



cinve

Centro de Investigaciones Económicas

Actividad y Comercio

ISSN: 2301-1289

Diciembre 2015

Nº 143

Contenido:

- Inflación no cede
- Uruguay permanece caro pero se insinúa reversión
- Actividad abandona dinamismo

BALANCE 2015: QUÉ PASÓ Y CÓMO SEGUIRÁ

Llegado el mes de diciembre es usual realizar un balance de los acontecimientos del año. En base a ello suele efectuarse un diagnóstico que da paso a nuevos objetivos. En esta línea, el propósito del presente informe es presentar un estado de situación de la economía uruguaya en 2015, primer año del nuevo gobierno. Tal diagnóstico se efectúa a partir de un análisis de los puntos que se creen más relevantes en términos macroeconómicos. A partir del mismo se plantea un conjunto de desafíos para el año entrante, algunos de ellos persisten desde hace algunos años, otros son más recientes.

Si bien son varios los temas que podrían ser tratados, el centro del análisis serán tres puntos: el nivel de actividad y su ritmo de crecimiento, el nivel de precios y la política monetaria, y la competitividad en los mercados mundiales, aproximada a través del Tipo de Cambio Real. La elección se basó en que se estima que estos temas estarán en el foco de la política económica en el año próximo. Al respecto, el año que termina registró los siguientes hechos estilizados:

- El proceso inflacionario se mantiene persistente y en niveles elevados, por encima del rango meta establecido por BCU. Su componente subyacente también ha aumentado en 2015, confirmando que las presiones inflacionarias no se deben a factores puntuales. En concreto, en este año y el próximo la inflación interanual cerraría en 9,5%, indicando que no se espera una desaceleración de la misma en concordancia con el nivel de actividad.
- Las medidas de competitividad aproximadas a través del Tipo de Cambio Real indican que si bien Uruguay aún se encuentra caro respecto a sus principales socios comerciales y competidores, en algunos casos se logró ganar terreno en 2015. Tal es el caso con Argentina. Sin embargo, en otros como Brasil la situación se ha deteriorado aún más, incluso a pesar de la fuerte depreciación que experimentó el peso uruguayo respecto al dólar americano. A su vez, la dinámica internacional pauta un fortalecimiento de dólar para años venideros, situación a la que Uruguay no podrá escapar y tendrá que manejar para recomponer competitividad perdida.
- 2015 pautará el decimotercer año consecutivo de crecimiento económico. A su vez, la media de crecimiento de estos trece años es superior a la histórica. Sin embargo, la desaceleración ya registrada en 2014 se profundizó bruscamente durante 2015. Al respecto cabe señalar que mientras el año pasado el crecimiento promedio fue de 3,5%, se espera que este año cierre en torno a 1,6%. Para 2016 se prevé un crecimiento aún menor. Los principales factores asociados a dicho deterioro se encuentran en el frente regional, aunque la caída de la demanda interna también juega un rol importante.

En las páginas siguientes se abordan con mayor profundidad las líneas previamente esbozadas. Se mencionará brevemente lo acontecido en 2015 para enmarcar cuál es la situación esperada y los principales desafíos macroeconómicos para Uruguay, especialmente en el año próximo.

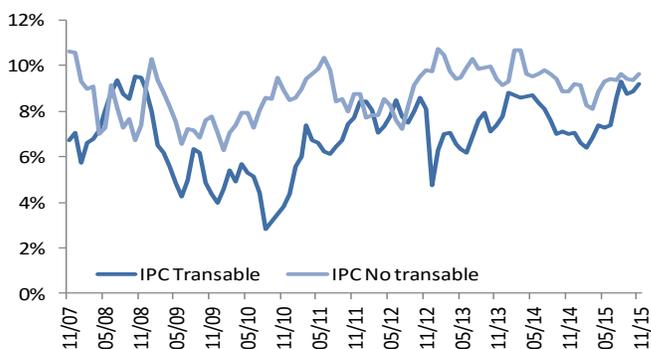
INFLACIÓN NO CEDE

La inflación interanual en el mes de noviembre (último dato disponible) se ubicó en 9,46%, evidenciando una trayectoria de aceleración inflacionaria observada desde febrero de este año, cuando la misma fue de 7,43%. Por su parte, la inflación tendencial se ha acelerado durante gran parte de 2015. De hecho, en noviembre este indicador llegó a 9,82%, guarismo que no se observaba desde marzo de 2014, momento en que circunstancias climáticas extraordinarias generaron presiones puntuales en la evolución de precios. Sin tomar en cuenta estos sucesos, debemos remontarnos a 2008 para encontrar valores de inflación tendencial de similar magnitud. Ello nos permite dimensionar la importancia de las presiones inflacionarias estructurales, al tiempo que refleja la necesidad de mantener el control inflacionario como uno de los desafíos centrales para los hacedores de política en Uruguay.

Durante 2015 las principales presiones inflacionarias provinieron del intenso proceso de depreciación del peso uruguayo. 2015 se transformará en el año de mayor depreciación desde la devaluación cambiaria de 2002. Concretamente, esperamos finalizar el año con una pérdida de valor del peso respecto al dólar cercana a 25%. Esto contrasta con lo observado en años anteriores: mientras que en 2014 y 2013 la depreciación fue cercana al 10%, entre 2010 y 2012 el TC mostró relativa estabilidad. En 2009 el peso se había apreciado cerca de 20%, siguiendo la tendencia global al debilitamiento de la divisa americana.

Como contracara de la evolución del TC, en términos interanuales la inflación transable (precios de aquellos bienes y servicios que se comercializan con el exterior) se ha ubicado sistemática y ostensiblemente por debajo de la evolución de precios no transables, a excepción de un corto periodo en 2012. Ello se debió fundamentalmente al fortalecimiento del peso entre 2009 y 2012, en tanto la pérdida de valor de la moneda uruguaya en 2013 y 2014 no habría acortado la brecha. Sin embargo, la profunda depreciación cambiaria de 2015 parece estar revirtiendo esta situación, acercando ambas mediciones.

Gráfico 2.1. IPC transable y No Transable (variación interanual)



Fuente: Estimaciones **cinve** en base a INE.

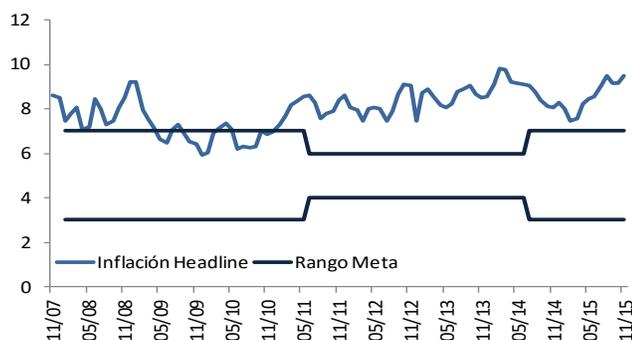
Como puede apreciarse en el Gráfico 2.1, durante prácticamente todo 2015 se ha observado una convergencia entre la inflación transable y no transable. No obstante, también es importante notar que ello se ha debido a la aceleración en el crecimiento de los precios transables, mientras que los no transables muestran cierta estabilidad. En este sentido, la inflación transable en noviembre fue de 9,22% cuando en enero del presente año se encontraba en 6,64%, en tanto la inflación no transable se ubica actualmente en 9,65% mientras en enero alcanzaba 9,14%. Por tanto, por un lado la depreciación cambiaria ha impulsado la aceleración de precios de los bienes transables. Por otro, la inflación no transable se ha mantenido estable a pesar de la desaceleración en el consumo y el deterioro en el mercado laboral. Esta divergencia podría deberse a factores tales como las rigideces en la fijación salarial, el crecimiento del salario mínimo, o la estructura de algunos mercados. En cualquier caso, la evolución conjunta de ambos componentes implicó que convergieran hacia fin de 2015, en niveles más altos de inflación.

Repensando las metas de inflación

En otro orden, finaliza 2015 y nos encaminamos a cerrar el quinto año consecutivo con la inflación fuera del rango meta establecido por el BCU (3%-7%). De hecho la inflación se ha ubicado dentro del rango meta algo menos del 15% de los meses desde 2008, siendo el último diciembre de 2010.

Por otra parte, según un relevamiento realizado por Gianelli y Licandro (2013)¹ entre julio de 2007 y octubre de 2011 las expectativas se encontraron un 65% del tiempo fuera de dicho rango. Esto contrasta con la experiencia de otras economías de la región, (Chile, Perú y Brasil), donde el nivel de cumplimiento ha sido considerablemente mayor.

Gráfico 2.2. Inflación interanual y rango meta BCU



Fuente: BCU e INE

A su vez, las perspectivas de mediano plazo indican que la probabilidad de converger al rango meta es prácticamente nula. De acuerdo a nuestras estimaciones, la probabilidad de dicho suceso en los próximos 6 meses es inferior a 0,1%, en tanto para los próximos 12 meses es inferior al 5%. Ello reaviva la discusión acerca de la pertinencia de mantener una meta de inflación sobre la cual no se ha cumplido y parece difícil que se cumpla en el mediano plazo.

En este sentido, debemos reconocer que el esquema de política monetaria actualmente en práctica en Uruguay fija un rango meta de inflación y utiliza como ancla nominal el crecimiento de la cantidad de dinero (M1 ampliado). Este esquema hace que se pierda flexibilidad en la instrumentación de la política monetaria que debería caracterizar a un Banco Central decididamente volcado hacia un esquema de *inflation-targeting*. No obstante, es importante reconocer que en circunstancias de inestabilidad de la demanda de dinero, como las actuales, el BCU ha mostrado la flexibilidad suficiente para modificar el crecimiento de

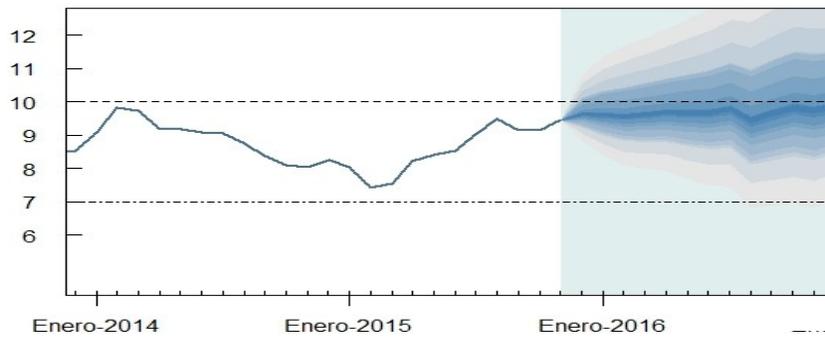
la cantidad de dinero de acuerdo a su objetivo inflacionario.

En el entendido que la utilización del rango meta tal cual se plantea en la actualidad no resulta eficiente como ancla nominal en el presente contexto, es dable pensar que el ajuste del régimen de metas de inflación podría encontrarse entre los primeros puntos a revisar para los próximos años. En cualquier caso, si el BCU decidiera conveniente migrar hacia un esquema más ortodoxo de *inflation-targeting*, ello implicaría que instrumentara modificaciones significativas. Entre éstas, un cambio en la estrategia de comunicación, a través de Informes de Inflación y proyecciones de la misma, y el establecimiento de un marco claro para realizar la rendición de cuentas (como pueden ser las denominadas cartas abiertas y comparecencias parlamentarias).

Por último, recientemente el ancla sobre las expectativas de inflación se ha situado en un umbral psicológico de 10%. Sin embargo la aceleración de la inflación del último año ha aumentado la incertidumbre acerca de la posibilidad de que pueda superarse tal nivel. Actualmente, nuestra proyección puntual de inflación para 2015 y 2016 sitúan la inflación por debajo de ese umbral (en 9,5% en ambos casos). No obstante, estimamos que la probabilidad de que la inflación supere el 10% en los próximos 12 meses oscila el 40%.

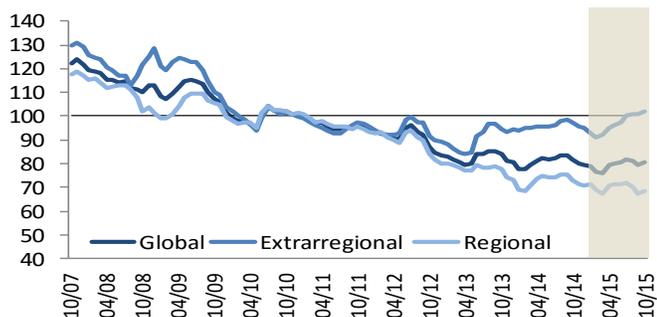
Sin embargo, dichas proyecciones se encuentran condicionadas a la evolución del TC en los próximos meses. Este es un tema sensible, ya que una depreciación levemente por encima de lo previsto actualmente podría provocar una superación del umbral del 10%. Ello en cambio, podría tener efectos perniciosos sobre las expectativas de los agentes, así como minar los intentos de desindexación de la economía en ocasión de las negociaciones salariales. Por otro lado, si el BCU siguiera interviniendo sobre el ritmo de depreciación cambiaria, evitando las volatilidades en el mercado cambiario, entonces tanto el nivel de reservas internacionales, como la capacidad de crecimiento de la economía deberían monitorearse con cautela.

1. Gianelli y Licandro (2013): Una década de metas de inflación en la región. Cuaderno de Economía, 2, pp.11-44

**Gráfico 2.3. Inflación interanual. Intervalos de confianza (fan chart)**Fuente: Estimaciones **cinve** en base a INE.

URUGUAY PERMANECE CARO PERO SE INSINÚA REVERSIÓN

La evolución del tipo de cambio real, como aproximación a la competitividad-precio, ha sido un tema de discusión en el correr del año 2015 por su incidencia en la inserción internacional uruguaya. El tipo de cambio real (TCR) puede definirse como la comparación entre los precios locales medidos en dólares y el nivel de precios en dólares de otros países. Esta medición indica cuán barato/caro se encuentra nuestro país respecto a otro país o región, y su análisis es relevante tanto respecto a los socios comerciales como a competidores. A menor valor del indicador, más cara se encuentra la economía local respecto al extranjero y se dice que el TCR se deteriora.

Gráfico 3.1. Tipo de Cambio Real, base 2010=100

Fuente: BCU.

Como evidencia el gráfico 3.1, la dinámica del TCR global indica una tendencia decreciente de la competitividad-precio de bienes y servicios nacionales desde 2008 a la fecha. Asimismo indica que Uruguay se ha encarecido en promedio en 2015 respecto a 2014: considerando de enero a octubre la caída del TCR es de 2,1%. En cuanto a las cau-

sas de ese deterioro, la evolución del indicador regional es la principal. Mientras que el TCR regional se deterioró 4,2% en lo que va de 2015 (lo cual indica que Uruguay se encareció frente a sus vecinos), la medición extra-regional mejoró en un leve 0,9% (lo que pauta un abaratamiento).

Sin embargo, en la medición punta a punta respecto a diciembre 2014 los resultados son más favorables: mientras que el TCR global habría mejorado en 1%, el extra-regional y un 7,3%, el regional se habría deteriorado más moderadamente que en el promedio del año (3,7%).

En la región también se evidenciaron resultados contrapuestos. Por un lado, ha persistido el encarecimiento relativo respecto a Brasil. Este deterioro ha sido continuo desde 2010, con excepción de comienzos de 2014. Las cifras actuales señalan que Uruguay se encuentra cerca de un 40% más caro que Brasil respecto al promedio de 2010. Además, entre enero y octubre de 2015 la caída del TCR bilateral fue de 16,2% en promedio respecto al mismo período de 2014 y de 18% en la medición punta a punta. En este caso cabe recordar que la depreciación del real frente al dólar en el segundo semestre de 2015 fue notablemente superior a la del peso uruguayo (que también fue elevada). Estos movimientos en la divisa nortea fueron fuertemente afectados por los fuertes desequilibrios macroeconómicos y políticos que ese país ha registrado durante este año.

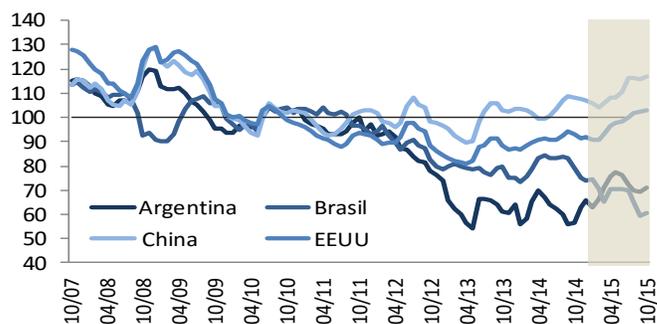
De esta forma, en 2015 la brecha cambiaria entre Uruguay y Brasil se amplió. No obstante debe tenerse cautela a la hora de evaluar la gravedad de

la misma, ya que podría estar distorsionada en tanto el dólar no estaría actualmente cotizando a un valor acorde a los fundamentos del país norteamericano, sino probablemente a uno más alto, influido por los problemas políticos e institucionales.

Con Argentina la medición es más compleja ya que primero debe definirse cuál es el tipo de cambio relevante. Al respecto, puede manejarse el oficial (para comercio de bienes), el *blue* (para turismo emisor) o el tarjeta (es el oficial más un 30% de recargo y es relevante para el turismo receptor). También incide qué medición de precios internos (IPC argentino) se considere. De todas formas, en todos los casos Uruguay presentó mejoras en su brecha cambiaria con Argentina en 2015. Por tanto, Uruguay se abarató respecto a Argentina. A modo de ejemplo, la medición en dólar *blue* indica una recomposición de competitividad de 16% en promedio entre enero y octubre y de 8,6% punta a punta. Este resultado ha favorecido (y continuaría haciéndolo) al saldo comercial en servicios, en tanto incentiva el turismo de argentinos a Uruguay, y desalienta el turismo emisor uruguayo.

Fuera de la región las referencias más relevantes son China y Estados Unidos, importantes destinos de exportación. En ambos casos la competitividad-precio mejoró para Uruguay, incluso situándose en valores superiores al promedio de 2010. Respecto a China el abaratamiento relativo fue de 9% y a EE.UU. de 12,5% (punta a punta). Ello favorece la inserción internacional uruguayo, en tanto mejora el posicionamiento de nuestros

Gráfico 3.2. Tipo de Cambio Real bilateral, base 2010=100



Fuente: BCU.

Nota: La medición para Argentina es con dólar *blue*.

productos en mercados externos. No obstante, el análisis no sería completo si no se revisara la posición respecto de los principales competidores. Como ejemplo, Uruguay se encuentra caro en comparación con Nueva Zelanda (el TCR se ubica por debajo de la media histórica), competidor en venta de *commodities* alimenticios.

De lo antes analizado se deduce que uno de los principales desafíos para el próximo año será fortalecer la tendencia que hoy apenas se insinúa de recuperación de la competitividad. En especial recuperar posiciones respecto a Brasil. Sin embargo, también es importante señalar que esa recomposición de precios encuentra límites en el proceso inflacionario actual, por el nivel de traspaso existente. Si dicha recomposición se diera a un ritmo superior al deseable ello podría tener efectos recesivos en el corto plazo (por el efecto adverso que puede tener en el consumo y en la inversión doméstica), perjudicando el potencial de crecimiento económico.

ACTIVIDAD ABANDONA DINAMISMO

A lo largo de 2015 la economía uruguayo ha experimentado importantes cambios en materia de crecimiento económico. Por un lado, nos encontramos en un escenario internacional y regional diferente, donde aquellos factores que nos permitían crecer a tasas elevadas se han diluido. Asimismo, es notorio el debilitamiento experimentado por la demanda interna, principal motor del crecimiento en años previos. Por último, el efecto asociado al comienzo de actividades en Montes del Plata, que diera un importante impulso a la

economía en 2014 y 2015, se diluiría en 2016.

La demanda interna ha registrado un sensible empeoramiento, contrayéndose en el segundo y tercer trimestre de 2015. Ello se explica en parte por el deterioro del consumo privado, que luego de atravesar un periodo de desaceleración se contrajo en los últimos dos trimestres. Son varios los factores que fundamentan dicho fenómeno. En primer lugar, el mercado laboral evidenció un deterioro en la tasa de desempleo (situada actualmente en 8,9%) así como en el ritmo de creci-



miento salarial. Si bien se prevén variaciones positivas para los salarios reales en el promedio de 2015 y 2016 (1,6% y 1,1%, respectivamente), éstas serán significativamente menores a las de años precedentes. Por otra parte, el poder de compra en dólares se resintió sensiblemente, consecuencia conjunta de la importante depreciación del peso y del menor incremento salarial. Esto actuó desestimulando el comercio de bienes durables. Por último, el Índice de Confianza del Consumidor de la Universidad Católica evolucionó negativamente durante gran parte de 2015, situándose actualmente en zona de “moderado pesimismo” según tal publicación.

La inversión también ha presentado variaciones interanuales negativas en el segundo y tercer trimestre del año. Aquí, debemos puntualizar que gran parte de esta dinámica se explica por la finalización de las obras de Montes del Plata, que en la comparación interanual tiene un efecto significativo a la baja. A su vez, el deterioro de las expectativas empresariales habría contribuido a retraer las decisiones de inversión.

Por su parte, la incidencia del sector externo ha sido positiva en el año, aunque de diferentes formas. Mientras en el primer trimestre la incidencia positiva se debió al buen desempeño de las exportaciones que superó la suba de importaciones, en el segundo y tercer trimestre la situación fue la inversa. Así, el ajuste de precios relativos procesado en el año ha permitido, a través de sustitución de importaciones, paliar al menos parcialmente el deterioro de la economía uruguaya.

A su vez, se destaca la evolución positiva del turismo receptivo, que se ha recuperado de manera importante en 2015. Al respecto, fue fundamental el flujo de visitantes argentinos, que aumentaron 14,6% en los primeros nueve meses de 2015. Dado su peso en el total (aproximadamente 70%) su evolución logró contrarrestar la merma evidenciada por los turistas brasileños (2,1% en el mismo periodo). De cara a la temporada 2015-16, se espera un incremento de 3% en los turistas extranjeros, en el que es determinante el crecimiento de argentinos (8%) parcialmente compensado por la caída prevista de brasileños (10%).

Desde una óptica de oferta, en 2015 ha sido preponderante el impulso de Montes del Plata, que tendría una incidencia levemente inferior a 1pp. sobre el crecimiento anual. Pese a ello, dicho efecto ha comenzado a diluirse, factor notorio en el crecimiento de la *Industria Manufacturera*. Adicionalmente, se destaca el crecimiento sostenido de las *Actividades Primarias* en 2015 más allá del entorno adverso que enfrentan (caída de los precios internacionales y dificultades de ingreso a ciertos mercados). Otro sector que ha mostrado una evolución positiva es *Transporte, almacenamiento y comunicaciones*, donde estas últimas actividades (y en concreto la de transmisión de datos) han sido las impulsoras.

De forma inversa, el sector *Construcción* siguió con el deterioro comenzado en 2014, contrayéndose continuamente. El sector *Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles* también tuvo malos resultados, principalmente asociados al encarecimiento de bienes importados que afecta fuertemente al sector comercial.

¿Qué esperar para los próximos años?

A nivel internacional, Estados Unidos consolida su recuperación y crecería en torno a 2,5% en 2015. Además, las señales positivas del mercado laboral y la evolución de la inflación núcleo acorde a lo esperado por la FED han llevado a que finalmente tuviera lugar la suba en la tasa de referencia (25 puntos básicos). Si bien la misma no fue una novedad para los mercados, es esperable que genere presiones extra sobre el fortalecimiento del dólar a nivel global. De todas formas, la magnitud de la misma, en conjunción con el gradualismo esperado para los próximos ajustes podría reducir la volatilidad asociada.

En cuanto a la Zona Euro, la misma continúa evolucionando favorablemente en materia de crecimiento, aunque aún a ritmo moderado y con notorias heterogeneidades entre países. Por el lado de China, ésta continuaría creciendo a tasas elevadas (6%-7%) aunque por debajo de las de años anteriores. Esto tiene importantes efectos sobre distintos mercados por su rol como demandante.

Por su parte los precios internacionales de *com-*



modities han continuado su caída a lo largo del año, siendo factor clave la desaceleración de la demanda china. Los *commodities* alimenticios se mantendrían estables a lo largo de 2016, vislumbrándose una posible recuperación hacia 2017. En el caso del petróleo, el precio de referencia se ha desplomado en las últimas semanas. La postura tomada por la OPEP, que no parece dispuesta a reducir su oferta explica parte de tal caída. A su vez, en tanto no se corrija el excedente de oferta, el precio del petróleo continuará en niveles bajos.

Respecto a la región, la situación en Brasil continúa deteriorándose y la coyuntura actual no permite prever una recuperación, al menos en el corto plazo. La actividad brasileña se redujo 4,5% interanual en el tercer trimestre del año y actualmente las expectativas de los analistas prevén caídas de 3,7% y 2,8% para 2015 y 2016, respectivamente (y son corregidas a la baja semana a semana). Adicionalmente a las dificultades económicas, el turbulento panorama político genera importantes perjuicios en materia de credibilidad y expectativas a la vez que complica el proceso de toma de decisiones. En consecuencia de ello, la calificación de la deuda ha sido rebajada por dos de las calificadoras más relevantes (*Standard and Poor's* y *Fitch*).

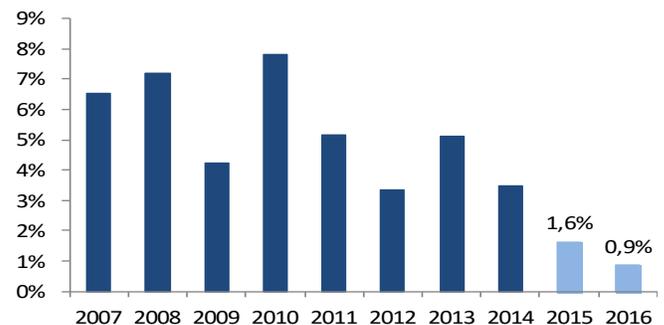
Por el lado de Argentina, la situación es diferente, aunque no ajena a complicaciones. El gobierno recientemente electo se ha mostrado firme en resolver los desequilibrios macroeconómicos que datan del modelo anterior. El fin del cepo cambiario, que llevó al dólar oficial a un valor próximo a 13 pesos y levemente inferior al dólar informal (*blue*), no implicó turbulencias significativas, siendo convalidada por el mercado sin sobresaltos. Por otra parte, la quita de las retenciones a los productos agrícolas, con excepción de la soja para la cual habría una reducción, impulsó una importante liquidación de stocks dando una gran inyección de divisas al mercado de cambios. Otra cuestión fundamental ha sido la reducción de varias medidas directas proteccionistas al comercio. Esto podría impactar positivamente sobre ciertas industrias uruguayas si logran volver a colocar su

producción en Argentina. De todas formas, los ajustes previsibles para la transición hacia la normalización macroeconómica generan gran incertidumbre, por lo que su monitoreo será crucial para poder prever su impacto en nuestro país.

En el plano local, como ya fue mencionado, los determinantes internos del crecimiento reflejan el menor dinamismo global, registrándose un mercado laboral menos fuerte y un empeoramiento de expectativas. No obstante, en términos reales tanto salarios como ingresos de los hogares han crecido en 2015, aunque a menor ritmo que años previos.

La incorporación del último dato de crecimiento, e innovaciones de los determinantes de la economía uruguaya implican que actualmente las perspectivas de crecimiento son sensiblemente inferiores a las de trimestres atrás. El deterioro de la región, fundamentalmente por Brasil, es el hecho macroeconómico de mayor relevancia en estos cambios. En tal marco, nuestras proyecciones centrales indican que la economía uruguaya crecería en torno a 1,6% en 2015 y 0,9% en 2016.

Gráfico 4.1 IVF del PIB, var. prom. anual



Fuente: Elaboración **cinve** en base a BCU.

De cara al futuro, será crucial que la demanda interna recupere su vigor, sobre todo si consideramos el dificultoso entorno externo y mayormente regional que transitamos. Para ello, es clave un rol activo de la política económica que logre apuntalar las expectativas de los agentes, generando un clima propicio para la recuperación del dinamismo observado en años previos. Al respecto, proyectos de envergadura, tales como fueran Montes del Plata o la instalación de parques eólicos pueden ser claves a la hora de impulsar la inversión.