

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

A pesar de que a nivel mundial existieron turbulencias financieras y la actividad económica en los países desarrollados sufrió una desaceleración, en Uruguay el producto interno bruto (PIB) continuó creciendo significativamente. Esta trayectoria permitiría que el PIB alcance un nuevo récord en 2008 (crecería 8% respecto a 2007), apoyado tanto en la demanda interna como en la externa. La demanda interna estaría liderada por la inversión y el consumo, este último impulsado por la expansión del empleo (2% en el promedio del año) y el incremento de los salarios reales (3,7%). Por su parte, la demanda externa recibiría el estímulo del notable incremento de los precios de las commodities, a la vez que el dinamismo industrial contribuiría a aumentar las cantidades exportadas. El crecimiento estaría liderado por el sector transporte y comunicaciones, el comercio y la industria manufacturera, la que recibiría un fuerte impacto positivo por la entrada en funcionamiento de la planta de Botnia y porque la refinería de ANCAP retomó la actividad a pleno.

No obstante, en un contexto local que presenta dificultades en materia energética y crecientes demandas de aumento del gasto público y de mayores salarios, los márgenes en materia fiscal y monetaria se reducirían, lo que impediría alcanzar algunas de las metas macroeconómicas trazadas por el gobierno.

En particular, en materia fiscal el déficit en el año móvil terminado en abril fue de 1% del PIB, valor similar al que registraría al cabo del año (mientras la meta del gobierno es un déficit de 0,4% del PIB). Por su parte, la inflación acumulada en los primeros cinco meses de 2008 fue de 4,1%, en tanto en el año móvil finalizado en mayo el aumento fue de 7,2%, por encima del rango meta establecido por el gobierno para 2008 (3%-7%).

Al cabo del año la inflación seguiría siendo una amenaza al equilibrio macroeconómico, ya que la tendencia al alza en los precios internacionales, así como las presiones derivadas de nuevos aumentos de la demanda y el incremento de los costos salariales se mantendrían, lo que derivaría en una inflación de 7,5% para 2008. El control de los precios requerirá, por ende, un mayor costo para las finanzas públicas, lo que implicaría el empeoramiento de los resultados de UTE y ANCAP y un déficit fiscal mayor al proyectado por el gobierno. Desde el ámbito regional las mayores incertidumbres provienen del posible desenlace del conflicto que enfrenta a los productores agropecuarios con el gobierno argentino, lo que repercutirá en las expectativas de los agentes.

Desempeño de la economía en 2008

En los primeros meses de 2008 la **crisis financiera internacional** originada en Estados Unidos a partir de la crisis del mercado hipotecario continuó profundizándose y provocando turbulencias en los mercados de capitales. Esto condujo a revisiones a la baja en las proyecciones de expansión mundial para el año, explicadas fundamentalmente por el enlentecimiento en el ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas.

En las economías emergentes, en cambio, el crecimiento se mantuvo sólido en el primer trimestre del año y la principal preocupación en el corto plazo gira en torno al aumento de los precios. En efecto, durante los primeros meses de 2008 se aceleró la inflación de manera generalizada debido al alza de los **precios de las commodities**, impulsados fundamentalmente por los del petróleo y los alimentos.

En **Uruguay** la economía mostró un **creciente dinamismo**, con una expansión de 10,9% en el primer trimestre del año con respecto a igual período de 2007. Al igual que en otros países de la región, el crecimiento de los precios internacionales de los productos agroindustriales, además de aportar a la aceleración de la actividad económica a través del aumento de las exportaciones, influyó apreciablemente sobre los precios internos, impulsando la inflación al alza. Así, el índice de precios al consumo (**IPC**) de Uruguay acumuló un incremento de 7,2% en el año móvil cerrado en mayo (4,1% en el período enero-mayo).

Si bien continúan los problemas en los **mercados financieros** y la percepción de riesgo por parte de los agentes permanece en niveles elevados, la situación financiera internacional parece haberse estabilizado, en la medida en que se redujo la probabilidad de que esto desemboque en una crisis internacional de crédito. Las sucesivas intervenciones coordinadas por los bancos centrales de las

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de junio 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 30 de junio de 2008.

principales economías del mundo –liderados por la Reserva Federal de Estados Unidos– inyectando liquidez en el mercado parecen haber sido efectivas, al paliar los efectos de la crisis en varias instituciones financieras. De cualquier manera, estas intervenciones no lograron evitar las caídas en los principales índices bursátiles mundiales.

Al cabo de 2008 **la economía estadounidense se desaceleraría significativamente**, a la vez que aumentan las probabilidades de una recesión en ese país. La Eurozona y Japón también reducirían de forma significativa su ritmo de crecimiento, mientras que las economías emergentes de Asia y América Latina crecerían, aunque no tan intensamente como en 2007 (8,2% y 4,4% respectivamente según proyecciones del Fondo Monetario Internacional de abril de 2008). De este modo, **las economías emergentes compensarían** en parte la desaceleración de las economías más avanzadas y **continuaría el ciclo expansivo de la economía mundial**.

Pese al enlentecimiento de la actividad económica de Estados Unidos, los mercados esperan que en las próximas reuniones la **Reserva Federal mantenga la tasa de interés de los *Federal Funds*** en 2%. El aumento de tasas en una coyuntura de enlentecimiento del producto, con índices de desempleo elevados e inflación decreciente (aun cuando puedan persistir presiones inflacionarias), no parecería ser el camino a seguir por la Reserva Federal. Por otro lado, la rebaja de tasas podría ser una apuesta clara de la autoridad monetaria en favor del crecimiento. Sin embargo, esta opción tampoco parece probable, dado que las tasas de interés reales ya son negativas y las tasas interbancarias comenzaron a aumentar, a la vez que reducir la tasa de interés de referencia incrementaría la diferencia con las tasas de la zona del euro, potenciando aún más el debilitamiento del dólar frente a esta divisa.

La diferencia entre las tasas existentes en las principales economías avanzadas así como las debilidades en el crecimiento de Estados Unidos presionarían sobre el **valor del dólar**, de manera que la divisa estadounidense **continuaría depreciándose frente al euro** en lo que queda de 2008. No obstante, de frenarse la política de recorte de tasas de interés en Estados Unidos, la desvaloración de su moneda frente al euro no sería tan pronunciada en el resto del año como lo fue en los primeros cinco meses de 2008 (6,8%).

En lo que resta del año los precios de las **commodities** continuarían creciendo, liderados por el petróleo y los alimentos. Los ajustados *stocks*, la perspectiva de que el crecimiento de la demanda continúe y la probabilidad de que factores climáticos afecten la oferta de alimentos fundamentarían estas subas. A su vez, el componente especulativo que en los últimos meses también contribuyó al crecimiento de estos precios, continuaría actuando en lo que resta del año, ya que luego de una crisis financiera tan importante es difícil que los inversores vuelvan rápidamente a los activos financieros más tradicionales, en particular cuando la crisis no estaría del todo superada y en un contexto en que los elevados precios de las *commodities* las perfilan como un activo de mayor rentabilidad.

El incremento del **precio del petróleo** sería incluso mayor al de los alimentos. La ajustada relación entre oferta y demanda de crudo, la debilidad del dólar y la inversión cada vez mayor en futuros petroleros continuarían presionando al alza los precios en lo que resta de 2008, a pesar de que los mismos ya se encuentran en niveles muy elevados. De mantenerse la tendencia registrada en los primeros cinco meses del año, el precio del barril de petróleo WTI alcanzaría un valor medio de 139 dólares por barril en 2008 (cotización 92,5% superior al precio medio de 2007) y cerraría el año por encima de 190 dólares. Por el momento este escenario tendría asignada una baja probabilidad, y posiblemente en los meses que siguen el precio del crudo tienda a estabilizarse en el entorno de los valores registrados en el último mes. En este caso, el valor medio del crudo en 2008 crecería poco más de 70% en relación a su valor medio de 2007.

En la medida en que los precios de la energía y de los alimentos sigan subiendo, **el control de la inflación continuaría siendo el principal desafío de la política macroeconómica en 2008**, fundamentalmente en lo que refiere al control de los precios de los alimentos y su incidencia en la población más vulnerable.

En la región también se sufrieron los efectos del encarecimiento de los precios internacionales sobre la inflación, pero a su vez destaca su influencia positiva sobre la actividad. Las diferencias en las políticas implementadas por nuestros dos vecinos para contener el impacto de la suba de precios internacionales son remarcables: mientras Brasil incrementa la tasa de interés de referencia, Argentina recurre a medidas heterodoxas. Más allá de ello, y a pesar de las tensiones que han aparecido básicamente en Argentina, **Uruguay continuó recibiendo un impacto predominantemente favorable de la región**, lo que se plasmó en el fuerte incremento de las exportaciones de bienes a ambos países en el primer trimestre del año (31,4% a Argentina y 61,9% a Brasil). Asimismo, la última temporada turística mostró un fuerte incremento en el número de

turistas ingresados al país, lo que permitió aumentar en casi 25% el ingreso de divisas por este concepto al cabo del primer trimestre de 2008.

La **economía argentina** creció 8,4% en los tres primeros meses del año, al tiempo que cayó el desempleo, aumentaron notablemente las exportaciones y mejoraron las cuentas públicas. No obstante, el clima general de negocios está siendo distorsionado por la crisis política desencadenada entre los productores rurales y el gobierno en el segundo trimestre de 2008. Este conflicto comenzó en marzo de este año tras el incremento de las retenciones por parte del gobierno a las exportaciones de soja y girasol, lo que provocó paros y cortes de ruta por el lado de los productores rurales. Además, el fracaso de las negociaciones entre las partes generó nuevas tensiones en los precios internos, y esto se agrega a la ya recurrente polémica sobre las estadísticas oficiales. Por otro lado, la incertidumbre presionó al alza la cotización del dólar, provocando una fuerte reacción del Banco Central, el que al vender un importante volumen de moneda extranjera mostró no estar dispuesto a permitir ataques especulativos.

A pesar del recrudecimiento de la crisis política, las expectativas de los agentes privados sobre el crecimiento del PIB argentino para 2008 no se modificaron. En efecto, la mediana de dichas expectativas que publica el Banco Central indica que se espera que en 2008 la economía crezca 7,5%. Por su parte, también de acuerdo con estas expectativas, el crecimiento de los precios internos medidos por la evolución del IPC sería de 9,3% para 2008. Sin embargo, la mediana de las expectativas de inflación que publica la Universidad Torcuato Di Tella es mucho mayor (30% en el mes de junio para los siguientes doce meses).² Se espera que en 2008, a diferencia de los tres años anteriores, la moneda local se aprecie frente al dólar aproximadamente 2,6%.

Por su parte, la **economía brasileña** desaceleró su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2008. El PIB creció 0,7% respecto al trimestre anterior, luego de haber registrado tasas de crecimiento desestacionalizadas superiores a 1,5% en los tres trimestres anteriores. A pesar de ello la tasa de expansión interanual fue de 5,8%, y superó a la esperada. La inflación se aceleró: en los últimos doce meses a mayo de 2008 alcanzó 5,6%, superando la meta del Banco Central de Brasil (BCB) (4,5%). Ello llevó a que las autoridades de dicha institución elevaran la tasa de interés *Selic* por segunda vez en el año, que al cierre de este Informe se ubicó en 12,25%. Por otro lado, dos de las grandes agencias calificadoras internacionales de riesgo elevaron la calificación de la deuda de Brasil al nivel de “grado de inversión”. Esto permitirá a la economía nortea acceder a fuentes de financiamiento que buscan un menor riesgo, y por lo tanto a un menor costo.

La mediana de las expectativas de crecimiento de la economía brasileña para 2008 que publica el BCB se ubica en 4,8%. La aceleración de la inflación en los primeros meses del año elevó las expectativas inflacionarias para este año (6%), ubicándola 1,5 puntos porcentuales (pp) por encima de la meta puntual del BCB (4,5%).³ En este contexto, se espera que las autoridades del BCB continúen subiendo la tasa de interés de referencia (*Selic*) en lo que resta del año, que podría ubicarse al finalizar 2008 en 14,25%. La cotización del dólar continuaría su tendencia descendente, y resultaría en una apreciación del real respecto al dólar de aproximadamente 15,8%.

Como se adelantó, el **PIB de Uruguay** habría continuado creciendo notablemente. Durante el primer trimestre crecieron todos los sectores productivos respecto a igual período del año anterior. Ello se debió al mayor dinamismo de la demanda tanto interna (10,5%) como externa (11,9%). Las inversiones fijas registraron una apreciable aceleración, fundamentalmente por parte del sector público (aunque desde niveles muy deprimidos), al tiempo que la variación de existencias continuó recuperándose. El componente fijo más dinámico fue nuevamente el de maquinarias y equipos. Por su parte, en el segundo trimestre la expansión habría continuado, aunque no al excepcional ritmo de los primeros tres meses del año.

El incremento de la **actividad económica** en el primer trimestre del año fue liderado por el sector transporte y comunicaciones, fundamentalmente como consecuencia del continuo incremento de la telefonía celular y del transporte, este último a su vez impulsado por una mayor actividad agropecuaria e industrial. Asimismo, el sector comercio, restaurantes y hoteles también representó una significativa contribución al crecimiento, impulsado por la mejora del turismo y la fuerte recuperación del ingreso de los hogares. A ellos se sumó la industria manufacturera, que registró un notable impulso en lo que va de 2008, básicamente por la entrada en funcionamiento de la planta de Botnia, el funcionamiento a pleno de la refinería de ANCAP y por el crecimiento de la industria frigorífica, que en 2007 se había contraído. Al cabo del año estos tres sectores liderarían la actividad económica. Los restantes sectores, aunque crecieron respecto al primer trimestre de 2007, se contrajeron o permanecieron estancados en términos desestacionalizados frente a los elevados

2. Se trata de una encuesta de opinión pública realizada por esa universidad.

3. El BCB fijó como meta puntual una inflación de 4,5% con un margen de 2 pp por encima y por debajo de dicha meta.

niveles alcanzados en el cuarto trimestre de ese año. De esta manera, al cabo de 2008, la construcción y el sector electricidad, gas y agua no contribuirían al crecimiento, permaneciendo virtualmente estancados.

La **demanda externa** de la economía uruguaya mostró en los primeros meses de 2008 un notable dinamismo, impulsada por el fuerte incremento de los precios internacionales, a la vez que el dinamismo industrial contribuiría a aumentar las cantidades exportadas. Sin embargo, continuando la tendencia de los últimos meses de 2007, la competitividad medida a través del tipo de cambio real cayó en el primer cuatrimestre del año, reflejando el deterioro con todos los mercados.

Las exportaciones experimentaron un significativo dinamismo en el primer cuatrimestre del año, creciendo 49,9% en dólares con respecto a igual período de 2007. Esto se debió fundamentalmente a la expansión de las ventas agrícolas, de carne vacuna, de madera y de lácteos. Las mayores necesidades de importación de crudo a precios sustancialmente más elevados, sumadas a la fuerte expansión de las importaciones de bienes de capital y de consumo, impulsaron el incremento de las importaciones, que en el primer cuatrimestre crecieron 69,2% en dólares corrientes.

El ingreso de turistas se vio incrementado en los primeros cinco meses del año, luego de varios años de caída. Ello derivó del aumento de turistas argentinos, así como del mayor número de turistas provenientes de los restantes orígenes, lo que llevó al mencionado incremento del ingreso de divisas por este concepto durante la temporada turística.

Al cabo de 2008 se prevé un déficit en cuenta corriente de la Balanza de pagos similar al de 2007 (1% del PIB). Ello reflejaría incrementos similares en las exportaciones y en las importaciones de bienes y servicios (50%), consideradas en dólares corrientes, a lo que se sumaría la disminución del déficit de la cuenta renta de inversión.

En sintonía con el contexto de continuidad del crecimiento económico, la **demanda de mano de obra** en todo el país mantuvo en los primeros meses de 2008 la **tendencia creciente** que presenta desde 2006. Comparando el promedio de los doce meses culminados en marzo de 2008 con igual período del año anterior, la tasa de empleo se incrementó en 1,9 pp. La tasa de actividad en el total del país creció menos intensamente (1,1 pp en la misma comparación), por lo cual el desempleo continuó reduciéndose. En el primer trimestre del año la tasa de desempleo para el total del país se situó en 8,5%. Si bien este guarismo implicó un leve crecimiento respecto al trimestre anterior, durante el mes de abril el desempleo cayó significativamente, situándose en 7,6%.

La **mejora del empleo y de los salarios reales** derivó en la recuperación del ingreso real de los hogares, que para el total del país se incrementó 7,4% en el promedio de los doce meses finalizados en marzo de 2008 respecto a igual período de 2007, como resultado del crecimiento de los ingresos por todas las fuentes relevadas. Los ingresos salariales fueron los que más crecieron (10,9%), seguidos por los ingresos patronales (7,8%).

Se prevé que en 2008 el empleo medio anual en el total del país se incremente en el entorno de 2% respecto al nivel medio de 2007, lo que implicaría la **creación de 35.000 nuevos puestos de trabajo**. Por su parte, la tasa de actividad también aumentaría, aunque en menor medida (0,5%) debido a que ya se encuentra en un nivel muy elevado en términos históricos. Estos incrementos llevarían a una **reducción del nivel medio de desempleo** en el total del país en 2008, que en promedio **se situaría en 8%**. Estas trayectorias implicarían una desaceleración respecto a 2007, año excepcionalmente dinámico en cuanto a las variables del mercado de trabajo.

Los ingresos medios de los hogares continuarían recuperándose, aumentando 6% en términos reales en el promedio de 2008 respecto al de 2007.

El salario medio real se recuperaría en menor medida que en 2007 (3,7%). Ello resultaría del alza de las remuneraciones de los asalariados, tanto públicos como privados (2,9% y 4% respectivamente), bajo el supuesto de una inflación para el período de 7,5%. El bajo incremento del salario real medio del sector público pronosticado para 2008 se debe principalmente a la caída del salario líquido de aquellos trabajadores que ingresan al FONASA y que antes recibían el beneficio de la cuota mutual. Por otro lado, el ajuste salarial de los trabajadores del sector privado en el primer semestre de 2008 estará dado por las pautas vigentes en los Consejos de Salarios (CS), al cual se le aplicó el correctivo surgido de la diferencia entre la inflación real y la inflación esperada en el semestre anterior. En el segundo semestre se ajustarán con base en los lineamientos de la tercera ronda de negociación de los CS que se desarrollarán a partir de la primera semana de julio.

Las dificultades en materia energética y las crecientes demandas de aumento del gasto público y de mayores salarios determinarían que, pese al crecimiento económico, **en 2008 se deterioren algunas variables macroeconómicas relevantes**.

En lo que respecta a las **cuentas públicas**, en el año móvil finalizado en abril de 2008 el déficit global del sector público sufrió un fuerte deterioro, ubicándose en 1% del PIB, el mayor déficit desde setiembre de 2005. No obstante, pese a la reducción del peso de los intereses que representaron 3,5% del PIB, el deterioro del resultado primario del gobierno central, y en particular el de las empresas públicas derivó en un peor resultado primario del sector público consolidado (2,5% del PIB). Se estima que, dada la expansión del gasto y del déficit de UTE y ANCAP, el resultado del sector público no se ajustaría a la meta establecida por el gobierno al cabo del año. Así, el resultado global de 2008 sería un déficit de 1% del PIB, compuesto por un superávit primario equivalente a 2,1% del PIB y un gasto por concepto de intereses de 3,1% del PIB.

En materia de **política monetaria**, en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) celebrada a fines de mayo de 2008 se decidió mantener el objetivo de inflación anual en 5% en un rango de 3% a 7% y ratificar una vez más la tasa de referencia de política monetaria, fijada desde noviembre de 2007 en 7,25%. Asimismo, el BCU resolvió aumentar los requerimientos de encaje a partir del 1º de junio para los depósitos de corto plazo como forma de profundizar el sesgo contractivo de la política, a la vez que el gobierno ha implementado una serie de medidas para contrarrestar las presiones inflacionarias. Se estima que la inflación minorista al cabo del año se ubicaría en el entorno de 7,5%, rebasando nuevamente el límite superior del rango objetivo establecido por el BCU. El tipo de cambio se ubicaría en diciembre en torno a 19,2 pesos por dólar, con lo cual el peso se apreciaría 11,3% en el año.

En suma, en 2008 el mundo desarrollado se desaceleraría influenciado fundamentalmente por el enlentecimiento estadounidense, las bolsas de valores continuarían registrando episodios de volatilidad, y el petróleo y los alimentos continuarían encareciéndose. Pese a esto, las economías emergentes seguirían registrando un notable dinamismo en su ritmo de crecimiento, a la vez que se enfrentarían a mayores presiones inflacionarias. Dentro de esta tendencia, tanto la región como Uruguay crecerían por encima de la media histórica. En particular, Uruguay aceleraría su crecimiento en 2008 (8%), al tiempo que continuaría enfrentando presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional y, en menor medida, del doméstico. Asimismo, el intento del gobierno por compensar en parte estas presiones, sumado a los problemas energéticos, deterioraría el resultado fiscal, que culminaría el año con un déficit de 1% del PIB. La situación más allá de 2008 dependerá en gran parte de lo que finalmente suceda con el crecimiento global y con los precios de las *commodities*. Sin embargo, los importantes proyectos de inversión en curso le imprimirían a la economía uruguaya un persistente dinamismo.

INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL (2004-2008)					
	2004	2005	2006	2007	2008 (1)
Economía internacional y regional					
PIB mundial (variación real anual, en %)	4,9	4,4	5,0	4,9	3,7
Comercio mundial (variación real anual, en %)	10,7	7,6	9,2	6,8	5,6
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	33,6	36,5	16,6	9,5	70,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	1,8	3,8	5,3	5,3	3,5
Commodities primarios no petroleros (var. media anual, en %)	15,2	6,1	23,2	14,0	10,0
PIB Argentina (variación real anual, en %)	9,0	9,2	8,5	8,7	7,5
PIB Brasil (variación real anual, en %)	5,7	3,1	3,8	5,4	4,8
Economía nacional					
PIB (variación real anual, en %)	11,8	6,6	7,0	7,4	8,0
PIB (millones de dólares)	13.216	16.830	19.357	23.143	31.700
Depreciación (dic. a dic., en %)	-9,2	-11,0	3,4	-11,2	-11,3
Inflación (dic. a dic., en %)	7,6	4,9	6,4	8,5	7,5
Tipo de cambio real global (var. prom. anual, en %) (2)	-0,6	-11,2	-0,4	-1,7	-10,0
Salario real (var. media anual, en %)	-0,1	4,6	4,3	4,8	3,7
Tasa de desempleo (total del país, prom. anual, en %)	-	-	-	9,2	8,0
Resultado en cuenta corriente (en % del PIB)	0,0	0,3	-2,1	-1,0	-1,0
Resultado fiscal consolidado (en % del PIB)	-2,0	-0,8	-0,6	-0,4	-1,0
(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.					