

TENDENCIAS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA URUGUAYA (Diciembre de 2003) ¹

1. La economía nacional en 2003

Al concluir el año la economía nacional muestra claras señales de haber superado la larga fase contractiva que se inició a fines de 1998 y se extendió hasta fines de 2002. El PBI acumuló en los tres primeros trimestres de 2003 un crecimiento de casi 10% respecto al último trimestre de 2002 y habría continuado creciendo en el cuarto trimestre.

La **reactivación en curso** se basa principalmente en un cambio favorable del contexto externo relevante para la economía nacional, en la mejora de la competitividad de la producción nacional y en la modificación de la situación financiera, con el consecuente vuelco de las expectativas, que generó el éxito de la operación de canje de la deuda pública realizada en junio pasado.

Entre los **factores externos de fuera de la región** que contribuyeron a la recuperación de la economía nacional destacan: la desvalorización del dólar frente al euro, las bajas tasas de interés internacionales, la mejoría de los precios mundiales de varios productos agropecuarios de peso en la pauta exportadora uruguaya y la reapertura de los mercados no aftósicos a las carnes vacunas uruguayas, especialmente los de Estados Unidos y Canadá. En contraste, el precio del petróleo se mantuvo en niveles elevados.

Entre las **influencias favorables procedentes del ámbito regional** destacan: la recuperación de la economía argentina (que está creciendo a muy buen ritmo luego de la vertical caída del año pasado), la mejora de los indicadores financieros de los dos países limítrofes y la pronunciada apreciación de sus monedas, con el consiguiente impacto favorable sobre el tipo de cambio real de Uruguay con sus vecinos. En contraste, el crecimiento de la economía brasileña en 2003 habría sido casi nulo.

La mejora de la **competitividad externa** de la economía, que alentó 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 durante 2003 de las monedas de algunos socios comerciales clave (Argentina, Brasil y Europa).

Finalmente, el **canje de la deuda pública** 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 redujo apreciablemente en mayo y junio y desde entonces se deslizó suavemente, los depósitos bancarios continuaron creciendo, las tasas de interés en moneda nacional cayeron pronunciadamente y tuvo lugar cierta reactivación del crédito bancario. Todo ello aumentó la propensión a gastar de consumidores e inversores, lo que, a su vez, hizo posible mejorar la recaudación tributaria y, en definitiva, el resultado fiscal.

2. Proyecciones sobre las principales variables para el “cierre” de 2003

Nivel de actividad y sectores productivos. La actividad económica se recuperaría pronunciadamente al cabo de 2003 respecto al nivel de finales de 2002. No obstante, el PBI medio anual crecería sólo 1%. Ello obedecería al “efecto arrastre” negativo de la fuerte caída de la actividad económica en el segundo semestre de 2002.

1. Este documento reúne las principales conclusiones del Informe de Coyuntura para suscriptores de diciembre de 2003, 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: coyu@iecon.ccee.edu.uy; página web: www.iecon.ccee.edu.uy/coyuntura/coyuntu.htm). Para la elaboración de este Informe se consideró la información disponible hasta el 18 de diciembre de 2003.

El PBI del **sector agropecuario** crecería significativamente en promedio (9%), impulsado por el extraordinario dinamismo de la producción agrícola y la considerable expansión de la actividad de la ganadería vacuna. La actividad de los sectores industria manufacturera y transporte y comunicaciones crecería en promedio entre 3% y 4%. La de los restantes sectores no aumentaría o se reduciría. Destaca por su magnitud la contracción prevista del PBI medio del sector construcción (aproximadamente 10%).

La actividad económica habría sido impulsada principalmente por la expansión de las exportaciones y por la sustitución de importaciones, pues se estima que la demanda interna se contraería levemente. El gasto público caería sensiblemente por el ajuste fiscal y el consumo privado volvería a contraerse. La inversión bruta interna se incrementaría 10%, impulsada por la variación de existencias, pues se prevé una apreciable contracción de la inversión fija.

Sector externo. Se prevé que el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será mínimo. El mismo reflejaría fundamentalmente el significativo incremento de las exportaciones de bienes y servicios medidas en dólares (casi 13%), el moderado crecimiento de las importaciones de bienes y servicios (casi 5%) y el pronunciado aumento de los pagos netos de intereses y utilidades. El significativo incremento de las exportaciones de bienes expresadas en dólares reflejaría tanto el crecimiento de los volúmenes como la mejora de los precios de exportación. Finalmente, se estima que se acumularía una ganancia de activos de reserva de 1.200 millones de dólares.

Empleo e ingresos. El desempleo medio anual permanecería virtualmente en el mismo nivel del año anterior (17%). Ello sería el resultado de los elevados guarismos de la primera mitad del año y su reducción en la segunda mitad, cuando se produjo un aumento del empleo. El ingreso medio real de los hogares se reduciría significativamente (13%) respecto al promedio de 2002. El salario medio real y las pasividades medias reales caerían aproximadamente 12%. Es de destacar que el poder de compra del ingreso de los hogares, los salarios y las pasividades se habría mantenido virtualmente incambiado en el segundo semestre respecto al primero.

Inflación y tipo de cambio. La devaluación diciembre a diciembre se ubicaría en torno a 7%. La inflación sería sensiblemente inferior a la registrada en 2002 y se ubicaría en aproximadamente 10%, por lo que los precios internos medidos en dólares se incrementarían levemente entre diciembre de cada año. Sin embargo, dado que la devaluación media anual sería de casi 33% y la inflación media anual de poco más de 19%, los precios al consumidor expresados en dólares se reducirían casi 11% en promedio.

Finanzas públicas. En este Informe se considera que, como consecuencia de una reducción del gasto menor a la prevista, el superávit fiscal primario sería inferior al proyectado por el gobierno (2,6% del PBI, en lugar de 3% del PBI). No obstante, el déficit fiscal consolidado (3,4%) sería algo menor al convenido en el acuerdo con el FMI (3,6% del PBI). Ello obedecería a que la cuenta de intereses también sería inferior a la prevista (6% del PBI, en vez de 6,6% del PBI). Ese resultado fiscal se apoyará en una pronunciada contracción (casi 11%) de los egresos reales del Gobierno Central excluidos los intereses, parcialmente compensada por la mínima caída de los ingresos reales del Gobierno Central y el pronunciado incremento de la cuenta de intereses en pesos constantes (algo más de 40%). El *ratio* deuda pública bruta/PBI crecería respecto a 2002, ubicándose al cabo del año en aproximadamente 104%, como consecuencia del aumento del total adeudado y de una leve caída del PBI expresado en dólares.

Sistema financiero. La gradual recuperación de la confianza de los agentes residentes provocaría un aumento de cierta entidad de los depósitos en el sistema bancario medidos en dólares (10%), en diciembre de 2003 respecto a diciembre de 2002. No obstante, hay que señalar que el grueso del incremento de depósitos se concentra en instrumentos a la vista. Se presume que al cabo del año el *stock* de crédito efectivo al sector privado habrá caído moderadamente o permanecido estable con respecto al de finales de 2002. Las tasas de interés pasivas y activas en moneda nacional y extranjera se reducirían pronunciadamente respecto a los elevados niveles que tuvieron en 2002, en especial las expresadas en pesos uruguayos.

3. Perspectivas para el año 2004

3.1 Economía internacional

En 2004 se afianzaría la reactivación de la economía mundial, liderada por la de la economía estadounidense. En este contexto, se estima que el **PBI y el comercio mundiales** crecerían 4,1% y 5,5%, respectivamente. Las tasas de interés internacionales, que se encuentran en niveles particularmente bajos, se incrementarían levemente. El debilitamiento del dólar frente al euro iniciado a principios de 2002 se detendría o se haría más lento.

Los **precios de las commodities** de origen agropecuario mantendrían su tendencia a aumentar, aunque a un ritmo más lento al del pasado reciente. Ello se debería a la prevista reducción de la oferta mundial (la producción de 2004 se verá afectada por las recientes sequías en Estados Unidos y Europa) y a la expansión de la demanda resultante de la recuperación de la economía mundial, en particular, del crecimiento de las economías asiáticas, grandes demandantes de materias primas.

Finalmente, el precio medio del **petróleo** se reduciría aproximadamente 10%, como consecuencia del aumento de la oferta mundial de hidrocarburos.

3.2 Economía regional

La **economía argentina** crecería al menos 5% en 2004, en un contexto de reducción del desempleo, de leve aceleración de la inflación y de relativa estabilidad del tipo de cambio real con Estados Unidos. La economía generaría un cuantioso superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, aunque sería algo inferior al del año en curso. En el ámbito fiscal, se presume que se registraría un superávit primario próximo al pactado con el FMI (3% del PBI). Una de las claves del desempeño de la economía argentina el año próximo será el desenlace de la negociación de la deuda pública con los tenedores de títulos públicos del país y del exterior. En el caso de que esa negociación llegara a buen término, lo que se estima podría suceder recién a mediados del próximo año, el desempeño de la economía argentina podría ser más favorable que el señalado más arriba.

La **economía brasileña** se recuperaría y crecería 3,5%, impulsada por la reactivación de la demanda interna. En ese contexto, el desempleo caería levemente, la inflación se reduciría a aproximadamente 6% anual y el tipo de cambio nominal experimentaría un crecimiento similar al de la inflación. Se prevé un superávit fiscal primario de 4,3% del PBI y un déficit fiscal nominal de aproximadamente 4%. Si bien el resultado de la balanza comercial arrojaría un cuantioso saldo favorable, el mismo sería algo menor al del año en curso, como consecuencia de la recuperación de las importaciones. En ese contexto, el saldo de la cuenta corriente volvería a ser levemente deficitario.

3.3 Política económica en 2004

El gobierno uruguayo proyecta un crecimiento del PBI de 5%, un fuerte incremento del PBI industrial (entre 12 y 14%) y del empleo (50.000 puestos de trabajo) y un significativo crecimiento de las exportaciones medidas en dólares (entre 15 y 20%). Se prevé que la inflación se ubicaría entre 7 y 9%. En lo que respecta a la política fiscal, el gobierno procura obtener un superávit fiscal primario de 3,2% del PBI y un déficit fiscal global de 2,9% del PBI. Sin embargo, también se anunció que aumentará levemente el gasto público real (1,4%), reflejando el aumento de la inversión pública y la leve mejora del salario real de los funcionarios públicos.

La **política monetaria** continuará organizándose en torno al propósito de controlar los agregados monetarios de modo que la inflación se comporte de acuerdo a lo proyectado. Se supone que para estimular la reactivación de la actividad económica, el gobierno continuará impulsando la expansión del financiamiento bancario y la puesta en marcha de nuevas modalidades de financiamiento (fideicomisos, securitización de activos, etc.).

En lo que hace a la **política cambiaria**, no se prevén cambios en la política de “flotación” en vigor. Se supone que, como es habitual, cerca de las elecciones se incrementará la demanda de divisas por parte del sector privado, con las consecuentes presiones sobre las reservas internacionales del BCU, sobre la cotización cambiaria y/o sobre la tasa de interés en moneda nacional.

La magnitud de esas presiones dependerá de las características que asuma el debate sobre temas económicos en la **campaña electoral**. A los efectos de las proyecciones que se presentan en este Informe se considera que la incertidumbre generada por las diferencias entre las principales fuerzas políticas acerca de las orientaciones económicas clave tendrá un moderado impacto económico-financiero.

Se estima que el gobierno procurará **estimular la actividad económica y el empleo** mediante la reducción ya dispuesta de los aportes patronales a la seguridad social de algunas actividades y bajo ciertas condiciones, la flexibilización de los requisitos para usufructuar los beneficios de la ley de inversiones y el impulso de los mecanismos de concesión de obra pública.

En lo que hace a la **regulación prudencial** del sistema financiero, el gobierno manifestó su voluntad de avanzar en la implementación de un sistema de seguros de depósitos. Asimismo, se sancionarían normas tendientes a desalentar la dolarización de los créditos bancarios.

Por ser el próximo un año electoral, y habiéndose derogado la Ley de asociación de ANCAP, no cabe esperar que se inicien **reformas estructurales** de entidad. No obstante, el gobierno manifestó su voluntad de poner en marcha un plan de inversiones en materia ferroviaria. Por otra parte, podrían ser aprobadas las reformas de las Cajas Policial y Militar. Dada la difícil situación de la Caja Bancaria, y las dificultades políticas para reformarla en un año electoral, probablemente la misma se postergue hasta la próxima administración. Finalmente, continuarían implementándose las reformas de los bancos públicos y se aceleraría el proceso de liquidación de los bancos quebrados.

3.4 Proyecciones de las principales variables en 2004

Nivel de actividad. El PBI medio anual crecería aproximadamente 6% en 2004, en términos constantes. Ello derivaría en buena medida del positivo “efecto arrastre” de la fuerte recuperación de la actividad económica que se habría registrado a lo largo de 2003 (4%). El crecimiento “propriadamente dicho” del próximo año sería modesto, se concentraría en la primera mitad del año y se detendría en la segunda, como consecuencia del incremento de la incertidumbre preelectoral. Es de hacer notar que en el caso de que ese crecimiento no se detenga en el segundo semestre, el aumento efectivo podría ser mayor.

El crecimiento del PBI y la expansión de las importaciones de bienes y servicios (casi 9%) determinarían un significativo incremento de la oferta final (casi 7%). La actividad económica sería impulsada por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios y de la demanda interna. Las exportaciones medidas en pesos constantes volverían a incrementarse apreciablemente (12%). Los factores que las estimularían serían: la mejora de las economías vecinas, la permanencia de un elevado tipo de cambio real y de favorables precios internacionales de varios productos de exportación y el incremento de la oferta agropecuaria. Las exportaciones de servicios medidas en pesos constantes experimentarían una recuperación de entidad, estimuladas por la reactivación de la economía argentina y la mejora de la competitividad bilateral con los países vecinos.

La demanda interna aumentaría casi 5% luego de la pronunciada caída experimentada en el quinquenio precedente. El consumo y la inversión bruta interna experimentarían un moderado crecimiento. Hay que señalar que se prevé que aumente la deprimida inversión bruta fija, como consecuencia de la expansión de la inversión de los sectores público y privado.

Creecería significativamente la actividad de casi todos los sectores productivos. La de la industria se incrementaría marcadamente (12%). La de la construcción se recuperaría

apreciablemente (7%), luego de la pronunciada caída que experimentó entre 2000 y 2002. El PBI agropecuario medido en términos constantes crecería poco más de 6% en 2004 respecto a 2003, completando así un trienio de alto crecimiento.

Sector externo. Se prevé que el superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ascenderá a poco más de 1% del PBI. El mismo reflejaría el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios medidas en dólares (16%) y un crecimiento algo menor de las importaciones de bienes y servicios (14,5%). El crecimiento de las exportaciones expresadas en dólares se apoyaría tanto en el de las colocaciones de bienes como en el de las de servicios. Estas últimas crecerían pronunciadamente, pues se prevé un marcado incremento de los ingresos turísticos. El significativo incremento de las exportaciones de bienes y servicios reflejaría tanto el crecimiento de los volúmenes como de los precios de exportación. El cuantioso saldo favorable de la balanza comercial sería en buena medida compensado por el déficit de la cuenta renta de inversión (intereses y utilidades). El saldo de la balanza de pagos sería nulo o levemente negativo.

Empleo e ingresos. El desempleo medio anual se reduciría respecto al nivel medio previsto para el año en curso y se ubicaría en aproximadamente 15%. Ello reflejaría el incremento del número de ocupados (aproximadamente 4%), parcialmente compensado por el incremento previsto de la tasa de actividad. El salario medio y la pasividad media crecerían levemente en términos reales respecto a los niveles de 2003 (1%). El ingreso medio real de los hogares crecería algo más (3%), como consecuencia del incremento del poder de compra de los perceptores de ingresos fijos y del aumento previsto del empleo.

Inflación y tipo de cambio. Se estima que, medida diciembre a diciembre, la devaluación podría ubicarse en torno a 10%. Se considera que el incremento del tipo de cambio se concentraría en la segunda mitad del año y sería impulsado por la incertidumbre preelectoral. La inflación, medida diciembre a diciembre, sería levemente inferior a la prevista para 2003 y se ubicaría en aproximadamente 8%. Sin embargo, la inflación media anual superaría la devaluación media anual, por lo que los precios en dólares aumentarían levemente.

Finanzas públicas. Se considera que el superávit fiscal primario sería en 2004 de aproximadamente 2,6% del PBI, inferior al proyectado por el gobierno, pese a lo cual el déficit fiscal consolidado se reduciría mínimamente respecto a 2003 y sería sólo algo mayor que el proyectado por el gobierno (3,2% y 2,9% del PBI, respectivamente). Ello obedecería a que la cuenta de intereses con relación al PBI también sería algo menor a la de 2003. El resultado fiscal se apoyaría en el moderado incremento real de los ingresos y egresos del Gobierno Central. Finalmente, se estima que el superávit de las empresas públicas y el déficit del Banco Central serían similares a los estimados para 2003.

El financiamiento del déficit fiscal y de los vencimientos en concepto de amortización de deuda pública se cubriría principalmente con los recursos que proveerían los organismos financieros multilaterales, eventualmente, con cierta reducción de los activos de reserva del Banco Central y, en menor medida, con la emisión monetaria. Ello obedecería a que la colocación de Letras de Tesorería, que fue una fuente de financiamiento significativa en el pasado reciente, podría verse dificultada por la incertidumbre político-electoral.

Sistema financiero. Se supone que en el transcurso del año y, a medida que se acerque el período electoral, tenderá a detenerse el aumento de los depósitos bancarios totales medidos en dólares. No debe descartarse, incluso, que durante algunos meses se reduzcan. En estas condiciones, el *stock* de depósitos se incrementaría levemente al cabo del año. Se presume que el crédito al sector privado se incrementaría ligeramente y que surgirían nuevas formas de financiamiento empresarial. Las tasas de interés pasivas y activas en moneda nacional y extranjera permanecerían estables en la primera mitad del año y tenderían a incrementarse en la segunda, de modo tal que su valor medio anual se incrementaría.

En resumen, bajo los supuestos acerca del contexto internacional y regional, de la política económica oficial y de las características del proceso electoral, las principales variables de la economía nacional podrían comportarse de la forma que se describe a continuación. El PBI crecería aproximadamente 6% anual, impulsado por la expansión de las exportaciones y de la

demanda interna. El desempleo medio anual se reduciría y podría ubicarse en torno a 15%. Los salarios y las pasividades medias reales se recuperarían levemente respecto a los valores medios de 2003. Los ingresos reales de los hogares se incrementarían moderadamente (3%), estimulados por la recuperación del empleo. La economía volvería a generar un cuantioso excedente comercial y la cuenta corriente sería superavitaria (1% del PBI). El saldo de la balanza de pagos sería nulo o levemente negativo. Se presume que los saldos de depósitos y créditos bancarios del sector privado se incrementarían levemente al cabo del año. La inflación diciembre a diciembre podría ubicarse en torno a 8% y la devaluación en aproximadamente 10%. El superávit fiscal primario sería algo inferior al acordado con el FMI. Sin embargo, el déficit fiscal consolidado se reduciría levemente, lo que sería el resultado de moderados incrementos de los ingresos y egresos reales y de la reducción del peso de la cuenta de intereses.

CUADRO SÍNTESIS
INDICADORES DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL, REGIONAL Y NACIONAL EN 2002-2004

	2002	2003 (1)	2004 (1)
Economía internacional y regional			
PBI mundial (variación anual, %)	3,0	3,2	4,1
Comercio mundial (variación anual, %)	3,2	2,9	5,5
PBI Argentina (variación real anual, %)	-10,9	7,5	5,0
PBI Brasil (variación real anual, %)	1,5	0,3	3,5
Economía nacional			
PBI (variación anual, en %)	-10,8	1,0	6,0
PBI (millones de U\$S)	12.321	12.100	13.300
Devaluación (dic. a dic., en %)	93,7	7,0	10,0
Devaluación (promedio anual, en %)	60,4	32,7	5,9
Inflación (dic. a dic., en %)	25,9	10,0	8,0
Inflación (promedio anual, en %)	14,0	19,4	7,6
Salario real (var. promedio anual, en %)	-10,7	-12,0	1,0
Pasividades (var.prom.anual, en %)	-8,3	-13,0	1,0
Tasa de desempleo (país urbano, en %)	17,0	17,0	15,0
Resultado en cuenta corriente (en % del PBI)	2,1	0,2	1,1
Resultado fiscal consolidado (en % del PBI)	-4,2	-3,4	-3,2

(1) Valores proyectados.

(2) Calculado en función de la inflación minorista (base 1999 = 100).

FUENTE: Instituto de Economía, en base a datos del FMI, IPEA (Brasil), MECON (Argentina), INE, BCU y proyecciones propias.