



cinve
Centro de Investigaciones Económicas
Actividad y Comercio

ISSN: 2301-1289

Nº 122

Diciembre 2013

Contenido:

- Lo que nos deja el 2013
- Balance 2013, perspectivas y desafíos 2014

LO QUE NOS DEJA EL 2013

Diciembre es tradicionalmente un mes para cerrar balance sobre lo acontecido durante el año, sopesando puntos altos y bajos, de forma tal de realizar un diagnóstico de lo acontecido. Asimismo, suelen plantearse desafíos y proyectos de cara al año venidero. De esta manera, el objetivo de este informe es realizar dicho análisis en materia económica en Uruguay. Para ello se hará un breve resumen del 2013 en pos de plantear una agenda para el año que entra. En dicho análisis se plantean desafíos aún vigentes desde hace un tiempo así como otros nuevos que requerirán esfuerzos adicionales.

Si bien son varios los temas, en esta ocasión el énfasis estará en tres temas centrales para el desempeño macroeconómico del año próximo y que se encuentran altamente correlacionados, a saber: el nivel de actividad, el nivel de precios y la competitividad en los mercados mundiales (aproximada a través del Tipo de Cambio Real). Si bien esta medida es parcial y tiene limitaciones, constituye una aproximación a la evaluación del poder de competencia agregado.

Al respecto, los siguientes hechos estilizados contribuyen a contextualizar dichos temas:

1. El 2013 cerrará el onceavo año consecutivo de crecimiento, desde la salida de la crisis del 2002. El nivel de actividad continúa creciendo aunque a menor ritmo que en años anteriores. Las últimas estimaciones arrojan resultados de variación del PIB inferiores al 3% para 2014, cuyos fundamentos se asocian al frente interno, con muy poca contribución de la región y un leve repunte del contexto internacional en términos de crecimiento, aunque los precios de los alimentos continuarían a la baja.
2. El proceso inflacionario se presenta persistente a pesar de la desaceleración de la actividad, manteniéndose por encima del rango meta establecido por el BCU. El componente tendencial, intrínsecamente más estable, señala que las presiones inflacionarias son elevadas, en particular aquellas de origen interno. No obstante el nuevo escenario internacional plantea desafíos adicionales.
3. Las medidas de competitividad aproximadas por el Tipo de Cambio Real (TCR), ya sea consideradas en términos globales o bilaterales con nuestros principales socios comerciales (Argentina y Brasil) indican resultados desfavorables desde hace algún tiempo y no se perciben señales firmes de repunte. Esto dificulta de forma no menor la inserción comercial del país en los mercados internacionales, lo que se refuerza con fuertes restricciones al acceso al mercado argentino, el bajo dinamismo en Brasil y el leve enfrenteamiento de China.

En las páginas siguientes se abordan con mayor profundidad las líneas esbozadas, mencionando brevemente lo acontecido en 2013 para enmarcar cuáles son los principales desafíos macroeconómicos de corto plazo.

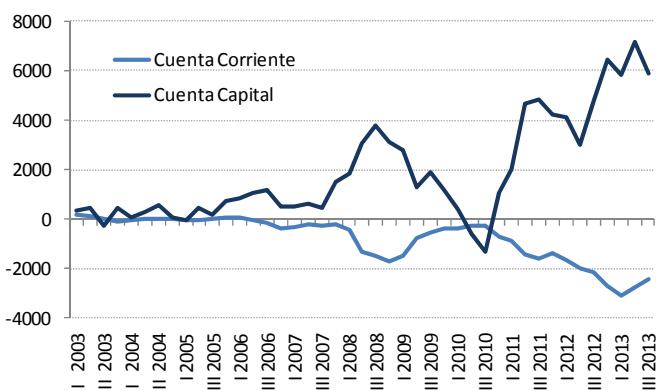


BALANCE 2013, PERSPECTIVAS Y DESAFÍOS 2014

Desequilibrios externos: mayores deterioro en 2013

Uno de los desafíos centrales para el próximo año se encuentra en el frente externo. Durante el presente año el déficit de cuenta corriente se ha exacerbado, alcanzando a 4,4% del PIB en el año móvil cerrado al tercer trimestre de 2013.

Gráfico 2.1. Saldo de Cuenta Corriente y Cuenta Capital (en millones de dólares, año móvil)



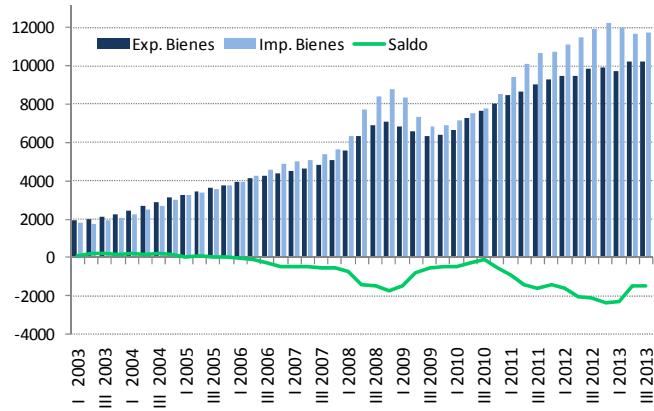
Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

Esta evolución tiene base tanto en la dinámica del comercio de bienes como de servicios. En el primer caso, las importaciones superan las exportaciones desde hace ya varios años. Durante los primeros nueve meses de este año las importaciones fueron casi un 15% superiores a las exportaciones del período. Si bien las segundas han registrado tasas de crecimiento positivas, el comercio importador ha sido aún más dinámico. Dentro de éste se destaca el crecimiento de las importaciones de bienes de capital (26,8% entre enero y octubre de 2013), vinculadas al proceso de inversión, a pesar de representar aún una proporción minoritaria del total importado (16,5% en igual período).

Por su parte el comercio internacional de servicios mantiene un saldo positivo aunque con un marcado deterioro. A modo de ejemplo, el sector turístico ha visto reducidos sus ingresos por concepto de turismo receptivo producto del encare-

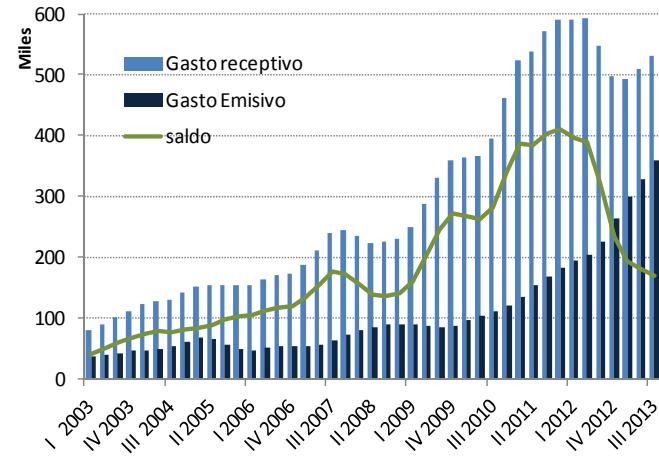
cimiento relativo de Uruguay y la menor demanda regional junto a las restricciones a la compra de divisas en Argentina. Simultáneamente, el mayor nivel de gasto en el exterior de turistas uruguayos (turismo emisivo) ha contribuido a reducir el superávit de la balanza comercial de servicios. Tal como se observa en el gráfico 2.3, el saldo comercial del turismo ha entrado en una tendencia decreciente desde principios de 2012.

Gráfico 2.2. Exportaciones e Importaciones de bienes y saldo comercial (en millones de dólares, año móvil)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

Gráfico 2.3. Gasto de turismo receptivo, emisivo y saldo (en USD, Tendencias)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

En este contexto, el déficit comercial se ha agravado como consecuencia de un mayor déficit en el comercio de bienes y menor superávit de servi-



cios. Como contrapartida, el saldo de la cuenta capital y financiera, que refleja el ingreso y salida de capitales, creció más de un 20% entre el año móvil cerrado al tercer trimestre de 2013 respecto a aquél cerrado al tercer trimestre de 2012, representando actualmente 10,8% del PIB. Debe tenerse en cuenta que el saldo de cuenta capital refleja lo acontecido a nivel de Inversión Extranjera Directa (IED) y de inversión de cartera y otras inversiones (créditos comerciales, préstamos, otros activos, etc.). En los últimos años el alto nivel de liquidez internacional ha favorecido el flujo de capitales hacia los países en desarrollo, siendo Uruguay parte de este fenómeno. En simultáneo, el flujo de inversión extranjera directa (IED) se ha mantenido vigoroso, representando actualmente el 5% del PIB. De esta forma, el ingreso de IED supera el déficit de cuenta corriente, siendo una fuente de financiamiento fundamental del déficit externo.

Este escenario presenta desafíos importantes para 2014. Los cambios previsibles en el contexto internacional podrían derivar en la exacerbación del desequilibrio en cuenta corriente, generando vulnerabilidades a nivel macroeconómico.

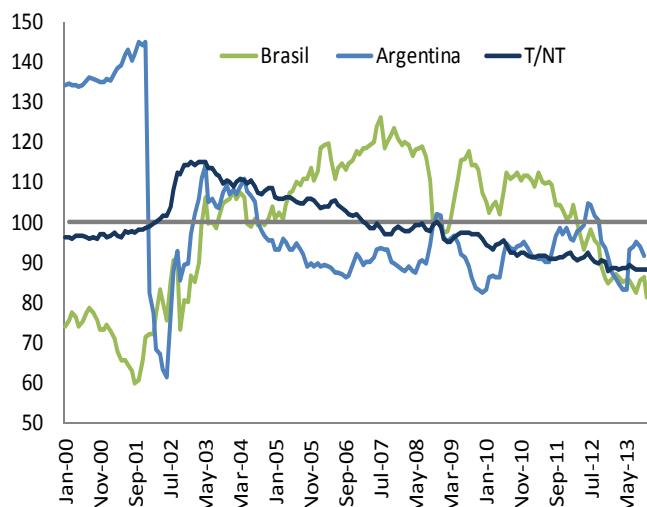
Si bien parte del déficit comercial se vincula al incremento de las importaciones de bienes de capital, lo cual redunda en incorporación de tecnología al proceso productivo sentando las bases para ganancias de productividad, no es el principal factor que lo explica. Se vincula principalmente al deterioro de los niveles de competitividad precio, que ha incentivado notablemente la importación de bienes de consumo y servicios turísticos. Éstas han crecido a un ritmo acelerado que no ha sido acompañado por el tenue crecimiento de las exportaciones de bienes. En esta línea, la evolución de la competitividad y el tipo de cambio real constituyen uno de los principales desafíos en la agenda económica de 2014.

Tipo de Cambio Real y relacionamiento regional

La dinámica del tipo de cambio real, como indicador de competitividad-precio, ha sido uno de los

puntos de discusión y preocupación en los últimos tiempos. El tipo de cambio real (TCR) mide la evolución del nivel de precios medidos en dólares respecto al nivel de precios en dólares de los socios comerciales. Alternativamente, el TCR puede definirse como la comparación entre los precios de los bienes transables (comerciados internacionalmente) y no transables (comercializados únicamente en el mercado interno). Al respecto, si los no transables crecen más que los precios de los bienes y servicios transables, la economía local se encarece respecto al extranjero y el TCR se deteriora.

Gráfico 2.4. Tipo de Cambio Real global y bilateral con Argentina¹ y Brasil (promedio 2000-2012=100)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU, INE, DPEyC-San Luis y BCA.

Como se observa en el gráfico 2.4, la dinámica del TCR medido como relación de precios de bienes transables y no transables, evidencia el encarecimiento relativo de Uruguay. Los precios internos, cuya evolución responde a la oferta y demanda del mercado local, crecen en mayor medida que los precios internacionales. La tendencia decreciente de la competitividad-precio de los productos nacionales se muestra casi como una constante luego de la crisis de 2002. En los pri-

¹ En el caso de Argentina se considera la inflación estimada por la Dirección Provincial de Estadísticas y Censos de San Luis y una ponderación entre el tipo de cambio oficial y el paralelo.



meros once meses de este año la reducción del TCR habría alcanzado el 2,7% en términos interanuales.

El desalineamiento de precios relativos se evidencia también con los principales socios comerciales. La relación de precios con Brasil alcanza su mínimo luego de la salida de la crisis de 2002, mientras que en el caso de Argentina la política de control de cambios complica el panorama. En consecuencia, Uruguay se encarece respecto a sus socios comerciales. Si bien las exportaciones de bienes han experimentado cierto crecimiento, están asociadas al buen desempeño del sector agropecuario, ya que las exportaciones industriales se han visto resentidas. Adicionalmente, el sector turístico sufre las consecuencias de la pérdida de competitividad a nivel regional, previéndose niveles de ingresos corrientes por concepto de turismo receptivo moderadamente menores para el próximo año.

Además del nivel de precios relativos, existen otros factores que han afectado el comercio bilateral a nivel regional. Tal es el caso del requerimiento de licencias no automáticas y declaraciones anticipadas de importación en el caso de Argentina. Debe recordarse que la política de control de cambios argentina afecta la disponibilidad de divisas para turismo y compras en el extranjero. Por tanto, las trabas al comercio bilateral han sido una constante desde un tiempo atrás. Adicionalmente, la reciente normativa sobre trasbordo de mercadería argentina a nivel de puertos ha reducido el comercio de servicios portuarios y la operativa del puerto de Montevideo. La nueva normativa argentina no sólo afecta el comercio bilateral sino la operativa del puerto de Montevideo con otros buques que partan del puerto de Buenos Aires, afectando así el comercio con el resto del mundo. En consecuencia, el comercio con Argentina enfrenta dificultades en términos de precios, trabas y relacionamiento que impactan directamente sobre el desempeño económico.

El relacionamiento con Brasil, por su parte, ha mejorado sustancialmente en el último tiempo. Prueba de ellos es el levantamiento de las trabas al sector automotriz. Sin embargo, y a pesar de

ello, estimaciones de **cinve** para el período comprendido entre enero de 1991 y noviembre de 2013 indican que el tipo de cambio real bilateral se encontraría en torno a un 15% por debajo de su equilibrio de largo plazo. (ver gráfico 2.4)

Por tanto, dado lo anterior, uno de los principales desafíos se encuentra estrechamente ligado a recuperar (al menos parcialmente) la competitividad perdida con los socios comerciales, en particular con Brasil. Sin embargo, como discutiremos a continuación dicha recomposición de precios relativos encuentra una limitante en el proceso inflacionario actual. Asimismo un mejor relacionamiento internacional y diversificación de mercados, fundamentalmente para aquellos bienes y servicios cuyo principal demandante es Argentina, son otros aspectos a mejorar.

La persistencia inflacionaria como fuente de tensión

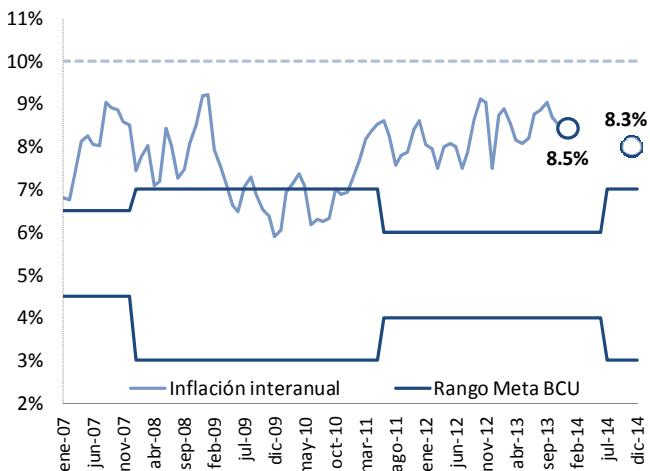
Durante el año que cierra se ha discutido en diferentes instancias sobre los problemas que acarrea el proceso inflacionario actual. Este problema, sin solución desde hace varios años, continúa siendo uno de los principales desafíos macroeconómicos. Si bien actualmente el escenario no pauta un proceso de aceleración inflacionaria, la preocupación se basa en la persistencia de la inflación y su nivel, particularmente en el componente tendencial, y como éstos restan grados de libertad a la política económica para actuar, sobre todo cuando existen otros desafíos contrapuestos y se enfrenta un cambio de fase económica a nivel internacional.

En particular, el escenario internacional del 2014 plantea desafíos adicionales para el manejo de la política monetaria. Por un lado, el fortalecimiento gradual del dólar podría imprimir presiones adicionales sobre la inflación, aunque éstas serían contrarrestadas, al menos parcialmente por una reducción de los precios internacionales, tanto de los alimentos como del petróleo. De esta forma, adquiere mayor relevancia el manejo del delicado equilibrio entre estabilidad de precios interna y competitividad externa.



De hecho, la preocupación por la apreciación del peso, producto de la masiva entrada de capitales durante fines de 2012 y el primer semestre de este año, determinó modificaciones en la política monetaria a mediados de año. Si bien la volatilidad de la tasa de interés primó durante los primeros meses posteriores a su adopción, la nueva política monetaria señala una mayor contracción monetaria, “secando” el mercado de pesos y elevando la tasa de interés en el mercado de dinero. No obstante, aún los resultados no son los esperados y dado que ésta actúa con rezagos, se deberá esperar algunos meses adicionales para evaluar su desempeño, aunque su efecto sería, en el mejor de los casos, reducido².

Gráfico 2.5. Inflación global y techo del rango



Fuente: BCU, INE y proyecciones **cinve**

Asimismo, esta contracción monetaria no estaría libre de costos, ya que agregaría presiones bajistas sobre el tipo de cambio ante la falta de pesos y podría ahondar el proceso actual de desaceleración económica.

En esta línea, la inflación ampliamente por encima del rango meta establecido por las autoridades (ver gráfico 2.5) junto a la persistencia del componente tendencial, reducen el margen de maniobra de la política económica para contemplar la tensión en el sistema de precios, en parti-

cular en lo que refiere al dilema entre mejorar la competitividad y lograr la estabilidad de precios.

Particularmente, el cambio de fase a nivel internacional plantea desafíos en este sentido. Al fortalecimiento del dólar a nivel global, debe agregarse la necesidad de Brasil de depreciar el Real para paliar, al menos parcialmente, las restricciones de oferta al crecimiento. En esta línea, la inflación ampliamente desviada por encima del rango meta y su persistencia temporal implican una limitante para acompañar este fenómeno, pudiendo derivar en pérdidas adicionales de competitividad respecto a los principales socios comerciales. Por tanto, monitorear esta situación será de suma importancia para no ahondar los desequilibrios de cuenta corriente. Esto adquiere mayor relevancia, dado que la persistencia inflacionaria resta grados de libertad para favorecer la depreciación del peso.

Un menor ritmo de crecimiento económico

Si bien el dato de actividad del tercer trimestre estuvo por encima de lo esperado, ratifica la senda de desaceleración que experimenta el nivel de actividad local. En concreto, **se espera que 2013 cierre con un crecimiento de 3,8%** respecto a 2012, resultado que se sustenta en sus determinantes internos, más que en un contexto externo que ha contribuido muy magramente al desempeño económico local.

Para 2014 el panorama no es muy distinto, en tanto los principales impulsores del nivel de actividad se encontrarán nuevamente en el frente interno. Al respecto, el componente de consumo no ha ralentizado significativamente su desempeño, creciendo por encima de 5% en términos interanuales, incluso a pesar de los menores incrementos de los salarios reales que en años anteriores (los que igualmente se encuentran por encima de 3%).

De todas formas el mercado uruguayo es acotado, y por tanto el dinamismo que este componente puede brindar al producto tiene su límite, al menos sin generar desequilibrios como los

² Dominguez, Lanzillotta, Rego y Regueira (2013) “Que instrumento?: el efecto de la política monetaria sobre las expectativas. Documento de Trabajo 04/13. **cinve**



presiones inflacionarias. En este sentido, el mantenimiento de la expansión del consumo no parece sostenible ni saludable. Si bien para el año entrante se espera una moderación de su crecimiento, seguirá siendo en el 2014 el principal propulsor de la demanda interna y del producto.

Desde el sector productivo, la inversión se verá mermada por la finalización de la instalación de Montes del Plata, que será parcialmente compensada por nuevos emprendimientos como las inversiones en el sector energético (sobre todo en la generación eólica) y la instalación de nuevas plantas automotrices, y otros que podrían dar comienzo el próximo año como el proyecto de mega-minería y el puerto de aguas profundas.

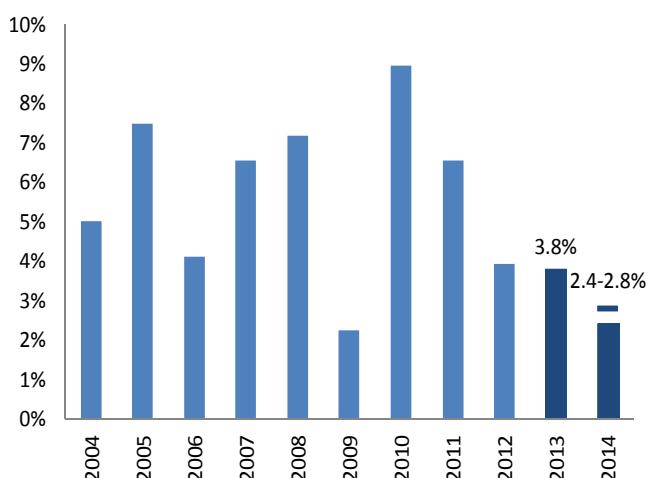
De todas formas, se espera que el primer efecto sobre el nivel de actividad se vea más que compensado por el comienzo de la producción de pulpa de celulosa en Montes del Plata. Por otro lado, los factores climáticos tendrán un efecto nulo o negativo sobre el nivel de actividad en el año próximo ya que en este año se registraron niveles muy elevados de hidraulicidad difíciles de superar.

A nivel internacional, el contexto para 2014 se presenta más auspicioso en términos de crecimiento mundial, aunque implicará algunos desafíos como los descritos anteriormente. A pesar que en la Unión Europea parece existir aún cierto grado de incertidumbre, fuertes heterogeneidades internas y una recuperación más lenta de lo esperado, el panorama en Estados Unidos es más favorable. En dicha economía, los indicadores macroeconómicos evidencian sólidas señales de recuperación. En esta línea es que tuvieron lugar los anuncios de *tapering* de los estímulos monetarios mencionados en las secciones previas.

Por su parte, los precios internacionales serán levemente menos favorables que en 2013, a raíz del fortalecimiento del dólar y la normalización de los flujos de capital. Por tanto, se espera se determinen en línea con sus fundamentos, y al balance entre oferta y demanda puntuales. Al respecto, se prevén retracciones en los precios

tanto de los *commodities* alimenticios como del petróleo, aunque los primeros caerían en una magnitud levemente superior a los segundos. De todas formas, se destaca que el deterioro del escenario de precios sería menor en términos globales al que tuvo lugar en 2013, cuando se procesó una caída en los alimentos y un incremento en el precio del petróleo por factores puntuales, como la crisis de Medio Oriente.

Gráfico 2.6. IVF del PIB, variación promedio anual, en %.



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

Finalmente, el escenario regional no muestra novedades sustanciales y definitivamente no constituye un factor dinamizador de la actividad local, ya que se espera un crecimiento moderado de Argentina y Brasil, aún inferior al esperado para Uruguay.

Ante el contexto internacional y regional descrito anteriormente, y en función de las consideraciones sobre los desafíos en términos de desequilibrios externos, competitividad y control del proceso inflacionario, nuestras previsiones para el año que comienza apuntan a un crecimiento levemente por debajo de su tendencia de largo plazo, esperándose un crecimiento entre 2,4% y 2,8% para 2014.