

# Tendencias y perspectivas de la economía uruguaya (setiembre de 2004)<sup>1</sup>

## 1. La recuperación económica en curso

La **recuperación** de la economía nacional muestra claras señales de haberse consolidado, luego de la larga fase recesiva padecida entre fines de 1998 y fines de 2002. El crecimiento del PBI acumulado entre el final de la recesión (cuarto trimestre de 2002) y el segundo trimestre de 2004 (último dato disponible) fue de casi 21%, aunque el PBI es aún 8,7% inferior al del tercer trimestre de 1998 (el máximo nivel de actividad de la anterior fase expansiva).<sup>2</sup> De acuerdo con la evolución que muestran distintos indicadores de avance, la actividad económica habría continuado creciendo en el tercer trimestre del año en curso.

Pese a la sensible recuperación de la actividad económica, subsisten buena parte de las **consecuencias sociales** de la crisis: altos niveles de desempleo y pobreza, exclusión y segmentación sociales y deprimidos salarios y pasividades reales, al tiempo que la cuantía de la deuda pública impone una carga muy gravosa al fisco y a la sociedad en su conjunto.

La reactivación en curso **se basó** en un contexto internacional y regional favorable en materia financiera y comercial; en la apertura de nuevos mercados de exportación; en la recuperación del *status* sanitario de la ganadería vacuna; en una pronunciada mejora de la competitividad externa; en la estabilización de las variables macroeconómicas pos-canje y en la recuperación parcial de la confianza en el sistema financiero y en el sector público.

Entre las **influencias favorables procedentes del ámbito extrarregional** destacan: el crecimiento de la demanda mundial, la desvalorización del dólar frente al euro, las bajas tasas de interés internacionales (pese a la leve suba reciente) y la mejoría de los precios internacionales de varios productos agropecuarios de peso en la pauta exportadora uruguaya. En contraste, el precio del petróleo mantuvo una tendencia marcadamente alcista, en un marco de fuerte volatilidad.

Entre las **influencias favorables procedentes del ámbito regional** destacan: la pronunciada recuperación de la economía argentina, la mejora de los indicadores financieros de los dos países limítrofes y la favorable evolución del tipo de cambio real de Uruguay con sus vecinos. Si bien el crecimiento de la economía brasileña fue nulo en 2003, se aceleró notoriamente en lo que va del año en curso.

La mejora de la **competitividad externa** de la economía, que estimuló las exportaciones y la sustitución de importaciones, obedeció a la pronunciada depreciación del peso tras la adopción del régimen de flotación en junio de 2002 y a la baja inflación posterior. Además, esa mejora se fortaleció con la apreciación de las monedas de algunos socios comerciales clave (Argentina, Brasil y la Eurozona).<sup>3</sup>

Finalmente, el **canje de la deuda pública** realizado en mayo de 2003 alejó el riesgo de *default* y generó condiciones más propicias para superar la crisis financiera de 2002. En ese marco, la prima de riesgo-país cayó marcadamente, el tipo de cambio nominal se estabilizó, los depósitos bancarios continuaron creciendo moderadamente y las tasas de interés domésticas cayeron pronunciadamente. Todo ello aumentó la confianza de los consumidores y los inversores, lo que indujo un aumento del gasto que, a su vez, permitió mejorar la recaudación tributaria y, en definitiva, el resultado fiscal.

---

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de setiembre de 2004, elaborado por el Área de Coyuntura Económica del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República (correo electrónico: [covu@iecon.ccee.edu.uy](mailto:covu@iecon.ccee.edu.uy); página web: [www.iecon.ccee.edu.uy/coyuntura/coyuntu.htm](http://www.iecon.ccee.edu.uy/coyuntura/coyuntu.htm)). Para la elaboración de este documento se consideró la información disponible hasta el 30 de setiembre de 2004.

2. Las referidas variaciones del PBI fueron calculadas a partir de los datos trimestrales desestacionalizados.

3. Obsérvese que el tipo de cambio en Argentina era 3,36 pesos por dólar el 31 de diciembre de 2002 y 2,98 pesos por dólar al cierre de este Informe. Asimismo, en Brasil el tipo de cambio era 3,53 reales por dólar el 31 de diciembre de 2002 y 2,86 reales por dólar el 30 de setiembre de 2004. Finalmente, la cotización del euro respecto al dólar era 0,95 euros por dólar al concluir 2002 y 0,81 euros por dólar al 30 de setiembre de 2004.

## **2. La política económica en 2004**

El equipo económico **proyecta** para 2004 un crecimiento de 10,8% del PBI, una inflación de entre 7% y 9% y una ganancia de reservas de 180 millones de dólares. En materia fiscal el gobierno procura alcanzar un superávit primario (antes de pagar intereses) de 3,4% del PBI en 2004, meta algo más ambiciosa que la de 2003.

En un contexto de pronunciado incremento de la recaudación tributaria, en lo que va de 2004 se **flexibilizó la política fiscal**, aunque sin comprometer la meta de superávit fiscal primario (resultado antes de pagar intereses) pactada con el FMI, que incluso se incrementó levemente. Así, se redujo la carga tributaria, especialmente sobre salarios y pasividades, y se registró cierto incremento del gasto (cancelación de atrasos con proveedores e inversión).

La **política monetaria** siguió centrada en el objetivo de controlar la evolución de la base monetaria, de modo de influir sobre la evolución del nivel de precios. A lo largo de los meses transcurridos de 2004, la política monetaria asumió un carácter más restrictivo y se redujeron en dos oportunidades las metas acerca de la base monetaria.

Respecto a las metas cualitativas establecidas en las **Cartas de Intención** de febrero y agosto, el gobierno cumplió casi íntegramente con el pasaje de los créditos de mala calidad del BROU a una sociedad fiduciaria especializada en la recuperación de carteras. Por otra parte, recién en agosto se concretó la tercerización de la cobranza de los activos de tres de los bancos en liquidación (Montevideo, Caja Obrera y Comercial), otorgándole esa responsabilidad a la firma ganadora de la correspondiente licitación. También se adjudicó luego a la misma empresa la gestión del cobro de las carteras del Banco de Crédito.

Por otra parte, en lo que va del año se implementó un conjunto de medidas de estímulo a la **reactivación económica** y a las inversiones (reducción de aportes patronales a la seguridad social y ampliación de los beneficios de la Ley de Inversiones) y se dio nuevo impulso a las obras viales enmarcadas en la “megaconcesión de obras públicas”.

## **3. Las principales variables de la economía nacional en lo que va de 2004**

La **balanza de pagos** registró un superávit de 264 millones de dólares en los primeros nueve meses de 2004. Se estima que ello habría reflejado la existencia de resultados superavitarios, tanto en la cuenta corriente como en la cuenta “errores y omisiones” (ingreso de capitales no registrados). Las exportaciones de bienes y de servicios turísticos crecieron a buen ritmo, impulsadas por la mejora de la competitividad y el dinamismo de la demanda, pero se incrementaron aun más aceleradamente las importaciones de bienes, en especial las de bienes de capital.

La **oferta agregada** creció 17,7% en el primer semestre de 2004 respecto a igual período de 2003, debido al crecimiento del PBI (13,6%) y de las importaciones (29,5%).

La actividad de casi todos los **sectores productivos** se incrementó en los primeros seis meses de 2004 respecto a igual período de 2003. Las actividades industriales, agropecuarias y del sector comercio, restaurantes y hoteles tuvieron un especial dinamismo.

Si se compara el primer semestre de 2004 con igual período de 2003 se observa que se expandieron considerablemente tanto la **demanda** externa como la interna (19,7% y 17%, respectivamente). En esta última, destaca el pronunciado incremento de la inversión bruta interna (66,5%), mientras que el consumo también aumentó a buen ritmo (12,3%).

La **tasa de desempleo** mantuvo su tendencia decreciente en los primeros siete meses de 2004 –pasó de 15,4% en octubre-diciembre de 2003 a 13,3% en mayo-julio de 2004–. No obstante, en los últimos trimestres móviles esa caída se detuvo, como consecuencia del estancamiento de la demanda de trabajo.

El **salario real** continuó descendiendo en los primeros ocho meses del año (1,2% entre enero-agosto de 2003 e igual período de 2004), aunque su ritmo de caída se desaceleró notoriamente. Esto último se vincularía a las reducciones del Impuesto a las Retribuciones Personales (IRP) dispuestas en enero, mayo y agosto y a la mejoras del salario público, dado que el salario privado siguió deprimido.

El **ingreso medio real de los hogares** creció levemente en los primeros seis meses del año (1,1%) respecto a igual período del año anterior, luego de caer marcadamente por cuatro años consecutivos.

La **inflación minorista** se aceleró moderadamente (7,8% entre enero y agosto). Esta aceleración inflacionaria, que ha puesto en duda el cumplimiento de la meta anual, habría obedecido básicamente a las presiones resultantes del incremento de los precios de la energía y de los alimentos, el alza de las tarifas de los servicios públicos y la gradual recuperación de los márgenes de ganancia. No obstante, la inflación subyacente fue inferior (5,7% entre enero y agosto).

En los primeros nueve meses del año el peso se revaluó 4,3%. La apreciación del peso se explica en buena medida por la política monetaria restrictiva del BCU, aunque también influyeron el superávit de la balanza de pagos, la nueva depreciación internacional del dólar, la evolución de las paridades cambiarias de los países vecinos y el “poco ruido” que introdujo el proceso electoral en curso.

El **déficit del sector público** consolidado (no incluye a los gobiernos departamentales) se redujo en los primeros siete meses de 2004 (222 millones de dólares) en relación con el mismo período del año precedente (333 millones de dólares), como consecuencia de un fuerte crecimiento del superávit fiscal primario. Los ingresos del Gobierno Central se incrementaron pronunciadamente en términos reales, impulsados por la reactivación de la economía y la mejora de la administración tributaria; los egresos sin contar los intereses crecieron moderadamente y se redujeron los pagos de intereses.

El comportamiento efectivo de la **base monetaria** continuó alineado con las metas fijadas por el Banco Central. Los depósitos en el sistema financiero se incrementaron moderadamente en los primeros siete meses del año, pero persistió su elevada dolarización y se acentuó su concentración en depósitos a la vista. El *stock* de crédito del sistema financiero al sector privado continuó cayendo, pero lo hizo a un ritmo más lento que el año pasado.

Las **tasas nominales de interés** pasivas y activas en dólares descendieron sostenidamente en lo que va de 2004. A partir del segundo trimestre, las tasas pasivas en moneda nacional aumentaron moderadamente y las tasas activas en pesos se redujeron levemente.

#### **4. Supuestos sobre los que se realizaron las proyecciones para 2004**

##### **4.1 Economía internacional**

- El PBI mundial crecería 5% en 2004, contra 3,9% en 2003.
- El comercio mundial crecerá casi 9%.
- Las tasas de interés internacionales de corto plazo tendrían un aumento moderado y gradual.
- La depreciación media del dólar en 2004 respecto a 2003 sería de aproximadamente 8%.
- Los precios del petróleo se mantendrían elevados, muy por encima de los niveles medios del pasado año.
- Los precios en dólares de las principales *commodities* agropecuarias relevantes para nuestro país se mantendrán firmes en lo que resta del año.

##### **4.2 Economía regional**

- La economía argentina en 2004 crecería 7%. Se estima que la inflación será de aproximadamente 7% y que el tipo de cambio permanecería estable. Se superaría holgadamente la meta de superávit fiscal primario (3% del PBI). El superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos sería de aproximadamente 2,7% del PBI.
- La economía brasileña crecería 4,4% en 2004. Se prevé una inflación de 7,4% al cabo de 2004. La devaluación diciembre-diciembre sería de 3,3%. Se considera que se superaría levemente la meta de superávit fiscal primario fijada con el FMI (4,5% del PBI). Se prevé que el superávit de la balanza comercial en 2004 alcanzaría un nivel récord, lo que permitiría obtener un resultado positivo de la cuenta corriente, equivalente a cerca de 1,4% del PBI.

##### **4.3 Política económica y comportamiento de los agentes en el año electoral**

En lo que resta del año no se prevén cambios en la política económica vigente. Hasta ahora el impacto de la campaña electoral sobre el desempeño de las variables económico-financieras

ha sido prácticamente inexistente. Esta evolución de los mercados financieros, que contrasta con la que siguieron en otros años electorales, estaría mostrando la mejora de la situación internacional y regional y el buen desempeño de la economía doméstica en los ámbitos productivo y fiscal, aunque también reflejaría la relativa convergencia de las propuestas de los principales candidatos presidenciales en lo que hace a aspectos macroeconómicos, manejo del sistema financiero y tratamiento de la deuda pública.

Si bien no puede descartarse que en el tramo final de la campaña electoral y/o en el período de transición entre la elección del nuevo presidente y la asunción del nuevo gobierno (marzo de 2005) aparezcan algunas tensiones en los mercados financieros, se supone que los efectos sobre las tasas de interés, el tipo de cambio, la inversión y la actividad económica serían moderados y manejables.

### **5. Proyecciones de las principales variables para el “cierre” de 2004**

Sobre la base de los supuestos recién expuestos, en lo que sigue se presentan las proyecciones sobre la evolución de las principales variables de la economía nacional en el año 2004.

**Nivel de actividad y sectores productivos.** El PBI medio anual medido en términos constantes crecería aproximadamente 11% en 2004, en buena medida como consecuencia de la fuerte expansión de la actividad económica en el segundo semestre de 2003 y el primer semestre de 2004. El crecimiento en la segunda mitad de 2004 sería modesto y se concentraría en el tercer trimestre del año.

El crecimiento del PBI (11%) y de las importaciones de bienes y servicios en pesos constantes (28%) determinarán un significativo incremento de la **oferta final** (15,6%). La actividad económica sería impulsada por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios y de todos los componentes de la demanda interna.

Las **exportaciones de bienes y servicios** medidas en pesos constantes se incrementarían sensiblemente (22%). Los factores que las estimularían serían: la mejora de la economía internacional y de las economías vecinas, el mantenimiento de un elevado tipo de cambio real y de favorables precios internacionales para varios productos de exportación, la apertura de nuevos mercados para la producción nacional y el aumento de la oferta agropecuaria.

La **demanda interna** aumentaría 13,5% luego de la pronunciada caída experimentada entre 1999 y 2002 y del leve crecimiento registrado en 2003 (1,6%). El consumo se incrementaría significativamente (11%) y la inversión bruta interna crecería más aceleradamente (casi 28%).

El incremento del **consumo** sería impulsado por la mejora de las expectativas de los agentes, el impacto positivo del “efecto riqueza”, resultante de la recuperación de los precios de ciertos activos reales y financieros, el gradual restablecimiento del crédito comercial a las familias y, en menor medida, por el moderado aumento del ingreso de los hogares, atribuible básicamente a la recuperación del empleo y al incremento de los ingresos patronales.

El aumento de la **inversión bruta interna** obedecería al sensible crecimiento de la inversión bruta fija (27%) y a un nuevo incremento de las existencias (30%).

En 2004 se incrementaría la actividad de todos los **sectores productivos**. Los sectores agropecuario, industria manufacturera y comercio, restaurantes y hoteles crecerían a tasas medias anuales superiores a la prevista para el promedio de la economía. Los sectores transporte y comunicaciones, construcción y los productores de servicios agrupados en “otros” crecerían menos que el promedio. Finalmente, el sector electricidad, gas y agua permanecería estancado.

**Sector externo.** Se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojará en 2004 un resultado equilibrado. Ello reflejaría un crecimiento de casi 30% de las exportaciones de bienes y servicios medidas en dólares y uno algo mayor de las importaciones de bienes y servicios (36%). Por su parte, el saldo negativo de la cuenta “renta de inversión” (intereses y utilidades) se reduciría levemente como proporción del PBI.

El crecimiento de las **exportaciones** expresadas en dólares se basaría tanto en el de las colocaciones de bienes como en las de servicios. Estas últimas crecerían impulsadas por el marcado incremento de los ingresos turísticos (50%). El significativo aumento de las exportaciones de bienes reflejaría el crecimiento de los volúmenes físicos y de los precios de exportación.

Las **importaciones de bienes y servicios** crecerían aceleradamente, impulsadas por las adquisiciones de bienes, pues las de servicios lo harían a un ritmo más moderado. Entre las importaciones de bienes se destacaría el dinamismo de las adquisiciones de bienes de capital, aunque también crecerían aceleradamente las de bienes de consumo final e intermedios. El aumento de estas últimas obedecería en parte al incremento de la factura petrolera.

El saldo de la **balanza de pagos** (variación de activos de reserva) sería positivo e incluso podría superar la meta oficial (180 millones de dólares).

**Empleo e ingresos.** El desempleo medio anual en el país urbano se reduciría respecto al nivel medio de 2003 (16,9%) y se ubicaría en aproximadamente 13,3%. Ello reflejaría el incremento del empleo medio anual (5,7%), parcialmente compensado por el leve incremento previsto de la tasa de actividad. El aumento del empleo sería estimulado por el crecimiento de la economía y la sensible reducción del costo del trabajo verificada en el bienio 2002-2003.

El **salario medio real** apenas se reduciría en 2004 (0,6%). Ello sería el resultado de una leve alza del salario medio de los funcionarios públicos y de una contracción del de los privados. Hay que destacar que de no mediar las reducciones del IRP dispuestas en enero, mayo y agosto, la caída del poder de compra del salario medio real habría sido levemente superior a 3%.

Las **pasividades medias reales** se reducirían 2,7%. Ello respondería en parte a que las mismas se ajustan de acuerdo con la evolución del índice medio de salarios nominales (Ley 17.649), que no refleja el impacto positivo de la reducción del impuesto a las retribuciones personales (IRP) sobre el índice medio de salarios.

El **ingreso medio real de los hogares** relevado por el Instituto Nacional de Estadística crecería aproximadamente 2,5%, principalmente debido al aumento previsto del empleo y a la recuperación de los ingresos patronales.

**Precios.** La inflación, medida diciembre a diciembre (9,7%), sería apenas inferior a la de 2003. Los factores que determinarían el aumento de los precios serían el incremento de los precios de la energía y los alimentos, el alza de las tarifas de los servicios públicos y la gradual recuperación de los márgenes de ganancia. La persistencia de ajustes nominales de los salarios del sector privado inferiores a la inflación y la evolución del tipo de cambio habrían compensando parcialmente esas influencias inflacionarias. Dados los supuestos planteados en relación con la evolución de la inflación en dólares en el ámbito internacional y regional, se prevé que habrá "inflación importada".

Los precios mayoristas se incrementarían más que los precios al consumo (12%). Los mayoristas agropecuarios crecerían más aceleradamente que los de los productos manufacturados.

Por otra parte, se estima que, medido diciembre a diciembre, el tipo de cambio nominal se reduciría aproximadamente 4%. Esa caída reflejaría la verificada en el bimestre agosto-setiembre. La inflación media anual superaría la devaluación media anual, por lo que los precios en dólares aumentarían 6,6%. No obstante, dada la evolución prevista de los precios en dólares de los principales socios comerciales, se estima que el tipo de cambio real global de Uruguay en 2004 sería levemente superior al del promedio de 2003.

**Finanzas públicas.** Se considera que en 2004 el superávit fiscal primario sería superior al proyectado por el gobierno y ascendería a cerca de 3,6% del PBI. La cuenta de intereses con relación al PBI también sería menor en 2004 (5,4% del PBI) a la registrada en 2003 (6,3% del PBI), como consecuencia de la inflación doméstica en dólares y del crecimiento real del PBI, ya que se prevé cierto crecimiento de los pagos de intereses medidos en dólares. En esas condiciones, el déficit fiscal consolidado sería 1,8% del PBI, sensiblemente inferior al de 2003 (3,2% del PBI).

El resultado fiscal se apoyaría en el significativo incremento de los ingresos reales del Gobierno Central, que crecerían por la reactivación de la demanda interna, la mejora de la administración tributaria y la percepción de ingresos extraordinarios vinculados a la concesión de obras y servicios públicos.

Los **egresos del Gobierno Central** permanecerían estables en términos reales, pues si bien se prevé un aumento de los gastos excluidos los intereses, los correspondientes a intereses se reducirían apreciablemente.

Finalmente, se estima que el **déficit parafiscal** del Banco Central será sensiblemente superior al de 2003, como consecuencia del apreciable aumento de los intereses por sus pasivos en moneda nacional.

El **financiamiento** del déficit fiscal y de las obligaciones en concepto de amortización de la deuda pública se cubrirían principalmente con los recursos que proveerían los organismos financieros multilaterales y con colocaciones internacionales y locales de títulos.

El ratio **deuda pública/PBI** se reduciría de 108,8% a fines de 2003 a 95% a fines de 2004 y lo propio sucedería con el ratio deuda neta/PBI, que se reduciría de 73,7% a 66% a fines de 2004. Ello se debería a que se prevé que el PBI medido en dólares crecería más que la deuda bruta y neta.

**Sistema financiero.** Se estima que el *stock* de depósitos crecerá aproximadamente 6% al cabo del año<sup>4</sup> y que el *stock* de créditos del sistema bancario al sector privado declinará ligeramente al cabo del año.<sup>5</sup> Los indicadores de morosidad y solvencia de los bancos privados y del BROU mostrarían una significativa mejora al cabo del año. Los promedios anuales de las tasas de interés pasivas y activas en moneda nacional y extranjera volverían a reducirse en 2004 respecto a 2003.

## 6. Perspectivas para 2005

### 6.1 Economía internacional

- Se prevé que en 2005 se reiterará el crecimiento de la economía mundial, aunque el mismo sería inferior al de 2004.
- Se estima que las tasas de interés internacionales seguirán aumentando gradual y moderadamente.
- Se prevé que la cotización dólar-euro se mantendrá en los mismos niveles de 2004.
- Se considera que los precios del petróleo se mantendrían elevados y en promedio superarían levemente a los de 2004.
- Se considera que los precios de las *commodities* agropecuarias relevantes para nuestro país permanecerán en los altos niveles de 2004.

En este contexto predominantemente favorable, persistirían factores de incertidumbre y ciertos riesgos a mediano plazo. Entre ellos destacan: la posibilidad de un aumento adicional de los precios del petróleo, el temor a un brusco ajuste de los desequilibrios macroeconómicos de la economía estadounidense y la eventualidad de que se produzca una súbita desaceleración de la economía china, que podría afectar negativamente los precios de las materias primas.

### 6.2 Economía regional

- Se considera que la **economía argentina** crecería aproximadamente 4% en 2005. Sin embargo, de lograrse una adhesión considerable a la propuesta de canje de deuda que próximamente presentará el gobierno a los acreedores, el crecimiento podría ser mayor. Se prevé una inflación similar a la del corriente año (7%). La devaluación diciembre a diciembre sería inferior a la inflación. En el ámbito fiscal el gobierno se plantea alcanzar el año próximo un superávit primario del sector público consolidado de 3,9% del PBI; en esas condiciones, el déficit fiscal nominal sería de aproximadamente 1% del PBI. Se estima que el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos continuaría siendo positivo, y se ubicaría cerca de 2% del PBI.
- Se prevé que la **economía brasileña** crecerá 3,5% en 2005. La inflación minorista sería algo inferior a la de 2004 (6% anual) y la devaluación sería similar a la inflación. El déficit nominal fiscal consolidado se situaría en un nivel similar al de 2004. En relación con las cuentas con el exterior, se prevé un cuantioso saldo positivo de la balanza comercial, aunque inferior al de 2004. Finalmente, el superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos podría situarse en aproximadamente 0,5% del PBI.

---

4. Si se excluye el efecto sobre los depósitos totales del cese de actividades del Banco Galicia Uruguay en junio pasado, el crecimiento del *stock* de depósitos sería de aproximadamente 10%.

5. Debe tenerse en cuenta que los saldos de crédito están influidos por los ajustes contables que continúan realizándose tras la crisis financiera de 2002.

### 6.3 Desafíos de la política económica y márgenes de maniobra del próximo gobierno

El gobierno que comenzará su gestión en marzo de 2005 se verá enfrentado a los **desafíos** de mantener la estabilidad macroeconómica, dar continuidad a la recuperación experimentada en 2003-2004 y satisfacer gradualmente las principales demandas de la sociedad (el incremento del empleo, la reducción de la pobreza y la exclusión social, la recuperación del poder de compra de salarios y pasividades y la mejora de la calidad de los servicios públicos). A su vez, deberá enfrentar múltiples demandas de corporaciones empresariales y sindicales y otros grupos de presión que aspiran a aumentar su participación en la distribución del ingreso.

La **capacidad** de alcanzar aquellos objetivos y satisfacer esas demandas se verá afectada por la posibilidad de que se constituya un gobierno “fuerte” –y se entiende por tal aquel que posea una idea definida del rumbo estratégico a seguir, sea capaz de construir un liderazgo claro, obtenga un amplio respaldo parlamentario y en la opinión pública y haga prevalecer el interés general sobre los intereses sectoriales–.

El **principal problema** de carácter macroeconómico que enfrentará el nuevo gobierno será la magnitud de la deuda pública y la concentración de vencimientos en concepto de amortización de la misma en el próximo bienio. Ello obligará a generar un elevado superávit fiscal primario a mediano plazo (aproximadamente 4% del PBI), lo que necesariamente someterá a la próxima administración a una severa restricción presupuestal. Además, el nuevo gobierno deberá negociar con los organismos financieros multilaterales, de modo de postergar pagos y obtener nuevos financiamientos que permitan hacer frente a los cuantiosos vencimientos con esos organismos. Por último, la administración entrante deberá lograr que se renueve la deuda pública de corto plazo que vence en el primer año de su gestión y asegurar el financiamiento del déficit fiscal del próximo ejercicio.

Por otra parte, el sistema financiero continuaría recuperándose de la crisis bancaria de 2002, pero seguiría operando en condiciones de relativa **fragilidad financiera**, expresada en la elevada dolarización, en el pronunciado cortoplacismo de los depósitos bancarios y en la posible persistencia de restricciones crediticias.

En contraste con las pesadas restricciones que impone la deuda pública y las resultantes de la relativa fragilidad del sistema financiero, el país dispondrá a comienzos de 2005 de algunos **elementos a su favor en el ámbito económico**, entre los que destacan:

- Un considerable superávit fiscal primario y un déficit fiscal manejable.
- Una cuenta corriente de la balanza de pagos en equilibrio.
- Una tasa de inflación relativamente baja y un tipo de cambio real “alto”, en especial fuera de la región. .
- Una prima de riesgo-país relativamente baja, que permite un acceso fluido al mercado financiero doméstico e internacional.
- Una economía en expansión, en la que destaca una pronunciada recuperación de la inversión, aunque ciertamente partiendo de niveles muy bajos.
- Una composición de las exportaciones de bienes más diversificada por destino que la que existía a fines de los noventa, en la que aumenta el peso de los países del NAFTA y se reduce la dependencia de los países vecinos.
- Un nuevo *status* sanitario para la ganadería vacuna (“libre de aftosa con vacunación”), que abrió las puertas de los principales mercados y es menos vulnerable que el anterior (“libre de aftosa sin vacunación”).
- La expectativa de que puedan realizarse grandes inversiones a partir de 2005 en algunos sectores: industrias procesadoras de madera (celulosa y tableros), infraestructura (puertos y aeropuerto) y en construcción residencial (zonas turísticas).

Para elaborar las proyecciones que se exponen a continuación se partió de los siguientes **supuestos adicionales** respecto a las características del próximo gobierno y a la política económica que impulsará:

- El gobierno entrante obtiene respaldo parlamentario y de la opinión pública, lo que le permite consolidarse como un gobierno “fuerte” (en los términos definidos más arriba), al menos durante el primer año de su gestión.
- Logra un entendimiento con el FMI, que le permite postergar parte de los vencimientos de 2005 y obtener nuevos desembolsos del BID y el Banco Mundial.
- Define una política fiscal compatible con la obtención de un cuantioso superávit fiscal primario (al menos 3,5% del PBI). Ello requerirá impulsar una Ley de Presupuesto quinquenal austera, compatible con la severa restricción fiscal resultante del alto peso de la deuda pública y la elevada carga tributaria.
- Mantiene el régimen de “metas inflacionarias” y “flotación cambiaria” que ha venido aplicando el gobierno actual desde mediados de 2002 y establece como meta para 2005 una inflación de un dígito.
- No realiza reformas tributarias de entidad a corto plazo (aunque quizás impulse una reforma a mediano plazo) y eventualmente modifica ligeramente la estructura y/o la administración tributarias, aunque manteniendo la elevada carga fiscal actual.
- Impulsa una exitosa política de estímulo a la inversión extranjera y doméstica que permite elevar el coeficiente inversión bruta fija/PBI y contribuye a dar continuidad al crecimiento de la economía.

## **7. Posible desempeño de la economía nacional en 2005**

Sobre la base de los supuestos planteados respecto de la evolución de las economías internacional y regional en 2005 y de la política económica que impulsará el próximo gobierno, en lo que sigue se exponen las proyecciones sobre la evolución de las principales variables de la economía nacional en el año 2005.

**Nivel de actividad y sectores productivos.** El PBI medio anual medido en términos constantes crecería aproximadamente 4% en 2005. El “efecto arrastre” del año anterior sería modesto (0,6%), por lo que el crecimiento se sustentaría en lo que ocurra en el propio año 2005.

El aumento del PBI y de las importaciones de bienes y servicios en pesos constantes (16%) determinarían un apreciable incremento de la oferta final (7,6%). La actividad económica sería impulsada por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios y de la demanda interna. Dada la magnitud de la contracción que tuvo lugar en la fase recesiva 1999-2002, y de confirmarse los pronósticos de crecimiento para 2004-2005 formulados en este Informe, el PBI de 2005 sería todavía 2,6% menor que el de 1998.

Las exportaciones de bienes y servicios medidas en pesos constantes se incrementarían significativamente (14%). Los factores que las estimularían serían: la continuación del crecimiento de la economía internacional y de las economías vecinas, la permanencia de un elevado tipo de cambio real y de favorables precios internacionales de varios productos de exportación, el aumento de la oferta agropecuaria y la apertura de nuevos mercados para la producción nacional.

La demanda interna aumentaría 5%, el consumo 4% y la inversión bruta interna 12,5%.

El incremento del consumo sería impulsado principalmente por el moderado aumento del ingreso de los hogares, atribuible a la recuperación del empleo y de los salarios reales. También se prevé cierta reactivación del mercado de crédito.

El aumento de la inversión bruta interna obedecería al sensible crecimiento de la inversión bruta fija (casi 20%), mientras que la variación de existencias dejaría de crecer luego del pronunciado incremento de 2003-2004.

En 2005 se incrementaría la actividad de todos los sectores productivos. Destacaría por su dinamismo el crecimiento del sector agropecuario y, en menor medida, los de la industria manufacturera, la construcción y el sector comercio, restaurantes y hoteles. Los demás sectores crecerían menos que el promedio.

**Sector externo.** Se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojará en 2005 un resultado virtualmente equilibrado, como consecuencia de un crecimiento similar de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios medidas en dólares (aproximadamente 18%).

Por su parte, el saldo negativo de la cuenta “renta de inversión” (intereses y utilidades) sería el mismo que el previsto para 2004.

El crecimiento de las exportaciones expresadas en dólares se basaría tanto en el de las colocaciones de bienes como en el de las de servicios. Estas últimas crecerían impulsadas por el marcado incremento de los ingresos turísticos (30%). El significativo aumento de las exportaciones de bienes reflejaría principalmente el crecimiento de los volúmenes y nuevamente sería impulsado por la expansión de las exportaciones de bienes de origen agropecuario, aunque también se incrementarían a buen ritmo las de bienes industriales, que se exportan especialmente a la región.

Las importaciones de bienes y servicios crecerían aceleradamente. Entre las primeras se destacaría el dinamismo de las adquisiciones de bienes de capital y entre las segundas, las correspondientes al turismo emisor.

El superávit de la balanza comercial de bienes y servicios (2,7% del PBI) sería casi íntegramente compensado por el déficit de la cuenta intereses y utilidades, lo que determinaría el mencionado equilibrio de la cuenta corriente.

**Empleo e ingresos.** El desempleo medio anual en el país urbano se reduciría respecto al nivel medio de 2004 y se ubicaría en aproximadamente 12,5%. Ello reflejaría el incremento del empleo medio anual (2%), parcialmente compensado por el leve crecimiento previsto de la tasa de actividad.

El salario medio real se recuperaría levemente (2%). Ello sería el resultado de alzas similares de los salarios de los funcionarios públicos y de los privados. La recuperación de estos últimos obedecería a un aumento de cierta entidad del salario mínimo que podría disponerse en la primera mitad del año y por la puesta en marcha de negociaciones colectivas de salarios en la segunda mitad.

Las pasividades medias reales se incrementarían 1,5% y el ingreso medio real de los hogares crecería aproximadamente 4%, principalmente debido al aumento previsto del empleo, y a la leve recuperación de los ingresos fijos y de las rentas de la propiedad.

**Precios.** La inflación, medida diciembre a diciembre (9%), sería levemente inferior a la prevista para 2004. Los factores que determinarían el aumento de los precios serían la gradual recuperación de los márgenes de ganancia y de los salarios. Bajo los supuestos sobre la evolución de la inflación en dólares en el ámbito internacional y regional, se prevé cierta “inflación importada”.

Los precios mayoristas se incrementarían a un ritmo más lento que el de los precios al consumo (7%). Por otra parte, se estima que, medido diciembre a diciembre, se registraría un incremento del tipo de cambio nominal de aproximadamente 5%. La inflación media anual superaría la devaluación media anual, por lo que en promedio los precios en dólares aumentarían casi 10%. Dada la evolución prevista de los precios en dólares de los principales socios comerciales, se estima que el tipo de cambio real global de Uruguay en 2005 caería en promedio aproximadamente 6%, aunque todavía se mantendría en un nivel elevado.

**Finanzas públicas.** Se estima que en 2005 el superávit fiscal primario y el déficit fiscal consolidado serían similares a los de 2004. El resultado fiscal se apoyaría en el leve incremento de los ingresos reales del Gobierno Central. Los egresos también crecerían en términos reales, impulsados por el aumento de las inversiones y de las remuneraciones. Finalmente, se estima que el déficit parafiscal del Banco Central será similar al proyectado para 2004.

El financiamiento del déficit fiscal y de los vencimientos en concepto de amortización de la deuda pública se cubriría principalmente con los recursos que proveerían los organismos financieros multilaterales y con colocaciones internacionales y locales de títulos y, en menor medida, con la emisión monetaria.

El ratio deuda pública/PBI se reduciría de 95% a fines 2004 a aproximadamente 84% a fines de 2005. Ello se debería a que se prevé que el PBI medido en dólares crecería más que la deuda bruta.

**Sistema financiero.** El stock de depósitos bancarios crecería aproximadamente 10% al cabo del año y el crédito del sistema bancario al sector privado crecería algo menos. Las tasas de interés pasivas y activas en moneda nacional se mantendrían en promedio en los niveles de

2004 (el posible incremento del primer semestre del año podría ser compensado por su reducción en el segundo), mientras que sus similares en moneda extranjera se incrementarían levemente acompañando el moderado incremento de las tasas internacionales de referencia.

En **síntesis**, en el supuesto de que en 2005 se establezca un gobierno con sólido respaldo parlamentario y de la opinión pública, que alcance un acuerdo con el FMI y aplique una política macroeconómica en términos generales similar a la que viene siendo implementada, se reitera el crecimiento de la economía mundial y de las economías vecinas y el precio del petróleo revierta su trayectoria alcista, de modo que su promedio anual sólo sea levemente superior al de 2004, las principales variables de la economía nacional podrían comportarse como sigue. El PBI alcanzaría un crecimiento medio de aproximadamente 4% anual. Aumentarían significativamente las exportaciones y algo menos la demanda interna. La economía generaría un cuantioso excedente comercial y el saldo de la cuenta corriente sería equilibrado. El desempleo medio anual se reduciría y ascendería a 12,5% aproximadamente. Los salarios y las pasividades medias reales crecerían levemente respecto a los valores medios de 2004. Los ingresos reales de los hogares se incrementarían ligeramente, estimulados por la recuperación del empleo y los ingresos fijos. Los saldos de los depósitos y créditos bancarios se incrementarían moderadamente al cabo del año. La inflación diciembre a diciembre sería de aproximadamente 9% y el peso se depreciaría cerca de 5% respecto al dólar. El superávit fiscal primario y el déficit fiscal consolidado serían similares a los previstos para el año en curso.

**CUADRO SÍNTESIS**  
**INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL EN 2002-2005**

	2002	2003	2004 (1)	2005 (1)
<b>Economía internacional y regional</b>				
PBI mundial (variación real anual, en %)	3,0	3,9	5,0	4,3
Comercio mundial (variación real anual, en %)	3,1	4,5	8,8	7,2
Precio spot del petróleo West Texas (variación media anual, en %)	0,6	19,2	29,0	3,2
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	1,9	1,2	1,9	3,5
Precios en dólares de las materias primas agropecuarias (var.media anual, en %)	1,8	3,7	4,3	0,0
PBI Argentina (variación real anual, en %)	-10,9	8,8	7,0	4,0
PBI Brasil (variación real anual, en %)	1,9	-0,2	4,4	3,5
<b>Economía nacional</b>				
PBI (variación real anual, en %)	-11,0	2,5	11,0	4,0
PBI (millones de dólares)	12.274	11.179	13.500	15.500
Devaluación (dic. a dic., en %)	93,7	7,3	-4,0	5,0
Devaluación (promedio anual, en %)	59,6	32,7	2,8	-0,7
Inflación (dic. a dic., en %)	25,9	10,2	9,7	9,0
Inflación (promedio anual, en %)	14,0	19,4	9,6	9,2
Tipo de cambio real global (var. anual, en %) (2)	7,7	25,4	2,6	-6,1
Salario real (var. media anual, en %)	-10,7	-12,4	-0,6	2,0
Pasividades (var.media anual, en %)	-8,3	-13,4	-2,7	1,5
Tasa de desempleo (país urbano, en %)	17,0	16,9	13,3	12,5
Resultado en cuenta corriente (en % del PBI)	2,0	0,5	0,1	0,5
Resultado fiscal consolidado (en % del PBI)	-4,2	-3,2	-1,8	-1,7

(1) Valores proyectados.

(2) Variación media anual calculada a partir de la inflación mayorista extrarregional, la inflación minorista de Argentina, Brasil y Uruguay.

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.