



**Contenido:**

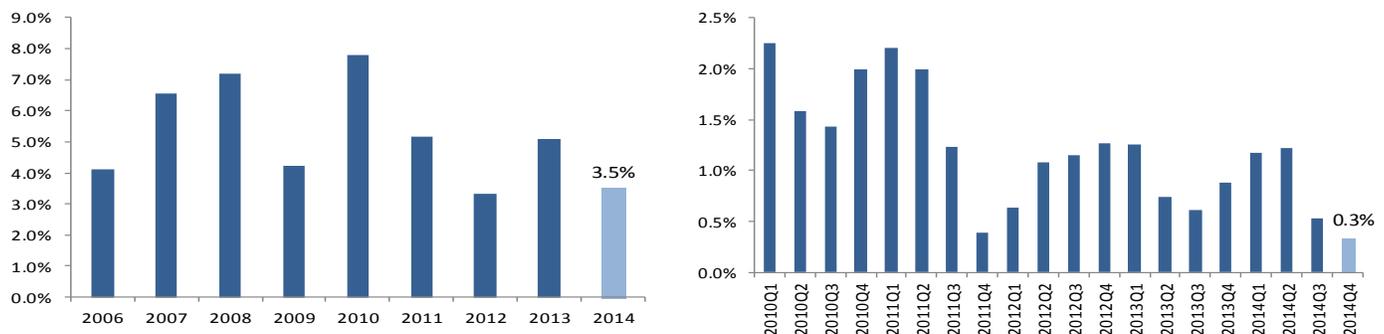
- Navegando con viento de proa
- Momento incierto para las materias primas
- Una situación regional que no ayuda
- Las contingencias globales y sus consecuencias

## NAVEGANDO CON VIENTO DE PROA

En el pasado mes de marzo fueron publicados los datos de Cuentas Nacionales. De allí se desprende que la economía creció durante 2014 3,5%, representando el duodécimo año de crecimiento ininterrumpido. Por su parte, el componente tendencia-ciclo del PIB (aquel que depura los datos estacionales e irregulares) alcanzó en el cuarto trimestre de 2014 un crecimiento de 0,3%. Aunque dicho componente continúa mostrando tasas de crecimiento positivas, éstas se han moderado en el último tiempo, confirmando la hipótesis de desaceleración de la economía.

En ese contexto, la vulnerabilidad externa de Uruguay ha sido recurrentemente esgrimida por los analistas, señalando que en la actualidad el contexto internacional se está volviendo menos favorable para la suerte económica del Uruguay. El proceso de acomodación monetario de los Estados Unidos, la lenta recuperación económica global, la desaceleración del crecimiento de las economías emergentes, el desplome de muchos de los *commodities* alimentarios, el deterioro de las expectativas económicas en Brasil, así como las incertidumbres que plantea la institucionalidad macroeconómica argentina, son algunos de los fenómenos externos relevantes para el crecimiento del Uruguay en el mediano plazo. Sin embargo, nuestros modelos predictivos indican que en una situación aún menos auspiciosa que la esperada, la economía uruguaya registraría tasas de crecimiento positivas en 2015 y 2016.

**Gráfico 1. Tasa de variación del PIB anual, Periodo 2006-2014 (izquierda) y Tasa de variación del componente tendencia-ciclo del PIB, Periodo 2010:1-2014:4 (derecha)**



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

A continuación se presenta un análisis detallado de los fenómenos globales más relevantes para el Uruguay, destacando el alto grado de incertidumbre que rodea a la mayoría de estos aspectos en el presente. Se plantean algunos escenarios hipotéticos respecto a la trayectoria de crecimiento en la región y los precios internacionales y se presentan las proyecciones de crecimiento de la actividad económica bajo los distintos escenarios.

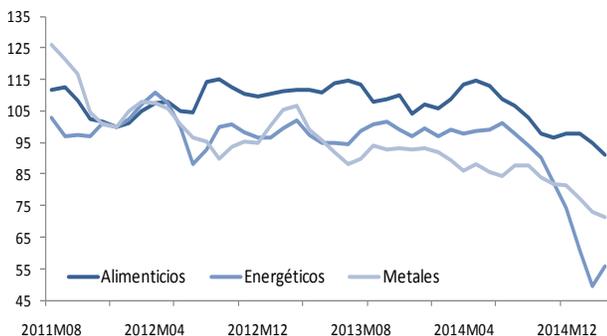


## MOMENTO INCIERTO PARA LAS MATERIAS PRIMAS

Desde hace algún tiempo los cambios en la política monetaria norteamericana han llevado al gradual fortalecimiento del dólar, lo cual tiene dos consecuencias centrales en relación a los precios de los *commodities*. En primer lugar, tiene un efecto directo en tanto la mayoría de los precios están denominados en esa moneda por lo que su fortalecimiento implica una disminución de los precios nominales de todos los bienes en relación a ésta. Por otra parte, la reversión de la política monetaria expansiva encarece el acceso a fondos y reduce la disponibilidad de activos líquidos por parte de los agentes, lo que incide directamente en los mercados de futuros de *commodities*. Ello quita presión sobre la demanda, reduciendo su precio en términos reales.

Por otra parte, se han sucedido un conjunto de variaciones estructurales en los factores que afectan la demanda de tales bienes. La más destacada es la desaceleración de las economías emergentes. Mientras en 2011 crecieron 6,2%, lideradas por China (que creció 9,3%), en 2014 la expansión de estas economías fue de 4,4%. En particular, China (que en 2014 creció 7,4%) se encuentra hoy en un proceso de convergencia a una tasa de crecimiento más moderada, cercana al 7% .

**Gráfico 2.1 – Precio de *commodities* 2011.08-2015.02** (índice 100 = 2011.12)



Fuente: FMI.

En este contexto se ha desarrollado la fuerte y sostenida desvalorización de los *commodities* desde mediados de 2014. Si se comparan los niveles de precios actuales con los vigentes a inicios de 2014

se observa que los de los alimentos retrocedieron 13,8%, los energéticos 42,5% y los metales 22,2%.

Del gráfico 2.1 resulta claro que los precios más golpeados por el contexto internacional han sido los de los *commodities* energéticos, liderados por la caída del petróleo desde octubre de 2014. Ello se debe principalmente a un importante aumento en la oferta, originado en parte por EE.UU. a través de la explotación de hidrocarburos no tradicionales (en 2014 aumentó su producción de petróleo en 1,6 millones de barriles diarios) y a las nuevas explotaciones en Irak y Libia. Pero también se debe a la respuesta política de la OPEC de no restringir su producción a pesar del deterioro observado en los precios.

### ¿Qué pasa con las materias primas relevantes para Uruguay?

Estas tendencias han tenido eco recientemente en muchos de los *commodities* relevantes para Uruguay. Entre los productos que el país exporta, la soja registró en marzo una caída de sus precios de 1,4%, acumulando un retroceso superior a 30% en términos interanuales, el precio del trigo disminuyó 1,8% en el mes y 25% en la comparación interanual y el del arroz bajó 14% en marzo, totalizando una caída interanual de 20%.

**Cuadro 2.1 – Variación del precio de *commodities* seleccionados. Marzo 2015**

	Var. Mensual	Var. Interanual
Carne	0.5%	2.6%
Trigo	-1.8%	-25.1%
Soja	-1.4%	-31.1%
Arroz	-14.0%	-21.5%
Celulosa	0.9%	-1.4%
Brent	-3.0%	-47.1%

Fuente: Monitor de Commodities—CPA.

Una tendencia un tanto distinta han tenido la carne y la celulosa. En el primer caso, el precio se encuentra en un nivel 2,6% superior al de un año atrás, mientras que el de la celulosa cayó solamente 1,4% en la comparación interanual. Por su parte, el barril de petróleo Brent disminuyó en marzo



3,0%, con lo que totaliza una contracción inter-anual de casi 50%.

A su vez, actualmente no solo se evidencia un fuerte deterioro del precio de la mayoría de los bienes relevantes, sino que la volatilidad es muy alta. Ello implica que exista incertidumbre respecto a la trayectoria futura de los precios, que se transmite casi enteramente hacia la evolución esperada de la economía.

### ¿Qué esperamos en el mediano plazo?

De manera genérica, podrían identificarse dos posturas entre los analistas que siguen la trayectoria del precio del petróleo. Por un lado, quienes sostienen que la actual situación se encuentra avallada por una política explícita de los países de la OPEC (en particular los países ricos, destacándose Arabia Saudita) de limitar la extracción de petróleo a través de métodos no tradicionales. Si bien no está claramente determinado, se cree que con el barril por debajo de los 60 USD la extracción mediante *hydraulic fracturing* y *horizontal drilling* no sería rentable. Este tipo de razonamiento no permite esperar una reversión en la tendencia de precios a mediano plazo, sino que se esperaría preserven su actual nivel durante 2015 y 2016.

En contraposición, otros analistas señalan que se ha comenzado a percibir una disminución en la cantidad de pozos activos en EE.UU. (a pesar de no reflejarse aún en la producción). Advierten que de surgir mayor evidencia respecto al efecto negativo de los bajos precios sobre la explotación de hidrocarburos no tradicionales, el mercado podría empezar asumir una pronta recuperación de su precio. Adicionalmente, dentro de la OPEC, habrían importantes presiones para provocar un cambio de rumbo en la política de parte de los países que están siendo particularmente afectados por el actual contexto de precios, léase Irán, Nigeria y Venezuela. En base a estas consideraciones, algunos expertos esperan observar durante 2015 y 2016 una tendencia creciente del precio del petróleo, en convergencia con niveles de equilibrio más altos, aunque inferiores a los observados previo a la caída.

Por su parte, existe cierto consenso respecto a que

los *commodities* alimenticios mostrarán importantes caídas, al menos durante 2015. Sin embargo, es posible hacer algunas consideraciones respecto a la velocidad con que ese fenómeno se procesaría. En particular, es interesante concentrarnos en dos factores: el ritmo de la recuperación económica global y la velocidad de la normalización de la política monetaria americana.

En cuanto al último punto, cabe señalar que en la última reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal, se expresó una mayor preocupación respecto a la evolución del mercado de trabajo y la inflación en el mediano plazo. Como consecuencia, la mediana de las expectativas de los gobernadores en relación a las tasas de referencia esperadas para 2015 y 2016 mostró una disminución respecto a las de setiembre y diciembre de 2014. No obstante, 17 de los 19 gobernado-

### Cuadro 2.2 – Mediana de las expectativas de tasa de interés al de cierre 2015 y 2016

Fecha Reunión FOMC	2015	2016
Setiembre 2014	1.375	2.875
Diciembre 2014	1.125	2.500
Marzo 2015	0.625	1.875

Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos

res de la FED indicaron que esperaban que el primer aumento del rango de tasas sucediese en 2015. Este panorama implica una mayor cautela acerca de la previsión de una normalización vertiginosa de la política monetaria americana, aunque su inicio se encuentre cada vez más cercano.

Finalmente, en lo relativo a la evolución futura de la economía mundial el crecimiento en Europa es prácticamente nulo y en Japón la recuperación aún no parece haber llegado. China redujo sensiblemente su dinamismo y es esperable que continúe desacelerándose. En EE.UU. tal vez se esté procesando la más auspiciosa de las recuperaciones, pero aún así han aparecido datos desalentadores. En este contexto la perspectiva de una rápida recuperación global ha ido perdiendo fuerza en los últimos meses, todo lo cual impone aún más escepticismo sobre la evolución del precio de los *commodities*, en particular el de los metales y los alimentarios.



## UNA SITUACIÓN REGIONAL QUE NO AYUDA

### Ni Argentina

La incertidumbre continúa siendo central en Argentina. Sin embargo, la crisis que fuera pronosticada no sucedió y el modelo vigente continúa en marcha. En efecto, la economía alcanzó un crecimiento (mínimo) de 0,5% en 2014, lo que llamó la atención de la mayoría de los analistas.

No obstante, los desequilibrios macroeconómicos siguen preocupando. El déficit fiscal elevado coexiste actualmente con importantes restricciones al crédito externo y a ello se suma la proximidad de las elecciones que hace poco factible un ajuste en el corto plazo. A su vez, la elevada la inflación impone ciertos límites al manejo del tipo de cambio, por lo que el equilibrio entre competitividad e inflación representa un importante desafío.

Por otro lado, desde hace algún tiempo Argentina se ha embarcado en un tímido proceso de ordenamiento y sinceramiento del manejo económico, lo que representa un factor positivo de cara al futuro. Dentro de este proceso se destacan los intentos por solucionar el conflicto sobre el pago de la deuda a los tenedores que no adhirieron a los canjes de 2005 y 2010, las modificaciones en la medición de la inflación, los acuerdos económicos con China, entre otros.

Por su lado, la saga de los *holdouts* sigue su curso, se mantiene el bloqueo de todos los pagos que puedan ser realizados a cuentas fuera de Argentina. En ese marco, la deuda sigue creciendo y en el corto plazo no se vislumbran señales de acuerdo entre los tenedores de bonos y el gobierno argentino.

Otro evento destacable orientado a solucionar los problemas de sostenibilidad y repago de la deuda es la política de acuerdos, iniciada en mayo 2014, con los países miembro del Club de París (con los que mantiene una elevada deuda). Estos acuerdos podrían contribuir, a su vez, a incentivar la inversión europea en este país.

Asimismo, interesa resaltar los esfuerzos realizados para modificar tanto la metodología de medición de la inflación como la del PIB. Estos cambios (avalados por el FMI) buscaron subsanar las deficiencias en la medición de ambos indicadores y reducir la desconfianza con la que operan los agentes de esta economía.

Para que Argentina logre mejores desempeños son claves las señales de ordenamiento y sinceramiento así como las medidas que adopte para enfrentar directamente los desequilibrios. Suponiendo un curso positivo en ambas dimensiones, no sería descabellado pensar en una evolución mejor a la esperada para Argentina en los próximos años. En cualquier caso, las tensiones macroeconómicas son aún importantes y los pronósticos vienen fluctuando debido a impactos mixtos desde el frente externo e interno.

### Ni Brasil

La situación en Brasil se encuentra en franco deterioro, con perspectivas que desmejoran mes a mes. Actualmente, los desequilibrios macroeconómicos son muy importantes y se suman a un aumento de la desconfianza de consumidores e inversores así como a posibles intentos de cambios en la política económica con potenciales efectos adversos en el corto plazo.

El deterioro de las variables macro ha sido acompañado por manifestaciones contrarias a la gestión del actual gobierno, en un contexto de mínimos históricos en la aprobación y cuando se han dado a conocer detalles del caso de corrupción en Petrobras. En este contexto la oposición a Rousseff en el Congreso aumenta mientras que el apoyo de sus aliados disminuye, dificultando los intentos de cambio en el rumbo económico.

En cuanto al nivel de actividad, Brasil cerró el 2014 con un crecimiento casi nulo (de 0,1%), siendo uno de los peores desempeños desde la crisis financiera internacional de 2009. Esta situación no parece ser transitoria, sino que se espera que en 2015 la actividad incluso se contrai-



ga, mientras que para 2016 se esperan leves mejorías.

Actualmente existe un alto grado de incertidumbre respecto a los posibles escenarios futuros, en función de la inestable coyuntura política y económica. El indicador de confianza de mercado muestra el creciente pesimismo de las empresas y la presión inflacionaria (cada vez más alejada del techo del rango meta fijado en 6,5%) no colabora en modificar las expectativas de los agentes.

Por otra parte, se advierte que los intentos por sanear el déficit fiscal pueden resultar poco efectivos si deben hacerse cargo financieramente de

Petrobras al tiempo que las restricciones financieras de esa empresa podrían afectar el crecimiento del país.

La caída del real respecto del dólar que comenzó en abril del año pasado continuó durante los primeros meses de 2015, asumiendo una intensidad inusitada en marzo, cuando se depreció 11,5%, totalizando en el año depreciación de 15,7%. Si bien este proceso potencialmente mejora su inserción exportadora, al estar acompañado por los bajos precios de los *commodities* el resultado final es incierto.

## LAS CONTINGENCIAS GLOBALES Y SUS CONSECUENCIAS

Sin ánimo de menoscabar los factores internos, es ampliamente reconocido que en países pequeños y abiertos al mundo, como Uruguay, el contexto global y regional es determinante. En este sentido es importante tener en claro cuáles serían los efectos sobre nuestra economía de algunas contingencias económicas externas probables, incluso para su aplicación en la toma de decisiones.

En función de las consideraciones previas es posible plantear algunas hipótesis de cursos probables respecto al contexto macroeconómico externo relevante para Uruguay. A continuación se desarrollan algunos escenarios y se esbozan las consecuencias que cada uno de ellos tendrían en términos de actividad.

### Los Escenarios Macroeconómicos

En primer lugar, desde nuestra perspectiva en el escenario de base -o el más probable- no es esperable observar una rápida recuperación de la economía global. La excepción sin embargo parece ser EE.UU. En este caso la recuperación es sólida y tanto el mercado laboral como los datos de inflación permiten esperar un acomodo relativamente ágil de la política monetaria. En ese contexto, las perspectivas para 2015 de precios para las materias primas son desalentadoras, previéndose una

contracción de los *commodities* alimenticios de 15% durante 2015, y estabilidad en 2016.

Asimismo, se entiende que en el escenario global más probable el exceso de oferta observado en el mercado del petróleo comenzará a revertirse lentamente, convergiendo lentamente a un precio de equilibrio más alto. Así, esperamos que durante 2015 y 2016 los precios del barril del petróleo comiencen su recuperación y cierren en valores cercanos a 60 y 70 dólares respectivamente.

Finalmente, creemos que en el curso más probable de eventos, la región la tendrá difícil durante 2015. Mientras que se espera que el crecimiento de Argentina sea nulo durante 2015, para Brasil se prevé una contracción de 0,5%. A pesar de ello, se entiende que 2016 será un año de lenta recuperación para nuestros vecinos. Así, se estima que tanto Argentina como Brasil alcanzarán tasas de crecimientos positivas, aunque relativamente bajas (2,2% y 1,4%, respectivamente).

Un segundo escenario, más pesimista, supone que si bien el contexto global mantiene sus características negativas, existen complicaciones adicionales desde la región. Este escenario supone que Argentina y Brasil presenten una marcada reducción de la actividad económica durante 2015 (de 1,5% y



2,9%, respectivamente), al tiempo que en 2016 la recuperación sea mínima (crecimiento de 0,7% par Argentina y de 0.2% para Brasil).

Una situación sensiblemente más favorable para nuestro país se plantea en el tercer escenario. En el plano global es posible que los países emergentes se recuperen más rápidamente de lo previsto y alcancen tasas de crecimiento mayores a las esperadas. Es conocido que China está dispuesta a apuntalar su economía con agresivos programas monetarios e incluso, al igual que India, de planes de inversión pública. Al mismo tiempo, dada la precaución mostrada por los gobernadores en la última reunión de la FED no es descabellado pensar que el ritmo del acomodo monetario americano se esté enlenteciendo.

Estas situaciones en conjunto provocarían que la contracción en el precio de los metales y los *commodities* alimenticios fuera algo menor a lo esperado. Aquí se toman en cuenta las perspectivas del Banco Mundial que indican que la canasta de *commodities* agropecuarios relevante para Uruguay caería sólo 5% en 2015 y 1% en 2016.

Por su parte, aún cuando el número de yacimientos petroleros activos en EE.UU. se encuentre en descenso, actualmente no hay evidencia acerca de que los niveles de producción vayan a seguir la misma tendencia. Asimismo, es sensato pensar que Arabia Saudita continúe siendo dominante en su posición de no restringir la oferta. En este contexto podría esperarse que los valores del petróleo en el mediano plazo permanezcan cercanos a su actual nivel.

Asimismo el contexto regional estaría signado por desempeños de los países vecinos mejores a los esperados. En cuanto a Argentina se esperaría que logre avanzar en la resolución del problema de la deuda, que su política de estabilización de precios comience a ser efectiva y logre mejorar la inversión, tanto extranjera como nacional. Por su parte, aunque resulta menos probable que suceda, Brasil debería solucionar la situación de Petrobras sin resentir de gran manera las cuentas públicas ni el nivel de inversión de la economía, mejorando en alguna medida el nivel de confianza de inversores y consumidores.

**Cuadro 4.1 – Escenarios macroeconómicos externos contingentes.**

		Base		Positivo		Negativo	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
Región/a	Argentina	0.0%	2.2%	1.5%	4.2%	-1.5%	0.7%
	Brasil	-0.5%	1.4%	0.6%	2.3%	-2.9%	0.2%
Global	Petróleo/b	60.00	70.00	51.00	51.00	60.00	70.00
	Alimenticios/c	-15%	0%	-5%	-1%	-15%	0%

Fuente: a/ El escenario base constituye la proyección central del cinve, el positivo y negativo representan la mínima y máxima de las respuestas de la encuesta de expectativas Latin Focus. b/Precio del Barril West Texas al final e cada año. El escenario base y negativo constituyen la proyección central de cinve, en tanto el positivo mantiene el valor del barril West Texas para los primeros 15 días de abril. c/ El escenario base y negativo representa la proyección central de cinve, en tanto el positivo es calculado tomando en cuenta las proyecciones del Banco Mundial.

### ¿Cómo afectan las circunstancias externas el nivel de actividad del país?

Si bien los efectos de las variables antes analizadas sobre la economía uruguaya son múltiples, aquí se presenta únicamente el efecto agregado sobre el nivel de actividad, de manera de reflejar una imagen concisa y sintética de lo que cabría esperar.

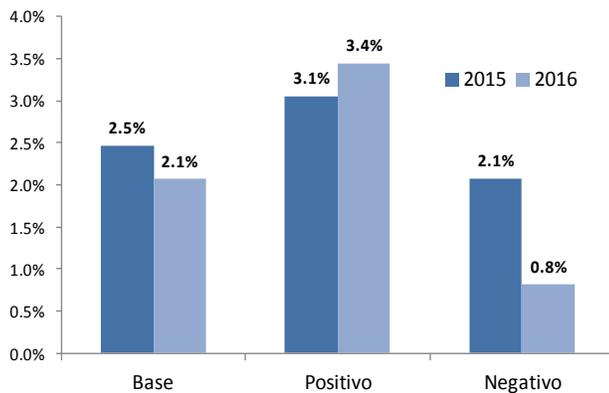
El primer punto a destacar es que en todos los casos, incluso en el escenario pesimista la economía uruguaya registraría crecimiento, tanto en 2015 como en 2016. En el escenario central la economía crecería 2,5% y 2,1%, respectivamente.

Un segundo punto de interés refiere a que 2016 resulta visiblemente más sensible que 2015 en relación a los distintos escenarios. En el presente



año la diferencia entre el crecimiento en el escenario pesimista y el optimista es de 1 p.p., en tanto en 2016 las diferencias son más amplias.

#### Gráfico 4.1 – PIB de Uruguay bajo tres escenarios (% var. anual)



Fuente: Elaboración propia.

Mientras en circunstancias negativas para el país la economía crecería por debajo del 1%, en un escenario optimista la economía podría crecer más de 3%, registro cercano al de 2014. Además cabe recordar que el efecto de Montes del Plata (MdP) en 2016 sería marginal. Sin embargo con el mundo y la región jugando en contra del país, durante 2016 el crecimiento sería realmente magro, cercano a 0,8%.

A su vez, en el caso del escenario negativo es interesante observar, que sin tomar en cuenta el impacto de MdP (estimado en 1 p.p. en 2015) las tasas de crecimiento para 2015 y 2016, serían similares y bajas, cercanas al 1%.

Finalmente, es interesante señalar los niveles de crecimiento que podría alcanzar la economía con algo de ayuda del contexto internacional y regional. En el escenario positivo las tasas de crecimiento serían superiores al 3% tanto en 2015 (3,1%), como en 2016 (3,4%).

#### En suma...

El contexto macroeconómico relevante para Uruguay se encuentra en momento particularmente turbulento. Algunas variables determinantes para la evolución de la economía uruguaya han alcanzado altos niveles de volatilidad en los últimos meses, siendo los casos más notorios el precio del petróleo y los *commodities* alimenticios.

Por su parte la región, particularmente Brasil, ha sufrido un fuerte deterioro económico, arrasando consigo las expectativas de los agentes en el mediano plazo.

En función de estas consideraciones estimamos importante evaluar cuál sería la respuesta de la economía uruguaya ante algunas contingencias del contexto externo. A partir de un escenario central, se plantean dos trayectorias adicionales de las variables relevantes para la economía local, una positiva y otra negativa. A partir de ellas, nuestros modelos predictivos sugieren que la economía uruguaya registrará tasas de crecimiento positivas tanto en 2015 como en 2016, incluso en el escenario pesimista. En base a ello, creemos que Uruguay se encontraría preparado para enfrentar un contexto internacional adverso sin mayores sobresaltos.

Asimismo, se estima que el año de mayor sensibilidad ante cambios de la situación externa será 2016. En este caso se observa un rango de crecimiento que oscila entre 0,8% en caso que la situación internacional sea francamente mala para nuestros intereses, y 3,4% en caso en que la evolución económica externa sea positiva.

Finalmente creemos pertinente señalar que en el escenario internacional que asignamos mayor probabilidad, la economía uruguaya crecería 2,5% y 2.1% en 2015 y 2016 respectivamente.