

# TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA URUGUAYA (JULIO DE 2006)<sup>1</sup>

## **1. Evolución en los primeros meses de 2006: se mantiene el dinamismo productivo**

En los meses transcurridos de 2006 la **economía mundial** continuó creciendo vigorosamente. Inclusive algunas regiones cuyo crecimiento se había desacelerado levemente en el último trimestre de 2005, revirtieron esa tendencia. La evolución de los precios del petróleo, la presión que éstos ejercen sobre la inflación y los desequilibrios macroeconómicos globales –el creciente déficit en cuenta corriente de Estados Unidos en oposición a los significativos superávits en cuenta corriente de los países asiáticos– siguen siendo las principales amenazas a la continuación de la expansión de la economía mundial, más allá de 2006.

La inflación global siguió a los precios del petróleo, pero la inflación subyacente<sup>2</sup> permaneció contenida en la mayoría de las regiones. Así, luego de haber descendido en el primer trimestre del año en la mayor parte del mundo, la inflación global volvió a crecer a partir de abril, reflejando nuevamente el incremento de estos precios.

Las tasas de interés administradas continuaron siendo el mecanismo utilizado por la mayoría de los gobiernos para mantener la inflación bajo control. Aunque gradual, el incremento de las tasas de interés, comenzó a generar incertidumbre en los mercados financieros y entre los analistas, que intentan determinar hasta qué nivel continuarán creciendo. En particular, la evolución de la inflación estadounidense y las expectativas de nuevas alzas de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal generaron una fuerte inestabilidad y apreciables caídas de las principales bolsas de valores del mundo. Ello también repercutió en nuestro país, provocando un crecimiento sustancial del riesgo-país. El mismo superó los 300 puntos básicos al finalizar junio, lo que supuso el nivel más alto del año, con un incremento de alrededor de 85 puntos básicos con respecto al reducido valor de abril.

Los precios de las *commodities* continuaron creciendo y se encuentran muy por encima de sus niveles históricos. El precio del crudo y el de los metales, aunque por razones distintas, lideran este proceso alcista.

En lo que respecta a la **región**, la actividad económica en Argentina continuó creciendo a buen ritmo en el primer trimestre de 2006. Destaca el dinamismo que la inversión bruta interna fija continúa registrando (22,8%). La evolución reciente de la inflación estaría mostrando cierta efectividad de la política de control de precios del gobierno. El peso argentino se mantuvo relativamente estable en los primeros cinco meses del año, aunque acumuló una depreciación de 5,6% en los últimos doce meses terminados en mayo.

Por su parte, la actividad económica en Brasil se dinamizó en el primer trimestre del año. Después de haber crecido apenas 2,3% en 2005, registró un incremento interanual de 3,4% en el primer trimestre de 2006. Ello fue posible gracias a la mayor flexibilización de la política monetaria –el Banco Central de Brasil disminuyó la tasa de interés de referencia (*Selic*), lo que estimuló la inversión– y al contexto político más distendido en el entorno político, debido a que la grave crisis política que se desató en 2005 estaría llegando a su fin. La mencionada inestabilidad del contexto financiero internacional iniciada en mayo provocó la devaluación del real, un incremento del riesgo-país y una caída de la bolsa de valores de San Pablo (BOVESPA). Se estima que la incertidumbre persistirá hasta la próxima reunión de la Reserva Federal en agosto.

Así, aunque algunos factores empeoraron respecto a 2005, el contexto externo continuó siendo predominantemente positivo para la economía uruguaya. En ese marco, la **actividad econó-**

---

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de junio de 2006, 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](http://www.iecon.ccee.edu.uy)).

2. Evolución de los precios al consumo que excluye los alimentos frescos y los combustibles.

**mica** continuó creciendo en el primer trimestre de 2006, lo que permitió alcanzar un nuevo récord histórico. En comparación con igual período del año anterior el Producto Interno Bruto (PIB) se incrementó 7,2%, aunque corregido por el “efecto Pascua” y otros componentes irregulares, el crecimiento habría sido algo menor. La actividad de todos los sectores productivos se incrementó respecto al primer trimestre del año pasado, a pesar del déficit hídrico que afectó al país y del conflicto por la instalación de las plantas de celulosa. No obstante, en términos desestacionalizados, la del sector agropecuario y la del de electricidad, gas y agua se redujeron.

Tanto la **demand**a interna como la externa se incrementaron respecto a los primeros tres meses de 2005. El consumo y la inversión continuaron recuperándose, aunque la inversión lo hizo más intensamente (5,2% y 32,9% respectivamente). Por su parte, las importaciones de bienes y servicios continuaron creciendo en términos reales (12,7%).

El crecimiento del **consumo** se debió básicamente al moderado aumento del **empleo** y de los ingresos de los hogares, particularmente los salarios, tanto públicos como privados. En el primer trimestre de 2006 la tasa de empleo aumentó en una décima de punto porcentual,<sup>3</sup> lo que representaría la creación de algo más de 5.300 puestos de trabajo respecto al último trimestre de 2005. Si se compara la tasa media de empleo de los doce meses culminados en marzo de 2006 con el mismo período de 2005, se aprecia una moderada recuperación (1,3%). Al mismo tiempo, y como consecuencia de la implementación de los Consejos de Salarios y de la mayor fiscalización, continuó reduciéndose la informalidad en el mercado de trabajo, lo que derivó en el significativo aumento del número de cotizantes privados al BPS: en el primer cuatrimestre del año hubo 121.000 personas más que en igual período del año anterior. Por otra parte, el salario real acumuló un incremento medio de 5,5% en los cuatro primeros meses del año, respecto a igual período del año anterior.

La evolución de la tasa de empleo y la mejora de los salarios reales en el sector privado determinaron el crecimiento de la tasa de actividad a partir del trimestre julio-setiembre de 2005. En los doce meses culminados en marzo de 2006 la misma se recuperó 0,9% en comparación con igual período de 2005. Como resultado del incremento de la tasa de actividad y del modesto aumento de la tasa de empleo, la tasa de desempleo tendió a estancarse, situándose en 12,6% para el total del país en el primer trimestre del año (198.600 desocupados en promedio).

La inversión fue el componente más dinámico de la demanda. Destaca el comportamiento de la **inversión fija pública**, que se duplicó. La misma constituyó uno de los mayores factores expansivos del gasto público. Ello fue posible gracias al mayor crecimiento de los ingresos del sector público, que permitió obtener un resultado fiscal prácticamente equilibrado.

La **situación fiscal** del primer cuatrimestre de 2006 muestra una clara mejora con respecto a igual período de 2005 y supera ampliamente las estimaciones previstas en la Ley de Presupuesto 2005–2009. El peso de los intereses continuó reduciéndose y pasó a representar 4,3% del PIB. Dado que el superávit primario alcanzó 4,1% del PIB, el déficit global medido por encima de la línea<sup>4</sup> fue de apenas 0,2% del PIB en el año móvil finalizado en abril. El déficit habría continuado financiándose mayormente mediante la emisión de títulos públicos.

Sin embargo, a pesar de que el crecimiento del gasto público resultó ser un factor expansivo de la demanda agregada, el mayor aumento de la presión tributaria, como consecuencia del incremento de los ingresos fiscales, compensó este efecto.

La **inversión privada**, por su parte, fue menos dinámica que la pública, aunque mantuvo elevadas tasas reales de crecimiento (19,6% en el primer trimestre). Este crecimiento fue posible gracias al autofinanciamiento y al financiamiento del exterior, ya que el crédito bancario interno continuó prácticamente estancado.

En los cinco primeros meses de 2006 el **stock** de **crédito bancario** otorgado al sector privado expresado en dólares se mantuvo prácticamente constante, ya que apenas creció 0,4%. El escaso dinamismo del crédito bancario está asociado, entre otros factores, al creciente peso que siguen teniendo los depósitos a la vista en el total (68,3%). Por otra parte, el **stock** de de-

---

3. El INE realizó en 2006 cambios metodológicos relevantes en la Encuesta Continua de Hogares, por lo que los datos publicados no serían comparables con los de un año atrás. Estas proyecciones se basan en modelos propios que permiten el empalme de las series actuales con las anteriores.

4. Considera los ingresos y egresos con criterio caja y no tiene en cuenta el resultado de los gobiernos departamentales

pósitos del sector privado en el sistema bancario medido en dólares corrientes se incrementó 5%.

El comportamiento del sector financiero privado mejoró en el transcurso del año. El indicador de morosidad mejoró levemente con respecto al cierre de 2005. Si bien la liquidez de la banca privada descendió, esta disminución fue leve, mientras que la solvencia mejoró significativamente. En este resultado influyó la aplicación de normas más estrictas por parte del BCU con el objetivo de fortalecer al sistema financiero. Ello significó mayores exigencias, con la consiguiente restricción de crédito, en un marco en el que los demandantes de créditos se encuentran altamente endeudados.

Por otra parte, aún persisten algunas consecuencias de la crisis de 2002, que no permiten la completa consolidación del sistema financiero. En este marco, los hechos más relevantes en el transcurso del año fueron la suspensión de actividades de COFAC y su próxima venta al BANDES de Venezuela y la concreción de la venta del Nuevo Banco Comercial.

El incremento de la actividad económica se vio también reflejado en el crecimiento de las **importaciones**. La alta dependencia de la economía uruguaya de los productos importados y los elevados precios del petróleo fueron las principales causas del incremento de estas compras. Las mismas provinieron principalmente del Mercosur, desde donde se incrementaron, aunque también aumentaron las provenientes de los restantes orígenes. Las compras de bienes de capital fueron las que más crecieron, aunque también lo hicieron las de bienes de consumo y bienes intermedios. Entre estos últimos, los bienes energéticos tuvieron la mayor incidencia.

Como se mencionó, el otro factor que favoreció el crecimiento económico fue la expansión de la **demanda externa**. El incremento de las exportaciones de bienes fue resultado de la reorientación de las mismas: cayeron las dirigidas a los países del NAFTA (9,3%) y aumentaron a los del Mercosur (23,4%), así como a los restantes destinos. El principal producto exportado continuó siendo la carne vacuna, seguida de las manufacturas del cuero y los productos textiles. Sin embargo, el saldo de la balanza comercial acumulado en los cuatro primeros meses del año fue negativo, debido a que las importaciones registraron nuevamente un mayor dinamismo (25,3%) que las exportaciones (14,5%).

En lo que se refiere a exportaciones de servicios, el número de turistas ingresados al país cayó en el período enero-mayo de 2006 con respecto a igual período de 2005 (7,1%), básicamente como consecuencia del descenso del ingreso de turistas argentinos. No obstante, el ingreso de divisas en enero-marzo de 2006 se mantuvo estable, mientras que el egreso de divisas debido al turismo emisor cayó significativamente (54,8%) en el mismo período.

La **competitividad** de los productos uruguayos (medida a través del tipo de cambio real) comenzó a mejorar en 2006, luego de haber caído 10% durante 2005, y en el promedio de los cinco primeros meses del año aumentó 3,4% con respecto a diciembre de 2005. Ello se debió en parte, a la **política monetaria** del Banco Central del Uruguay (BCU), que intervino en el mercado cambiario básicamente en los tres primeros meses del año, permitiendo revertir la tendencia a la baja que registró el dólar durante casi todo 2005.

En este sentido, las autoridades del BCU ratificaron la vigencia del régimen de agregados monetarios cuyo objetivo final es lograr la estabilidad de precios. Asimismo, en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) del BCU, se ratificó el objetivo de inflación anual en un rango de 4,5% a 6,5% aunque se extendió el plazo a los próximos 18 meses (diciembre de 2007) y se proyectó un crecimiento de los medios de pago (M1) de 18%.

La base monetaria se expandió 3.248 millones de pesos en los doce meses finalizados en mayo, cifra que representa un incremento de 28,3% respecto al *stock* de base monetaria de fines de mayo de 2005. Como es usual, el principal factor expansivo fue la compra neta de moneda extranjera y el principal factor contractivo fue la colocación de instrumentos de regulación monetaria. En los primeros cinco meses de 2006, los activos de reserva del BCU aumentaron 207 millones de dólares y ascendieron a 3.285 millones de dólares al finalizar mayo.

En este contexto, la inflación, medida por la evolución del **Índice de precios al consumo** (IPC), creció en los primeros cinco meses de 2006 a tasas superiores a las registradas en 2005 (acumuló una suba de 3,6% en ese período). Si se consideran los doce meses finalizados en mayo, la inflación se ubicó en 6,6%, porcentaje que se encuentra dentro del rango de inflación establecido por el BCU para ese momento del año (5% a 7%). Por su parte, los precios mayo-

ristas aumentaron 6,5% durante los cinco primeros meses del año (5,8% en los últimos doce meses terminados en mayo).

Como consecuencia de las presiones del mercado y de la política del BCU, en el transcurso de los primeros cinco meses de 2006 la **moneda** uruguaya se depreció 1,3%, pero si se considera la variación en los últimos doce meses terminados en mayo, se apreció 2,2%. Ello determinó que los precios minoristas en dólares acumularan un aumento de 2,2% y los mayoristas uno de 5,1% en los primeros cinco meses del año.

## **2. Perspectivas para lo que resta del año: se mantendría el crecimiento con las cuentas fiscales y la inflación bajo control**

En lo que resta de 2006 se espera que el **crecimiento de la economía mundial** continúe, por lo que cerraría el año con tasas similares a las del año precedente.<sup>5</sup> El incremento del producto estadounidense se moderaría levemente como consecuencia de las mayores tasas de interés, si bien la inversión continuaría en niveles elevados, dados los altos beneficios empresariales. China, el otro pilar del crecimiento mundial, seguiría creciendo a tasas elevadas, lo que plantea un escenario favorable para las economías latinoamericanas, dado que aumentaría la demanda de materias primas y alimentos. En general el conjunto de las economías emergentes se verían beneficiadas por el contexto externo y en particular los países exportadores de *commodities*, cuyos precios seguirían recibiendo las presiones alcistas de la demanda china.

La evolución de los precios del petróleo sigue siendo la principal amenaza al crecimiento económico. En una economía global sumamente dependiente de este recurso energético, el aumento de los precios del mismo impone a los países importadores una restricción económica importante, al tiempo que la inflación y las tasas de interés también tienden a crecer. En lo que resta del año, se espera que los precios del petróleo continúen aumentando, aunque con oscilaciones, básicamente como consecuencia de las tensiones políticas internacionales.

La inestabilidad de los mercados financieros, provocada por las perspectivas de alza de las tasas de interés, continuaría reflejándose en los indicadores de riesgo-país de los mercados emergentes.

En lo que respecta a la región, se estima que el crecimiento del nivel de actividad de la **economía argentina** en 2006 será de 7,8%.<sup>6</sup> La inflación continuaría en los niveles previstos y cerraría el año en el entorno de 12%. No se registrarían grandes cambios en la cotización del dólar, por lo que la moneda local se depreciaría en el correr del año aproximadamente 2,8%.

A pesar del contexto internacional inestable, la **economía brasileña** continuaría creciendo en lo que resta del año y alcanzaría un incremento de 3,6% al cabo de 2006, en un marco de inflación controlada y de reducción de la tasa de interés *Selic*. Se espera que en la segunda mitad del año se registre una leve depreciación del real respecto del dólar. No obstante, a fin de año el real se apreciaría aproximadamente 2% respecto a diciembre de 2005.

En lo que se refiere a la **política económica nacional**, el gobierno estima que las perspectivas continuarían siendo positivas en lo que queda de 2006, lo que fue confirmado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) que acaba de aprobar la cuarta revisión del acuerdo stand-by vigente. Por otra parte, el organismo puso énfasis en la necesidad de continuar con las reformas propuestas, algunas de las cuales –en particular la reforma tributaria– comenzarían a definirse en el segundo semestre. Por su parte, en materia fiscal, la propuesta de Rendición de Cuentas proyecta un aumento del gasto en 2007 de aproximadamente 300 millones de dólares, al tiempo que no se esperan cambios respecto a la política monetaria. En materia comercial destaca la incorporación de Venezuela al MERCOSUR como socio pleno, mientras que el gobierno inicia el debate de una Ley de Negociación Colectiva.

En este marco de crecimiento mundial y regional y con la mencionada política económica, las perspectivas para la **economía uruguaya** serían relativamente favorables. En el segundo trimestre de 2006 la **actividad** habría continuado creciendo, según se desprende de la evolución positiva de diversos indicadores. Al cabo del año habrán crecido todos los sectores, en particu-

5. De acuerdo con las principales Agencias internacionales especializadas.

6. De acuerdo con las expectativas de los agentes de ambos países.

lar la industria y la construcción –cuyo dinamismo sería más del doble del promedio de la economía–, de modo que el PIB se incrementaría aproximadamente 5%. Esta *performance* sería impulsada por el aumento de la demanda interna y, fundamentalmente, de la externa. Destacará el notable aumento de la inversión, mientras que el consumo continuará recuperándose a un ritmo más lento.

El crecimiento de la actividad económica influiría positivamente sobre el **mercado de trabajo**. El empleo continuaría incrementándose durante los restantes meses de 2006 (crecería 2,5% en promedio respecto a 2005), al tiempo que se prevé que la tasa de actividad también aumente (entre 1% y 1,5% en promedio), lo que se traduciría en una reducción de la tasa media de desempleo, la que se situaría en 11,5% en 2006.

El salario medio real se recuperaría moderadamente (4,5%) en 2006 respecto a 2005, debido al alza de los salarios de los funcionarios privados, estimulados por la segunda etapa de negociaciones colectivas de salarios durante el mes de julio, mientras que los salarios públicos no recibirían aumentos adicionales en el segundo semestre del año.

En **materia fiscal**, se espera que en lo que resta del año se deteriore levemente el resultado de las cuentas públicas. Ello se debería, entre otras causas, al crecimiento del gasto del Gobierno Central, como consecuencia de las mayores transferencias a la seguridad social y la aceleración de la ejecución de las inversiones. Paralelamente se desaceleraría el crecimiento de sus ingresos, debido a que los incrementos derivados de la mejor fiscalización se irían diluyendo a lo largo del año. De todos modos, el resultado fiscal permitiría cumplir, incluso con creces, las metas fijadas en la última Carta de Intención firmada con el FMI. Así, el resultado global de 2006 sería un déficit de 0,7% del PIB, compuesto por un superávit primario equivalente a 3,8% del PIB y un gasto por concepto de intereses de 4,5% del PIB.

La deuda pública continuaría disminuyendo como proporción del PIB, y se situaría en 75% al cabo del año, lo que implica que se acercaría a niveles más sostenibles.

El reducido déficit del sector público y el crecimiento de la inversión privada financiada con ahorro externo implicarían un crecimiento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasaría a representar 3% del PIB. Ello reflejaría un incremento de las importaciones (25%) superior al de las exportaciones (11%) de bienes y servicios.

La evolución del **sector externo** no obedecería a variaciones del tipo de cambio real (que en promedio no variaría respecto al nivel registrado en 2005) sino, fundamentalmente, al notable aumento de las importaciones de bienes de capital y de petróleo. La relativa estabilidad del tipo de cambio real respondería a que la inflación en dólares de Uruguay sería similar a la de sus socios comerciales. En la medida en que no se prevén cambios sustanciales de las políticas monetaria y cambiaria vigentes, se estima que la **inflación** minorista de 2006 sería de aproximadamente 6,5%, muy cerca del techo del rango objetivo establecido por el BCU.

Finalmente, en lo que concierne al **sector financiero**, se estima que después del magro crecimiento del *stock* de depósitos durante 2005, éstos se recuperarían levemente durante 2006, y en diciembre del corriente año se habrán incrementado aproximadamente 5%. El aumento del *stock* de crédito del sistema bancario al sector privado sería algo inferior (3,5%). Las tasas de interés pasivas y activas en moneda nacional se mantendrían en promedio en los niveles de 2005, mientras que sus similares en moneda extranjera se incrementarían levemente acompañando la evolución de las tasas internacionales de referencia.

En **suma**, las **principales fortalezas** de la economía uruguaya en 2006 son la continuación del crecimiento económico, en un contexto de finanzas públicas casi equilibradas y con una inflación y un tipo de cambio bajo control. Ese crecimiento se apoya fundamentalmente en la expansión de la demanda externa, lo que impulsa el notable dinamismo de la industria exportadora. Sin embargo, persisten algunas **debilidades**, entre las que destacan el escaso impacto de este crecimiento económico sobre el empleo y los ingresos y la existencia de un sistema financiero que aún no termina de consolidarse, con un alto peso de los depósitos a la vista y con una mínima recuperación del crédito hacia el sector productivo. Mitigar estas y otras debilidades, así como consolidar las fortalezas más allá de 2006 son los principales desafíos que tiene la política económica.

**INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2002-2006)**

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 (1)</b>
<b>Economía internacional y regional</b>					
PIB mundial (variación real anual, en %)	3,1	4,1	5,3	4,8	4,9
Comercio mundial (variación real anual, en %)	3,4	5,4	10,4	7,3	8,0
Precio spot del petróleo West Texas (var. media anual, en %)	0,8	18,7	33,6	36,4	20,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	1,9	1,2	1,8	3,8	5,1
Commodities primarios no petroleros (var.media anual, en %)	1,7	6,9	18,5	10,3	10,2
PIB Argentina (variación real anual, en %)	-10,9	8,8	9,0	9,2	7,8
PIB Brasil (variación real anual, en %)	1,9	0,5	5,0	2,2	3,6
<b>Economía nacional</b>					
PIB (variación real anual, en %)	-11,0	2,2	11,8	6,6	5,0
PIB (millones de dólares)	12.300	11.204	13.237	16.830	19.000
Depreciación (dic. a dic., en %)	93,2	7,4	-9,2	-11,0	0,0
Depreciación (promedio anual, en %)	60,4	32,8	1,7	-14,8	-2,5
Inflación (dic. a dic., en %)	25,9	10,2	7,6	4,9	6,5
Tipo de cambio real global (var. anual, en %) (2)	11,4	23,5	0,8	-10,8	0,0
Salario real (var. media anual, en %)	-10,7	-12,4	-0,1	4,5	5,0
Tasa de desempleo (total país, en %)	17,5	17,4	13,5	12,6	11,5
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	2,8	-0,5	0,3	0,0	-3,0
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	-4,1	-3,1	-2,0	-0,8	-0,7

(1) Valores proyectados.

(2) Variación media anual calculada a partir de la inflación minorista.

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.