

**Segundo Informe Trimestral de Coyuntura  
Junio de 2014**

*Luego de registrar una muy buena expansión en el último trimestre de 2013, en los primeros meses de 2014 el ritmo de crecimiento de la economía uruguaya se enlenteció como consecuencia de los malos resultados que registró el sector externo y la actividad se expandió 2,4% respecto a igual período del año anterior. A pesar del menor crecimiento, el mercado laboral se mantuvo firme y tanto el empleo como los salarios siguieron aumentando, lo que en buena medida explica los favorables resultados que continúa registrando el consumo interno, que junto con la inversión, impulsaron el crecimiento. A nivel sectorial se registraron dificultades en algunas ramas de actividad vinculadas a la industria exportadora no tradicional, que al encontrarse más volcada a la región se ha visto afectada en los últimos tiempos por trabas comerciales, problemas de competitividad y un menor crecimiento de las economías vecinas. Estos factores también afectaron al turismo, aunque en este sector, la demanda interna logró contrarrestar, al menos parcialmente, la caída de la actividad en muchos rubros vinculados al sector.*

A partir de 2010 y luego de la fuerte caída experimentada producto de la crisis financiera de 2008, la **economía estadounidense** retomó la senda de crecimiento económico y en los últimos tres años la recuperación se fue afianzando. El crecimiento impactó favorablemente en el mercado laboral, donde también se vienen observando mejoras aunque la tasa de desempleo todavía se encuentra significativamente por encima de los niveles pre crisis.

Los buenos resultados alcanzados al momento y las favorables perspectivas en materia económica llevaron a la Reserva Federal a continuar con el proceso de retiro de los estímulos monetarios que había establecido durante la crisis y que ha venido recortando paulatinamente desde fines del año pasado. Estos recortes provocan que se inyecte una cantidad cada vez menor de dólares en el mercado mundial, lo que ha presionado al alza la cotización internacional de la moneda estadounidense. En la medida en que estos recortes continúen, se estima que para fin de año se habría terminado de retirar el programa de estímulos monetarios y comenzaría la suba de tasas de interés, que por el momento se siguen ubicando en el entorno de 0%.

Se espera que el cambio en la política monetaria estadounidense afecte negativamente a las economías emergentes, en particular a las latinoamericanas, que hasta el momento se habían beneficiado del bajo costo de financiamiento externo y de la emergencia de capitales a la región. Esto se sumaría a los efectos negativos de un menor incremento en los precios de las materias primas y alimentos como consecuencia del enlentecimiento de la economía china que era quien había dado impulso a estos aumentos hasta el momento. Todo esto configuraría un contexto algo menos favorable para los países latinoamericanos, que en promedio crecerían en el entorno del 3% en los próximos años.

Más allá de los promedios, las perspectivas son algo más negativas para las economías de la región. En Brasil la actividad económica ha dado muestras de enlentecimiento desde hace un par de años y no hay indicios de que la situación se revierta en el corto plazo, mientras que en Argentina el freno es más reciente, aunque de mayor entidad ya que se espera que la economía se expanda tan sólo 0,5% en 2014. Estos datos son de particular relevancia para Uruguay por los fuertes vínculos que mantiene con los países vecinos tanto en el plano

comercial como financiero, aún cuando en el caso de Argentina los mismos han disminuido de manera importante en los últimos años.

En 2013 la **actividad económica argentina** creció 3%, en línea con las expectativas económicas privadas y por encima del dato del año anterior, pese a encontrarse muy por debajo de las cifras de crecimiento de la actividad en los últimos años, que se ubicaban entre el 8% y 9%. Sin embargo la situación más preocupante en el caso argentino es el desequilibrio que presenta en sus cuentas externas y sus posibilidades de financiamiento, lo que ha dado lugar a una fuerte pérdida de reservas, viene afectando desde hace tiempo el sistema financiero y ha obligado al gobierno a tomar medidas bastante heterodoxas para evitar la salida de divisas del país. En este sentido, el fallo del gobierno estadounidense a favor de los fondos buitres plantea un nuevo desafío para el país en materia de endeudamiento.

En **Brasil** por su parte, el ritmo de crecimiento económico ha sido bajo en los últimos años y se espera que siga descendiendo este año (1,5%). Junto al bajo crecimiento, la inflación y el déficit en cuenta corriente configuran los principales desafíos en el corto plazo. En materia inflacionaria, hace más de un año que la inflación se ubica por encima de la meta fijada por las autoridades, lo que ha obligado al gobierno a llevar adelante sucesivos aumentos en la tasa de interés de referencia, aún cuando esto puede tener consecuencias negativas en materia de crecimiento. En relación al déficit en cuenta corriente, en 2013 el mismo aumentó 50% y alcanzó al 3,7% del producto. Este es un nivel muy elevado para Brasil que desde hace años tiene un elevado superávit comercial que le permite sostener este déficit. Sin embargo, recientemente el saldo comercial externo bajó notoriamente y no fue contrarrestado por una mayor entrada de capitales, lo que obligó al gobierno a recurrir a las reservas para hacer frente a este déficit. Si bien las reservas brasileras son abundantes y no se han visto afectadas de manera importante por estos movimientos, genera preocupación el hecho de que las ventas externas hayan disminuido tanto en el último año de manera de afectar el superávit comercial, fundamentalmente en un momento en que el mercado interno no logra cubrir este flanco ni por el lado de la inversión que viene cayendo desde hace varios trimestres ni por el lado del consumo que más recientemente también empezó a retroceder.

El **producto bruto interno** registró un crecimiento de 2,4% en el primer trimestre del año respecto a igual trimestre del año anterior y una leve caída en términos desestacionalizados en relación a la producción del trimestre octubre-diciembre (0,4%).

A nivel sectorial fueron el *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (7,7%) y el sector de *Comercio, restaurantes y hoteles* (4,2%) quienes impulsaron el crecimiento mientras que el resto de las actividades registraron caídas en el nivel de actividad en la comparación interanual. En el caso del transporte todos los subsectores que lo integran contribuyeron al crecimiento. En la parte de comercio la influencia positiva provino del Comercio importador de bienes durables mientras que en los Restaurantes y hoteles fue determinante el impulso de la demanda interna ya que los servicios asociados al turismo vieron mermada su actividad.

En efecto, los datos relativos al turismo en los primeros cuatro meses del año muestran una caída en el número de turistas que ingresaron al país como consecuencia de un nuevo descenso en el ingreso de turistas argentinos, la que no pudo ser contrarrestada por el incremento de turistas provenientes de otros países, ya que a pesar de las caídas sufridas en los últimos años Argentina sigue siendo el principal origen de los turistas que visitan Uruguay. Esto condujo a que aún cuando el gasto promedio por turista fue mayor, en términos globales ingresaron menos divisas al país como consecuencia del turismo que en igual período del año

anterior. Los resultados en materia de turismo son centrales para el país ya que se trata del principal sector de exportación y en los últimos años ha venido cayendo desde los altos niveles alcanzados en 2011. Como contracara el turismo emisor ha venido aumentando tanto por la vía del aumento del número de uruguayos que viajan al exterior como por el incremento en el gasto que realizan, lo que conduce a un saldo en materia de divisas por turismo cada vez más negativo.

En el caso del agro la caída de 5,4% es atribuible a una disminución de la faena que afectó negativamente la actividad pecuaria, lo que no fue compensado ni por el moderado aumento de la lechería ni por el incremento de la actividad agrícola que creció a impulso del trigo, donde el año pasado los resultados habían sido bastante malos. En la construcción era esperable que se registrara una caída (2,1%), atribuible a la finalización de las obras de Montes de Plata, pese a que aumentó la actividad de construcción pública asociada a las obras de vialidad, colocación de fibra óptica y construcción de parques eólicos.

La actividad industrial también sufrió una caída en el primer trimestre del año (2,3%) que por el peso que tiene este sector en el producto fue la de mayor contribución en conjunto con el agro a la caída de la producción global. El mal desempeño de la industria en el primer trimestre del año se explica fundamentalmente por la disminución de la actividad de algunas industrias vinculadas al exterior como es el caso de los frigoríficos y la producción de papel y productos de papel, a pesar de que otros sectores con menor peso industrial siguieron creciendo volcándose al mercado externo como es el caso de la madera y los productos de madera, los productos farmacéuticos y sustancias químicas y principalmente el sector automotor, que desde el año pasado viene incrementando la actividad de manera importante.

Más allá de los datos puntuales de este trimestre, la situación de la industria enciende algunas alertas ya que la caída de este trimestre se suma a la de los trimestres anteriores revelando los problemas que desde hace algún tiempo presenta este sector y que no ha logrado superar<sup>1</sup>. Además, según el INE finalizado el primer trimestre la industria siguió cayendo lo que hace pensar que continuaría el proceso de disminución de la actividad industrial, aunque se espera que después de mediados de año esto se revierta como consecuencia de la puesta en marcha de Montes del Plata, más allá de que el resto de los sectores que actualmente están cayendo pueda seguir contribuyendo negativamente a la actividad.

Si bien la situación no es homogénea entre sectores y mientras algunos caen otros siguen creciendo, aproximadamente la mitad de las ramas industriales que releva el INE cayeron en el primer trimestre del año y en la mayoría de los casos las caídas superaron el 10%. La industria que más se ha resentido es la que se encuentra volcada al exterior, en particular la que está más enfocada a la región donde se venden los productos de exportación menos tradicionales y que se ha visto afectada tanto por el descenso de la competitividad regional, las trabas argentinas y más recientemente el enlentecimiento de nuestros vecinos. Entre los que más cayeron en el primer trimestre, exceptuando los frigoríficos cuya caída se asocia a factores más puntuales de disminución de la faena, se encuentran el sector de fabricación de papel y productos de papel, la industria metálica y la construcción de maquinarias mientras que entre quienes más crecieron sigue destacando la producción de vehículos automotores que durante 2013 ya tuvo un crecimiento importante respecto al año anterior y la industria química, que tiene una incidencia mayor en el sector.

---

1. En el año 2012 la actividad industrial creció apenas 0,7%; en 2013 cayó 0,4% luego de haberse contraído en los tres primeros trimestres del año y en enero-marzo de 2014 volvió a descender.

En lo que hace a la demanda, el componente más dinámico sigue proviniendo del interior con los incrementos del consumo privado (4,5%), que siguió creciendo sin que se evidencie en el mismo una desaceleración de relevancia, y la inversión fija (8,5%), donde tuvo un rol relevante la inversión pública (35,7%) aunque la inversión privada también contribuyó positivamente. La principal contribución negativa provino del saldo con el exterior donde las exportaciones cayeron 2% en volumen físico mientras que las importaciones crecieron 10,8%, con una incidencia neta negativa de 4,7 puntos en la evolución del producto.

En cuanto al **valor de los bienes exportados** por Uruguay<sup>2</sup>, el mismo se expandió 5% en los primeros cinco meses del año en relación al mismo período del año anterior mientras que las importaciones<sup>3</sup> crecieron 2,9% en el mismo período. La soja constituyó el principal producto de exportación durante los primeros cinco meses del año, experimentando un crecimiento del 5,4% interanual. A nivel de los productos agropecuarios se destacan los crecimientos de las exportaciones de leche y nata, arroz, madera en bruto y el trigo, que se recuperó, luego de una zafra perjudicada por los efectos de las excesivas lluvias el año anterior. Entre los sectores donde se observan caídas en los valores de exportación se encuentra la carne bovina congelada, los envases de plástico y la malta.

En relación a los mercados de destino de las exportaciones de bienes, Brasil ostenta el primer lugar del ranking concentrando el 16,2% del total, seguido de cerca por China con el 14,4%. Entre los cambios más relevantes en el comienzo de 2014, destaca el crecimiento de la Zona Franca de Nueva Palmira, que pasó de representar el 8,2% de las exportaciones al 14,2% del total, así como una contracción de Argentina como destino de los bienes uruguayos, la cual ha venido perdiendo peso en los últimos años hasta representar actualmente un 4,2% del total exportado.

La competitividad global de corto plazo, aproximada a través del Tipo de Cambio Real (TCR), ha ido mejorando en lo que va del año producto de la depreciación de la moneda doméstica. En la medida en que esta depreciación fue mayor a la que registraron los países de la región, la economía uruguaya experimentó un incremento de la competitividad con Brasil del 10,5% para el mes de abril con relación al cierre de 2013 y del 1,8% en relación a los mercados extra-regionales. La depreciación de la moneda local también ha jugado a favor del aumento de la rentabilidad del sector exportador, que según datos del BCU mejoró significativamente en el primer trimestre del año. En lo que resta del año se espera que el peso siga perdiendo valor en relación al dólar pero de manera más moderada que lo que ha sucedido en la primera mitad del año.

En relación al **mercado de trabajo**, en los primeros cuatro meses de 2014 la tasa de desempleo media se ubicó en 6,7%, lo que representa un leve descenso respecto al 6,8% observado para igual período del año anterior. Esto se corresponde con unos 119.000 desocupados, de los cuales casi la mitad son menores de 25 años. Por su parte, la tasa de empleo se ubicó en 60,5% en el primer cuatrimestre, lo que representa 1.650.000 ocupados. Este resultado constituye una mejora respecto a igual período de 2013 (unos 50.000 empleos más) y permite recuperar parte de los empleos perdidos el año anterior. Resulta claro que en cuanto a indicadores generales el mercado de trabajo uruguayo continúa mostrando un comportamiento muy positivo con niveles récord desde hace ya varios años.

---

2. Datos sin considerar las Zonas Francas.

3. No incluye petróleo y sus derivados.

Sin embargo, la fuerte expansión económica registrada en la última década no ha logrado mitigar algunos problemas asociados a la calidad del empleo. Por un lado, el no registro a la seguridad social mantiene una tendencia decreciente pero aún afecta a más de 400.000 trabajadores mientras que el subempleo afecta a un 6,5% del total. Por otro lado, si bien en prácticamente todos los sectores de actividad los salarios reales continúan creciendo, los salarios sumergidos todavía afectan a un elevado porcentaje de trabajadores, en particular aquellos que se desempeñan en el medio rural, servicio doméstico, el comercio y algunos subsectores específicos de los servicios y la industria.

En lo que refiere a la inflación, los **precios al consumo** se incrementaron 5% en los primeros cinco meses del año y 9,18% en los últimos 12 meses a mayo, ubicándose una vez más por encima del rango meta establecido por el Banco Central. Los rubros con mayor incidencia en la inflación en el último año móvil son *Alimentos y bebidas alcohólicas* y *Vivienda y Transporte*, los cuales conjuntamente explican más de la mitad del incremento de precios total. Se destacan los aumentos en algunos rubros alimenticios como la carne, pan y cereales, infusiones, así como los alquileres, que llevan varios años creciendo por encima del promedio de los precios. Por su parte, la inflación subyacente, que refleja el componente más estructural del aumento de los precios, desde marzo se viene ubicando por encima del 10% en términos interanuales.

El **salario real** por su parte, creció 2,1% en promedio en el primer cuatrimestre del año en comparación con igual período del año anterior, lo que da cuenta de una desaceleración en la tendencia al aumento del poder adquisitivo de los asalariados que se viene dando en los últimos años. Esta suba se compone de un 2,3% de incremento en los trabajadores privados y 1,8% en el caso de los públicos. Los salarios reales en la mayoría de las ramas de actividad, tanto a nivel privado como público, mostraron en este cuatrimestre una evolución bastante similar a los respectivos promedios. No obstante, podemos destacar los aumentos conseguidos en los sectores Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y Servicios sociales y de salud, levemente superiores al promedio del sector privado, así como las remuneraciones a nivel del Gobierno central que mostraron un desempeño superior al promedio del sector público.

En materia de endeudamiento, las cifras de cierre de 2013 muestran que la deuda neta (deuda bruta descontados los activos de reserva en poder del Estado) se ubicó en una cifra equivalente al 23,4% del PIB. En cuanto al nivel de dolarización de la deuda, el mismo se encuentra en su nivel mínimo en términos históricos de 37% de la deuda total. Recientemente el gobierno realizó una nueva emisión de deuda a través de bonos con vencimiento en 35 años y una tasa levemente por encima de la que cotizan los títulos estadounidenses de plazo similar. El éxito en colocación de estos papeles reafirma la buena reputación de la deuda uruguaya en los mercados financieros internacionales y es un espaldarazo al manejo que ha tenido la deuda pública en los últimos años.