

## Contenido

1. Continúa la incertidumbre a nivel internacional.....1
2. ¿Cómo se encuentra Uruguay para enfrentar una profundización de la crisis internacional? .....2
3. Un punto diferencial: la situación cambiaria.....6

Junio 2012  
No. 105

CINVE •  
Centro de Investigaciones  
Económicas

Área de Macroeconomía  
Finanzas y Coyuntura

Fecha de elaboración:  
29 de junio de 2012

## 1. CONTINÚA LA INCERTIDUMBRE A NIVEL INTERNACIONAL

Desde el estallido de la crisis en Estados Unidos en 2008 el panorama internacional se ha mostrado incierto, signado por un débil crecimiento de las economías centrales así como por diferentes vaivenes en los mercados financieros. Estos últimos se traducen en episodios de “flight to quality” o vuelo a lo seguro, donde los capitales se refugian en activos fuertes, como el dólar y los bonos del tesoro americano, derivando en una apreciación de la moneda americana y una caída en el precio de los *commodities*. Es así que desde hace ya casi 4 años estos episodios tienen lugar al menos una vez en el año.

En este momento en particular, la incertidumbre proviene del lado europeo. Por un lado, Grecia no logra establecer una agenda firme para el pago de sus compromisos al mismo tiempo que atraviesa su cuarto año consecutivo de caída del producto. Por otro lado, España, cuya situación fiscal también está seriamente comprometida, y que a su vez atraviesa su peor momento en materia laboral, con un desempleo cercano al 25%. A este complejo panorama debemos agregarle nuevos problemas, ahora en el sector bancario, que requieren de un rescate de aproximadamente 100.000 millones de euros para salvarse. Este nuevo foco en el país ibérico también ha tenido sus efectos en la economía italiana, que ha visto subir sus primas de emisión a valores semejantes a los de la era Berlusconi (colocación de bonos a 10 años con tasas superiores al 6%).

Este complejo panorama de la situación europea abre la duda de cómo y cuándo podrá finalmente Europa salir de la crisis y a qué costos, poniendo entre juicio la continuidad de algunas naciones en la zona euro. Hasta tanto este panorama no se aclare, seguiremos seguramente observando episodios como los descritos anteriormente, pudiendo incluso empeorar según como se resuelva la crisis europea.

En este escenario parece entonces relevante analizar cómo está preparado Uruguay para enfrentar estas turbulencias, y compararlo con su situación en 2009 y 2002, dos momentos en los cuales nuestro país debió enfrentar vicisitudes internacionales con distintos resultados en materia de actividad y crecimiento. Mientras que 2009 representó una desaceleración de la tasa de crecimiento, 2002 fue el comienzo de una crisis que dejó fuertes secuelas en el nivel de actividad. En el cuerpo de este informe analizaremos distintos indicadores macroeconómicos con el fin de determinar que tan sólida se encuentra la economía uruguaya para enfrentar una nueva agudización de la última crisis internacional.

## 2. ¿CÓMO SE ENCUENTRA URUGUAY PARA ENFRENTAR UNA PROFUNDIZACIÓN DE LA CRISIS INTERNACIONAL?

En la edición pasada del *Actividad y Comercio* analizamos que tan expuesto está Uruguay a la economía del resto del mundo. En esta ocasión estudiaremos la situación macro en la que se encuentra el país para enfrentar nuevas turbulencias internacionales así como las posibilidades con las que cuenta el gobierno para mitigar sus impactos, todo esto desde una óptica comparativa respecto de 1998 y 2007.

Tomamos estos dos años como referencia para nuestro análisis ya que 1998 fue el último año de expansión de la década de los 90 y el posterior a la crisis de deuda rusa que originó problemas de acceso al financiamiento de los emergentes. Todo lo cual culminó en el caso de Uruguay en 2002 (post devaluación del real) con el estallido de una de las peores crisis económicas de los últimos tiempos. Por su parte, 2007 fue el año previo a la quiebre de *lehman brothers* y el estallido de la crisis *subprime*. Si bien esta crisis no derivó en una recesión económica causó un fuerte enlentecimiento de la economía que retoma un fuerte dinamismo un año más adelante.

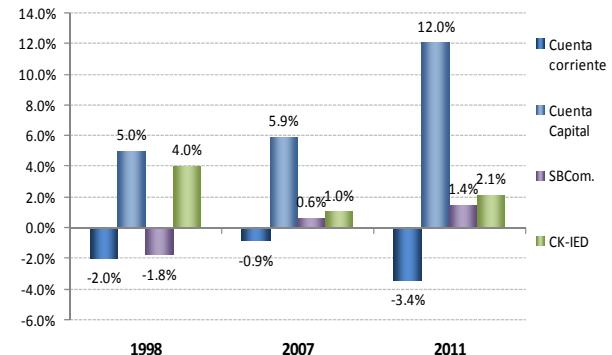
### Los equilibrios externos

Por el lado de los equilibrios externos, es interesante analizar los componentes de la balanza de pagos para los distintos momentos del tiempo.

Tal como podemos apreciar en el gráfico 2.1, el déficit de cuenta corriente<sup>1</sup> caracteriza a los tres años analizados de la economía uruguaya. Sin embargo, si miramos más detalladamente, mientras que en 1998 el saldo de balanza comercial (exportaciones menos importaciones de bienes y servicios) era negativo, tanto en 2007 como en 2011 las divisas que ingresaron por ventas al exterior superaron a aquellas utilizadas para

importar.

**Gráfico 2.1. Saldo de los componentes de la Balanza de Pagos en términos del PIB**



Fuente: BCU.

Otra diferencia significativa entre los tres períodos se da en la composición de la cuenta capital. Si bien la misma es más importante en 2011 (lo que está indicando una mayor entrada de divisas al país por conceptos financieros), si analizamos el saldo de esta cuenta descontando la Inversión Extranjera Directa (IED) podemos ver como en 1998 la entrada de divisas por este concepto (4% del PIB) representaba más puntos del producto que en 2007 (1%) y 2011 (2,1%).

Al descontar el monto de la IED del saldo de la cuenta capital y financiera nos quedamos con los componentes más volátiles, más precisamente con la inversión en cartera y otras inversiones. Estos capitales son justamente los más expuestos a una fuga de capitales por la facilidad de movimiento que presentan, al contrario de la IED, donde hay mayores costos asociados a deshacerse de la inversión. Mientras que en 1998 la mayor parte de los capitales que entraban al país lo hacían en esta modalidad más volátil, tanto en 2007 como en 2011 la IED representó la mayoría del ingreso de divisas por estos conceptos. Precisamente, esta situación permite que Uruguay no se vea hoy (ni en 2007) tan perjudicado como antes por episodios de salidas de capitales, o de *sudden stops* (caída

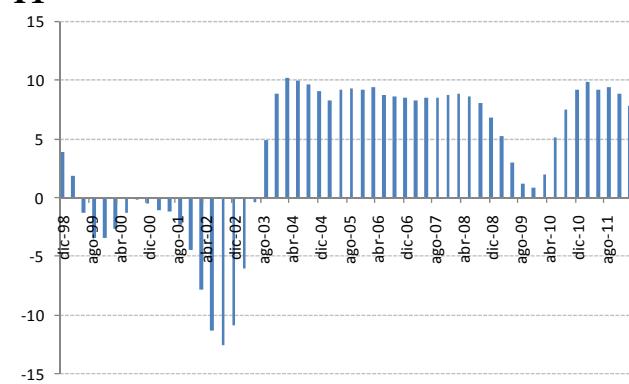
<sup>1</sup> Saldo de Cuenta Corriente= Exportaciones-Importaciones +Ingresos netos del exterior + Transferencias recibidas del exterior-Transferencias realizadas al exterior.

violenta en la entrada de capitales) que generalmente acompañan las crisis internacionales.

### Una situación regional distinta

Un aspecto que no se puede dejar de lado si se quiere analizar la situación en la que se encuentra Uruguay para enfrentar nuevas adversidades internacionales es la de las economías de sus vecinos: Argentina y Brasil. En la edición pasada de *Actividad y Comercio* se analizaron los determinantes del crecimiento en Uruguay, resaltando entre estos el crecimiento de la región. Casi 80% de cada punto de incremento de la actividad de Argentina y Brasil se traslada a nuestra tasa de crecimiento.

**Gráfico 2.4. Tasa de crecimiento del PIB argentino, año móvil, en %, de 1998 T4 a 2012 T1**



Fuente: INDEC.

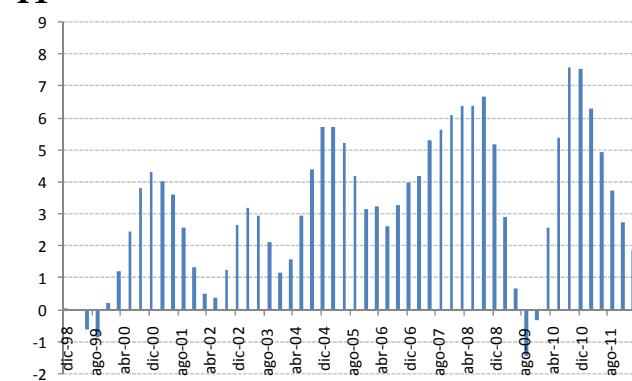
Por un lado, Argentina ha mostrado un importante dinamismo de su actividad económica luego de la crisis principios de los 2000. Tal como podemos ver en el gráfico 2.2, las tasas anuales de crecimiento argentino se encontraron por encima del 8% anual durante los últimos años antes de la crisis de internacional, a raíz de la cual la economía argentina tuvo un crecimiento prácticamente nulo en 2009. Durante 2010 y 2011 esta economía volvió a mostrar fuertes señales de dinamismo (tasas de alrededor de 9% anual) en un contexto de políticas macroeconómicas heterodoxas y de una sostenibilidad discutible en el largo plazo. Los datos del primer trimestre de 2012 ya mostraron una importante desaceleración, con una tasa de

crecimiento interanual de 5,21%.

Por otro lado, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador que permite conocer con una frecuencia mensual la evolución de la actividad en Argentina, mostró una caída de 1,3% en abril respecto de marzo, en términos desestacionalizados. Esta caída es la más importante desde diciembre de 2008 en medio de la crisis *subprime*, lo que nos permite reafirmar nuestra idea de una importante desaceleración en Argentina para 2012.

En lo que respecta a Brasil, la situación en materia de crecimiento es más comprometida. Previo a la crisis de 2008, la economía brasileña venía mostrando tasas de crecimiento superiores al 5%, dinámica que de todas formas no salvó a Brasil de registrar un crecimiento levemente negativo en 2009, como consecuencia de la crisis internacional.

**Gráfico 2.5 Tasa de crecimiento del PIB brasileño, año móvil, en %, de 1998 T4 a 2012 T1**



Fuente: Banco Central de Brasil.

Sin embargo, la situación ya no es la misma hoy en día. El 2011 cerró con un crecimiento de 2,7%, en tanto que en el primer trimestre de 2012 la expansión fue de apenas 0,7% en términos interanuales. Sin bien los analistas brasileños esperan un repunte de la economía para la segunda mitad del año, las expectativas de crecimiento para 2012 son muy moderadas, levemente superiores al 2% anual.

En síntesis, la actividad regional continúa

creciendo pero a un ritmo significativamente menor que el observado antes de la crisis de 2008.

Por su lado, Argentina continúa con la aplicación de políticas económicas muy controvertidas que ponen en duda la continuidad del proceso de crecimiento observado en los últimos años. En cuanto a Brasil, pareciera que la rigurosa carrera contra la inflación llevada a cabo previamente tuvo un importante impacto sobre el crecimiento, cerrando el año pasado con un magro 2,7%. Las primeras señales de actividad de 2012 tampoco fueron muy esperanzadoras.

Esta situación pone a Uruguay en un lugar distinto al de 2008, donde habrá que tener quizás más estrategias trazadas para el caso en el que la situación a nivel internacional se vuelva aún más complicada y perdure en el tiempo.

### *Una situación fiscal sólida*

Desde un punto de vista del sector público, resulta interesante analizar cómo se encuentran las finanzas públicas en términos de déficit fiscal, la estructura de la deuda y las reservas internacionales, con el fin de determinar las necesidades del Gobierno en el corto plazo así como las posibilidades con las que cuenta para enfrentar una posible crisis.

En el análisis de la estructura del presupuesto gubernamental también surgen diferencias significativas entre la situación actual y las previas, de 1999 y 2007.

**Cuadro 2.1. Estructura Fiscal Uruguaya (en millones de pesos)**

	1999	2007	2011
<b>Ingresos</b>	<b>72.494</b>	<b>157.132</b>	<b>260.289</b>
<b>Egresos</b>	<b>75.944</b>	<b>138.955</b>	<b>244.118</b>
<b>Resultado Primario</b>	<b>-3.957</b>	<b>19.740</b>	<b>17.917</b>
<b>Intereses</b>	<b>4.679</b>	<b>19.681</b>	<b>26.186</b>
<b>Resultado Global</b>	<b>-8.637</b>	<b>58</b>	<b>-8.269</b>
<b>PIB</b>	<b>271.961</b>	<b>549.470</b>	<b>902.163</b>
<b>Primario/PIB</b>	<b>-1,46%</b>	<b>3,59%</b>	<b>1,99%</b>
<b>Global/PIB</b>	<b>-3,18%</b>	<b>0,01%</b>	<b>-0,92%</b>

Fuente: BCU.

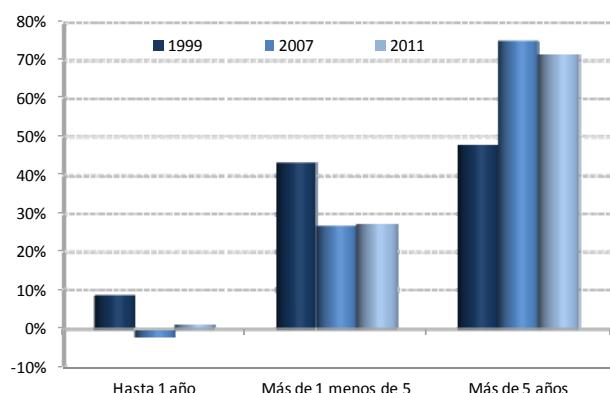
Como podemos apreciar en el cuadro 2.1, tanto en

2007 como en 2011 los ratios de resultados Primario/PIB y Global/PIB son sensiblemente más favorables que en 1999. Asimismo, el resultado primario, resultante de la diferencia entre ingresos y egresos pasa de guarismos negativos a positivos. Contar con un resultado primario superavitario permitió al gobierno tener otra holgura a la hora de fijar el rumbo de la política fiscal.

Cuando un gobierno tiene una situación presupuestaria muy comprometida por más que desee aplicar políticas anticíclicas para amortiguar los efectos de una crisis es difícil que lo logre debido a la falta de fondos para hacerlo. En este sentido, estamos hoy al igual que en 2007 frente a una situación fiscal cómoda que le permite al gobierno contar con cierto margen de acción ante un eventual shock negativo o un empeoramiento del escenario internacional.

Otro elemento que es actualmente más favorable es la estructura de la deuda pública del país.

**Gráfico 2.2 Estructura de la deuda pública, en porcentaje**



Fuente: BCU.

El perfil de deuda que posee el país hoy en día es marcadamente más alargado en el tiempo que en 1999. Actualmente, el peso de la deuda de plazo menor a un año es de 1,1% en tanto que en 1999 era de 8,5%; la deuda con plazo mayor a 5 años hoy representa el 71,6% del total adeudado en tanto que en 1999 era el 48,1%. Este cambio en el perfil de deuda coloca a Uruguay en una posición de cierto privilegio en cuanto a los vencimientos de

los compromisos de deuda. Al no tener grandes vencimientos en el corto plazo, el gobierno no va a tener una presión extra en los egresos públicos, lo que evita que se deba salir a pedir prestado en momentos difíciles, cuando las tasas son sustancialmente más elevadas.

Asimismo, las reservas internacionales con las que cuenta el país han crecido exponencialmente a partir de la crisis de 2002 y han pasado holgadamente las previas a dicho evento, y también las de 2007. Hoy en día se sitúan cerca de 12.000 millones de dólares mientras que en plena crisis económica no alcanzaban los 700 (ver gráfico 3)

**Gráfico 2.3. Reservas Internacionales BCU (en millones de dólares)**



Fuente: BCU.

Las reservas actúan como un “colchón” en caso que el país necesite dinero inmediato, reduciendo las necesidades de recurrir a préstamos a tasas exponenciadas por la crisis. Cabe resaltar que las reservas constituyen un costo para el gobierno, ya que se trata de dinero muy líquido colocado – prácticamente- a tasa cero. Optar por acumular reservas constituye una señal de una política fiscal precavida.

No obstante, en caso que la crisis se profundice y fuera necesario recurrir a más capitales, el gobierno ha pautado ciertas líneas de crédito contingente con diferentes entidades. Un crédito contingente o *stand by* es aquel en que el prestatario se compromete a desembolsar de forma rápida hasta

cierto monto previamente establecido en caso que el beneficiario lo solicite.

Al presente Uruguay ha logrado pactar varias líneas de crédito de este tipo. Con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) se acordó uno por 470 millones de dólares, con la Corporación Andina de Fomento (CAF) uno por 400 millones y con el Banco Mundial otro por 260 millones. A su vez se están negociando otras dos líneas. La primera, con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) por 300 millones que se cree estará disponible a partir del tercer trimestre de este año. La segunda sería con el Banco Mundial por 200 millones más, sumados a los previamente acordados.

En total, todos los créditos contingentes estarían sumando 1.630 millones de dólares, lo cual brinda otro respaldo adicional ante una ocasional crisis.

En definitiva, el país se encuentra en una situación netamente favorable respecto a la crisis de 2002. El déficit fiscal es menor, presentando incluso un superávit primario, la deuda está más dispersa en el tiempo, las reservas son superiores y las líneas de crédito contingente dan un respiro extra. Con respecto a la situación en 2007, si bien en esa ocasión se contaba con un mayor espacio fiscal a nivel primario, se disponía de menor monto de reservas y aún no se habían pactado las líneas de crédito contingente.

En suma, Uruguay se encuentra en un situación fiscal relativamente cómoda que le permitirá, en caso que sea necesario, aplicar políticas contracíclicas, además de contar con la ventaja de no necesitar grandes fondos adicionales en el corto plazo, lo que no lo obligará a tomar prestado en momentos de crisis, cuando las tasas son sensiblemente más elevadas.

### 3. UN PUNTO DIFERENCIAL: LA SITUACIÓN CAMBIARIA

Otro indicador macroeconómico relevante a la hora de entender la posición en la que se encuentra Uruguay para enfrentar posibles shocks internacionales es evaluar la situación del mercado cambiario.

Cabe resaltar que desde mediados de 2002 nuestro país adoptó un régimen de tipo de cambio flotante (con eventuales intervenciones del Banco Central del Uruguay (BCU)). A diferencia de lo que ocurre con un sistema de tipo de cambio fijo (donde la autoridad establece el valor de la divisa e interviene activamente en el mercado cambiario), la flotación permite amortiguar los shocks internacionales en lugar de amplificarlos.

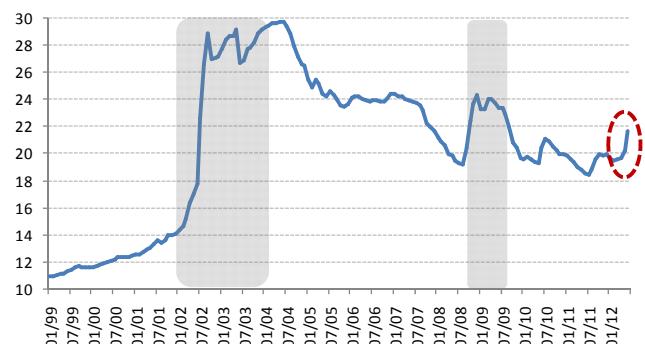
Más precisamente, frente a shocks internacionales negativos que afecten, por ejemplo, al sector exportador, el tipo de cambio se devalúa como consecuencia de la menor entrada de divisas al país, lo que le permite mejorar la competitividad de este sector, y de esta forma compensar los efectos negativos del mencionado shock. En el caso contrario, cuando se adopta un esquema de tipo de cambio fijo, la falta de divisas en el país presiona al alza el valor de la divisa, y obliga a que la autoridad monetaria venda dólares para mantener su precio, retirando así pesos del mercado y aplicando por ende una política contractiva que amplifica el shock internacional adverso.

Este cambio de esquema es la primera gran diferencia en materia cambiaria a subrayar respecto a la situación previa a la crisis de 2002. Si bien el BCU interviene puntualmente en el mercado de cambios para evitar fuertes volatilidades, no se ha restringido la flotación del valor de la divisa, lo que permitió al tipo de cambio actuar como un estabilizador automático y mitigar, al menos parcialmente, los efectos de la crisis de 2008.

Tal como se puede apreciar en el gráfico 2.2, este mecanismo comenzó a operar nuevamente a partir de mayo de este año, cuando los rumores sobre la salida de Grecia de la zona Euro así como las

debilidades de varias economías europeas parecían ser mucho más evidentes

**Gráfico 3.1. Evolución del tipo de cambio interbancario, en \$ por USD**



Fuente: BCU.

Al igual que lo que ocurrió en otros momentos de tensión en la zona euro, el peso se depreció rápidamente en este último mes, aumentando el valor de la divisa en 7%. Pero este 7% no se explica totalmente por las situaciones internacionales, ya que durante el segundo semestre de 2011 cuando la situación de Grecia parecía insostenible y el VIX (indicador de volatilidad de los mercados) pasaba los 40 puntos (hoy está en valores cercanos a 20) el tipo de cambio de depreciaba a razón de 1% mensual.

Esta importante suba del dólar en junio se da en un contexto en el que Brasil opta por dar empuje a su crecimiento despreocupándose de la inflación, que parece haberse anclado en torno a 5%, reduciendo la tasa de referencia en diversas ocasiones.

#### *¿Desacople con Brasil?*

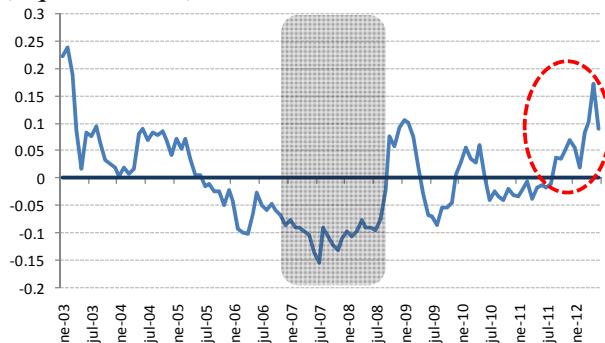
Decimos que un tipo de cambio alto nos “abaratiza” respecto del resto del mundo en tanto que uno bajo nos “encarece” y empeora la competitividad (en otras palabras, un mayor valor de la divisa reduce el costo en dólares de nuestros productos).

Partiendo de un enfoque de competitividad medida a través de la inflación en dólares (mayor inflación

en dólares implica menor competitividad), analizaremos cual es la situación actual de nuestro país respecto de Brasil, nuestro principal socio comercial en materia de exportaciones de bienes.

Con datos desde principios de 2003 y utilizando la metodología de cointegración de Johansen y Juselius (1990) logramos establecer cuál es el equilibrio de largo plazo para entre los precios relativos de Uruguay y Brasil. A partir del mismo, podemos determinar los momentos en los cuales Uruguay es más caro que Brasil y viceversa.

**Gráfico 3.2. Relación de equilibrio entre inflación en dólares de Uruguay y Brasil (Equilibrio = 0)**



Fuente: Elaboración propia en base a BCU y BCB.

Cuando esta relación se hace cero las inflaciones en dólares de ambos países se encuentran en su trayectoria de equilibrio de largo plazo. Valores positivos implican que la inflación en dólares de Uruguay está por encima de su valor de equilibrio respecto de Brasil, es decir, que Uruguay está encarecido respecto de nuestro vecino. Valores negativos señalan el caso contrario.

Tal como se puede apreciar en el gráfico 2.3, la situación en materia de competitividad con Brasil ha cambiado desde fines del año pasado, cuando la autoridad monetaria de este país comenzó a priorizar el crecimiento frente a la inflación bajando en reiteradas oportunidades la tasa de interés de referencia, lo que generó una depreciación del real. El BCU por su parte no acompañó esta política monetaria, e incluso subió la tasa de interés de referencia en pro del control

inflacionario, apreciando aún más el peso uruguayo.

Si miramos que pasaba con esta relación en 2007 e incluso antes que comenzara la crisis internacional a mediados de 2008, podemos ver como Uruguay contaba con la ventaja de encontrarse “barato” en dólares respecto a Brasil, lo que sin duda lo ayudó a transitar los meses posteriores cuando su moneda no se depreció en la misma medida que el real, perdiendo así competitividad. De hecho, se puede apreciar en el gráfico que el desvío respecto de Brasil es más significativo ahora que durante la crisis de 2008, en que si bien nos apreciamos respecto de Brasil el desajuste fue menor.

El dato correspondiente a junio de 2012 muestra un acercamiento entre los precios en dólares de ambas naciones como consecuencia del aumento de 7% del valor del dólar en Uruguay frente al 3% de depreciación del real durante este mes. De todas formas la brecha continúa siendo positiva, lo que implica un desajuste respecto de la relación de equilibrio.

**En síntesis**, Uruguay tiene hoy la ventaja de contar con un sistema de cambio flexible que permite amortiguar en cierta medida los impactos internacionales, a diferencia de lo que ocurrió en 2002. Sin embargo, a diferencia de 2008, Uruguay está atrasado en materia cambiaria respecto de su principal socio comercial Brasil. Cabe resaltar que si bien si este último mes la diferencia disminuyó hace falta aún una mayor devaluación del peso o una menor inflación para volver a la situación de 2010 en materia de competitividad con Brasil.

Dado que los precios vienen mostrando una trayectoria firme de crecimiento estos últimos años, presionados en gran medida por el consumo interno, es de esperar que la variable de ajuste para volver a un equilibrio en materia cambiaria con Brasil sea el valor del dólar. De todas formas no tiene demasiado sentido determinar cuánto debiera ser el valor de la moneda americana para alinearnos en materia cambiaria con Brasil, debido a que su propia dinámica es endógena a la inflación.