

cinve
Centro de Investigaciones Económicas
Actividad y Comercio

ISSN: 2301-1289

Diciembre 2014

Nº 133

Contenido:

- 2014: Pasando raya
- Destacados 2014 y perspectivas 2015

2014: PASANDO RAYA

Usualmente sobre fin de año se efectúa un balance de lo ocurrido en el año, destacando tanto aquellas cuestiones positivas como negativas. A partir de ello también suele realizarse un diagnóstico que da pie a los objetivos para el año próximo. Así, el objetivo de este informe es realizar dicho análisis en materia económica en Uruguay para lo acontecido durante 2014. Con ese objetivo se hará un breve resumen del año en pos de plantear una agenda para el año que entra. En concreto, se analiza la evolución de algunas de las principales variables (mayormente macroeconómicas) y a partir del diagnóstico se plantean los desafíos fundamentales para la política económica de cara al próximo año. En esta instancia este ejercicio cobra particular relevancia, en tanto en marzo próximo asumirá el nuevo gobierno elegido meses atrás.

En esta oportunidad se decidió mantener el énfasis en tres cuestiones. Ellas son el nivel de actividad y su ritmo de crecimiento, el nivel de precios y su trayectoria y por último la dinámica de las cuentas públicas, con especial énfasis en el resultado fiscal. Esto se debe a que dichos temas estuvieron en el centro de la agenda económica durante el presente año por distintos motivos y probablemente también lo estén en el año próximo. A grandes rasgos, el año que termina mostró el siguiente panorama:

- Uruguay registrará en 2014 el doceavo año de crecimiento consecutivo, con un crecimiento promedio superior a la media histórica. Si bien es cierto que el ritmo se ha visto desacelerado, también lo es que la moderación del crecimiento ha sido menor medida a la prevista, con una demanda interna que cede muy ligeramente. Las estimaciones más recientes prevén un crecimiento por encima de 3,5% para 2014 y en torno a 2,5% en 2015 y 2016. A su interior, el consumo y la puesta en marcha de Montes del Plata juegan un papel central.
- La inflación presentó una tónica descendente desde marzo, cuando alcanzó un pico superior al 9%. En buena medida, este descenso fue el resultado de la implementación de un set de medidas cuyo objetivo fue contener el proceso inflacionario. De esta manera la inflación interanual cayó ininterrumpidamente hasta alcanzar guarismos cercanos al 8% en noviembre. De todas formas, se encuentra aún en niveles superiores a los estipulados por el techo del rango meta establecido por el BCU (7%).
- Finalmente, el resultado fiscal ha sido altamente discutido durante este año. Esto se debe por un lado al importante deterioro que presentó hasta julio, pero que luego ha continuado una senda de mejoría tal que los resultados a octubre reflejan un déficit fiscal mejor al esperado por la Rendición de Cuentas. Por otro lado, las cuestiones políticas propias de un año electoral exacerbaron la relevancia del tema y lo ponen en el centro de atención para el año próximo.

En las próximas páginas se analizan con mayor profundidad estas cuestiones. Por un lado se hace un breve recuento de lo acontecido en 2014 y por otro se plantea el contexto esperado para el corto plazo (especialmente 2015 y 2016), con sus desafíos y oportunidades.



DESTACADOS 2014 Y PERSPECTIVAS 2015

Menor crecimiento económico

Durante 2014 la economía continuaría creciendo a buen ritmo. Si bien es cierto que el nivel de actividad cerraría el año con un crecimiento superior al esperado, también lo es que se registraría cierta desaceleración respecto al crecimiento de años previos, aunque moderada y menor a la prevista. Dicho crecimiento se sustenta principalmente en los determinantes internos. Por su parte, el sector externo habría contribuido en menor medida, aunque mostrando cierta recuperación.

En cuanto al escenario próximo se espera que la demanda interna continúe siendo el motor del nivel de actividad principalmente por el consumo privado. Igualmente se espera cierta moderación del mismo, alineándose con un menor ritmo de crecimiento del salario real pero aún creciendo por encima del PIB. Por el lado de la inversión, ésta se verá menguada tras la finalización de las obras de Montes del Plata. Sin embargo, en caso de concretarse algunos proyectos de envergadura (resaltando nuevos emprendimientos energéticos o mega-megaminería) éstos podrían imprimir una mayor dinámica en dicho componente. Por otra parte, es esperable que el efecto sobre la economía de la puesta en marcha de Montes del Plata, más que compense la reducción provocada en la inversión.

Por otra parte, considerando los datos correspondientes al segundo y tercer trimestre del año, se aprecia una mejora en el saldo de la balanza comercial. En el tercer trimestre no sólo continuaron incrementándose las exportaciones sino que se sumó una contracción en las importaciones, producto de la finalización de la instalación de Montes del Plata. En cuanto al turismo, luego de magros resultados durante 2013 y 2014 se espera una mínima recuperación para la temporada estival en términos del número de visitantes. Por tanto, es esperable que el proceso de mejora en cuanto al saldo de bienes y servicios con el exterior tenga continuidad.

Perspectivas para el próximo bienio

En cuanto al contexto internacional, Estados Unidos sigue transitando la senda de recuperación. En este sentido, el dinamismo de la actividad en EE.UU. (con un crecimiento de 5% en Q3 que marca el mayor valor en los últimos 11 años) respaldaría la suba de tasas de interés por parte de la FED, lo que incentivaría el fenómeno de fortalecimiento del dólar a nivel global.

Por otro lado, el reciente deterioro evidenciado por Rusia es la novedad negativa en el escenario internacional. Rusia se vio afectada por un menor precio de petróleo y sanciones financieras a grandes empresas, lo cual ha redundado en alzas importantes en las tasas de interés así como en la reciente devaluación del rublo. En este sentido, será pertinente monitorear sus efectos a nivel internacional y a nivel local, donde debido a la importancia de las ventas a Rusia en sectores como los lácteos y carnes podría repercutir particularmente. Además, la Zona Euro y Japón continúan evidenciando dificultades para lograr incrementos en el nivel de actividad. En cuanto a China, es esperable que su crecimiento se sitúe en niveles más sostenibles, cercanos a 7%.

En lo que refiere a los precios internacionales, tanto los precios de los *commodities* alimenticios como los del petróleo han seguido una tendencia a la baja, aunque más pronunciada y persistente en el último caso. Para los próximos años se espera una dinámica similar. Si bien parece lógico suponer una incidencia positiva de la caída en el precio del petróleo para la economía uruguaya, dicho efecto podría ser contrarrestado por los efectos negativos sobre aquellos países exportadores de petróleo demandantes de bienes uruguayos. En particular, los bajos niveles de precios impactan sobre la capacidad adquisitiva de Rusia y Venezuela, países de peso en la canasta de exportaciones uruguayas. En adición, una menor dependencia energética sobre dicho combustible producto de los cambios experimentados en la matriz energética también explicaría una menor incidencia positiva de los bajos precios. Por



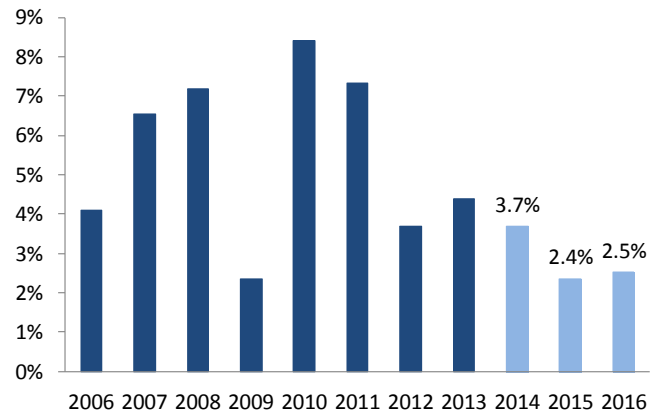
las razones antes señaladas, el saldo neto no resulta tan evidente como antes.

A nivel regional, la dinámica evidenciada por Brasil y Argentina no ha sido fuente de estímulo y empuje para la economía uruguaya. Tampoco es posible augurar una influencia significativa de parte de la región para el año próximo. En cuanto a Brasil, se estima que cerrará 2014 con un crecimiento cercano al 0,1%, en tanto hacia 2015 registraría una mínima recuperación. A su vez, cabe mencionar que dichos guarismos vienen siendo corregidos sucesivamente a la baja por los analistas en los últimos meses. Respecto a la situación de Argentina parecería seguir primando la incertidumbre de cara al futuro. En un marco de importantes desequilibrios macroeconómicos y de magro crecimiento, parece clave la resolución del conflicto con los *holdouts*, en tanto podría permitiría relajar la situación de restricción a los capitales extranjeros en la que se encuentra actualmente. En este sentido, a partir del vencimiento de la cláusula RUFO el 31 de diciembre, será clave el curso que siga la negociación entre el gobierno argentino y los bonistas que no aceptaron la reestructuración de la deuda. En suma, no se prevé que la región actúe como dinamizador de la economía uruguaya en 2014 y 2015.

Ante el contexto internacional y regional descrito anteriormente, y la evolución prevista para los determinantes internos, nuestras previsiones para el año que termina apuntan a un crecimiento en el nivel de actividad cercano a 3,7% respecto a 2013. En tanto, para 2015 y 2016 se espera un crecimiento levemente por debajo de su tendencia de largo plazo, esperándose un crecimiento próximo al 2,4% y 2,5%, respectivamente. Esto estaría ratificando un moderado enfriamiento de la economía. Cabe señalar que si bien la economía crecería a una tasa inferior a la evidenciada en años previos, aún mantendría un ritmo superior al de la región, evidenciando así un desacople respecto a nuestros vecinos. A nivel de determinantes, la situación parecería responder a un patrón similar al observado en 2014. En concreto, el componente interno seguiría siendo el principal impulsor del nivel de actividad, aunque a menor

ritmo. Mientras tanto, no se avizora una contribución internacional y regional superior a la evidenciada en 2014.

Gráfico 2.1. PIB (IVF, var. promedio anual, en %)

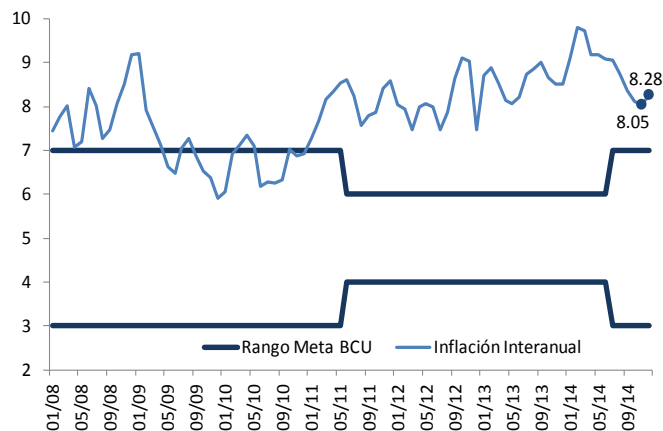


Fuente: Estimaciones propias en base a BCU

La inflación se modera pero persiste como preocupación

La inflación continúa siendo uno de los principales desafíos de la economía uruguaya debido a su persistencia durante los últimos años. Como se puede apreciar en el gráfico 2.2, desde inicios de 2008 a la fecha, la inflación interanual se encontró dentro del rango meta únicamente entre mayo de 2009 y diciembre de 2010. Desde ese entonces los precios iniciaron una aceleración que se mantuvo hasta inicios de este año. Sin embargo en la actualidad nos encontramos en un proceso de leve aunque sostenida moderación de la inflación. Luego que la inflación interanual alcanzara en febrero un 9,8%, ésta se ha contraído hasta 8,1% en noviembre. En tanto, las proyecciones para el cierre del año se encuentran levemente por encima, en 8,3%. Este proceso también es observable en el componente de tendencial de la inflación, que recoge los precios más estables de la economía (excluye carne fresca, frutas y verduras y las tarifas fijadas administrativamente). El mismo se ha desacelerado desde una inflación interanual de 10,2% en marzo hasta 8,9% en noviembre; al cierre del año esperamos que se ubique en 8,9%.

Gráfico 2.2. Inflación interanual y rango meta (en %)



Fuente: INE y BCU

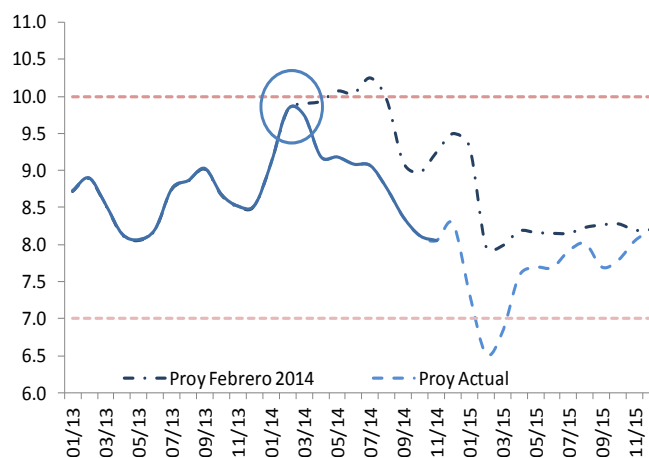
A su vez es interesante notar que los precios internos han moderado su crecimiento en un contexto en que existen diversas fuerzas que operan de manera negativa para el control inflacionario. En primer lugar la demanda interna se ha mantenido firme. El mercado laboral continúa fuerte, con niveles de empleo y desempleo históricamente favorables, al tiempo que el salario real muestra niveles importantes de crecimiento. En particular se espera cerrar 2014 con un crecimiento promedio del salario real privado cercano a 4%, registro algo superior al 3,5% observado durante 2013. En este contexto es claro que la capacidad de compra de los hogares se mantiene tonificada. Evidencia de ello es que el consumo privado continúa creciendo sostenidamente por encima del nivel de actividad. Así, las presiones sobre precios desde el frente interno se mantuvieron presentes durante todo el año.

Desde el frente externo el aumento del tipo de cambio observado durante los últimos meses (con la notoria excepción de noviembre) genera presiones adicionales sobre la inflación. Desde finales de 2013 la depreciación acumulada de la moneda uruguaya alcanza un 13%. Por tanto, teniendo en cuenta el importante pasaje a precios que existe en Uruguay, es claro que un crecimiento tan marcado en el valor de la divisa norteamericana ha tenido un impacto considerable sobre el crecimiento de precios. De todos modos, la incidencia de las presiones externas se ha visto matis-

zada por la sensible caída en los precios internacionales de *commodities*, destacándose el caso del petróleo que en el correr del año sufrió un retroceso de precios cercano al 50%.

Entonces, ¿a que debemos adjudicar la desaceleración inflacionaria? En primer lugar recordarnos que luego de que en febrero las autoridades se pusieran en alerta debido a la posibilidad de superar el umbral (no oficial) del 10% para la inflación, fueron instauradas algunas medidas de control de precios. Entre ellas destacamos la exoneración del IVA al cargo fijo de UTE, Antel y a la importación de algunas frutas y verduras, el otorgamiento de un crédito fiscal a las mutualistas, la concreción de acuerdos de precios con supermercadistas y la rebaja del precio del 5 de Oro. Entendemos que estas medidas tuvieron el efecto esperado y fueron determinantes para el crecimiento más moderado de precios registrado en 2014. El gráfico 2.3 muestra cuál era la trayectoria de la inflación esperada previo a la puesta en práctica de las medidas. Allí se aprecia que en ausencia de tales medidas y de acuerdo a nuestras proyecciones, la inflación interanual hubiese superado el 10% a setiembre y se esperaba un cierre anual de 9,98%.

Gráfico 2.3. Proyecciones de inflación pre-medidas y actuales (en %)



Fuente: Estimaciones propias en base a INE.

En tanto las medidas no atacaron directamente el núcleo inflacionario, sí tuvieron algunos beneficios que repercuten de manera persistente en la inflación. Además de sus efectos puntuales, per-



mitieron evitar superar el umbral psicológico (ubicado en 10%) manteniendo su carácter de ancla de las expectativas y, por otra parte, evitaron una mayor persistencia del proceso inflacionario habida cuenta de los mecanismos de indexación (de salarios y otros) existentes en nuestra economía. En este sentido cabe mencionar que durante 2014 también observamos una moderación del componente tendencial de la inflación, el cual esperamos cierre el año por debajo del 9%. A pesar de la trayectoria decreciente, su valor es aún elevado.

Asimismo, la política monetaria se ha mostrado más contractiva que en el pasado, fomentando la reducción de las presiones inflacionarias estructurales de la economía. Durante las últimas tres reuniones del COPOM se ha ratificado el sesgo contractivo de la política monetaria, disminuyendo siempre el rango indicativo de crecimiento del M1 ampliado (en abril lo situó en 10%-13%, en julio en 9%-12% y en setiembre en 8%-10%). Estos elementos sugieren que en la economía también se encuentran operando algunas fuerzas de carácter más estructural que contribuyen a la moderación de la inflación.

Por último, consideramos que el principal desafío vinculado al sistema de precios en el mediano plazo será lograr la permanencia del proceso de desaceleración inflacionaria en un contexto de depreciación de la moneda que permita recomponer los niveles de competitividad. La continuación en el retroceso de los precios internacionales de materias primas, así como una ligera contracción de la demanda interna podría colaborar positivamente a alcanzar este objetivo de manera exitosa. Conforme a ello, para 2015 se espera una depreciación del peso uruguayo cercana al 10% (en consonancia con el inicio del proceso de aumento de tasas de interés por parte de la Reserva de los Estados Unidos) y niveles de inflación de 8,2%, escenario consistente con un abaratamiento en dólares de la economía.

Algunos apuntes sobre la cuestión fiscal

Según surge de la última Rendición de Cuentas (RR.CC.), el Sector Público Consolidado registró en 2013 un déficit de 2,4% del PIB, implicando una mejora respecto a 2012. El resultado primario cerró el año con un superávit de 0,4% del PIB. En tanto, los intereses de la deuda representaron al cierre de 2013 un 2,8% del PIB y el déficit global se ubicó en 2,4% del PIB. La diferencia entre lo previsto y lo ocurrido se explicó en parte por desvíos en el Resultado Primario, que fue 0,5% del PIB menor a lo esperado. Aunque los ingresos estuvieron por encima de lo proyectado, el mayor aumento de los egresos explica el peor resultado.

¿Qué nos muestra 2014?

El panorama planteado según el año móvil a octubre de 2014 (último dato disponible) difiere sustantivamente a aquel que se delineaba en junio. Hubo sensibles mejoras tanto en los resultados observados como en las perspectivas.

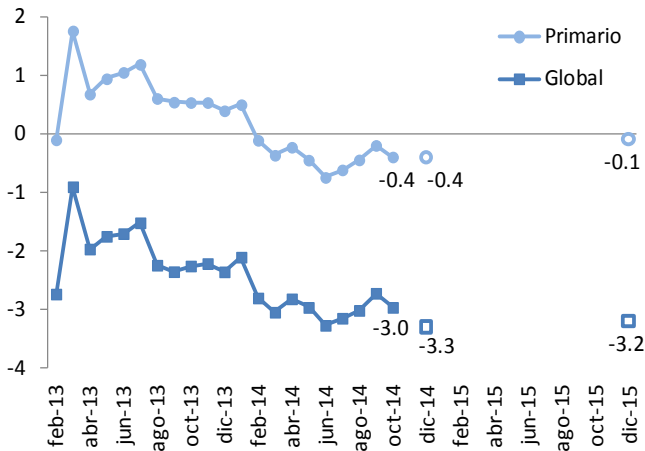
En el año móvil a junio de 2014, el resultado global del Sector Público Consolidado fue de -3,3% del PIB. Esto refleja un empeoramiento de las cuentas fiscales respecto al cierre de 2013. Allí no había lugar para mayores deterioros de la caja ya que era el resultado esperado para el cierre del año. Además, había un déficit primario de 0,7% del PIB. Por su parte, el pago de intereses era de 2,5% del PIB. Así, el panorama no resultaba auspicioso. Dentro de dicho resultado se destacaba el desfavorable resultado de las Empresas Públicas, tanto por factores extraordinarios como por otros vinculados a las medidas tarifarias de comienzos de año que buscaron moderar la inflación.

Sin embargo, los datos a octubre revelan una situación que ha virado favorablemente para las cuentas públicas. En primer lugar el déficit global es de 3% del PIB, en tanto el primario es de 0,4%. Parte de esta mejora probablemente se adjudique a un mejor resultado de las Empresas Públicas (fundamentalmente ANCAP), propiciado por un menor precio del petróleo. Tal situa-



ción permitirá recomponer parte del déficit registrado en la primera mitad de 2014.

Gráfico 2.4. Resultado fiscal primario y global (año móvil, en % del PIB)



Fuente: MEF

¿Qué se espera en materia fiscal?

La última RR.CC. esperaba para 2014 un déficit global del Sector Público de 3,3% del PIB, lo que implica una diferencia de -1,1% respecto a lo estimado en 2012. En la misma, el peor resultado esperado para las EE.PP., la previsión de un aumento en los egresos y el pago de intereses, determinaban un mayor déficit a pesar que los ingresos del GC-BPS fueron corregidos al alza.

De acuerdo a la RR.CC. la variación en lo previsto para el resultado de las EE.PP. se asociaría con rezago en el incremento de ciertos precios y la reducción de algunas partidas de las tarifas públicas, que conllevaron una renuncia fiscal. En cuanto a los egresos primarios corrientes, las transferencias fueron ajustadas al alza en base al crecimiento esperado del salario real y del número de cotizantes del BPS. Las inversiones también fueron corregidas al alza, en tanto se espera que continúen elevadas por proyectos de envergadura tales como Antel-Arena o parques eólicos.

No obstante, los últimos datos disponibles muestran un resultado primario en línea con lo esperado para fin de año y un déficit global mejor a lo previsto. También debe tenerse en cuenta la dinámica reciente del precio del barril del petró-

leo que se mantendrá y por tanto permitirá recomponer parte del resultado fiscal adverso generado por las medidas tarifarias en los últimos meses del año. Por tanto, para 2014 cabría esperar un resultado fiscal global mejor al esperado en la última RR.CC.

Por su parte, para 2015 la RR.CC. preveía un déficit de 3,2%. Esta proyección considera que muchos de los factores que explicaron las correcciones para 2014 son de carácter permanente. De la misma forma, se incorporan nuevos supuestos sobre el escenario macroeconómico, basados en que la desaceleración económica se mantendrá en los próximos años. Aunque también debe tenerse en cuenta que algunos de los factores que mejoraron el resultado de 2014 seguirán presentes en 2015.