de los '90 es la flexibilidad de la política cambiaria, que permitió absorber el shock externo vía corrección de precios relativos, mitigando el

impacto real de la contracción de la demanda externa. Acompañando la tendencia internacional del dólar, la moneda uruguaya se depreció 30% entre agosto y diciembre de 2008, permitiendo a los sectores exportadores licuar el costo de la mano de obra medido en dólares y compensar el descenso de precios internacionales.

Crecimiento de Largo Plazo (% real anual)



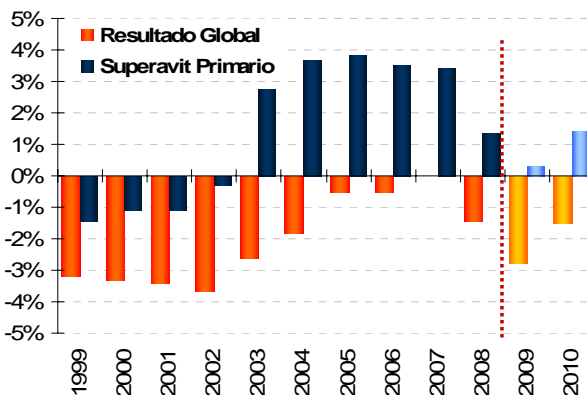
Fuente: estimaciones propias y BCU

La flexibilidad cambiaria de este último período es sin duda un aspecto positivo para la economía uruguaya, ya que la dolarización financiera y de transacciones había operado en el pasado como una restricción a la corrección de precios relativos, tanto por sus efectos sobre la inflación como por sus efectos de hoja de balance sobre empresas, familias y sobre el sector público.² Esta flexibilidad cambiaria que operó a la postre como un mecanismo de ajuste exitoso constituye un avance importante con respecto al manejo macroeconómico en la crisis anterior. Uno de las lecciones aprendidas de la crisis desatada a fines de los '90 es que mantener precios relativos desarbitrados respecto a nuestros socios comerciales por mucho tiempo puede derivar en una macrodevaluación tardía, desordenada y costosa como la de 2002. La demora en procesar el ajuste de precios relativos a finales de los '90 no logró evitar profundos efectos de hoja de balances y derivó en altos costos de empleo y actividad económica, con severas consecuencias económicas y sociales.

² Cabe destacar que el 55% de los créditos bancarios, el 80% de los depósitos en el sistema bancario, y el 65% de la deuda pública bruta están denominados en moneda extranjera, en su mayoría dólares.

La vulnerabilidad fiscal, que operó en otros episodios del pasado como una fuente de expansión de los shocks iniciales que recibió la economía, en esta oportunidad no parece ser fuente de incertidumbre. Si bien el resultado fiscal global ha mostrado un deterioro importante en los últimos años, la magnitud del desequilibrio combinado con un adecuado perfil de vencimientos de la deuda pública aporta cierta tranquilidad. Luego de cerrar un año 2007 prácticamente balanceado, la combinación de dos crisis energética en 2008 y 2009 (que impacta en las cuentas pública vía un deterioro del resultado de UTE y ANCAP) y un incremento del gasto primario que no fue acompañado debidamente por un aumento de la recaudación fueron erosionando progresivamente el resultado fiscal, que cerró 2008 con un déficit de 1,4% del PIB y alcanzaría en 2009 (año electoral) un desbalance de 2,8% de acuerdo a nuestras estimaciones. De acuerdo a información divulgada por la Oficina de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas, desembolsos de organismos multilaterales por 1660 millones de dólares y emisión de bonos locales por 370 millones de dólares en 2009 y 2010 cubren casi en su totalidad la brecha de financiamiento de los próximos dos años. Este tema que ha sido destacado en ediciones anteriores de este informe como uno de los principales desafíos macroeconómicos también parece en buena medida superado.

Resultado del Sector Público (% del PIB)

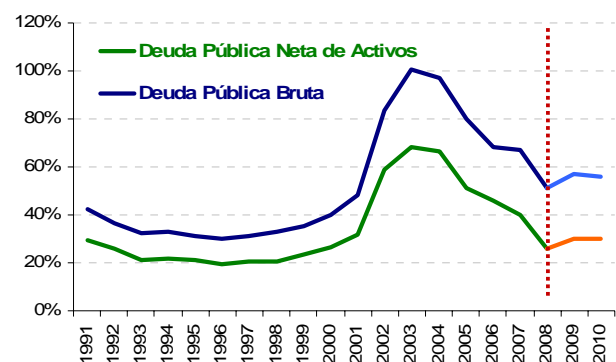


Fuente: estimaciones propias, MEF y BCU

Pese a tener casi cubiertas las necesidades de fondos, cabe resaltar que el deterioro fiscal de los dos

últimos años es importante, sobre todo en comparación con la situación 2007. De todos modos, en la medida que entendemos que se trata de un déficit transitorio, no deberían generar preocupación sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Más aún si se tiene en cuenta que la deuda pública neta de activos representa el 26% del PIB (la deuda bruta alcanza el 51% del PIB) y las amortizaciones de deuda para el próximo quinquenio no superan en ningún caso los 700 millones de dólares anuales. De todos modos, la próxima administración de Gobierno que comienza en marzo de 2010 deberá ser especialmente cuidadosa con el manejo del gasto hasta que se consolide una mejora de la recaudación en un contexto de recuperación económica, y evitar de esta forma que se consolide un desbalance en principio transitorio como el ocurrido en 2008 y 2009.

Deuda Pública (% del PIB)



Fuente: estimaciones propias, MEF y BCU

Finalmente, la fragilidad del sistema financiero, que también ha sido fuente de vulnerabilidades en el pasado y que constituyó uno de los primeros canales de contagio globales de esta crisis, en el caso de Uruguay tampoco operó como un factor generador de inestabilidad en los últimos meses. En primer lugar, porque el mercado de capitales es casi inexistente en Uruguay, por lo que la primera ronda de contagio financiero que sufrieron la mayoría de los países vía restricciones de liquidez en los mercados de capitales, en Uruguay pasó prácticamente desapercibido para las empresas locales, no así para las compañías de carácter global que se financian en el exterior.

Adicionalmente, la economía se recuperó con escasa participación del sistema bancario luego de la crisis de 2002. De hecho, los créditos vigentes del sistema bancario, que llegaron a representar algo más del 50% del PIB a finales de los '90, desde el año 2003 se han mantenido en torno a 25% del Producto. Por otra parte, una de las fuentes generadoras de inestabilidad en la crisis del 2002 fue la fuerte exposición del sistema bancario a los créditos de no residentes, que en 2001 representaban casi la cuarta parte del total, en su mayoría concedidos a firmas argentinas. Desde la crisis 2002, la importancia de los créditos a no residentes ha disminuido en forma progresiva y representa en la actualidad el 1% del total, aislando de esta forma al sistema financiero de los problemas crediticios de economías vecinas. Por otra parte, los créditos totales al sector no financiero representan en la actualidad menos del 30% de los activos totales, por lo que el sistema mantiene una posición de elevada liquidez. En definitiva, el hecho de tener un mercado de capitales apenas desarrollado y un sistema bancario que no ha crecido en los últimos años determinan que el canal financiero de la actual crisis mundial no sea tan relevante como el contagio por los canales comerciales y reales. Esto es una diferencia importante en comparación con países desarrollados y algunos emergentes, que se han visto severamente afectados por las restricciones de liquidez en economías altamente dependientes del crédito.

En síntesis, pese a estar transitando una de las crisis mundiales más profundas del último siglo, los equilibrios macroeconómicos de Uruguay saldrían bien parados de esta instancia. Naturalmente, esta crisis no será gratis y tendrá sus consecuencias sobre el crecimiento, sobre el empleo, sobre las ganancias de las empresas y sobre los equilibrios fiscales. De todos modos, el hecho de sobrevivir a esta crisis global con equilibrios macro relativamente ordenados constituye un avance cualitativo relevante respecto a la historia económica reciente. La discusión sobre cuánto de esta mejora es mérito de las virtudes de las últimas administraciones de gobierno o cuanto es atribuible al favorable entorno económico de los últimos años está más presente que nunca de cara a las elecciones presidencia-

les de octubre. Independientemente de esta discusión, el hecho relevante es que la incertidumbre macroeconómica casi permanente que amenazó la economía uruguaya durante las últimas décadas y que constituía un obstáculo para el progreso económico y social, hoy parece haber sido “superada”.

Lejos de conformarse con estos logros, es necesario seguir trabajando para consolidar este escenario macroeconómico más estable ya que aún quedan muchas tareas pendientes. Pero al mismo tiempo, esta “tranquilidad” deja lugar para atender temas de agenda de política económica históricamente postergados por las emergencias macroeconómicas. Entre estos temas postergados, pero no por eso menos importante, se encuentran la reforma del estado que permita un funcionamiento económico más eficiente, la mejora de la red de energía e infraestructura que permita al país mantener altas tasas de crecimiento como en el último quinquenio, la mejora continua del clima de negocios que consolide a Uruguay como un destino atractivo de IED, la reforma del sistema de educación que devuelvan a nuestro país el estándar educativo que supo ostentar a principios del siglo XX y la mejora en el diseño de los mecanismos de protección social que solucionen los problemas de pobreza y exclusión social que sufre nuestro país y que no se corresponden con los valores de la sociedad uruguaya. Estos temas deberán ser abordados por la próxima Administración de Gobierno. La prioridad por atacar cada uno de estos temas y las soluciones implementadas dependerán de las prioridades políticas del gobierno electo en octubre/noviembre. El éxito a la hora de resolver estos desafíos de política económica serán determinantes en la trayectoria económica de Uruguay en el mediano plazo.