

# Claves & Tendencias

## Contenido:

1. Ingreso de capitales provee menor financiamiento al déficit corriente
2. Balanza de Pagos: hechos estilizados 2013
3. Exportaciones de bienes más concentradas

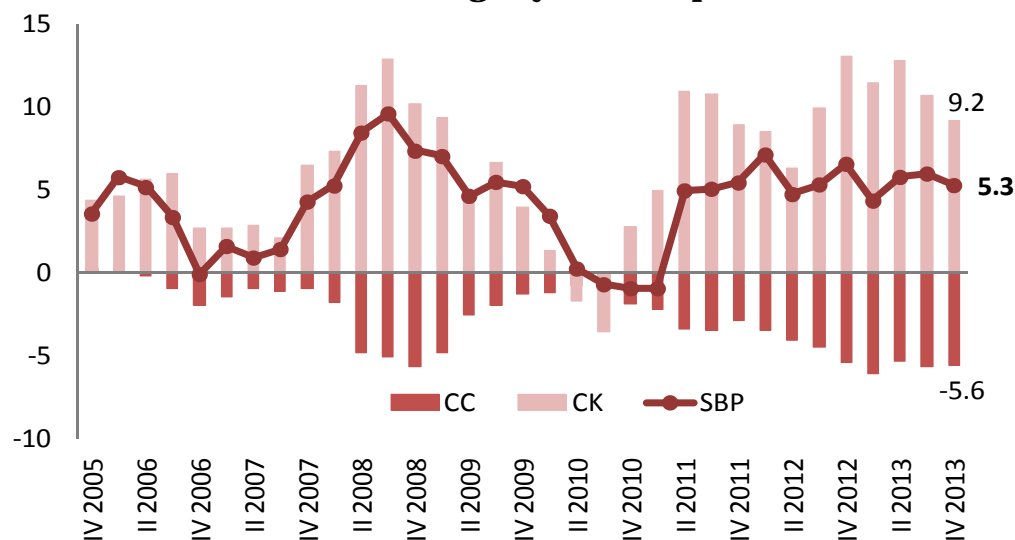
Abril de 2014

Realizado por cinve  
Centro de Investigaciones Económicas

## 1. INGRESO DE CAPITAL PROVEE MENOR FINANCIAMIENTO AL DÉFICIT CORRIENTE

Junto al último dato de Cuentas Nacionales, el BCU publicó las últimas cifras de Balanza de Pagos, referentes al cierre de 2013. El saldo global resultante, del orden de un 5,3% del PIB, indicó un leve deterioro tanto respecto a 2012 como a aquellos 12 meses móviles cerrados al tercer trimestre de 2013. A su interior, en ambos casos dicha modificación se explicaría por un menor saldo favorable de la Cuenta Capital, (9,2% al cierre de 2013) resultado que de todas formas continúa indicando un superávit significativo, y del cual la Inversión Extranjera Directa continúa representando la mayor parte. En tanto, el déficit en Cuenta Corriente se ha mantenido relativamente estable en los últimos trimestres, cerrando 2013 con un resultado de -5,6% del PIB. Sin embargo, se destaca que se registraron modificaciones importantes en la composición, entre las que sobresale una leve mejora en el saldo comercial de bienes y un cambio de signo en el saldo en servicios, deficitario por primera vez desde fines de la década del 80.

**Gráfico 1. Saldo de Balanza de Pagos y sus componentes (como % del PIB)**



Fuente: BCU.

A continuación se presentan los principales resultados de Balanza de Pagos referentes al cierre de 2013, así como un análisis de lo acontecido. Se distingue entre los resultados a nivel global de la Cuenta Corriente y de la Cuenta Capital, profundizando en las causas de los saldos, tanto aquellas derivadas de factores internos, como aquellos regionales e internacionales. Por otra parte, se hará un breve análisis de cómo se han modificado las transacciones comerciales de bienes en términos de diversificación tanto a nivel de productos como por destinos.

## 2. BALANZA DE PAGOS 2013: HECHOS ESTILIZADOS

La balanza de pagos registra todas las transacciones que ocurren entre un país y el resto del mundo. La misma está compuesta por la cuenta corriente, la cuenta capital y financiera y la variación de activos de reserva. La primera de ellas, la cuenta corriente, registra las transacciones comerciales de bienes y servicios, rentas y transferencias corrientes entre Uruguay y el resto del mundo. La cuenta capital y financiera incorpora transferencias de capital, adquisición de activos inmateriales no producidos e inversiones (directa, en cartera u otra). Finalmente, los activos de reservas varían en función del saldo de balanza de pagos de forma de equilibrar las cuentas. En consecuencia, la variación de los activos de reserva toma el valor opuesto al saldo de balanza de pagos.

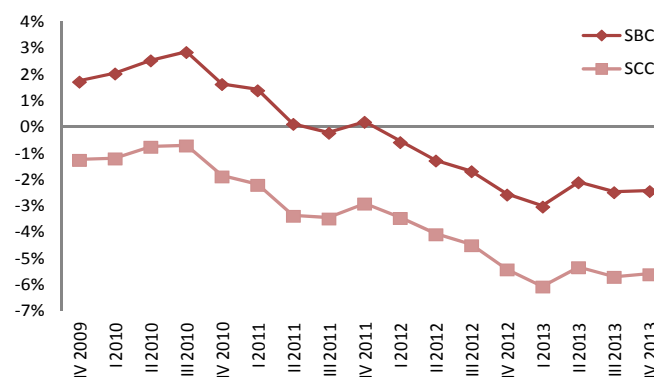
De acuerdo a los últimos datos publicados por el BCU, considerando resultados acumulados en los últimos 12 meses, el Saldo de Balanza de Pagos de Uruguay es positivo, y de 2011 a la fecha se ha mantenido en promedio en torno a un 5% del PIB. En el mismo período la Cuenta Corriente ha sido crecientemente deficitaria, aunque sobre los últimos datos el resultado parece estabilizarse. Al interior de la misma, el saldo en Balanza Comercial también se ha deteriorado y desde comienzos de 2012 muestra resultados negativos. Por su parte, la Cuenta Capital y Financiera es altamente superavitaria, con contribuciones no negativas de todas sus partidas (Transferencias de Capital, Inversión Directa, Inversión en Cartera y Otras Inversiones).

En concreto, para los 12 meses móviles cerrados a diciembre de 2013, la variación de activos de reserva se encontró levemente por debajo de los 2950 millones de dólares (5,3% del PIB). Dicho resultado deriva de la conjunción de un déficit corriente de 3120 millones de dólares (mayormente asociado al déficit en el rubro “Rentas”) y un superávit en Cuenta Capital y Financiera de 5109 millones de dólares. La diferencia entre la suma de ambas partidas y el global corresponde a “Errores y Omisiones”.

### Servicios y rentas se deterioran, bienes se recuperan

Como fue mencionado, durante 2013 el Saldo de Cuenta Corriente fue deficitario, deteriorándose levemente respecto al ocurrido durante 2012. A su interior, tanto las partidas asociadas a transacciones comerciales, como aquellas vinculadas a rentas contribuyeron al déficit, en tanto las transferencias corrientes fueron positivas pero de magnitud muy moderada. De todas formas, tanto en el saldo comercial como en el corriente se destaca su relativa estabilidad reciente, la cual puso un freno a la dinámica de deterioro que tuvo lugar entre 2011 y 2012. Al interior del desempeño comercial, se destaca el cambio de signo en el saldo en servicios, el cual resultó negativo por primera vez desde 1989 cuando el resultado fue ínfimamente negativo (-0,6 millones de dólares). Si no se considera dicho año es necesario remontarse hasta 1983.

### Gráfico 2.1 – Saldo de Balanza Comercial y de Cuenta Corriente, año móvil, en % del PIB



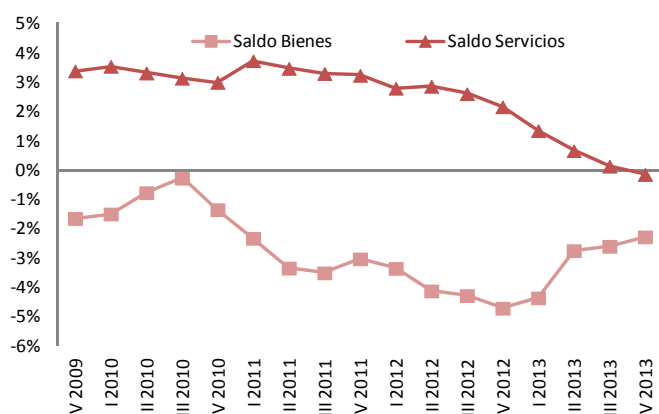
Fuente: BCU.

Volviendo al análisis de 2013, en tanto las exportaciones de servicios cayeron 6% las importaciones aumentaron un 40%. Dicho desempeño se asocia a un peor saldo en todas sus partidas: transporte, viajes y otros servicios. Dentro de viajes resalta el importante aumento del turismo emisor (en cantidad de personas y gasto efectuado fuera de fronteras) y la caída del receptor, ocasionando así un saldo aún más desfavorable, tendencia que se mantuvo en todo 2013, explicado en parte por el encarecimiento

relativo de Uruguay respecto a destinos turísticos alternativos. También inciden en este resultado las importaciones de servicios vinculadas a las actividades de exploración y prospección de hidrocarburos y una menor exportación de servicios de transporte terrestre.

Si bien la magnitud negativa del saldo en servicios es muy reducida, deriva de una tendencia decreciente bastante veloz, siendo una advertencia en términos de desalineamiento de precios relativos respecto a los socios comerciales. Por otra parte, dado que el saldo en bienes suele ser deficitario<sup>1</sup>, el resultado anterior profundiza la brecha comercial con el resto del mundo.

### Gráfico 2.2 –Saldo comercial en bienes y en servicios, año móvil, en % del PIB



Fuente: BCU.

En cuanto al resultado en bienes, las exportaciones se incrementaron 4% y las importaciones se redujeron 6% en el año 2013, otorgando así un saldo menos desfavorable que en registros anteriores, aunque aún se mantiene deficitario. Dentro de la venta de bienes al exterior resaltan las de origen agropecuario: soja, trigo, lácteos y carne. Entre las industriales (con un desempeño general mucho más modesto) se destacan aquellas de vehículos automotores que en 2013 se recuperaron de la caída evidenciada en 2012 producto de las trabas al comercio regional, en especial por los acuerdos con Brasil. Respecto a

<sup>1</sup> Esto se encuentra en línea con las necesidades energéticas del país, que lo convierten en importador neto de bienes energéticos así como con la matriz de inserción internacional en términos de bienes, que también conduce a importar bienes de capital, insumos y otras manufacturas.

las compras, las de mayor reducción fueron las de bienes energéticos (30% respecto al 2012), esencialmente petróleo, producto de los buenos registros hídricos del año pasado que minimizaron la utilización de petróleo como fuente energética. Por su parte, tanto los bienes de capital como los de consumo fueron más demandados, en un 15% y 6% respectivamente. Dentro de los primeros se destacan aquellos vinculados a las obras de Montes del Plata y a proyectos de energía eólica, ambos emprendimientos con un importante componente de producto importado en su puesta a punto e implementación. En los segundos crecieron en mayor medida los de consumo duradero, en línea con la dinámica demanda interna (impulsada por la evolución salarial y la alta utilización de recursos en el mercado de trabajo) y el abaratamiento relativo de estos productos asociada a la inflación en dólares.

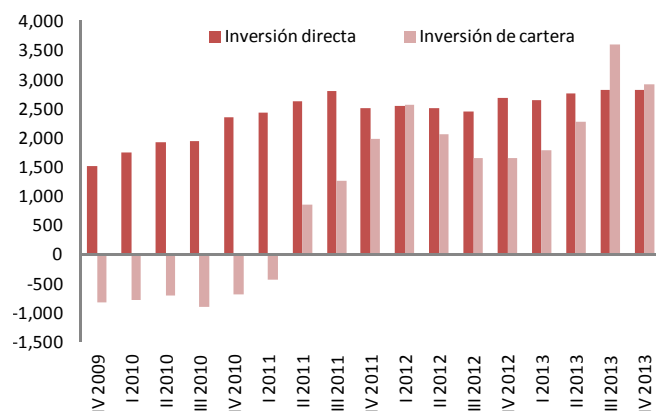
Por su parte, Rentas de la Inversión (que a grandes rasgos aproxima la diferencia entre el saldo en balanza comercial y en cuenta corriente ya que las transferencias corrientes son de magnitud muy reducida) también se vieron deterioradas respecto al cierre de 2012, resultado en el cual inciden transacciones tanto del sector privado como del sector público. En tanto en el primero se registró un mayor giro de utilidades a no residentes (por Inversión Extranjera Directa (IED)) vinculadas tanto al sector financiero como al no financiero, en el segundo se pagaron mayores intereses, a raíz de la cancelación anticipada de préstamos con el BID.

### Persiste importante flujo de capitales, aunque se enlentece

En 2013 el resultado de la Cuenta Capital y Financiera fue similar al evidenciado en 2012, con resultados ampliamente superavitarios. El saldo positivo representó más de 9% del PIB. A su interior tanto las Transferencias de Capital como Inversión Extranjera Directa e Inversión en Cartera contribuyeron favorablemente, en tanto Otra Inversión (créditos comerciales, préstamos, monedas, depósitos y otros) incidió negativamente. En cuanto a su composición, la

mayor parte está dada por la Inversión en cartera o portafolio (57%), seguida muy de cerca por la IED (55%), la cual primaba en la composición hasta mediados de 2013. Asimismo, esta última alcanza 2800 millones de dólares, lo cual representa 5% del PIB, no llegando a cubrir el déficit de cuenta corriente como en años anteriores.

**Gráfico 2.3 – Inversión Extranjera Directa e Inversión en Cartera, en millones de dólares**



Fuente: BCU.

Si se analiza por sectores, la participación del Sector Público se redujo, ubicándose cercano al 30% del total. Dicha caída se vincula al sector financiero, en la que tuvo incidencia la implementación de medidas de la autoridad monetaria sobre la tenencia de títulos de regulación monetaria, disminuyendo así la posición neta con no residentes. Este fenómeno se relaciona con la normativa de inmovilización de fondos adquiridos por agentes no residentes, tanto en títulos emitidos por el MEF como por BCU, que intentó poner un freno a la tenencia de títulos del Gobierno Central para los no residentes.

En concreto, en junio de 2013 se fijaron nuevas medidas para desalentar la compra de títulos públicos por no residentes (incremento de la alícuota de inmovilización de fondos sobre compras), así como su extensión a títulos emitidos por el MEF, ya que las mismas ya regían para Letras de Regulación Monetaria (emitidas por el BCU). Estas medidas macroprudenciales tenían como principal objetivo reducir la llegada de capitales especulativos en busca de operaciones de *carry trade*, en las cuales los inversores compran

una divisa o títulos valuados en ella con tasas de interés elevadas (como el peso uruguayo) a través de la venta de otra divisa con baja tasa de interés (como el dólar), buscando apropiarse del diferencial de tasa de interés. Dicho fenómeno afectó a la gran mayoría de las economías emergentes, aunque en distintas magnitudes. Dada la escasa profundidad del mercado de capitales uruguayo, la incidencia de aquellos capitales que ingresaron a la economía local en dicho marco fue importante, dando lugar a fuertes presiones a la baja sobre el tipo de cambio e incrementó del déficit parafiscal ante la necesidad de esterilizar la compra de dólares, entre otros.

Asimismo, los efectos de estas medidas parecen percibirse a partir del cuarto trimestre del año pasado, en el cual se evidencia una retracción importante de la inversión en cartera. De todas formas, dado el cambio de fase internacional asociado a la recuperación de Estados Unidos y el recorte de estímulos, esta menor llegada de capitales podría haber estado asociada, al menos transitoriamente, a las expectativas sobre la economía internacional y la percepción del mayor “riesgo emergente” en un marco de gradual incremento de tasas de interés a nivel internacional.

Por su parte, dentro del sector público no financiero, los no residentes aumentaron su tenencia de títulos de Gobierno Central. Entre los pasivos que se redujeron están la cancelación de préstamos con organismos multilaterales (BID) y otra deuda comercial de ANCAP con PDVSA.

En la misma línea, el sector privado continuó recibiendo una mayor afluencia de flujos volcados a la IED, especialmente en empresas del sector público no financiero como Montes del Plata o en la prospección y exploración de hidrocarburos. Sin embargo, la actividad inmobiliaria se vio resentida, especialmente aquella vinculada a propiedades en Punta del Este. De esta manera, la IED en 2013 creció en monto respecto a 2012 pero se redujo como porcentaje del PIB, pasando de representar 5,4% en 2012 a 5% en 2013.

### 3. EXPORTACIONES DE BIENES MÁS CONCENTRADAS

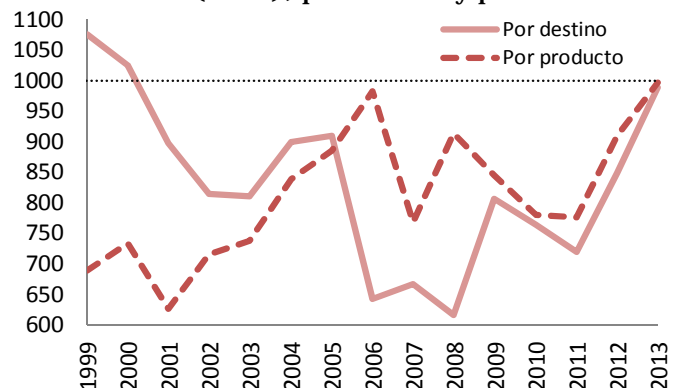
Un elemento muy importante en términos de comercio exterior es la configuración del mercado exportador, con particular énfasis en su grado de concentración. De acuerdo a la teoría económica es deseable que el intercambio comercial tenga lugar de forma diversificada, tanto en materia de destinos como en productos, con el objetivo de reducir vulnerabilidades ante eventuales cambios en el contexto internacional, tanto a nivel de volúmenes como en precios transados u otros motivos que pudieran dificultar la capacidad de adaptación ante shocks adversos.

Una medida de concentración de mercado usualmente utilizada es el Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), el cual se calcula sumando el cuadrado de las cuotas de mercado de las unidades bajo análisis, ya sea países, regiones o productos. Así, valores más elevados del HHI indican mayor concentración de mercado, y por tanto una mayor vulnerabilidad ante la ocurrencia de shocks negativos. Dado que las participaciones se toman sobre el monto total comercializado, dependen tanto de variaciones en los precios como en las cantidades. Cuando el HHI arroja un resultado superior a 1000 revela que dicho mercado se encuentra ya ligeramente concentrado, en tanto cuando se encuentra por debajo estaría desconcentrado.

El gráfico 3.1 representa la concentración del mercado exportador uruguayo por destino (sin considerar exportaciones a Zona Franca) y por producto, a través de los índices HHI respectivos entre 1999 y 2013. Se destaca que el análisis es efectuado para las exportaciones de bienes, y no comprende aquellas asociadas a la venta de servicios al resto del mundo. En ambos casos los últimos datos indican un incremento en la concentración de las exportaciones aunque aún no superan el umbral teórico de concentración de mercado. Asimismo, a partir de 2009 ambos comportamientos parecen correlacionarse positivamente, pero para los años anteriores no es posible sacar en limpio una vinculación clara entre ambos. Por un lado, la concentración por destinos se ha incrementando en los últimos tres años.

Mientras que para los años previos a 2008 la tendencia del indicador había sido a la baja, de ese año a la fecha parece suceder lo contrario. De esta manera, actualmente se cuenta con valores del HHI por destino similares a aquellos de 2000-01.

**Gráfico 3.1 – Índice de Herfindahl-Hirschman (HHI), por destino y producto**



Fuente: Elaboración cinve en base a SmartData, Infonecta y Uruguay XXI.

En cuanto a los principales socios comerciales en bienes, Brasil ha sido históricamente el principal comprador de los bienes uruguayos (en 2013 representó 19% de las ventas totales de bienes al exterior). Por su parte, en los últimos 5 años Argentina ha perdido participación importante, siendo en 2013 el cuarto destino en importancia. La retracción de ese mercado en términos relativos dio paso a un mayor peso de la comercialización con China (en segundo lugar, con una cuota-parte en torno a 16,4%) y con Zona Franca en Nueva Palmira<sup>2</sup> (tercer destino considerado como un exclave en Uruguay desde el cual se exporta al resto del mundo, representativo de 8% del total). Como quinto destino de exportación aparece Venezuela, con una participación muy cercana al 5% del total.

Estos cinco destinos agrupados representaron en 2013 más de la mitad del total de exportaciones de bienes, tanto si se decide considerar o no todas aquellas exportaciones destinadas a Zonas Francas (53,8% y 52,1% respectivamente). Incluso

<sup>2</sup> Según Uruguay XXI, la mayoría de las ventas de Zona Franca Nueva Palmira por soja se destinan a China y aquellas de PepsiCo se dirigen principalmente a México y Japón.

si se toma sólo los dos primeros el grado de concentración de las exportaciones también resulta elevado (35,6% y 40,6% respectivamente).

### Cuadro 3.1–Principales 5 destinos de exportación, en millones de dólares corrientes

Destino	Monto	% Total con ZF	% Total sin ZF
Brasil	1,750	19.2	21.9
China	1,497	16.4	18.7
Z.F. Nueva Palmira	737	8.1	
Argentina	473	5.2	5.9
Venezuela	449	4.9	5.6
<b>Subtotal</b>	<b>4,907</b>	<b>53.8</b>	<b>52.1</b>

Fuente: Uruguay XXI.

Por otra parte, la concentración por productos mantiene desde 2006 un mayor HHI y por tanto resultados superiores que por destinos, aunque la brecha entre ambos niveles de concentración se ha reducido en el tiempo. Así, para 2013 ambas medidas toman guarismos muy similares y cercanos al umbral teórico de 1000.

### Cuadro 3.2 – Principales 5 productos exportados, según NCM2, en millones de dólares corrientes

Producto	Monto	% Total
Semillas y frutos oleaginosos	1,878	20.6
Carne y despojos comestibles	1,488	16.3
Leche y productos lácteos	924	10.1
Cereales	911	10.0
Madera, carbón vegetal y manufacturas de madera	553	6.1
<b>Subtotal</b>	<b>5,754</b>	<b>63.1</b>

Fuente: Uruguay XXI.

De acuerdo a Uruguay XXI, durante 2013 los 5 productos más relevantes fueron los mismos que para 2012, aunque con modificaciones en el ordenamiento por peso sobre el total. Durante 2013 “Semillas y frutos oleaginosos” fue la partida de bienes con mayor peso dentro del valor total de exportaciones, representando un 20,6% del total e incrementando su valor exportado en un 34%. Dicha relevancia responde mayoritariamente a la venta de soja, cuyo principal destino es China, en tanto Uruguay fue el sexto mayor exportador según Uruguay XXI. Así, dicha exportación contribuye a la concentración tanto por producto como por destino. El aumento del valor exportado respondió a un mayor volumen transado, dado

que los precios internacionales evolucionaron a la baja en 2013. De esta manera, dicho año es el primero en que esa partida supera la venta de “Carnes y despojos comestibles”, la cual pasó a representar un 16,3% del total y redujo sus exportaciones 6% respecto a 2012. Dentro de los productos cárnicos, en tanto el ganado en pie redujo su volumen y aumentó su precio, los productos procesados redujeron su precio y aumentaron en volumen.

Por otra parte se encuentran “Leche y productos lácteos” y “Cereales” con participaciones similares en torno a 10%. En 2012 también ocupaban el tercer y cuarto puesto en relevancia pero intercambiados, ya que durante 2013 los lácteos incrementaron sus exportaciones en 17% y los cereales las redujeron un 14%. Mientras que el incremento de los primeros responde esencialmente a un efecto precio (ya que el volumen exportado se mantuvo prácticamente incambiado), la caída de los segundos se dio por un menor volumen exportado, a pesar de la recuperación en el cuarto trimestre de la zafra de trigo respecto a la del año anterior. Un escalón por debajo figura “Madera, carbón vegetal y manufacturas de madera”, con una importancia de 6,1% del total. La producción de dicho grupo creció 16% en valor, por incrementos tanto de precio como de volúmenes.

### En suma...

En 2013 el Saldo de Balanza de Pagos arrojó un resultado de 5,4% del PIB. A su interior, la Cuenta Corriente fue deficitaria, por un peor resultado tanto de Rentas como de la Balanza Comercial, donde además del usual déficit en bienes se agregó por primera vez en 20 años uno en servicios. La Cuenta Capital y Financiera fue superavitaria, pero en menor magnitud que antes, donde la IED cayó en proporción del PIB.

Por otro lado, las exportaciones de bienes se han concentrado, en productos y en destinos, encontrándose al borde de valores asociados a “mercados concentrados”. Brasil es el principal comprador y “Semillas y frutos oleaginosos” es la la partida de mercancías más exportada.