

Contenido

1. Uruguay y la vulnerabilidad regional.....1

2. Brasil: el contexto macroeconómico, riesgos y debilidades..... 2

3. Situación macroeconómica de Argentina: principales vulnerabilidades..... 5

Realizado por cinve

centro de investigaciones
económicas

Fecha de elaboración:

30 de Agosto de 2011

1. URUGUAY Y LA VULNERABILIDAD REGIONAL

La economía uruguaya ha estado históricamente expuesta al acontecer del barrio. No son nuevos los episodios en los cuales la coyuntura económica en Brasil y Argentina han generado efectos tanto positivos como negativos sobre la economía uruguaya.

Es así que durante el 2002 la crisis argentina tuvo un fuerte impacto en nuestro país a través de un “efecto contagio” dada la gran exposición de nuestro país a la vecina economía. Sin embargo luego de la salida de la crisis, nuestro país comenzó a reducir la intensidad del vínculo con Argentina, reduciendo algunas de las principales vulnerabilidades como el canal exportador (a pesar de mantener una fuerte dependencia en el sector turístico) y el canal financiero.

En cuanto a Brasil, los vínculos entre ambas economías en los últimos años han aumentado. Actualmente Brasil constituye nuestro principal socio comercial representando más de una quinta parte del total exportado en 2010 y un 21,2% de las importaciones (cuadro 1.1). Asimismo, Brasil es uno de los pocos países con los cuales Uruguay no ha perdido competitividad en los últimos años dado que nuestra política cambiaria ha estado ligada en forma importante a lo que sucede en el país norteamericano.

Cuadro 1.1 - Relación comercial de Uruguay con la región (2010)

	Exportaciones	Importaciones	Turistas
Brasil	25.1%	21.2%	18.3%
Argentina	8.7%	20.2%	61.9%

*No incluye ZZ.FF

Fuente: Uruguay XXI y MinTurD.

A la luz del histórico impacto que ha tenido la región sobre la economía uruguaya y en función de los últimos acontecimientos económicos mundiales se torna relevante conocer la coyuntura económica que atraviesan los países de la región. En efecto, así como en el 2008 ambos países presentaron un ajuste contractivo ante la situación internacional adversa, es esperable que de concretarse un escenario menos favorable vuelvan a verse negativamente afectados. Este ajuste regional determinaría efectos perjudiciales de segunda ronda en Uruguay vía corrección de precios relativos y a través de los canales comerciales y de expectativas.

En las secciones que siguen presentaremos la situación macroeconómica de Brasil y Argentina para luego evaluar los riesgos y debilidades que enfrenta cada uno de cara a la incertidumbre internacional.

2. BRASIL: EL CONTEXTO MACROECONÓMICO, RIESGOS Y DEBILIDADES

Luego de la crisis del 2002, Uruguay ha disminuido la exposición de la economía hacia Argentina y se ha pegado a Brasil, por lo que adquiere particular interés evaluar la coyuntura económica brasilera y sus posibles derivaciones.

En línea con esto, Brasil se constituye actualmente como el principal socio comercial para nuestro país representando cerca del 25% de las exportaciones uruguayas¹. Asimismo, la cantidad de turistas brasileros que frecuentan nuestro país ha crecido un 43% en el año 2010 con respecto a 2009 lo que implica que los brasileros representen la segunda nacionalidad en términos de arribo de turistas, detrás de los argentinos.

En esta sección analizaremos el desempeño de Brasil en los últimos años, refiriéndonos a algunos indicadores que dan cuenta sobre la macroeconomía brasilera para luego indagar sobre los riesgos y debilidades a los que se expone en el futuro ya que estos constituyen posibles problemas para la economía uruguaya.

Nivel de actividad

En los últimos años Brasil ha tenido un muy buen desempeño económico que lo ha posicionado como uno de los países emergentes más prometedores, formando el bloque denominado BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Desde el 2003 la economía brasilera creció por encima del 3% anual, salvo en 2009 cuando la crisis internacional tuvo un fuerte impacto desacelerando la actividad.

Es así que la crisis internacional tuvo un fuerte impacto en la economía brasilera a través de una significativa desaceleración en las exportaciones y una menor entrada de capitales. En este sentido, la sensibilidad observada durante la crisis da cuenta de algunas posibles vulnerabilidades de la economía brasilera ante un contexto internacional desfavorable. No obstante, luego de la recesión de 2009, la economía volvió rápidamente a la senda de crecimiento en 2010, con una expansión mayor al 7% anual.

¹ Sin tomar en cuenta las exportaciones hacia Zonas Francas.

Gráfico 2.1 - PIB a precios constantes, var. % anual



*Expectativas de mercado relevadas por BCB.

Fuente: IPEADATA y Banco Central do Brasil.

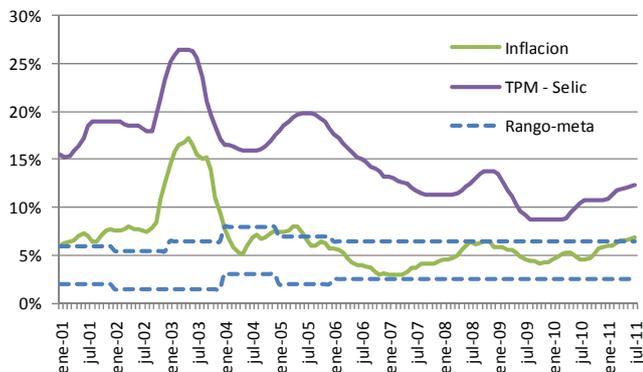
Para 2011 y 2012 los analistas consultados por el Banco Central do Brasil para la confección de la encuesta de expectativas proyectan un crecimiento en el entorno del 4% para ambos años, lo que implica cierto optimismo de cara a los próximos años a pesar de la incertidumbre internacional.

Precios e inflación

Otro tema relevante para la región es la estabilidad de precios. Desde 1999 Brasil utiliza un esquema de metas de inflación con el objetivo de anclar las expectativas de los agentes a la meta establecida para lograr el control de la dinámica de precios. Se utiliza como instrumento la tasa Selic establecida por el BCB para los depósitos *overnight*.

Si bien la inflación se habría mantenido mayoritariamente dentro del rango meta desde 2006, en la actualidad existen presiones inflacionarias que la han desviado respecto del rango meta, ubicándola en 6,9%. Ante este escenario las autoridades han aumentado la tasa Selic en forma recurrente desde 2010. Sin embargo, estos aumentos en la tasa de referencia habrían desencadenado una fuerte apreciación del real dado que intensificó la entrada de capitales por *carry trade*, atraídos por las altas tasas de interés y la estabilidad financiera en un contexto internacional de bajas tasas de interés en los países desarrollados.

Gráfico 2.2 - Inflación, Tasa Selic y cumplimiento de metas, en %

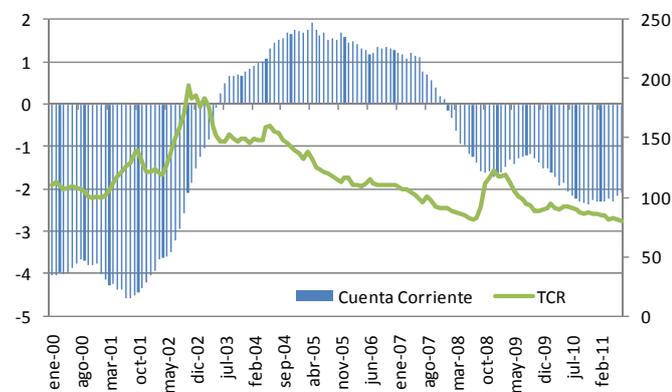


Fuente: IPEADATA y BCB.

Sector Externo

En cuanto a la cuenta corriente, Brasil ha experimentado desde principios de 2008 un déficit de cuenta corriente que ha crecido con el tiempo, salvo excepciones, hasta la actualidad. Este fenómeno da cuenta de un importante incremento de las importaciones ligado al dinamismo de la demanda interna y a la caída del tipo de cambio real, que como se observa en el gráfico 2.3, abarata las importaciones en términos relativos. Si bien las exportaciones han aumentado en los últimos años conjugando buenos volúmenes de exportación junto a altos precios internacionales de las materias primas, esto no habría permitido paliar el aumento de las importaciones y así balancear la cuenta corriente.

Gráfico 2.3 - Saldo de Cuenta corriente y TCR real/dólar, CC en % del PIB en eje ppal. e índice TCR base 01/2000=100 en eje secundario

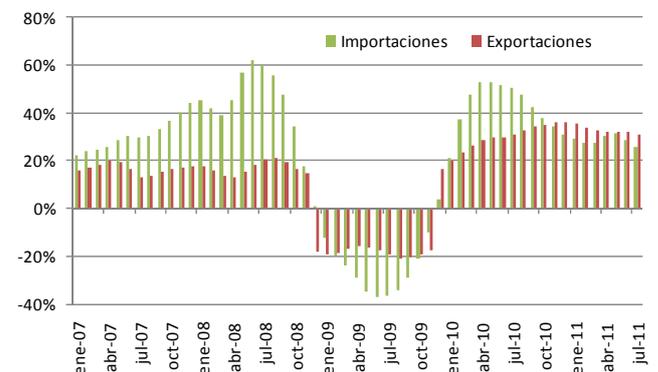


Fuente: Elaboración propia en base a IPEADATA

La apreciación del real se debe en parte a la considerable entrada de capitales que ha experimentado Brasil en los últimos años. Este flujo de capitales habría permitido mitigar los déficits de cuenta corriente vía superávits en la cuenta capital. Sin embargo, las mayores entradas de capitales junto a los altos precios de las materias primas presionaron a la baja aún más el tipo de cambio en un escenario de tipo de cambio flexible, lo que ha despertado una luz de alarma en las autoridades brasileras que observan con preocupación la pérdida de competitividad internacional de las exportaciones.

Como se desprende del gráfico 2.4, las importaciones habrían crecido más que las exportaciones previo a la crisis de 2008 y luego nuevamente durante 2010. Si bien esto ratifica el dinamismo de las importaciones, las exportaciones habrían crecido, en tendencia ciclo, al mismo ritmo que las importaciones desde fines de 2010.

Gráfico 2.4 - Tendencia ciclo de las importaciones (FOB) y exportaciones (FOB), var. interanual %



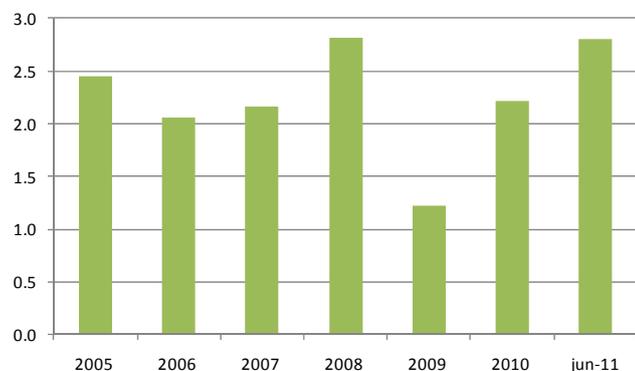
Fuente: Elaboración propia en base a IPEADATA.

Sector Fiscal

En el frente fiscal Brasil demuestra una relativa solidez de la mano del crecimiento sostenido en los últimos años junto a un manejo responsable del gasto público y la deuda. En línea con esto ha experimentado superávit fiscal primario por encima de 2% desde 2005, salvo para el 2009 donde la crisis generada en 2008 tuvo un fuerte impacto en Brasil. Cabe destacar que las cuentas fiscales brasileras han tenido un buen desempeño en la primera mitad de este año y se espera un superávit primario mayor al previsto dado

la contención de algunos incrementos previstos inicialmente en el presupuesto 2011.

Gráfico 2.5 - Resultado primario del Sector Público Consolidado, en %



Fuente: BCB.

En tanto, las expectativas sobre la deuda pública y su evolución se mantienen relativamente constantes para los próximos años, dando cuenta de un cierto optimismo sobre el manejo fiscal y de deuda a pesar de la incertidumbre sobre la evolución del contexto internacional.

Riesgos y debilidades de la economía brasileira

La estrecha relación que mantiene la economía uruguaya con la brasileira torna relevante evaluar los riesgos y debilidades que enfrenta esta economía y que podrían tener algún efecto sobre nuestro país.

Si bien Brasil ha crecido por encima del 3% desde el 2004, la recesión sufrida en 2009 producto de la crisis internacional refleja una fuerte exposición a la coyuntura macroeconómica mundial lo cual constituye una fuente de inestabilidad. Más precisamente el sector externo fue fuertemente golpeado mediante una interrupción en los volúmenes exportados, dado que los precios se mantuvieron altos. Adicionalmente, el déficit de cuenta corriente da cuenta del auge de las importaciones guiadas por un tipo de cambio real bajo en términos históricos y la fortaleza de la demanda interna.

En cuanto a los precios internos, aún subsisten presiones inflacionarias que desvían la inflación de la meta establecida por las autoridades y que han lleva-

do al BCB a determinar sucesivas contracciones en la política monetaria. Si bien los niveles de inflación se encuentran lejos de los experimentados bajo este esquema durante 2002 y 2003, el reciente desvío de la meta es una señal de alarma. En particular, tomando en cuenta la apreciación del real que mitiga, el menos en parte, las presiones externas.

Según Albrieu², Brasil estaría sufriendo un fenómeno conocido como enfermedad holandesa (Corden, 1981). Esto implica que el aumento en el precio de las materias primas estaría generando apreciación cambiaria y una incipiente desindustrialización. Sin embargo, la apreciación cambiaria no se estaría generando vía cuenta corriente ya que la misma ha sido mayoritariamente deficitaria sino mediante una fuerte entrada de capitales, tanto para inversión directa como de cartera. Es decir en Brasil se estarían combinando fuertes flujos de capitales -dada la desregulación financiera- y altas tasas de interés con altos precios de materias primas, lo que conjugan un escenario de apreciación de la moneda local.

Este fenómeno trae aparejado la pérdida de competitividad de la producción brasileira y una primarización de la misma asociado a los altos precios de las materias primas. En línea con esto, se advierten rastros de desindustrialización en algunos sectores que favorecen las importaciones de bienes de capital. Adicionalmente, el sector industrial estaría perdiendo dinamismo; los analistas consultados por el Banco Central do Brasil dan cuenta de estos acontecimientos reduciendo las expectativas para la producción industrial de cara a los próximos años.

En cuanto al área fiscal y de manejo de deuda, si bien Brasil demuestra cierta solidez en términos de deuda y perspectivas futuras, la importancia del flujo de capitales representa una fuente de vulnerabilidad de cara a un contexto internacional turbulento. En este sentido, los últimos acontecimientos han generado una mayor volatilidad en los mercados y a pesar de la corta duración del "susto" inicial, los inversores habrían desarmado posiciones en activos brasileiros aunque esto se habría atenuado rápidamente. Sin embargo, este tipo de comportamiento constituye un riesgo adicional ante la incertidumbre internacional.

² La enfermedad brasileña y sus causas (2011), Observatorio Económico de la Red Mercosur. www.oered.org

3. SITUACIÓN MACROECONÓMICA DE ARGENTINA: PRINCIPALES VULNERABILIDADES

Más allá de que en los últimos años el vínculo económico del Uruguay con la Argentina se ha debilitado, los vínculos continúan siendo fuertes. En 2010 constituyó el destino de 8,5% de las exportaciones nacionales de bienes, y el origen de más del 60% del total de turistas que ingresaron al país. En este sentido, la evolución económica de la Argentina tiene un impacto significativo sobre el desempeño económico local y se torna en una importante fuente de estímulos positivos o negativos sobre nuestra economía.

En lo que sigue del informe se realiza un breve repaso de los números macroeconómicos argentinos al tiempo que se reflexiona sobre las principales vulnerabilidades de esta economía.

Los datos macroeconómicos

El panorama macroeconómico actual en Argentina se presenta positivo en términos generales aunque con algunos desequilibrios consolidados y otros potenciales. En efecto, la situación actual se caracteriza por un fuerte dinamismo del nivel de actividad, una inflación consolidada en niveles elevados (aunque relativamente estable), y un resultado fiscal y situación externa que alertan potenciales desequilibrios.

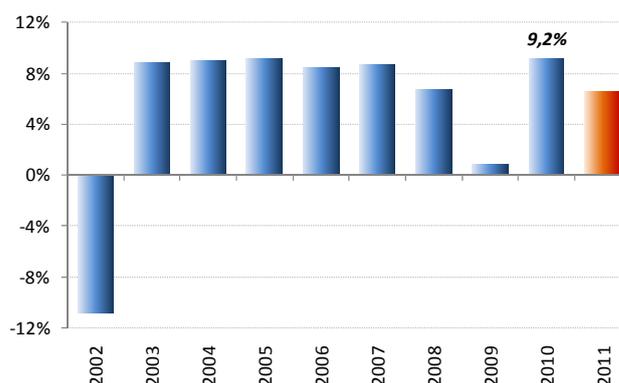
Vinculado al nivel de actividad, los últimos años en Argentina han mostrado un fuerte proceso de crecimiento económico, fomentado en forma importante por el escenario internacional favorable con crecientes precios en los *commodities* alimenticios. Como puede observarse en el gráfico 3.1, desde el año 2003 el crecimiento ha sido ininterrumpido e importante, con una tasa promedio anual del 7,6%.

No obstante, en este escenario de fuerte crecimiento se destaca la significativa desaceleración del año 2009, donde el crecimiento económico fue de solamente un 0,9%. Este magro crecimiento estuvo determinado por la profundización de la crisis internacional de finales de 2008 y comienzos del

2009, lo que deja de manifiesto una importante sensibilidad del crecimiento argentino respecto del escenario internacional.

El comienzo del presente 2011 también se muestra alentador en términos de actividad. Las cifras del MECON indican que el PIB se incrementó en el primer trimestre del año en 2,8% (en términos desestacionalizados) lo que representa una tasa anualizada del 11,7%. Si bien se espera una desaceleración para el resto del año, la mediana de la encuesta de expectativas que realiza el Banco Central entre analistas económicos, indica que el crecimiento medio anual se ubicaría en 7%.

Gráfico 3.1 – PIB a precios constantes (variación % anual)



Fuente: MECON.

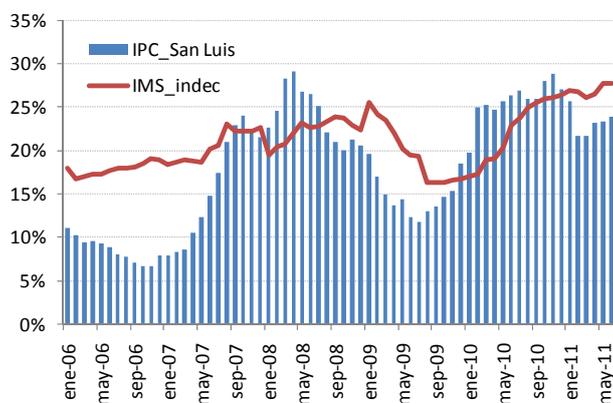
De esta forma, a menos que se produzca un marcado cambio del contexto global, el proceso de crecimiento argentino no parece verse amenazado, al menos a corto plazo, esperándose que se mantengan registros significativos de crecimiento tanto en 2011 como en 2012. En este sentido, a menos que se concrete una nueva profundización de la crisis internacional, la economía argentina continuará representando un estímulo positivo al crecimiento uruguayo.

En contraste con la favorable situación en términos de actividad, el control de la inflación se presenta como uno de los principales desafíos. Según

el índice de precios al consumo elaborado por el Instituto de Estadísticas de San Luis (menos cuestionado que el elaborado por el INDEC), la inflación acumulada en los últimos doce meses se ubica actualmente en 23,9%, con una tendencia levemente alcista desde comienzos del año.

No obstante, cabe señalar que la inflación en Argentina (medida a partir de este índice) se habría situado en valores superiores al 20% ya desde mediados de 2007, permaneciendo entre 20% y 30% hasta la fecha (con la sola excepción de algunos meses de 2009 donde a raíz de la desaceleración económica, la inflación cayó por debajo de dicho intervalo). En este sentido, si bien Argentina presenta una inflación elevada en comparación internacional y respecto al resto de los países de la región, la misma se habría mantenido relativamente estable luego del fuerte incremento observado entre 2006 y 2007.

Gráfico 3.2 – Precios y Salarios (variación % acumulada en los últimos 12 meses)

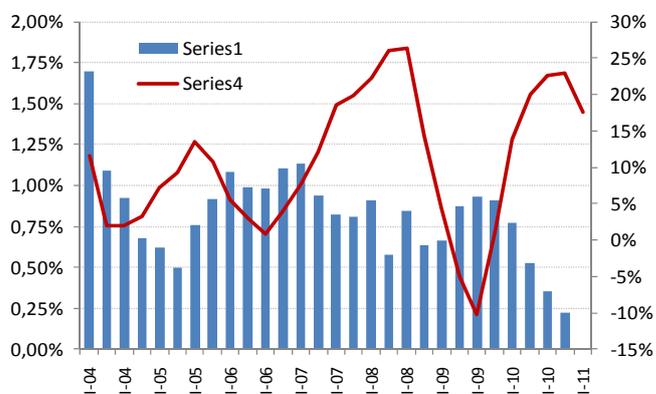


Fuente: INDEC e Instituto de Estadísticas de San Luis.

Al igual que la inflación, el crecimiento de los salarios nominales, luego de presentar una desaceleración a comienzos del 2009, registró una trayectoria alcista en los últimos meses que podría implicar un incremento de las presiones inflacionarias. Cabe señalar que el crecimiento salarial en el presente 2011 registró los mayores valores de los últimos años, lo que, a su vez considerando el nivel de indexación económica, podría significar un nuevo empuje a la espiral precios-salarios.

Los elevados registros de inflación sumados a la estabilidad del tipo de cambio nominal han determinado que en los últimos años se concreten en Argentina significativos niveles de inflación en dólares, mermando los niveles de competitividad de la economía. Como puede apreciarse en el gráfico 3.3, desde fines de 2009 se observa una importante reducción del superávit corriente, el cual se tornó prácticamente nulo (0,23% del PIB) al cierre del año 2010¹.

Gráfico 3.3 – Inflación en dólares y Saldo de la Cuenta Corriente (variación % últimos 12 meses y % del PIB)



Fuente: MECON, e Instituto de Estadística de San Luis.

Esta reducción del superávit corriente se produce principalmente como consecuencia del muy fuerte crecimiento de las importaciones, que desde finales del 2009 han superado sistemáticamente el dinamismo de las exportaciones, a pesar de que estas últimas han presentado una expansión significativa tanto en precios como en volúmenes².

Cabe señalar que el superávit corriente resulta imprescindible para la economía argentina, fundamentalmente en los últimos años considerando que la cuenta financiera ha registrado importantes salidas netas de capitales. En este sentido, la reducción del superávit corriente puede transformarse en una restricción de divisas que o bien introduzca presiones alcistas sobre el tipo de cambio

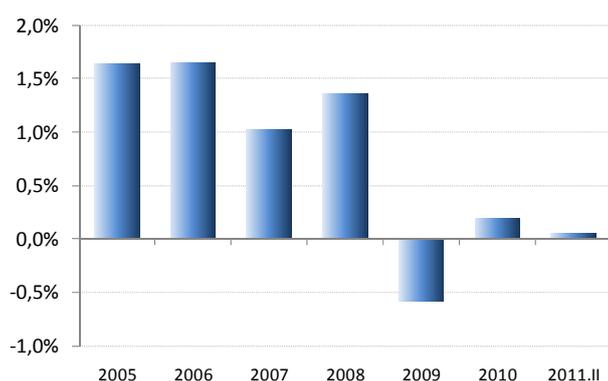
¹ Último dato disponible.

² En 2010 las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 22% en tanto las importaciones lo hicieron un 37%.

nominal (lo que generaría nuevas presiones sobre la inflación) o bien implique un deterioro en el nivel de reservas del país.

Por último cabe analizar el campo fiscal, donde si bien no se registran problemas significativos en la actualidad, su trayectoria reciente alerta sobre posibles desequilibrios. Como se puede observar en el gráfico 3.4, luego del impacto de la crisis internacional de 2009, el Resultado financiero del sector público, a diferencia de lo ocurrido con el nivel de actividad, no pudo recomponer los niveles de superávit previos a la crisis. Esta situación fiscal debilitada se profundizó en el primer semestre de este año donde el resultado financiero resultó prácticamente nulo.

Gráfico 3.4 – Resultado Financiero Sector Público (% del PIB)



Fuente: MECON.

El incremento del gasto asociado a la política tarifaria y de subsidios aplicada por el gobierno explican en forma importante el reciente deterioro fiscal. En la medida en que resulta difícil que esta situación se revierta a corto plazo, el frente fiscal parece constituirse en un nuevo desafío para las autoridades argentinas con el agravante de las dificultades de acceso a crédito a bajo costo que presenta el país vecino.

Principales desafíos e incertidumbres

Desde el punto de vista macroeconómico, lo que se ha conocido como “el modelo argentino”, se caracterizó desde la salida de la crisis en 2002, por el mantenimiento de una política de tipo de cam-

bio real competitivo, que sumado a la evolución favorable de los precios de los *commodities* alimenticios, permitió al país mantener importantes superávits corrientes en el sector externo y superávits fiscales al sector público, de la mano del crecimiento del nivel de actividad y de las detracciones a las exportaciones.

Sin entrar en el debate respecto de las bondades o defectos del manejo macroeconómico, en ese marco -y al menos hasta 2008- Argentina ha transitado por un proceso de crecimiento significativo sin evidenciar enormes desequilibrios que lo tornen insostenible (más allá de que favoreció el incremento de los niveles de inflación).

Esta situación de crecimiento con relativo equilibrio parece verse desafiada actualmente, aunque con impactos potenciales muy diferentes en cuanto a profundidad y *timing* por la inestabilidad externa así como por problemas internos.

Respecto a la situación internacional, los impactos sobre la performance económica argentina podrían ser muy significativos y procesarse en forma rápida. En efecto, como se mencionó anteriormente, el ejemplo de 2008-2009 es claramente ilustrativo. Un nuevo deterioro importante del contexto internacional similar al del 2008, con caídas en los precios internacionales de los *commodities*, seguramente tendría un rápido y fuerte impacto sobre el nivel de actividad, generando una desaceleración significativa del crecimiento. Un shock de este tipo, de por sí negativo para la actividad en Uruguay, tendría un segundo efecto negativo a partir de la desaceleración o contracción de la actividad regional.

Pero aún con un escenario internacional que se mantenga favorable existen aspectos internos que plantean desafíos relevantes a la continuidad del escenario económico de los últimos años. En primer lugar el control de la inflación, dado que su incremento generó una importante apreciación real de la economía en los últimos años, a pesar de la estabilidad nominal del tipo de cambio. Esta situación ha cuestionado las propias bases de la política económica basada en un tipo de cambio real com-

petitivo, fomentando el crecimiento de las importaciones y deteriorando el superávit comercial.

Ante esta situación, la opción de evitar la apreciación real radicaría en fomentar una depreciación nominal del tipo de cambio (que podría ser factible de lograr en el contexto actual de salida de capitales). No obstante, esta opción introduciría una nueva presión sobre la inflación que ya se encuentra en niveles elevados y con significativas presiones derivadas del crecimiento de la demanda interna, y desde el lado de los costos por la dinámica salarial. Por otra parte, la estabilidad del tipo de cambio nominal como forma de contener la inflación se traducirá a mediano plazo en un mayor deterioro comercial y fomento a las importaciones en detrimento de la producción interna.

En suma, el principal dilema para la Argentina (de mantenerse el actual contexto internacional) no difiere del de la mayoría de los países de la región, incluido Uruguay, consistente en un *trade-off* entre inflación y competitividad.

No obstante, en el caso de Argentina a diferencia de los demás países de la región, existe un agravante en la tendencia al deterioro externo, que viene dada por el déficit de la cuenta financiera. Mientras que en los demás países de la región es posible mantener de forma prolongada moderados déficit corrientes financiados por entrada de capitales, el deterioro de la cuenta corriente argentina deberá ser financiado con pérdida de reservas, situación insostenible a mediano plazo.

En este sentido, la necesidad de que la moneda argentina comience a depreciarse, podría ocurrir antes que en el resto de los países de la región, (aún a costa del riesgo inflacionario que ello implica en Argentina) lo que podría constituir un shock de competitividad negativo relevante para nuestro país.