

Contenido

1. Sector externo se recupera lentamente.....1

2. Mejoras se observan tanto en la cuenta corriente como en la capital y financiera.....2

3. Competitividad bajo la lupa.....5

Realizado por cinve

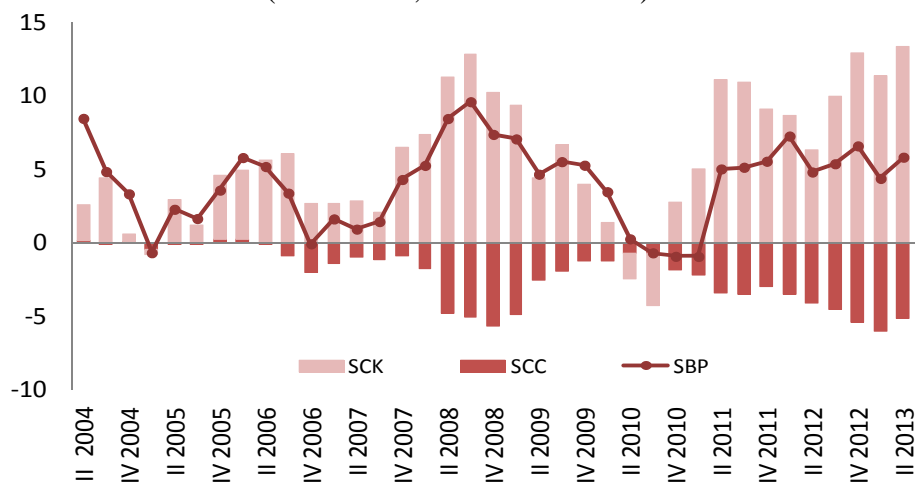
Centro de Investigaciones
Económicas

Fecha de elaboración:
30 de octubre de 2013

1. SECTOR EXTERNO SE RECUPERA LENTAMENTE

A fines del mes pasado el Banco Central del Uruguay dio a conocer las cifras referentes a Balanza de Pagos del año móvil (últimos 12 meses) a junio de 2013. El saldo resultante representa una leve mejora en términos de Balanza de Pagos respecto al año móvil cerrado a marzo de este año, lo que se explicaría tanto por el resultado de la Cuenta Corriente como de la cuenta Capital y Financiera. De la primera se destaca un cambio significativo, debido a que redujo su saldo deficitario por primera vez desde fines de 2011. En tanto, en la cuenta Capital y financiera se mantienen saldos altamente favorables.

Gráfico 1. Saldo de Cuenta Capital, Corriente y Balanza de Pagos
(Año móvil, como % del PIB)



Fuente: BCU.

Al interior de este resultado se destacan dos patrones importantes. En primer lugar, se evidenció una recuperación del resultado de las exportaciones respecto al primer trimestre. De todas formas, el saldo externo se vio deteriorado por el saldo en servicios, el cual juega a la baja en el último registro (fundamentalmente por actividades turísticas, tanto emisivas como receptivas). En segundo lugar, y vinculado al resultado significativamente superavitario de la Cuenta Capital y Financiera, el ingreso de capitales al país no parece enfriarse.

En lo que sigue de este informe se profundiza el análisis de los resultados de Balanza de Pagos referentes al año móvil cerrado a junio de 2013 y se indaga en las causas de los movimientos de sus componentes. Asimismo, se presentan algunas medidas de Tipo de Cambio Real en pos de efectuar una aproximación a indicadores de competitividad

2. TRAYECTORIA SE REVIERTE POR MEJORAS EN AMBOS FRENTES

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 y 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.

La información divulgada por el BCU respecto a los últimos años móviles cerrados a fin de cada trimestre evidencia la existencia de déficit de cuenta corriente y superávit de cuenta capital y financiera. A nivel global, la balanza de pagos refleja un proceso de acumulación sostenido del stock de activos de reserva desde mediados de 2011. Para el año móvil cerrado a junio de este año, los mismos continuaron la tendencia alcista y superaron 14 mil millones de dólares. A continuación se presentan las principales tendencias arrojadas por los últimos datos publicados por BCU.

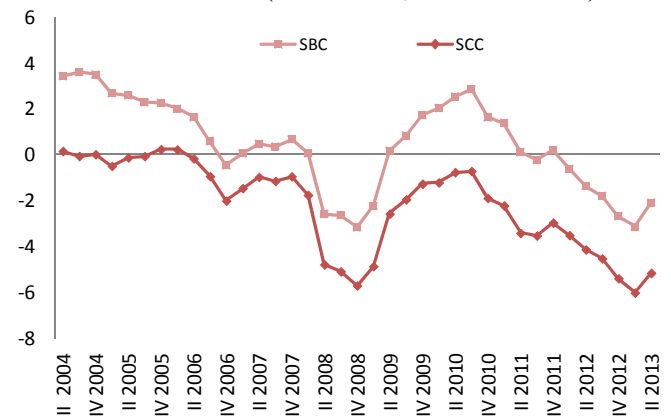
Saldo corriente revierte caída persistente

Durante el año móvil cerrado a junio de 2013 el saldo de transacciones corrientes evidenció un déficit de 5,2% del PIB, peor al registrado en el año móvil cerrado a junio de 2012 (-4,1%), lo cual se explica por un saldo comercial menos favorable y un mayor déficit de rentas y transferencias. De todas formas, este saldo es menos desfavorable que el correspondiente al año móvil cerrado a marzo del corriente (-6%), quebrándose entonces la tendencia al deterioro del sector externo que

persistía desde fines de 2011. Por su parte, el resultado en rentas fue levemente más deficitario en términos de producto, tanto comparado con marzo de este año como con junio de 2012.

En cuanto a la balanza comercial, se observa el mismo comportamiento: deterioro respecto al año móvil cerrado a junio de 2012 pero mejora respecto al cerrado en marzo de 2013. Es decir, desde hace ya casi dos años el intercambio de bienes y servicios con el mundo es deficitario para Uruguay, indicando que se importa más de lo que se exporta en términos monetarios. No obstante, de acuerdo a la información reciente el déficit tendería a reducirse.

Gráfico 2.1 – Saldo de Balanza de Pagos y Cuenta Corriente (año móvil, en % del PIB)



Fuente: BCU.

Dentro de las exportaciones crecieron las de bienes pero cayeron las de servicios como consecuencia de un menor dinamismo del turismo receptivo. Las ventas al exterior recuperaron su impulso en 2013Q2, donde las de soja fueron récord, pero las industriales tuvieron menor dinamismo. Se destacan también las de carne (por volumen ya que el precio ha caído), lácteos, productos químicos y arroz. Por su parte, textiles y automotores juegan a la baja en el año móvil, fundamentalmente por deterioro del comercio regional. En el caso de los automotores, si bien se evidencia cierta recuperación incipiente, no logra superar la fuerte contracción del año pasado con el cierre de los mercados de exportación (fundamentalmente Brasil).

Por su parte, las importaciones crecieron tanto las de bienes como las de servicios, aunque las primeras en menor medida. Todo el aumento correspondió a volumen físico ya que los precios descendieron. Las importaciones de bienes de capital fueron las que crecieron más y se vinculan a la construcción de la planta de celulosa en Colonia y más recientemente a proyectos de energía eólica, maquinaria agrícola y transporte. Por su parte, las de bienes de consumo crecieron menos, asociado a un menor dinamismo de la demanda interna. Por otro lado, se registraron menores importaciones de bienes energéticos (esencialmente petróleo) ya que el mayor nivel de lluvias no hizo necesario recurrir a ellos.

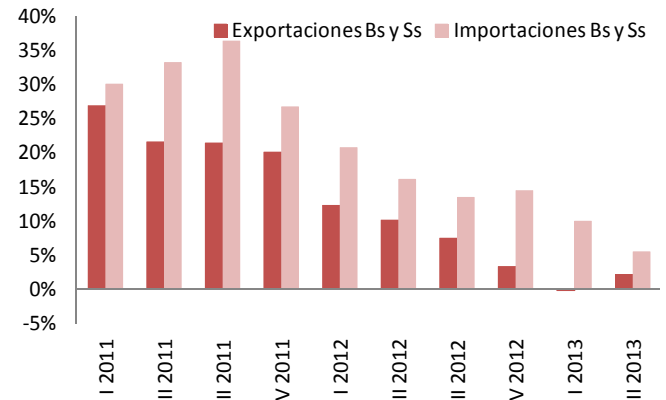
Estos resultados, si bien desfavorables, tienen un signo positivo en términos de su composición, en tanto la incorporación de bienes de capital impulsa el proceso productivo aportando a la generación de valor agregado en el futuro. Lo mismo vale para los bienes de capital utilizados en proyectos que buscan modificar la matriz energética de forma de reducir la dependencia y las necesidades de petróleo futuras. De todas formas, con la finalización de las obras de Montes del Plata se espera que las importaciones de bienes de capital se reduzcan en períodos próximos.

En cuanto a las importaciones de servicios, el resultado fue menos favorable. Esto se asocia a un menor saldo turístico, dentro del cual se registró una menor venta a nivel local (y por tanto menores ingresos) y una mayor compra en el extranjero. Se destaca el menor ingreso de turistas de la región, en tanto un tipo de cambio favorable así como niveles de ingresos crecientes propició el turismo emisor, principalmente hacia Argentina. Más recientemente sobresale también la importación de servicios vinculados a la prospección y exploración de hidrocarburos.

En cuanto al resultado de rentas y transferencias, como ya se mencionó, el saldo fue levemente más deficitario. Dicho incremento es atribuible fundamentalmente al sector privado a raíz de un aumento de las utilidades devengadas a favor de no residentes. En cuanto al sector público, la cancelación temprana de un préstamo con el

Banco Interamericano de Desarrollo (BID) generó costos adicionales en esta partida.

Gráfico 2.2 – Exportaciones e Importaciones de Bienes y Servicios (año móvil, var. interanual)



Fuente: BCU.

Desde los sectores institucionales el resultado del sector privado explica cerca del 80% del déficit en cuenta corriente del año móvil cerrado a junio de 2013. Esto se da tanto por aumento del déficit de dicho sector como por una caída del referente al sector público.

El resultado del sector privado ha contribuido al cambio en la tendencia decreciente del déficit de cuenta corriente. Esto se debe mayoritariamente a una menor demanda de importaciones de bienes de capital así como intermedios, a raíz de que las obras de Montes del Plata están culminando. De todas formas los factores ya mencionados asociados a los servicios y al turismo siguen incidiendo negativamente.

Por su parte, el sector público revirtió desde el último trimestre de 2012 el deterioro del resultado de las Empresas Públicas, aunque el déficit del Gobierno Central por conceptos de transferencias y rentas extraordinarias continuó incrementándose hasta el primer trimestre de este año (en el segundo trimestre se revirtió parcialmente).

Persiste importante ingreso de capitales extranjeros

En cuanto a los resultados de la Cuenta Capital y Financiera se destaca que continúa ininterrumpido

el ingreso de capitales hacia la economía local. Su saldo para el último año móvil cerrado a junio representó 13% del PIB, más que duplicando al del año móvil cerrado a junio de 2012 (6,3%) y superando al de marzo de 2013 (11,4%). Si bien la afluencia se ha dado tanto para el sector privado como al público, la mayoría sigue dirigiéndose al primero.

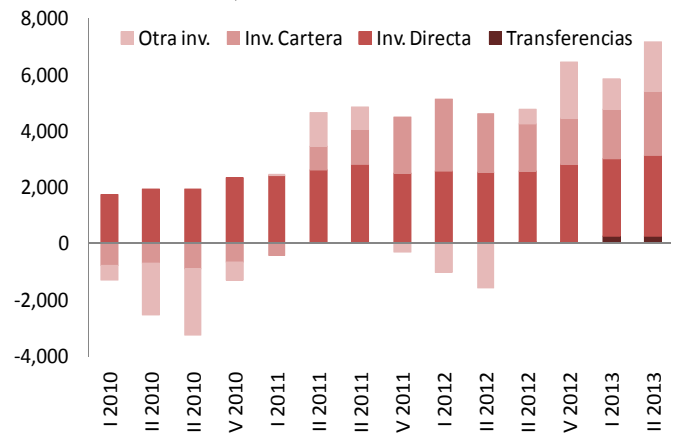
Dentro de los flujos privados, aquellos asociados a la Inversión Extranjera Directa (IED) continúan siendo altamente relevantes. Su aumento corresponde a incrementos en la participación en empresas no financieras, mientras que se registraron reducciones en la inversión inmobiliaria y en tierras. También hubo un aumento significativo en capitales extranjeros dirigidos al sistema financiero privado residente.

En el sector público el incremento de los ingresos de capital se debe principalmente a la ampliación de las tenencias de no residentes de títulos del Gobierno Central. Esta demanda se había volcado desde 2012 hacia títulos del BCU pero las medidas impuestas desde la política monetaria respecto a la inmovilización de fondos sobre compras de no residentes redujeron la demanda. En junio de este año se fijaron medidas restrictivas también sobre la tenencia de títulos del Gobierno Central (Notas de Tesorería) por no residentes para mermar la llegada de capitales especulativos en busca de operaciones de *carry trade*¹. De todas formas aún no es posible percibir los efectos de esa medida. Se subraya la cancelación de pasivos con el exterior (el préstamo del BID ya mencionado).

En cuanto al tipo de flujo resalta el peso que tiene la IED sobre el total. Dado que durante 2010 y parte de 2012 el rubro “Otras Inversiones” tenía un efecto negativo, el peso de la IED sobre la inversión total era superior. De todas formas, los últimos datos revelan que sigue siendo más del 40% del total.

¹ Estrategia por la que un inversor compra una divisa o títulos en esa divisa con tasas de interés elevadas (por ejemplo, el peso uruguayo), financiándose a través de la venta de otra divisa con una baja tasa de interés (por ejemplo, el dólar). Con esto se busca apropiarse del diferencial de tasa de interés, suponiendo una cierta trayectoria del tipo de cambio entre ellas.

Gráfico 2.3 –Composición de la Cuenta Capital y Financiera por tipo de flujo (año móvil, en millones de USD)



Fuente: BCU.

Se destaca también que desde mediados de 2012 todas las partidas de la cuenta capital y financiera presentan mayores entradas que salidas. Asimismo se observa una continua reducción en la participación de la IED sobre el total y un incremento del peso relativo de la inversión en cartera. Otro cambio que se destaca es que cambió el signo del rubro “Otra inversión” (que involucra créditos comerciales, préstamos, monedas, depósitos y otros) ya que actualmente presenta mayor activo que pasivo. Además, las transferencias de capital han aumentado su valor y participación en el total.

En suma...

El saldo resultante del año móvil cerrado a junio de 2013 representa una leve mejora en términos de Balanza de Pagos respecto al año móvil cerrado a marzo por mejoras en la Cuenta Corriente como en la Capital y Financiera.

En cuanto a los resultados de la Cuenta Capital y Financiera se destaca que continúa ininterrumpido el ingreso de capitales hacia la economía local (representa 13% del PIB), mayoritariamente dirigido al sector privado. Al respecto, la IED sigue teniendo gran peso sobre el total y desde mediados de 2012 todas las partidas de la cuenta capital y financiera presentan mayores entradas que salidas.

3. COMPETITIVIDAD BAJO LA LUPA

Desde mediados de mayo el tipo de cambio nominal entró en una tendencia ascendente en Uruguay, primero a raíz de la posibilidad de ocurrencia y luego del anuncio efectivo de cambios en la política monetaria local e internacional. En esta línea, el peso se depreció 15% entre enero y setiembre a valores promedio mensuales. A nivel internacional dicha depreciación fue impulsada por las posibilidades de retiro de los estímulos monetarios en Estados Unidos en vista de mejores perspectivas de recuperación económica de dicho país. La eliminación de los estímulos generaría un retiro de capitales de los países emergentes en tanto se incrementarían las tasas de interés, reduciendo la liquidez internacional y apreciando el dólar.

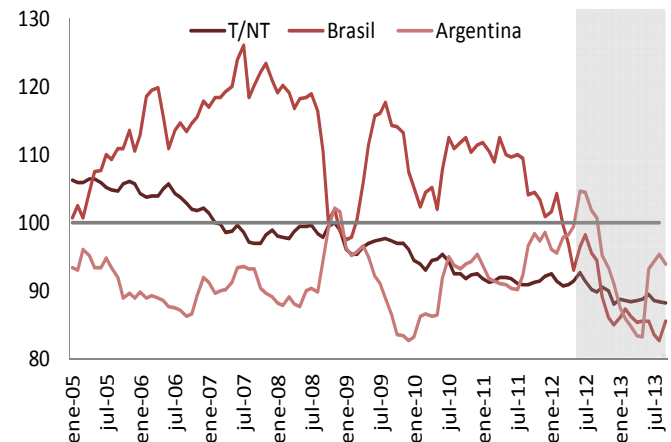
En el plano local, dichos movimientos se vieron engrosados por los cambios en la política monetaria a nivel local que inmovilizaron una mayor alícuota de los fondos de no residentes y buscaron frenar el ingreso de capitales extranjeros, (*carry trade*). Ese menor flujo resultó en una reducción de la oferta de dólares y en un aumento del precio del mismo. Este fenómeno de apreciación del dólar no fue exclusivo de nuestro país sino que tuvo lugar en la mayoría de los países emergentes, aunque el ímpetu sea variante. De esta manera, cabe analizar si la depreciación de la moneda local contribuyó a reducir parte de los desequilibrios externos asociados a los precios relativos, especialmente con los principales socios comerciales del país.

Cabe destacar que son varios los indicadores existentes para medir la competitividad de un país con el resto del mundo. No obstante, éstos suelen presentar enfoques parciales ya que no consideran todos los factores asociados a una medida “genuina” de competitividad. En este caso, si bien presenta las falencias previamente mencionadas, se analizan algunas medidas de tipo de cambio real (TCR), el cual considera únicamente componentes de precio.

En el gráfico 3.1 se presentan la medición de TCR para Brasil y Argentina. En tanto para Brasil se utilizaron datos oficiales de dicho país, para el

caso de Argentina se utilizó la medición de precios al consumo de la Dirección de Estadística de San Luis junto a una ponderación de la participación del tipo de cambio oficial y paralelo. También se muestra una medida de tipo de cambio real global a través de la relación entre precios transables y no transables². Esta última medida compara los precios que se obtienen a nivel internacional por los bienes y servicios comercializados en dicho mercado con aquellos productos que se transan en el mercado doméstico. Así, si el precio de los productos comercializados a nivel internacional crece menos que aquellos del mercado local, el indicador cae e indica que la economía doméstica se está encareciendo respecto al resto del mundo.

Gráfico 3.1 – Tipo de Cambio Real (índice base 100=promedio 2000-2012)



Fuente: Elaboración CInVE en base a BCU, BCB, INDEC, San Luis y Ámbito.

Los datos evidencian que se ha perdido competitividad con la región en términos de precios relativos. En efecto, la tendencia de las distintas medidas de tipo de cambio real evoluciona a la baja desde 2005 a la fecha, lo cual indica que el país se ha encarecido en términos relativos. No obstante para los últimos datos el

² Se definen como precios transables aquellos de los productos correspondientes según la clasificación de CInVE a Bienes Elaborados no Energéticos (BENE), Servicios No Administrados Transables (SERVOT) y Bienes Energéticos (ENE). Los rubros no transables refieren a Servicios No Administrados No Transables (SERVONT), servicios de salud y de transporte (SERVAd) y de empresas públicas (SERVPub) y alimentos no elaborados (ANE).

análisis bilateral con los socios comerciales evidencia trayectorias disímiles. Por un lado se distingue una mejora con Argentina de acuerdo a la medición utilizada, especialmente en los datos del tercer trimestre de 2013, tanto por la suba del dólar en Uruguay como por la leve caída del dólar “blue” en Argentina. Esto reduciría, al menos en parte, los incentivos a trasladar consumo de la plaza doméstica a la de dicho país. Por otro lado, los resultados respecto a Brasil no evidencian señales de mejoría. La medición de precios transables y no transables indica cierta estabilidad durante los primeros trimestres del año.

Por tanto, se puede afirmar que los esfuerzos por mejorar la relación de precios con el exterior, si bien son recientes, han tenido éxito relativo. A pesar de que podría recomponerse parte de la competitividad perdida (medida a través de los indicadores de TCR), la magnitud ha sido reducida y aún resta mucho camino por recorrer. En especial, recomponer la competitividad con Brasil parece un factor crucial, ya que se trata del principal destino de nuestras exportaciones de bienes, acumulando el 16,8% de las mismas durante el primer semestre de 2013 y cerca del 20% en años previos.

A nivel local, el escenario que el peso uruguayo se fortalezca y el dólar retorne a valores menores a \$20 es muy poco plausible, a pesar de los anuncios de la Reserva Federal de Estados Unidos que continuará con los estímulos monetarios por algún tiempo más. Por su parte, el cambio de régimen de la política monetaria podría contribuir a frenar el encarecimiento relativo en dólares en tanto desestime el ingreso de capitales especulativos. De todas formas, es probable que la elevada inflación y su persistencia dificulten la corrección de los precios ya mencionada.

Adicionalmente, un escenario de desaceleración económica podría derivar en reducciones en el nivel de precios que impulsen a la baja el tipo de cambio real. Una mayor desaceleración del nivel de actividad a la prevista para 2014 podría contribuir a dicha corrección. De todas formas, es claro que tal escenario conlleva mayores desventajas a nivel macroeconómico que la ventaja a nivel de precios relativos.

En suma...

Las medidas de TCR indican un deterioro de la competitividad del país con la región en términos de precios relativos, encareciéndose la producción nacional, lo que podría dificultar la colocación en mercados extranjeros. Si bien se ve una mejora con Argentina en los últimos datos, deben efectuarse mayores esfuerzos para restaurar las pérdidas sufridas en las relaciones de precios, especialmente para con Brasil.