



Contenido:

- Año de leve crecimiento a pesar de las crisis regionales
- Uruguay continúa caro
- Mejores resultados fiscales
- Moderación de la inflación

BALANCE 2016 Y DESAFÍOS A CORTO PLAZO

El 2016 fue un año marcado por la incertidumbre y los potenciales riesgos provenientes del entorno regional e internacional. De esta forma, el año comenzó con expectativas de muy bajo crecimiento, esperándose una suba significativa del dólar, con inflación cercana al 10% y potenciales pérdidas en relación a la calificación de riesgo país. Estos eventos se daban en el marco de un escenario regional adverso, una lenta recuperación de los Estados Unidos y las consecuentes decisiones de la FED, y una desaceleración del crecimiento del producto chino con su impacto en la demanda global.

Sin embargo, el país mostró un desempeño mejor al esperado a inicios de 2016:

- El PIB creció más que lo previsto en los primeros tres trimestres del año y se espera que el cuarto trimestre también refleje resultados positivos, alcanzado en el promedio del año un crecimiento cercano al 1,4%.
- El gobierno logró mejores resultados fiscales que los que se propuso en la última rendición de cuentas.
- En 2016 la inflación fue inferior a la esperada, y se empezaron a registrar mejoras en el mercado laboral que permiten comenzar a reactivar el consumo.
- Por último, el hecho de que la FED postergara la suba de tasas permitió transitar la mayor parte del año con un tipo de cambio inferior al esperado, lo cual estimuló la demanda interna, contribuyó a controlar la inflación y favoreció el ingreso de capitales, si bien como contracara generó que el país se encuentre más caro de lo que se esperaba a finales de 2015.

De cara a 2017, el contexto internacional continúa siendo incierto y poco favorable. En primer lugar, tanto Argentina como Brasil no han logrado salir de sus respectivas crisis económicas, que en el caso del país norteamericano también se ve afectada por un escenario político inestable. A su vez, aun no se conoce con certeza si habrá un cambio de dirección de las políticas comerciales a aplicar por Estados Unidos, y sus efectos sobre el comercio mundial que podrá afectar a Uruguay dependiendo de cómo este logre posicionar su mercado externo.

Finalmente, en el plano local aún queda un camino por recorrer en materia de ordenamiento fiscal, control de la inflación y estabilización del mercado laboral.

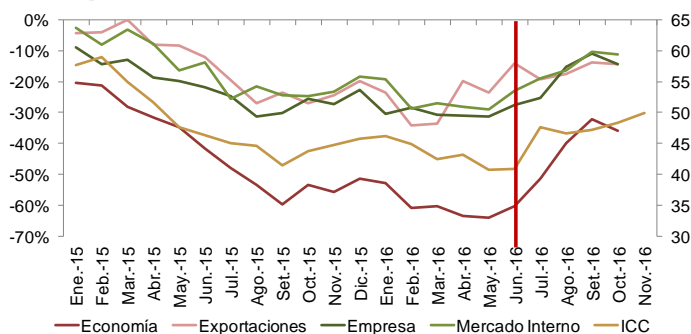
En los próximos apartados se procede a profundizar en los aspectos detallados previamente, cuya evolución a lo largo de 2016 ha sido clave para determinar el panorama actual y las previsiones para el futuro cercano: el nivel de actividad, la competitividad, el resultado fiscal, la inflación y el mercado laboral.



CRECIMIENTO SUPERA EXPECTATIVAS

El 2016 ha sido un año en el que las expectativas de crecimiento se han modificado a lo largo de los trimestres. En particular, lo más destacable en cuanto al desempeño del año ha sido el aparente desacople de la economía uruguaya del contexto regional hostil, y la recuperación de las expectativas económicas por parte de los agentes.

Gráfico 2.1 – Evolución de indicadores de expectativas desde 2015



Fuente: Elaboración propia en base a UCUDAL y CIU.

Se inició el 2016 aun esperando el dato de actividad del último trimestre de 2015, en el que se consagró una caída de 0,09%, llevando a cerrar el año con un crecimiento de 1%. En ese entonces, la proyección para el 2016 era de 0,4%, con una Argentina en donde Mauricio Macri recién asumía, prometiendo hacer grandes cambios de política económica, y un Brasil sumergido en la peor crisis de su historia y con una gran incertidumbre a nivel político.

En referencia a lo local, la demanda interna había dejado de ser el motor de crecimiento en 2015, y las perspectivas para el 2016 no eran de mejora. El consumo en ese año vivió un período de reducción en sus tasas interanuales de crecimiento, y el gasto de Consumo final se deterioró, llegando a registrar pequeñas contracciones de hasta 0,9%. El mercado laboral se había debilitado y prácticamente nada indicaba una

modificación para el 2016. Por otro parte, se habían anunciado recortes del gasto del sector público, y las expectativas empresariales se ubicaban en terreno cada vez más negativo. El tipo de cambio con respecto al dólar se depreció bastante a lo largo del 2015 y los datos internacionales indicaban que el dólar continuaría su senda al alza, generando problemas para controlar la inflación.

Estas visiones se vieron reforzadas por el primer dato oficial del año, que indicó que en el primer trimestre el PIB cayó 0,5%, haciendo eco al diagnóstico de estancamiento. En esta ocasión casi todos los sectores tuvieron un desempeño negativo pero se destacó la participación positiva de Electricidad, gas y agua (EGA) y la de Transporte, almacenamiento y comunicaciones. En este contexto, la proyección de **cinve** fue mantenida en 0,4%, y la Encuesta de expectativas del BCU pasó de tener una mediana de 0,24% a -0,1%.

Por su parte, el dato de aumento de 1,4% en el segundo trimestre fue bastante sorprendente, pues las expectativas se ubicaban en el entorno de 0,8%. Este valor se basó principalmente en un aumento extraordinario de EGA, por lo que si bien fue el primero en alejarse levemente del diagnóstico de estancamiento, no se creyó que implicara un cambio de dinámica en la economía. A pesar de esto, se corrigió la variación de crecimiento del primer trimestre de -0,5% a 0,1%, consagrándose dos guarismos positivos en vez de uno.

En este mismo período, la economía argentina presentó una caída de -3,7%, siendo esta cifra la primera oficialmente negativa desde diciembre de 2014, y Brasil publicó su noveno dato consecutivo de caída (-3,6%). En particular, la expectativa de recesión en Argentina generó gran preocupación.

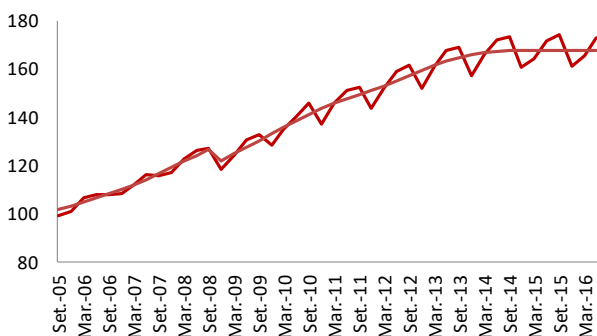


Hoy, se cree que el crecimiento de 1,4% de la economía uruguaya marcó el comienzo de un proceso de deslinde de Uruguay con sus vecinos. De hecho, en esa ocasión, las proyecciones del mercado fueron ajustadas el alza.

El guarismo de crecimiento para el tercer trimestre del año fue 2%, notoriamente mayor al esperado, y sustentado en incrementos de todos los sectores de actividad excepto Construcción. La inversión pública se redujo, y fue en parte compensada por un incremento de la inversión privada. En términos desestacionalizados, el consumo y las exportaciones aumentaron, y los únicos rubros que se contrajeron fueron EGA y la Construcción.

En adición, se corrigió el dato del segundo trimestre hacia el alza (1,5%). A nivel de tendencia-ciclo se produjo un aumento de 0,6%, brindando evidencia de que Uruguay se está alejando cada vez más de la situación que atinge a la región.

Gráfico 2.2 – Consumo final (IVF) y su tendencia-ciclo. Base 2005=100



Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

Con respecto al consumo, en 2016 el proceso de deterioro pareció comenzar a revertirse. Si bien los crecimientos observados en los tres primeros trimestres del año no han superado el 1% interanual, cada observación ha implicado un crecimiento levemente superior al del trimestre anterior.

Los indicadores de expectativas comenzaron una tendencia a la recuperación: tanto el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) como las estadísticas de expectativas construidas por la Cámara de Industrias del Uruguay (CIU) pasaron a aumentar en julio, y siguen una tendencia al alza hasta el último dato disponible.

Cuadro 2.1 – Desempeño del PIB desestacionalizado según componentes y según industrias en 2015 y 2016

Acumulado en el año	2015	2016*
Componentes		
Gasto de consumo final	0.2%	0.4%
Privado	-0.1%	0.4%
Público	2.1%	0.8%
Formación bruta de capital fijo	-4.5%	0.7%
Privado	-12.1%	5.3%
Público	-16.5%	2.4%
Exportaciones de bienes y servicios	-4.7%	0.2%
Importaciones de bienes y servicios	-9.1%	-2.7%
Industrias		
Actividades Primarias	-1.1%	5.1%
Industrias Manufactureras	-0.3%	0.3%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	6.4%	3.5%
Construcción	-6.8%	-4.4%
Comercio, Reparaciones, Rest. y Transporte, Almacenamiento y Com.	-1.8%	0.1%
Otras actividades	1.1%	0.2%

*2016 incluye datos hasta el tercer trimestre
Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

Con esta información, la proyección actual de **cinve** es de un aumento de 1,4% del PIB para 2016, apoyado en la actualización de los determinantes de nuestros modelos de proyección (poder adquisitivo de los salarios, indicadores de demanda externa y de términos de intercambio). Por su parte, indicadores adelantados de consumo también brindan señales positivas para el último trimestre. En concreto, las ventas de autos 0 km de octubre y noviembre fueron un 7,8% más altas en 2016 que en 2015.

En lo que concierne al 2017, la proyección actual es de 1%. Esto se basa, por un lado, en lo que sucederá en la región. Las expectativas de los países vecinos son de un 2017 de repunte de la actividad económica,



con Argentina esperando un aumento de 3%¹ y Brasil uno de 0,5², que impactaría positivamente en Uruguay.

En particular, la actividad turística, que representa alrededor de 7% del PIB, recibirá su mayor impulso de un incremento en la cantidad de visitantes argentinos. Se espera que sus visitas suban 32% en la temporada aunque no hay indicios que señalen un aumento de su gasto diario.

A su vez, que la tasa de crecimiento esperada para 2017 sea menor que la de 2016, se debe principalmente a que la refinera de Ancap cerrará tres meses por razones de mantenimiento en algún momento del primer semestre. Esto afectará a la baja el crecimiento del producto por hasta 0,5 puntos porcentuales.

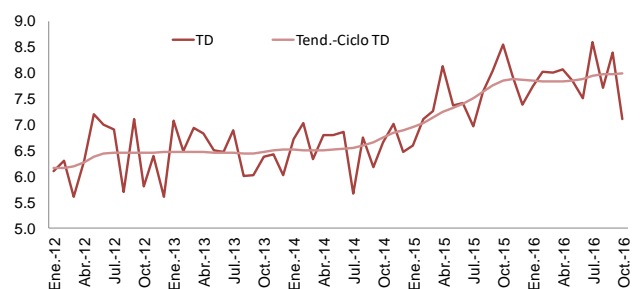
En suma, el 2016 ha sido un año de gratas sorpresas en cuanto al PIB. A pesar de que el crecimiento que manifestó el segundo dato del año estuvo basado principalmente en un comportamiento atípico de ciertos componentes, el tercer dato expuso fortaleza en la mayoría de los sectores de la economía. Además, el escenario actual para el 2017 es mejor que el que se tenía hace unos meses. Por su parte, el contexto regional afectará la facilidad o dificultad nacional para crecer, aunque al parecer, en menor medida que en el pasado, y las inversiones en infraestructura que se logren concretar también jugarán un rol clave.

El mercado de trabajo

El mercado de trabajo presentó este año una relativa estabilización en las tasas de empleo, desempleo y actividad, registrándose ligeros deterioros respecto del año anterior, en el que la situación había empeorado de manera clara. Esto también se aplica a los indicadores de las condiciones

laborales de la población ocupada, es decir al porcentaje de trabajadores subempleados (un indicador que, al igual que la tasa de desempleo, está asociado al exceso de oferta) y la proporción de los ocupados que no tiene registro (está en condiciones de informalidad).

Gráfico 2.3 – Tasa de desempleo: serie original y tendencia-ciclo. Datos mensuales.



Fuente: Elaboración propia en base a INE

Esta situación de relativa estabilidad en el mercado laboral se da en un contexto de inflación menguante y cierto repunte en la actividad, como ya fue mencionado. Con todo esto, el salario real en 2016 ha recuperado parte del dinamismo que había perdido el año anterior.

Con vistas al 2017, se espera que el crecimiento se apoye en un tímido fortalecimiento del mercado laboral, siendo éste uno de los principales desafíos de este año.

URUGUAY CONTINÚA CARO

La inserción internacional de Uruguay y su nivel de competitividad estuvieron en el centro de atención en el 2016. El dólar promedio del año fue de \$30, registrando depreciaciones nominales de 7% desde enero a diciembre. En este sentido, se procede a analizar que sucedió con el tipo de cambio real (TCR - el cociente de las inflaciones en dólares entre dos países), que

¹ LatinFocus y REM (de BCRA).

² Relatorio de Mercado del BCB.



indica cuán barato/caro se encuentra un país con respecto a otro. A menor valor del indicador, más cara se encuentra la economía local respecto a la extranjera, y viceversa.

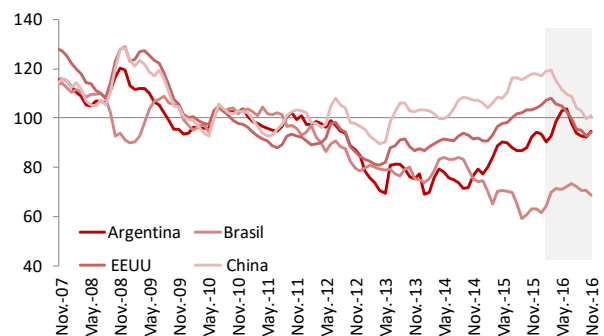
Se observa que el indicador de TCR Global de Uruguay publicado por el BCU ha registrado una tendencia predominantemente bajista desde mediados de 2007, implicando que la economía se ha encarecido en los últimos años. Sin embargo, al considerar las variaciones promedio enero-noviembre entre dos años consecutivos se observa que en 2014 y 2015 la competitividad se deterioró en menor medida que en los años previos, con mermas cercanas al 2% en ambos casos. Por su parte, en 2016 dicha caída fue de 3,4%, implicando un nuevo encarecimiento.

Al desglosar dichas variaciones entre TCR regional y extra-regional, se aprecia que desde 2012 la merma de la competitividad se explica fundamentalmente por caídas del TCR regional, siendo la variación del extra-regional en varias ocasiones positivo.

Si bien esto indicaría que en los últimos años el país ha perdido competitividad en la región, es importante considerar que el dato referente a Argentina se encuentra sesgado a la baja por el régimen cambiario vigente entre 2011 y 2015 y la escasa credibilidad de las cifras oficiales publicadas por el INDEC. Por este motivo, el análisis de la competitividad en relación a dicho país depende de qué medición de precios y dólar se considere, existiendo diversas estimaciones del TCR bilateral con Argentina. En adelante, se tomará el dólar promedio calculado entre el oficial y el paralelo (o blue) y el nivel de precios promedio entre el calculado por la Dirección Provincial de Estadística y Censos de San Luis y el publicado por el INDEC.

Según esa medición ajustada, entre comienzos de 2015 y hasta mediados de 2016 Uruguay ganó competitividad con Argentina. Este incremento se explicó en gran medida por la elevada inflación que presentó el país vecino. Específicamente, la comparación interanual enero-noviembre indica que en 2015 el TCR con Argentina creció 16,7% y en 2016 10,6%. En la medida que Argentina logre estabilizarse y controlar los incrementos de precios, es esperable que baje el TCR, implicando que se pierda competitividad con respecto al país vecino en 2017.

Gráfico 2.3 – Uruguay: Tipo de Cambio Real bilateral. Base 2010=100



Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

Nota: la medición para Argentina es con dólar blue.

Por su parte, el TCR con Brasil aumentó en promedio 3,5% en los primeros 11 meses observados de 2016 respecto a igual período del año anterior. Sin embargo, esta ganancia de competitividad no alcanzó a compensar la caída que el TCR registró en igual período de 2015 (16%). Cabe destacar que en ese año la divisa nortea se vio afectada tanto por desequilibrios macroeconómicos y políticos que generaron una significativa depreciación del real y un consecuente aumento en la brecha cambiaria Uruguay-Brasil. En 2016, la economía brasileña mostró mínimas mejoras, lo que implicó que su moneda se apreciara lentamente en relación al peso uruguayo. Al igual que en Argentina, el sostenimiento de



esta trayectoria dependerá de lo que suceda a nivel político y económico en Brasil.

Fuera de la región las referencias más relevantes para Uruguay son China y Estados Unidos, importantes destinos de exportación. En ambos casos, la competitividad-precio empeoró en 2016. Respecto a China, el encarecimiento relativo fue de 14,4% y, en relación a EEUU, fue de 9,4% (punta a punta).

Es importante considerar que entre mediados de 2014 y principios de 2016 el dólar se encontró en un lento proceso de fortalecimiento global. Sin embargo, la economía de EEUU no logró crecer ni reducir el desempleo a los niveles esperados y la economía global no pudo salir del estancamiento. Esto motivó que la FED postergara el incremento de las tasas de interés, generando un proceso de debilitamiento del dólar a partir de febrero. A finales del año y luego de conocerse los resultados electorales de EEUU, el tipo de cambio pesos por dólar comenzó a registrar pequeños aumentos. A su vez, en diciembre la FED aumentó las tasas. Estas señales permiten pensar que en los próximos meses la competitividad se moverá en sentido contrario, implicando ganancias para Uruguay.

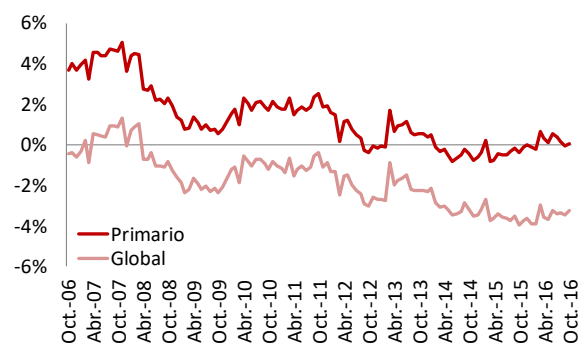
RESULTADO FISCAL MEJOR AL ESPERADO

A finales de 2015 el resultado primario fue negativo, aunque muy cercano a 0, y el resultado global fue de -3,6% del PIB. En la rendición de cuentas de ese año el gobierno proyectó para 2016 un crecimiento de 0,5%, alcanzando un resultado primario de -0,9% en relación al PIB y un saldo global de -4,3% del PIB. Esto implica que el gobierno esperaba afrontar un escenario complejo en

2016 y estimaba un deterioro de su resultado.

A pesar de esto, a octubre de 2016 (último dato disponible) los resultados fueron mejores de lo esperado. Específicamente, el resultado primario se ubicó en 0,05% y el global representó -3,2% del producto generado en el año móvil a setiembre. Esto ubica al país en una mejor posición para afrontar los cambios internacionales esperados para 2017.

Gráfico 2.4 - Resultado del Sector Público (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a MEF y BCU.

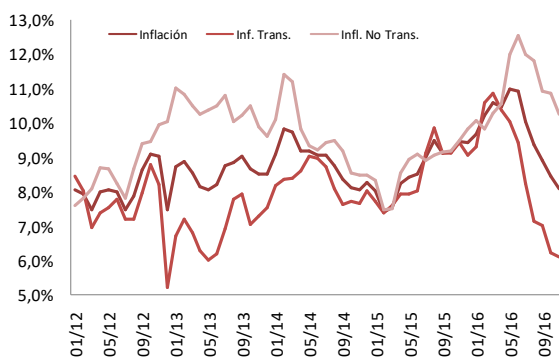
CAMBIO DE TENDENCIA EN LA INFLACIÓN

El 2016 comenzó con una inflación interanual en alza, afectada por la aceleración en 2015 de la devaluación del peso. A partir de abril la tendencia del tipo de cambio se revirtió, dando lugar a una caída que duró hasta noviembre. A raíz de esto se observó una ralentización de la dinámica del nivel de precios, que se manifestó en una caída de la inflación interanual en el segundo semestre, pasando de un pico de 11% en mayo a 8,1% en noviembre. Se espera que el año 2016 cierre con una inflación anual de 8,3%, significativamente por debajo del 9,4% registrado en 2015.



La importancia del tipo de cambio en la moderación de la inflación observada durante los últimos meses queda de manifiesto si se observan separadamente las trayectorias de los precios transables y no transables. Los bienes y servicios transables son aquellos que se comercian con el exterior y por tanto son afectados por la cotización de las divisas, en especial el dólar. Como puede observarse en el Gráfico 2.5, ambas medidas de inflación, en términos interanuales, estuvieron alineadas durante 2015 y hasta abril del presente año, luego de lo cual divergieron considerablemente. La inflación no transable ha mostrado una tendencia a la moderación desde junio, pero la caída ha sido mucho más marcada para el componente transable.

Gráfico 2.5 – Inflación interanual general, transable y no transable. Datos mensuales



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

El componente tendencial o núcleo del IPC, que excluye a los precios más volátiles y algunos precios administrados de manera de brindar información más estable sobre la dinámica de precios, se comportó de forma similar al IPC. Habiendo cerrado el año 2015 en 10%, la inflación núcleo interanual alcanzó en marzo un pico de 11,1%, cayendo a partir de entonces hasta situarse en 8,35% en el mes de noviembre.

Con respecto al 2017, este será un año en el que continuará siendo imperativo el control de la inflación para mantenerla por debajo del

10%, principalmente por la influencia que puede tener una aceleración de la depreciación cambiaria. De todos modos, las noticias son buenas, ya que, a diferencia del 2015, en el que la inflación no cedió, el 2016 reportó una desaceleración del aumento del nivel generalizado de precios.

EN SUMA

El 2016 fue un año que, tanto desde el punto de vista de la inflación como de la actividad, brindó mejores noticias que las esperadas. Parecería que, si Argentina y Brasil cumplen con sus expectativas para 2017, lo peor para Uruguay habría quedado atrás. Sin embargo, hay muchos aspectos a mejorar, y se debe fortalecer el crecimiento consagrado este año.

En este sentido, los desafíos por el lado de la actividad para 2017 serán apuntalar el crecimiento e impulsar la inversión, particularmente en infraestructura, lo que favorecerá en forma directa al sector de la Construcción, atraerá inversores extranjeros y tendrá efectos positivos de largo plazo sobre la economía.

Finalmente, es probable que el país deba adaptarse a cambios en el comercio mundial, lo que puede implicar tanto riesgos como oportunidades. En este sentido, el incremento esperado del tipo de cambio para 2017 favorecería la mejora de la competitividad pudiendo ayudar a incrementar las exportaciones. Sin embargo, dicho aumento también tendría un efecto sobre la inflación, presionando la suba de los precios internos. De esta forma, otro gran desafío para 2017 será fortalecer las relaciones comerciales sin perder los avances en control de la inflación e incremento del consumo.