

Tendencias y perspectivas de la economía uruguaya (diciembre de 2004)¹

1. La reactivación económica en curso

La **recuperación** de la economía nacional se consolidó luego de la larga fase recesiva padecida en el cuatrienio 1999-2002. El crecimiento del PBI acumulado entre el final de la recesión (cuarto trimestre de 2002) y el tercer trimestre de 2004 (último dato disponible) fue de 24,7%, aunque el PBI es aún 5,7% inferior al del tercer trimestre de 1998 (el máximo nivel de actividad de la anterior fase expansiva).² De acuerdo con la evolución que muestran distintos indicadores de avance, la actividad económica habría continuado creciendo en el cuarto trimestre del año en curso.

Pese a la sensible recuperación de la actividad económica, subsistirían buena parte de las **consecuencias sociales** que provocó la recesión en el período 1999-2002: 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 de 2003-2004** se basó en un contexto internacional y regional favorable en materia financiera y comercial, la apertura de nuevos mercados de exportación, la recuperación del *status* sanitario de la ganadería vacuna, una pronunciada mejora de la competitividad externa, 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 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 en 2003-2004 y la aceleración del crecimiento de la brasileña en el año en curso, 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. (pese a la leve caída reciente respecto a Argentina).

La mejora de la **competitividad externa** de la economía en 2002-2003, que estimuló las exportaciones y la sustitución de importaciones, obedeció a la pronunciada devaluación 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).

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 (también en parte como consecuencia de la caída del riesgo-Brasil), el tipo de cambio nominal tendió a caer, 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 provocó un aumento del gasto que, a su vez, permitió mejorar la recaudación tributaria y, en definitiva, el resultado fiscal.

Finalmente, a diferencia de lo sucedido en el pasado, el **período preelectoral y la ulterior transición** hacia el nuevo gobierno, no tuvo efectos negativos sobre el desempeño de las variables económico-financieras, lo que contribuyó a dar continuidad a la reactivación económica. Ese clima favorable derivó en parte del hecho de que las principales fuerzas políticas presentaron propuestas de política económica parecidas en lo que hace a la preservación de los equilibrios macroeconómicos, el cumplimiento de las obligaciones en materia de deuda pública y la organización del sistema financiero y se vio reforzado por los anuncios de política económica formulados por las autoridades del gobierno electo.

2. La política económica en 2004

El equipo económico **proyecta** para 2004 un crecimiento de 11% del PBI, una inflación de entre 7% y 9% y una ganancia de reservas internacionales netas de 180 millones de dólares. En materia fiscal el gobierno pro-

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de diciembre de 2004, 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 (correo electrónico: coyu@iecon.ccee.edu.uy; página web: www.iecon.ccee.edu.uy/coyuntura/coyuntu.htm). Para elaborar este documento se consideró la información disponible hasta el 17 de diciembre de 2004.

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

cura alcanzar un superávit primario (antes de pagar intereses) de 3,4% del PBI en 2004, meta más ambiciosa que la de 2003.

En un contexto de pronunciado incremento de la recaudación tributaria, a lo largo de 2004 se **flexibilizó la política fiscal**, aunque sin comprometer la meta de superávit fiscal primario 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 parcial de atrasos con proveedores, inversión y remuneraciones).

La **política monetaria** siguió centrada en el objetivo de controlar la evolución de la base monetaria, de modo de influir sobre la inflación. 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. No obstante, en noviembre la política monetaria adquirió un sesgo más expansivo con el propósito de satisfacer la creciente demanda estacional de moneda nacional y de evitar una mayor apreciación del peso.

Respecto a las metas cualitativas establecidas en las sucesivas **Cartas de Intención**, 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. No obstante, no se cumplieron otros compromisos en relación con los Fondos de Recuperación de Patrimonios Bancarios que constituían metas cualitativas del acuerdo con el FMI (realización de auditorías y difusión de estados financieros). Por otra parte, en agosto se tercerizó la cobranza de los activos de tres bancos en liquidación (Montevideo, Caja Obrera y Comercial), responsabilidad que recayó en 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”.

La **transición** entre el gobierno actual y el que comenzará su gestión en marzo de 2005 viene realizándose sin contratiempos. La excepción ha sido el tema de las concesiones de servicios de agua potable y saneamiento, en el que las partes presentaron diversas interpretaciones respecto al alcance de la reforma constitucional aprobada el 31 de octubre. No obstante, el gobierno acaba de dictar un decreto que obliga a los actuales concesionarios a seguir prestando el servicio durante un período de transición. Esta fórmula permitiría mantener la situación actual hasta la asunción del nuevo gobierno.

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

La **balanza de pagos** registró una variación de activos de reserva de 46 millones de dólares en los primeros once meses de 2004. Se estima que ello habría obedecido a 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 externa, pero se incrementaron aun más aceleradamente las importaciones de bienes, en especial las de bienes de capital. El incremento de las exportaciones se debió básicamente a la notable expansión de las ventas a los países del NAFTA, seguida del incremento de las ventas al Mercosur y a la Unión Europea. El principal producto exportado continuó siendo la carne vacuna, seguida de las manufacturas del cuero y los productos textiles. Hay que destacar el gran dinamismo de las exportaciones de productos agrícolas en el período.

La **oferta agregada** creció 16,7% en términos reales en los primeros nueve meses de 2004 respecto a igual período de 2003, debido al crecimiento del PBI (13,1%) y de las importaciones (26,5%).

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

Tanto la **demand**a externa como la interna aumentaron considerablemente en los primeros nueve meses de 2004 respecto al mismo período de 2003 (18,8% y 15,9%, respectivamente). En la demanda interna destaca el pronunciado incremento de la inversión (31,2%), mientras que el consumo también aumentó a buen ritmo (14,2%).

Los **indicadores de avance** disponibles a la fecha de cierre de este Informe permiten afirmar que la actividad económica continuó expandiéndose en el cuarto trimestre de 2004, aunque con menor intensidad que en los primeros nueve meses del año.

La **tasa de desempleo** mantuvo en los primeros diez meses de 2004 su tendencia a caer –pasó de 15,4% en octubre-diciembre de 2003 a 12,5% en agosto-octubre de 2004–.

El **salario real** continuó descendiendo en los primeros diez meses del año (0,6% entre enero-octubre de 2004 e igual período de 2003), aunque su ritmo de caída se desaceleró notoriamente.

El **ingreso medio real de los hogares** creció levemente en los primeros nueve meses del año (1,4%) respecto a igual período del año anterior, luego de caer marcadamente por cuatro años consecutivos.

La **inflación minorista** se aceleró moderadamente entre enero y setiembre. No obstante, los precios cayeron durante octubre y noviembre y en los primeros once meses del año crecieron 7,5%. La inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles del IPC, fue de 6% en ese período, levemente inferior a la inflación efectiva.

La tendencia decreciente del **tipo de cambio** se aceleró en los últimos meses, lo que dio como resultado una apreciación de la moneda de 8,7% hasta noviembre. Ello obedeció fundamentalmente a la política monetaria restrictiva aplicada por el BCU, que al reducir la cantidad de pesos disponibles en el mercado, impulsó a los agentes a deshacer su posición en dólares, aumentando la oferta de divisas. También actuaron en este sentido el superávit de la balanza de pagos, la concentración de las compras de divisas del sector público en el primer semestre del año, la reducida incertidumbre pre y poselectoral y la depreciación internacional del dólar. En noviembre el BCU tomó una serie de medidas con el objetivo de detener la apreciación del peso frente al dólar. Esas medidas alcanzaron parcialmente sus propósitos y en las últimas semanas el tipo de cambio tendió a estabilizarse.

Como se adelantó, el gobierno flexibilizó la política fiscal a lo largo de 2004. Sin embargo, y dado el fuerte crecimiento de los ingresos fiscales, se incrementó el superávit fiscal primario consolidado (3,6% en los doce meses terminados en octubre) y se redujo el **déficit fiscal consolidado** (2,1% del PBI en el mismo lapso). La mejora del resultado fiscal antes del pago de intereses debe asociarse fundamentalmente al aumento de la recaudación impositiva, aunque también existieron ingresos por única vez derivados de la concesión de obras y servicios públicos (canon del Aeropuerto de Carrasco y subasta de bandas celulares).

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 diez meses del año, pero se acentuó su concentración en depósitos a la vista. El *stock* de crédito del sistema financiero al sector privado continuó cayendo respecto a fines de 2003, pero lo hizo a un ritmo más lento que el año pasado.

Las **tasas nominales de interés** pasivas y activas en dólares descendieron en lo que va de 2004, particularmente estas últimas. Las tasas pasivas en moneda nacional permanecieron virtualmente estables y las tasas activas en pesos se redujeron pronunciadamente. Por su parte, las tasas de las Letras en moneda nacional que emiten el BCU y la Tesorería se redujeron marcadamente desde octubre, reflejando las nuevas expectativas de inflación y devaluación.

4. Supuestos sobre los que se realizaron las proyecciones para el "cierre" de 2004

4.1 Economía internacional

- El PBI mundial habría crecido 5% en 2004, el mejor desempeño en casi treinta años.
- El comercio mundial se habría incrementado casi 9%.
- La depreciación media del dólar en 2004 respecto a 2003 habría sido de 8%.
- Los precios del petróleo se mantuvieron elevados (41 dólares el barril de promedio anual para la variedad West Texas).
- En promedio los precios en dólares de las principales *commodities* agropecuarias relevantes para nuestro país fueron superiores a lo de 2003 (salvo en el caso de la lana).

4.2 Economía regional

La economía argentina habría crecido 8% en 2004. Se estima que la inflación habría sido algo inferior a 6% y que el tipo de cambio permaneció estable. Se habría superado holgadamente la meta de superávit fiscal primario (3% del PBI). El superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos sería de aproximadamente 2,2% del PBI.

La economía brasileña habría crecido 5% en 2004. Se estima que la inflación sería de 7,3% al cabo de 2004. La apreciación del real respecto al dólar habría sido de 6%, medida diciembre-diciembre. Se considera que se alcanzaría la meta de superávit fiscal primario fijada con el FMI (4,5% del PBI). Se cree que el superávit de la balanza comercial en 2004 alcanzaría un nivel récord, lo que habría permitido obtener un resultado positivo de la cuenta corriente equivalente a cerca de 1,8% del PBI.

De modo tal que las dos economías vecinas habrían crecido a buen ritmo en 2004 en un contexto de estabilidad macroeconómica. Esta situación, que no se registraba desde 1997, habría influido positivamente sobre la economía uruguaya en los ámbitos financiero y comercial y sobre las expectativas de los agentes.

4.3 Política económica

No se prevén cambios de la política económica vigente en el período posterior al cierre de este Informe, se supone que continuará vigente el acuerdo con el FMI y que la transición política continuará siendo armoniosa.

5. Las proyecciones de las principales variables para el “cierre” de 2004

Nivel de actividad y sectores productivos. El PBI medio anual a precios constantes habría crecido al menos 12% en 2004. El crecimiento del PBI y de las importaciones de bienes y servicios en pesos constantes (28%) habrían determinado un significativo incremento de la oferta final (16,4%). La actividad económica habría sido impulsada por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios y de la demanda interna; de modo que se estima que al cabo del año habrían crecido todos los componentes de la oferta y de la demanda agregadas.

Las exportaciones de bienes y servicios medidas en pesos constantes se habrían incrementado apreciablemente (22%). Los factores que las estimularon fueron: 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 de varios productos de exportación, la apertura de nuevos mercados para la producción nacional (en especial para la carne vacuna) y el aumento de la oferta agropecuaria. Las exportaciones de servicios (particularmente las vinculadas al turismo) habrán experimentado una sensible recuperación en términos reales al cabo del año, impulsadas por la mejora de la competitividad externa y la reactivación de la economía argentina.

La demanda interna habría aumentado 14,4% al cabo del año luego del leve crecimiento registrado en 2003 (1,6%). El consumo habría aumentado significativamente (casi 12%) y aun más aceleradamente la inversión bruta interna (32%).

El incremento del consumo habría sido impulsado por la mejora de las expectativas de los agentes, el “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 leve aumento del ingreso de los hogares, atribuible básicamente a la recuperación del empleo y al incremento de las rentas de la propiedad.

El aumento de la inversión bruta interna habría obedecido al sensible crecimiento de la inversión bruta fija (33%) y a un nuevo incremento de las existencias (30%).

Al cabo de 2004 habrá aumentado la actividad de todos los sectores productivos. Los sectores industria manufacturera y comercio, restaurantes y hoteles habrán crecido a tasas medias anuales superiores a la prevista para el promedio de la economía. El sector agropecuario habría crecido al ritmo medio y los sectores transporte y comunicaciones, construcción y los productores de servicios agrupados en “otros” lo habrían hecho menos que el promedio. Finalmente, el sector electricidad, gas y agua habría crecido mínimamente, afectado por el déficit hídrico.

Sector externo. Se prevé que la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojará al cabo de 2004 un resultado equilibrado. Ello reflejaría un crecimiento de 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 habría reducido levemente como proporción del PBI.

El crecimiento de las exportaciones expresadas en dólares se habría basado tanto en el de las colocaciones de bienes como en las de servicios. Estas últimas habrían crecido impulsadas por el marcado incremento de los ingresos turísticos (45%). 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 habrían crecido aceleradamente, impulsadas por las adquisiciones de bienes, pues las de servicios lo habrían hecho a un ritmo más moderado. Entre las importaciones de bienes se destacaría el dinamismo de las adquisiciones de bienes de capital, aunque también se habrían expandido aceleradamente las de bienes de consumo final e intermedios.

La variación de las reservas internacionales netas habría superado la meta oficial (180 millones de dólares). El saldo de la balanza de pagos medido a través de la variación de activos de reserva sería positivo, aunque menor.

Empleo e ingresos. El desempleo medio anual en el país urbano se habría reducido respecto al nivel medio de 2003 (16,9%) y se ubicaría en aproximadamente 13%. Ello habría respondido al incremento del empleo medio anual (casi 6%), parcialmente compensado por el leve incremento de la tasa de actividad (1%). El aumento del empleo habría respondido al crecimiento de la economía y a la sensible reducción del costo laboral que tuvo lugar en los últimos tres años.

El salario medio real no se habría modificado al cabo de 2004. Ello habría sido el resultado de un alza del salario medio de los funcionarios públicos y de una contracción del de los privados, que tienen mayor peso en el total. Hay que destacar que, de no mediar las reducciones del IRP dispuestas en 2004, el poder de compra del salario medio habría disminuido algo más de 3%.

Las pasividades medias reales se habrían reducido 2,5% al cabo del año, lo que habría obedecido en parte a que las mismas se ajustan de acuerdo con la evolución del índice medio de salarios nominales, que no refleja el impacto positivo de la reducción del IRP sobre el índice medio de salarios.

El ingreso medio real de los hogares habría aumentado aproximadamente 2%, principalmente debido al aumento del empleo y a la recuperación de las rentas procedentes de la propiedad.

Inflación y tipo de cambio. La inflación, medida diciembre a diciembre (8%), habría sido inferior a la de 2003 (10,2%). Los factores que presionaron al alza los precios habrían sido 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. Los ajustes nominales de los salarios inferiores a la inflación en el sector privado y la disminución del tipo de cambio habrían compensando parcialmente esas influencias inflacionarias.

Los precios mayoristas se habrían incrementado algo menos que los precios al consumo (7%), mientras que los mayoristas agropecuarios habrían aumentado levemente. El tipo de cambio nominal habría caído aproximadamente 8,7% al cabo de 2004. Esa caída reflejaría la verificada entre julio y noviembre. La inflación media anual habría sido superior a la devaluación media anual, por lo que los precios en dólares habrían aumentado 7,1% al cabo del año.

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 habría sido similar al del promedio de 2003. Ello reflejaría una mejora de la competitividad bilateral con Brasil y, especialmente, con la Unión Europea y una pérdida respecto a Argentina y el NAFTA.

Finanzas públicas. Se considera que el superávit fiscal primario habría sido en 2004 similar al proyectado por el gobierno y ascendería a cerca de 3,5% del PBI. La cuenta de intereses con relación al PBI también habría sido en 2004 algo inferior (5,9% del PBI) a la de 2003 (6,1% del PBI), como consecuencia del crecimiento del PBI en dólares, ya que se estima que aumentaron los pagos de intereses medidos en dólares. En esas condiciones, el déficit fiscal consolidado habría representado 2,4% del PBI, sensiblemente inferior al de 2003 (3,2% del PBI).

Los egresos reales del Gobierno Central habrían crecido 3,6%, impulsados por el aumento de las inversiones, la reducción de los atrasos con proveedores y las erogaciones extraordinarias vinculadas a la realización de las elecciones nacionales, al tiempo que habrían aumentado levemente las remuneraciones y los intereses. Por su parte, se habrían reducido las transferencias a la seguridad social, lo que en parte habría respondido a la caída de las pasividades medias reales.

Se estima que el déficit parafiscal del Banco Central sería sensiblemente superior al de 2003, como consecuencia de que la implementación de la política monetaria determinó un apreciable aumento del circulante de Letras de regulación monetaria, que, como es sabido, tuvieron un alto costo financiero, en particular en el primer semestre del año.

El financiamiento del déficit fiscal y de los vencimientos en concepto de amortización de la deuda pública se habrían cubierto principalmente con los recursos de los organismos financieros multilaterales y con colocaciones internacionales y locales de títulos.

El *ratio* deuda pública bruta/PBI se habría reducido de 109% a fines 2003 a 94% a fines de 2004. Ello se habría debido a que el PBI medido en dólares habría aumentado más que la deuda bruta.

Sistema financiero. Se estima que el *stock* de depósitos medido en dólares habría crecido aproximadamente 3% al cabo del año, aunque si se excluye el efecto del cese de actividad del Banco de Galicia y otros ajustes contables que distorsionan la información estadística, el crecimiento de los depósitos podría ascender a 8%.

Se presume que el *stock* de créditos del sistema bancario al sector privado medido en dólares se habría reducido 8,5% al cabo del año. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que los saldos de crédito están muy influidos por los ajustes contables que continúan realizándose tras la crisis financiera de 2002 y por la cancelación de deudas viejas. Por lo demás, si se corrigiera el *stock* de créditos por el efecto del cierre del Banco de Galicia, la contracción del crédito habría sido menor (aproximadamente 4%).

Los indicadores de morosidad y solvencia de los bancos privados y del BROU habrían experimentado una significativa mejora al cabo del año. Las tasas de interés pasivas y activas en moneda extranjera no acompañaron los incrementos de las tasas internacionales de referencia y continuaron descendiendo a lo largo del año, por lo que los promedios anuales de 2004 habrían vuelto a reducirse respecto a 2003. Las tasas de inte-

rés de las Letras en moneda nacional, por su parte, se redujeron pronunciadamente al cabo del año, debido al ajuste a la baja de las expectativas de inflación y devaluación.

6. Perspectivas para 2005

6.1 Economía internacional

- Se prevé que la economía mundial volverá a crecer en 2005 (4%), aunque menos que en 2004, como consecuencia de los efectos de la persistencia de altos precios del petróleo y de la acentuación del proceso de gradual corrección de los desequilibrios macroeconómicos de la economía estadounidense.
- Se estima que las tasas de interés internacionales seguirán aumentando gradual y moderadamente. Se prevé que a finales de 2005 la tasa de los *Federal Funds* se ubicaría en torno a 3,5%, luego de sucesivas correcciones.
- Se prevé que la cotización media de la moneda europea será de aproximadamente 1,35 dólares por euro, lo que significaría una depreciación media del dólar de 9%.
- Se estima que los precios del petróleo se ubicarían en promedio en valores similares a los del promedio de 2004.
- Se considera que los precios en dólares de las *commodities* agropecuarias relevantes para nuestro país permanecerán en los niveles medios de 2004 o caerán levemente.

De modo que el desempeño de la economía internacional en 2005 sería relativamente favorable para la economía uruguaya en materia comercial (pese a la persistencia de los altos precios del petróleo) y neutro en materia financiera, pues se recibiría la influencia positiva de la depreciación del dólar y la negativa del gradual aumento de las tasas de interés.

6.2 Economía regional

Se considera que la economía argentina crecería aproximadamente 5,5% en 2005. Se prevé una inflación algo superior a la de 2004 (7%). La devaluación diciembre a diciembre sería casi nula y, en consecuencia, volvería a registrarse inflación en dólares. 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 en cerca de 1,5% del PBI.

Se prevé que la economía brasileña crecerá al menos 3,5% en 2005. La inflación minorista sería algo inferior a la de 2004 (6% anual) y la devaluación sería menor a la inflación. El déficit fiscal nominal se situaría en un nivel similar al de 2004 (aproximadamente 2,7% del PBI). 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.

De modo tal que las economías vecinas volverían a tener en 2005 un desempeño económico positivo (crecimiento moderado y estabilidad macroeconómica), que resultaría favorable para la economía uruguaya en materia comercial, financiera y generaría expectativas positivas. En el caso de que Argentina salga del *default* y su propuesta de canje de deuda tenga una elevada aceptación, esa economía podría tener un mejor desempeño que el descrito más arriba.

6.3 La política económica del próximo gobierno

El gobierno que comenzará su gestión en marzo de 2005 se verá enfrentado a los desafíos de mantener la estabilidad macroeconómica, consolidar el crecimiento experimentado en 2003-2004 y satisfacer gradualmente las demandas de la sociedad, entre las que destacan: la atención de la problemática de los sectores marginados, el aumento del empleo y la gradual recuperación del poder de compra de salarios y pasividades.

La capacidad de alcanzar aquellos objetivos y satisfacer esas demandas se verá afectada por las condiciones políticas y económicas que enfrente el nuevo gobierno en 2005. En lo que respecta a las condiciones políticas, la conformación de un gobierno que presumiblemente contará con amplio respaldo parlamentario y de la opinión pública contribuirá a lograr aquellos objetivos.

En lo que atañe a las condiciones económicas en los primeros meses de 2005, puede señalarse lo que sigue. 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. La administración entrante deberá negociar con los organismos financieros multilaterales la postergación de pagos y obtener nuevos financiamientos que permitan hacer frente a los cuantiosos vencimientos con esos organismos. Además, el próximo gobierno 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.

En estas condiciones, será preciso que genere un elevado superávit fiscal primario a mediano plazo (entre 3,5% y 4% del PBI), de forma de hacer frente a buena parte de los pagos de intereses y generar confianza respecto a la sostenibilidad de la deuda, lo que necesariamente someterá a la próxima administración a una severa restricción presupuestal.

Además, el sistema financiero continuaría recuperándose de la crisis bancaria de 2002, pero seguiría operando en condiciones relativamente frágiles. Esto último se expresa en la persistencia de una elevada dolarización de la actividad financiera, en el gran predominio de los depósitos bancarios a corto plazo y en la posible permanencia de ciertas restricciones crediticias.

En contraste con las pesadas restricciones que impone la deuda pública y las resultantes de la relativa fragilidad del sistema financiero, el nuevo gobierno dispondrá en el inicio de su gestión de algunos elementos a su favor en el ámbito económico, entre los que destacan los siguientes:

- Un cuantioso superávit fiscal primario y un déficit fiscal manejable.
- Una cuenta corriente de la balanza de pagos virtualmente equilibrada.
- Una tasa de inflación relativamente baja (8% en 2004) y un tipo de cambio real “alto”, en especial fuera de la región.
- Una baja prima de riesgo-país (aproximadamente 400 puntos básicos), que permite un acceso fluido al mercado financiero doméstico e internacional.
- Una economía en expansión (acumuló un crecimiento de casi 15% en 2003-2004, considerando el crecimiento medio anual), 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 aumentó el peso de los países del NAFTA y se redujo la dependencia de los países vecinos.
- Un *status* sanitario de la ganadería vacuna (“libre de aftosa con vacunación”) que abrió las puertas a 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 aeropuertos) y en construcción residencial (zonas turísticas).

Para elaborar las proyecciones que se exponen a continuación se partió, además, de los siguientes supuestos respecto a la política económica que impulsará el próximo gobierno:

- 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).
- Impulsa 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. En estas condiciones, el aumento del gasto en algunos rubros deberá alinearse con el crecimiento previsto del PBI o compensarse con la reducción del que se realiza en otros renglones, de modo de no incrementar el *ratio* gasto público/PBI.
- No realiza reformas tributarias de entidad a corto plazo (aunque se propone hacerlo a mediano plazo) y mantiene la elevada carga fiscal actual.
- Mantiene el régimen de “metas inflacionarias” y “flotación cambiaria” que se ha venido aplicando desde mediados de 2002 y establece como meta para 2005 una inflación de un dígito.
- Implementa un plan de emergencia social, con un costo en base anual de 0,7% del PBI, orientado a atender la situación de los sectores excluidos.
- Promueve negociaciones colectivas de salarios en el sector privado, tendientes a recuperar gradualmente el salario real, aunque las mismas se pondrían en marcha a partir de la segunda mitad del año.
- Lleva a cabo una exitosa política de estímulo a la inversión doméstica y extranjera que permite elevar el coeficiente inversión bruta fija/PBI y contribuye a que continúe el crecimiento de la economía.

7. Posible desempeño de la economía nacional en 2005

Sobre la base de los supuestos planteados en este Informe 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 próximo.

Nivel de actividad y sectores productivos

El PBI medio anual medido en términos constantes crecería aproximadamente 6% en 2005. El “efecto arrastre” del año anterior sería del orden de 3%, por lo que el crecimiento “propriadamente dicho” del año próximo sería de aproximadamente 3%.³ Hay que destacar que dada la evolución prevista de la inflación en dólares, se prevé un crecimiento de 18,6% del PBI en dólares.

El aumento real del PBI (6%) y de las importaciones de bienes y servicios (15%) determinará un apreciable incremento de la oferta final (casi 9%). La actividad económica sería impulsada por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios y de la demanda interna, aunque la incidencia de esta última en el crecimiento global sería mayor, debido a su mayor peso en la demanda final.

Las exportaciones de bienes y servicios medidas en pesos constantes se incrementarían significativamente (12%). Los factores que las estimularían serían: la continuidad del crecimiento de la economía internacional y de las economías vecinas, el mantenimiento de un elevado tipo de cambio real (pese a que se prevé una moderada caída) y de altos 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 7,5%, el consumo se incrementaría 6% y la inversión bruta interna crecería más aceleradamente (16,5%).

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.

El aumento de la inversión bruta interna obedecería al sensible crecimiento de la inversión bruta fija (20%), mientras que la variación de existencias crecería más lentamente (10%), luego del pronunciado incremento de 2003-2004. Es de hacer notar que el incremento de la inversión resulta imprescindible para mantener el crecimiento económico a partir de 2005, pues luego de dos años de recuperación, hacia fines de 2004 se estaría agotando la capacidad instalada ociosa, en particular en algunas actividades económicas. La recuperación de la inversión fija reflejaría la expansión de la realizada por el sector privado, a pesar de que también se incrementaría, aunque más lentamente, la que realiza el sector público. En estas condiciones, el coeficiente inversión bruta interna/PBI medido en precios constantes se situaría en casi 17% y el de inversión bruta fija/PBI sería de 11%.

En 2005 se incrementaría la actividad de todos los sectores productivos. El crecimiento del sector agropecuario sería similar al del promedio de la economía; crecerían más que el promedio los sectores construcción, industria manufacturera, transporte y 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 levemente negativo. Ello reflejaría un crecimiento de aproximadamente 15% de las exportaciones de bienes y servicios medidas en dólares y de 19% de las importaciones de bienes y servicios. Por su parte, el saldo negativo de la cuenta “renta de inversión” (intereses y utilidades) permanecería casi incambiado respecto al 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 como consecuencia del marcado incremento de los ingresos turísticos (25%). El aumento de las exportaciones de bienes respondería al crecimiento de los volúmenes y sería nuevamente impulsado por la expansión de las exportaciones de bienes de origen agropecuario (carne, granos y madera), aunque también se incrementarían a buen ritmo las de bienes industriales sin origen agropecuario, 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.

Empleo e ingresos

El desempleo medio anual en el país urbano se reduciría respecto al nivel medio de 2004 y se ubicaría en aproximadamente 11,5%. Ello reflejaría el incremento del empleo medio anual (3%), parcialmente compensado por el crecimiento previsto de la tasa de actividad (1%).

3. El efecto “arrastre estadístico” mide el crecimiento del PBI medio anual que tendría lugar en 2005 respecto a 2004, en el caso de que en los cuatro trimestres de 2005 el índice de volumen físico desestacionalizado del PBI permaneciera incambiado en el nivel del cuarto trimestre de 2004.

El salario medio real se recuperaría moderadamente (3,5%). El aumento de los salarios privados se vería estimulado por un aumento de cierta entidad del salario mínimo, que entraría en vigor a comienzos del próximo año, y, eventualmente, por las negociaciones colectivas de salarios que se pondrían en marcha a partir de la segunda mitad del año, mientras que se prevé un crecimiento menor de los salarios públicos.

La pasividad media real se incrementaría aproximadamente 2% en 2005 respecto a 2004.

El ingreso medio real de los hogares crecería aproximadamente 5%, principalmente debido al aumento previsto del empleo y a la leve recuperación de los ingresos fijos y de las rentas de la propiedad.

Inflación y tipo de cambio

La inflación, medida diciembre a diciembre (8%), sería similar a la de 2004. Los factores que impulsarían al alza los precios serían la gradual recuperación de los márgenes de ganancia y de los salarios y cierta "inflación importada".

Los precios mayoristas se incrementarían a un ritmo más lento que el de los precios al consumo (6%). Por otra parte, se estima que, medido diciembre a diciembre, el tipo de cambio nominal se incrementaría aproximadamente 4%. La inflación media anual superaría la devaluación media anual, por lo que los precios en dólares aumentarían 12,9% en el promedio del año. 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 el promedio de 2005 se reduciría aproximadamente 5%, aunque se mantendría en un nivel elevado, especialmente en relación con la Eurozona y Brasil.

Finanzas públicas

Se considera que el superávit fiscal primario sería en 2005 similar al de 2004. La cuenta de intereses con relación al PBI sería en 2005 (5,3% del PBI) inferior a la de 2004 (5,9% del PBI), como consecuencia del crecimiento del PBI en dólares, ya que se prevé un nuevo incremento de los pagos de intereses medidos en dólares, lo que, a su vez, resultará del aumento del *stock* adeudado y de las tasas de interés internacionales de referencia. En esas condiciones, el déficit fiscal consolidado (1,8% del PBI) sería menor al de 2004 (2,4% del PBI).

El resultado fiscal se apoyaría en el incremento de los ingresos reales del Gobierno Central, que crecerían principalmente por el efecto del aumento de la actividad económica sobre la recaudación tributaria, y pese a la reducción de la presión tributaria dispuesta a lo largo de 2004 y a que, a diferencia de lo sucedido este año, no se dispondría de ingresos extraordinarios por la concesión de obras y servicios públicos. Los egresos también crecerían en términos reales, impulsados por el aumento de las inversiones, las remuneraciones y por la implementación del programa de emergencia social. Finalmente, se estima que el déficit parafiscal del Banco Central sería algo menor que el registrado en 2004, debido a la menor colocación de Letras de regulación monetaria y a la prevista reducción de las tasas medias de interés de 2005 respecto a las de 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.

El *ratio* deuda pública bruta /PBI se reduciría de 94% a fines 2004 a aproximadamente 81% a fines de 2005 (en tanto que el *ratio* de deuda pública neta/PBI pasaría de 66% a 57%). Ello se debería a que se prevé que el PBI medido en dólares crecería más que la deuda bruta y la neta.

Sistema financiero

Se supone que el *stock* de depósitos crecería aproximadamente 11% al cabo del año y que otro tanto ocurriría con el crédito del sistema bancario al sector privado (10%).

Las tasas de interés pasivas en moneda nacional y en moneda extranjera se incrementarían levemente en promedio respecto al nivel de 2004. Ese incremento de las tasas pasivas reflejaría en parte el intento de los bancos de captar más depósitos a plazo que a la vista.

Las tasas activas en moneda extranjera aumentarían ligeramente, acompañando el leve incremento de las tasas pasivas, mientras que las tasas activas en moneda nacional se reducirían moderadamente, como consecuencia de la caída prevista de los márgenes de intermediación bancaria.

En **resumen**, en el supuesto de que el nuevo gobierno alcanza en 2005 un acuerdo con el FMI, aplica una política macroeconómica similar a la que viene siendo implementada, aunque con mayor énfasis en las políticas sociales, y logra crear un clima favorable a la inversión, la economía mundial sigue creciendo (aunque a un ritmo más lento) y también lo hacen las economías vecinas en un contexto de estabilidad macroeconómica, las principales variables de la economía nacional podrían comportarse de la forma en que se señala a continuación. El crecimiento medio del PBI sería de aproximadamente 6% anual. Las exportaciones aumentarían apreciablemente y algo menos la demanda interna, aunque dado el mayor peso de esta última dentro de la

demanda final, su incidencia en el crecimiento global sería más significativa. La economía generaría un cuantioso excedente comercial de bienes y servicios, pese a lo cual el saldo de la cuenta corriente sería levemente negativo. El desempleo medio anual se reduciría y sería de aproximadamente 11,5%. Los ingresos reales de los hogares se incrementarían moderadamente (5%), estimulados por la recuperación del empleo y los ingresos fijos. Se presume que los saldos de los depósitos y créditos bancarios se incrementarían en torno a 10% al cabo del año. La inflación diciembre a diciembre sería de 8% y el peso se depreciaría aproximadamente 4%. El superávit fiscal primario sería similar al previsto para el año en curso, en tanto que el déficit fiscal consolidado de 2005 sería algo menor al de 2004.

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

	2002	2003	2004 (1)	2005 (1)
Economía internacional y regional				
PBI mundial (variación real anual, en %)	3,0	3,9	5,0	4,0
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	33,0	0,0
Tasa Libor en dólares a 180 días (en %)	1,9	1,2	1,8	3,3
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	8,0	5,5
PBI Brasil (variación real anual, en %)	1,9	0,5	5,0	3,5
Economía nacional				
PBI (variación real anual, en %)	-11,0	2,5	12,0	6,0
PBI (millones de dólares)	12.274	11.179	13.700	16.200
Devaluación (dic. a dic., en %)	93,7	7,3	-8,7	4,0
Devaluación (promedio anual, en %)	59,6	32,7	2,0	-5,2
Inflación (dic. a dic., en %)	25,9	10,2	8,0	8,0
Inflación (promedio anual, en %)	14,0	19,4	9,2	7,1
Tipo de cambio real global (var. anual, en %) (2)	10,1	23,9	0,7	-4,9
Salario real (var. media anual, en %)	-10,7	-12,4	-0,1	3,4
Pasividades (var.media anual, en %)	-8,3	-13,4	-2,5	2,0
Tasa de desempleo (país urbano, en %)	17,0	16,9	13,0	11,5
Resultado en cuenta corriente (en % del PBI)	2,6	0,8	0,3	-0,1
Resultado fiscal consolidado (en % del PBI)	-4,2	-3,2	-2,4	-1,8

(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.