



Departamento de Estudios Económicos

Informe de Coyuntura – Octubre 2014

Contexto Regional y Extrarregional

1. A medida que va avanzando el año se van confirmando o bien rectificando las previsiones para la evolución de la economía mundial realizadas meses atrás, cuando se observaban los datos cerrados al 2013 o del primer trimestre del 2014. Se parte de un primer trimestre donde parecía consolidarse la recuperación de la crisis por parte de las economías avanzadas y también la desaceleración de las economías emergentes, mientras que se proyectaba cierto estancamiento para las economías latinoamericanas.
2. Con los datos del segundo trimestre del año es posible analizar qué fue lo que sucedió en los hechos. En el caso de las economías avanzadas se dio una situación dispar entre Estados Unidos y la Zona Euro. Si bien existían expectativas de crecimiento para la economía estadounidense en el presente año (proyección de 1,70% del FMI), los registros arrojaron datos más favorables de lo esperado, constatándose una variación interanual del producto de 2,59%. Con este panorama más positivo, la Reserva Federal decide retirar su plan de estímulos monetarios, lo cual tendrá importantes repercusiones a nivel mundial.
3. Igualmente se sigue con atención la evolución de las tasas de inflación y de desempleo, ya que ambas representan los puntos más frágiles de la economía estadounidense actualmente.
4. En el caso de la Zona Euro, los resultados observados en el segundo trimestre del año no fueron tan alentadores. La tasa de crecimiento respecto a igual período del 2013 fue de 0,67%, observándose además comportamientos dispares entre países al interior del bloque: España mostró una situación favorable mientras que Alemania evidenció una contracción de su producto.
5. En este caso también las altas tasas de desempleo preocupan a las autoridades, ya que pese a mostrarse en descenso, siguen permaneciendo en niveles muy elevados en algunos países. En el caso de España por ejemplo, al segundo trimestre del año se registraba una tasa de desempleo del 24,6%, lo que implica

que cerca de 4 millones y medio de personas estén sin trabajo. Otra preocupación de las autoridades europeas tiene que ver con el nivel de endeudamiento tanto público como privado, que supera los valores previos a la crisis.

6. En lo que refiere a China, se observó un crecimiento de 7,50% en el segundo trimestre del año en términos interanuales. Si bien el dato es más favorable al del trimestre inmediato anterior, el crecimiento observado es en gran parte atribuible a los estímulos generados desde el gobierno, por lo que existe preocupación por la pérdida de dinamismo de la economía china.
7. En este contexto extra regional resulta pertinente analizar la evolución de las economías emergentes. Las proyecciones del FMI establecen que el crecimiento del PIB de estas economías se ubicará en torno al 5% para este año y el siguiente. Si bien estas proyecciones son más favorables que las del promedio mundial (en torno al 4%), la evolución del PIB viene cayendo desde el año 2010, mostrando así una desaceleración constante.

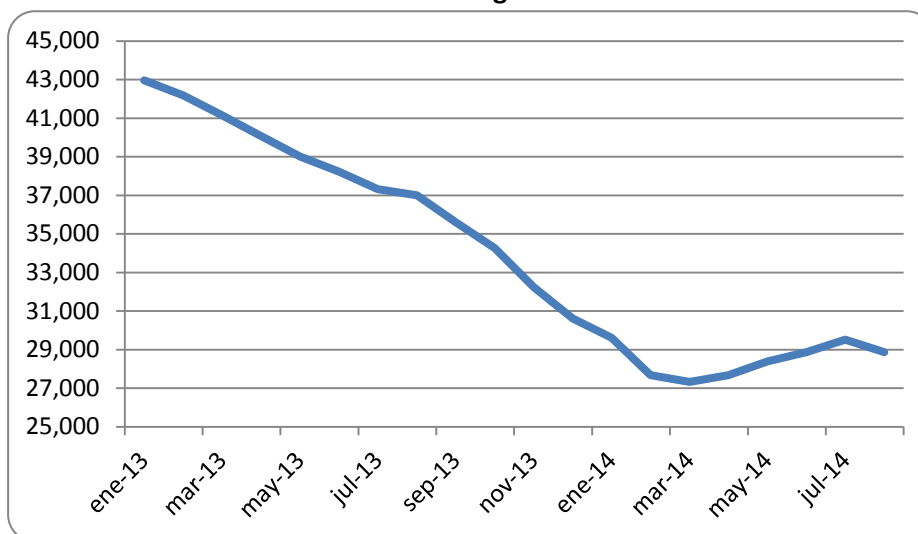
a. Argentina

8. En los últimos meses la realidad política-económica argentina ha atravesado varios acontecimientos que hacen pertinente realizar un análisis detallado, a fin de considerar diversos elementos de interés.
9. En primer lugar, con los datos del segundo trimestre del año y la corrección de los del primer trimestre, Argentina parece alejarse de la recesión por el momento. El PIB se mantuvo estable en el segundo trimestre del año (-0,02%), luego de haber crecido muy levemente en el primer trimestre (0,32%). Estos datos van en línea con las expectativas para los restantes meses del año corriente, para el cual se espera un crecimiento nulo.
10. Este contexto de estancamiento es acompañado a su vez por dificultades tanto a nivel local como en lo que refiere a factores externos. En cuanto a estos últimos, la caída del precio de los *commodities* es un elemento que preocupa, ya que estos productos representan gran parte de las exportaciones del país vecino, concretamente la soja.
11. Junto con la caída del precio de los *commodities* se dan las retracciones de la demanda, y también un aumento en los costos, factores que golpean sobre la competitividad. La inflación, la alta carga impositiva, los altos costos de mano de obra son elementos que perjudican a la producción argentina. A ello se

suma una caída de las inversiones producto de la inestabilidad política del país y a medidas como las restricciones a las importaciones y exportaciones.

12. Los registros de inflación están en niveles muy elevados. Según datos oficiales, al mes de agosto la inflación a 12 meses asciende a 28,53%. Esto no solo golpea al sector exportador, el cual ya vio reducidas sus ventas al exterior en los primeros seis meses del año en un 7,43%, sino también a la demanda interna, y ello preocupa particularmente en una economía que se ha sostenido en los últimos años en base al consumo interno.
13. A este contexto de por sí ya comprometido, se suma el caso de los “fondos buitres”. Luego de que en junio la Corte estadounidense dictaminara el rechazo de la apelación en este caso, Argentina entró en default, complicando aún más el panorama económico y financiero. A raíz de esto, se cerró el acceso al financiamiento externo, lo que tiene su impacto en distintos frentes.
14. Por un lado limita el acceso a la oferta de bienes importados, con lo cual se hace más difícil dinamizar el consumo privado (el cual ya cuenta con el perjuicio de la inflación), y por otro lado el Gobierno no accede a recursos genuinos para invertir y poder dinamizar la economía.
15. A su vez, el hecho de no acceder a financiamiento obliga o bien a aumentar la emisión monetaria con sus consecuencias sobre los niveles de inflación, o a recurrir a las reservas internacionales del país, que si bien tuvieron una recuperación a partir del mes de abril como consecuencia de las políticas monetarias contractivas, a fines de julio los valores volvieron a tomar una senda decreciente, producto no solo de su utilización para el financiamiento de las obligaciones del Estado, sino también por la fuga de capitales que se genera en un ámbito de incertidumbre.

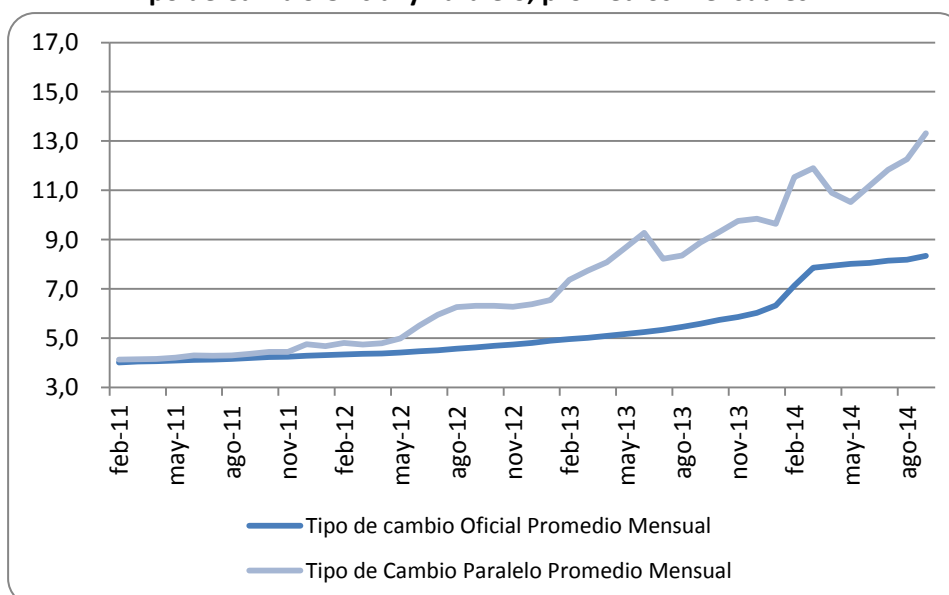
**Reservas internacionales, promedio mensual en miles de millones de dólares
Enero 2013 a agosto 2014**



Fuente: BCRA

16. También en el mercado de cambios es importante poner un foco de atención, en primer lugar diferenciando entre el tipo de cambio oficial y el paralelo o “blue”. El primero de ellos es el que se debe tener en cuenta para las importaciones y exportaciones de bienes. El dólar paralelo es el utilizado mayoritariamente por los ciudadanos, quienes tienen dificultades en el acceso a dólares en el mercado oficial a raíz del cepo cambiario impuesto por el Gobierno. De esta forma, deben pagar un precio considerablemente mayor para el acceso a la moneda norteamericana: en el mercado paralelo el dólar se paga aproximadamente 75% más caro que en el mercado oficial (de acuerdo con datos al mes de setiembre cerrado).

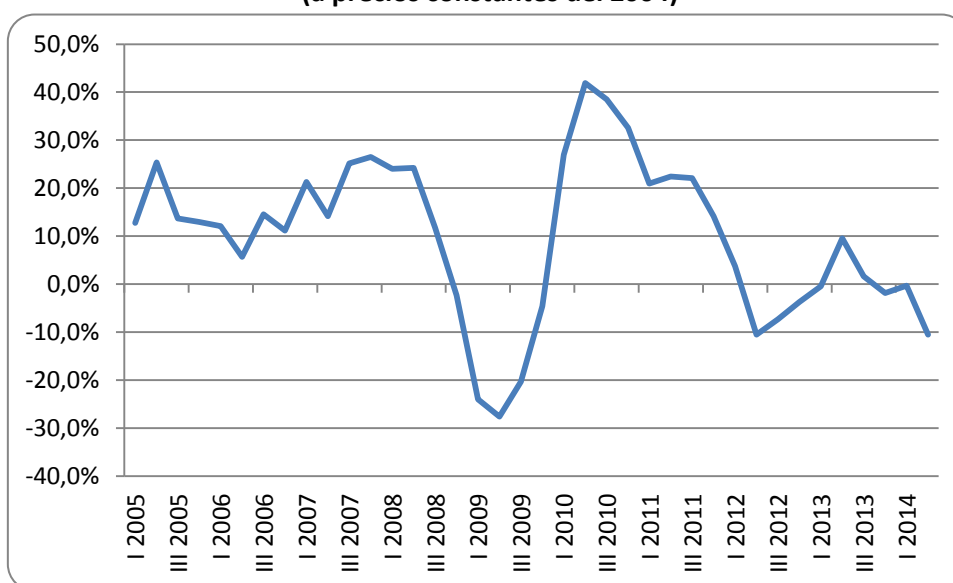
Tipo de Cambio Oficial y Paralelo, promedios mensuales



Fuente: ambito.com

17. A su vez, a la necesidad de acudir al mercado paralelo de dólares se suma el hecho de que si bien en los últimos registros el Índice de Tipo de Cambio Real ha mostrado una leve apreciación del peso argentino, el valor del índice se mantiene en niveles elevados, con lo cual el frente externo ve dificultades en lo que refiere a importaciones, las cuales de por sí ya cuentan con medidas restrictivas: de acuerdo con los datos del segundo trimestre del año, las importaciones de bienes y servicios cayeron 10,49% en términos interanuales.
18. De todos modos, el sector exportador debería beneficiarse por los elevados niveles del tipo de cambio real. Sin embargo, las exportaciones han caído en los primeros seis meses del año, con lo cual cabe suponer que lo que pesa son problemas locales como los altos costos, la escasa inversión, el bajo financiamiento, la alta presión fiscal. Igualmente hay también elementos externos que golpean al sector exportador, particularmente la situación económica de Brasil, importante consumidor de productos argentinos.

**Tasa de variación interanual de importaciones
(a precios constantes del 2004)**



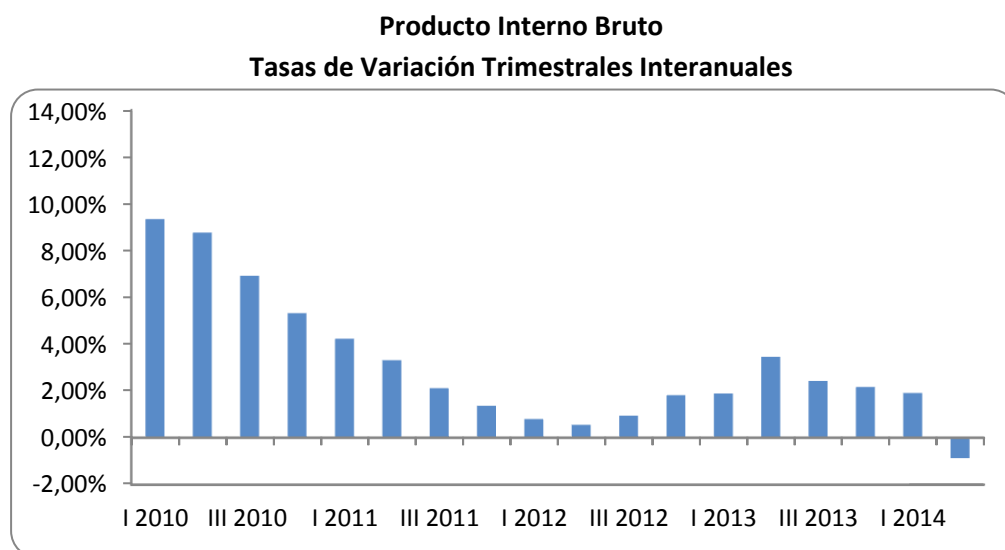
Fuente: INDEC

19. Por lo tanto la realidad económica argentina no es muy alentadora, en este sentido las expectativas económicas del vecino país no son favorables en el corto plazo. Sin embargo factores como las elecciones a desarrollarse el año próximo podrán arrojar señales más certeras.

b. Brasil

20. En lo que refiere a Brasil, la situación no es tanto más favorable que la de Argentina. El dato del PIB del segundo trimestre del año refleja una caída de 0,60% respecto al mismo trimestre del año 2013 en términos

desestacionalizados, por lo tanto la economía brasileña entró en recesión (en el primer trimestre se había registrado una caída del 0,20%).

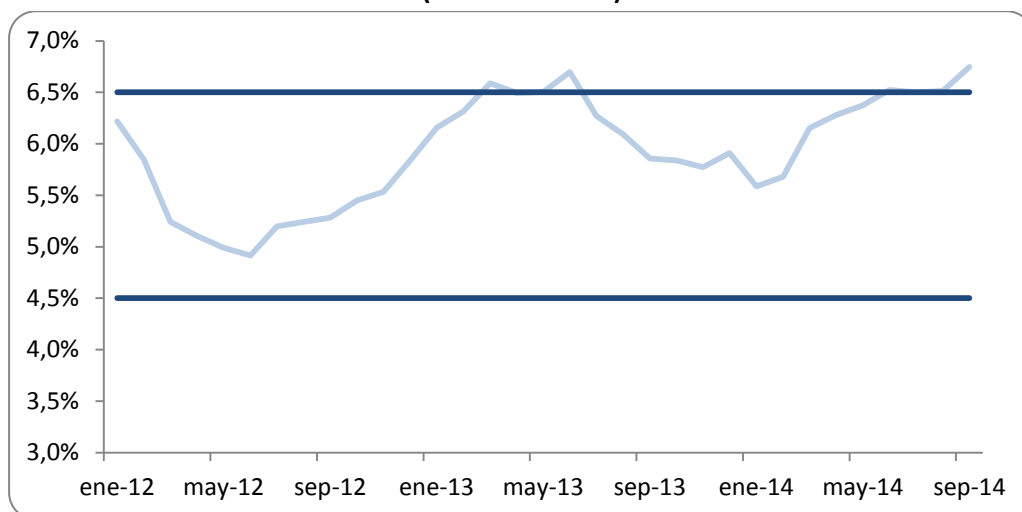


Fuente: BCU

21. Este dato reafirma la desaceleración que viene sufriendo la economía brasileña desde hace unos años: pasó de crecer un 7,53% en el año 2010, a tasas que en ningún caso alcanzan el 3,00% desde el 2011, un crecimiento por debajo del potencial del país. En este sentido, las expectativas de crecimiento del PIB de distintos asesores consultados por el BCR son de 0,33% para el 2014 y de 1,04% para el 2015, notoriamente menores a las observadas meses atrás, y presentando correcciones a la baja semana tras semana.
22. Hay distintos elementos coyunturales que se destacan al hablar de recesión: la caída observada en el sector industrial (1,5%) y la gran cantidad de feriados celebrados en el contexto de la Copa del Mundo, a los que se suman causas de nivel estructural. A su vez se entremezclan factores externos, como la situación económica mundial y regional. Por ejemplo la caída del precio y la demanda de los *commodities* afecta a la industria brasileña, tal como lo hace la recesión que atraviesa Argentina: uno de los principales mercados de destino de la industria automotriz.
23. Los niveles de infraestructura también comienzan a mostrar deficiencias y se hace necesario aumentar las inversiones tanto locales como extranjeras. Pero en los últimos meses, las inversiones han ido en el sentido opuesto, realidad que perjudica a la productividad y competitividad del país.
24. En este contexto, la inflación se ubica en niveles elevados: 6,75% en el acumulado de 12 meses a setiembre, siendo el valor objetivo del Gobierno 4,50% y el límite máximo de 6,50%. El IPCA se ubica desde junio en valores cercanos al techo mencionado, habiéndolo superado en el último registro. Justamente son los elevados niveles de este indicador, uno de los generadores

de la caída de las inversiones, a raíz de la pérdida de confianza en el mercado brasileño. A su vez, la creciente inflación ha dado lugar a un aumento de las tasas de interés por parte del Banco Central de Brasil a su valor máximo en dos años, superando el 11%.

Índice de Precios de Brasil, enero 2012 a setiembre 2014
(Base 1993=100)



Fuente: IBGE

25. Los altos niveles de inflación y las altas tasas de interés pesan en el poder adquisitivo de las familias, en quienes se ve el menor grado de confianza en la economía bajo la forma de una retracción del consumo. Sin embargo hay un costado positivo, que es el nivel de la tasa de desempleo, la cual se ubica en niveles históricamente bajos, en torno al 4,5%.
26. Estar atravesando un período de elecciones presidenciales también incide negativamente en los niveles de incertidumbre de los diferentes agentes económicos, siendo el comportamiento del mercado de cambios un claro ejemplo de ello. En el mes de setiembre se registró una fuerte depreciación del real, del 8,67%, alcanzando valores que no se observaban desde fines del 2008.
27. Como respuesta a este fenómeno, el Banco Central de Brasil aumentó la cantidad de contratos de *swap* cambiario, instrumento que impacta en el precio de la moneda norteamericana mediante ventas “futuras” de dólares, buscando contener la volatilidad de dicha moneda, y más recientemente también actuó nuevamente sobre la tasa de interés de referencia incrementándola en 0,25 puntos porcentuales, alcanzando el valor de 11,25%.

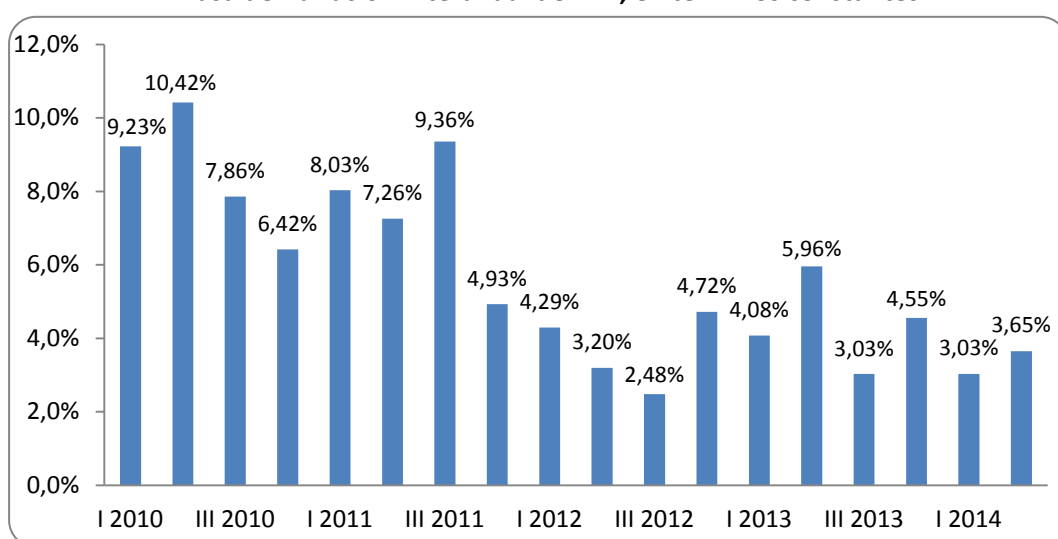
Nivel de actividad de la economía

28. Pese a este escenario regional hostil, los datos de las Cuentas Nacionales del segundo trimestre del año reflejan que la realidad local diverge de la regional.

De acuerdo con los datos proporcionados por el BCU, en el trimestre cerrado a junio la economía uruguaya presentó un crecimiento de 3,65% en términos interanuales, y de 2,00% en términos desestacionalizados.

29. A su vez, las expectativas económicas del sector privado comienzan a alinearse con las del Gobierno, incluso superándolas: para el año cerrado se espera que la economía haya crecido a una tasa del 3,17% y 3,00% respectivamente. A su vez, para el año 2015 los privados prevén un crecimiento del 3,05% mientras que el Gobierno es levemente más optimista, y espera un crecimiento del 3,30%. En ambos casos las proyecciones superan a las expectativas del FMI para la región, que crecería 2,0% en 2014 y 2,6% en 2015.

Tasa de Variación Interanual del PIB, en términos constantes



Fuente: BCU

a. Enfoque según Sector de Actividad

30. Al analizar los datos de Cuentas Nacionales por Sectores de Actividad es posible observar que el único sector que registró una caída en el período, fue el de *Construcción*.
31. El mayor crecimiento fue registrado en el sector *Suministro de Electricidad, Gas y Agua*, cuya variación fue de 29,68% con respecto a igual trimestre del 2013. En términos desestacionalizados el crecimiento del sector fue también muy importante, de 13,70%. Esta variación fue producto del crecimiento registrado en el subsector Generación y distribución de energía eléctrica, en el cual la gran generación de energía hidráulica hizo que bajaran los costos. Al excluir a dicho sector del análisis es posible determinar que el crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre fue de 3,11%, con lo cual queda en evidencia el importante aporte de este sector al crecimiento global de la economía.

32. Otro de los sectores que tuvo un desempeño muy positivo en el segundo trimestre fue el de *Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones*, que mostró una variación interanual de 8,12% y a su vez fue de los sectores con mayor incidencia en el crecimiento del nivel de actividad económica. El crecimiento del sector se debió principalmente a los servicios de transmisión de datos, así como al transporte automotor de carga vinculado al transporte de bienes de origen agropecuario, tanto para su exportación como importación.
33. Por su parte, el sector de la *Construcción*, como ya fue mencionado, fue el único en registrar una caída en el período considerado. En este caso la variación fue de -4,89%, descenso que desde el sector privado se asocia a la culminación de las obras de Montes del Plata. Es de esperar que en los próximos meses el crecimiento relativo a estas inversiones se refleje positivamente en el sector de *Industrias Manufactureras*. En lo que refiere al sector público, el menor registro de obras en las ramas de vialidad, puertos y telecomunicaciones explican la caída.

Tasa de Variación del PBI por Sector de Actividad, en términos constantes

Tasas de Crecimiento del PIB por Sectores de Actividad	Variación % II Trim. 2014 – II Trim. 2013 (en términos no desestacionalizados)	Variación % II Trim. 2014 – I Trim. 2014 (en términos desestacionalizados)
Actividades Primarias	2,72%	-0,60%
Industria Manufacturera	1,05%	4,65%
Electricidad, Gas y Agua	29,68%	13,70%
Construcción	-4,89%	-2,60%
Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles	1,37%	1,16%
Transporte, Almacenamiento, y Comunicaciones	8,12%	3,81%
PIB	3,65%	1,96%

Fuente: BCU

34. En el análisis de datos en términos desestacionalizados, se destaca la actuación del sector *Industrias Manufactureras*, el cual presentó un crecimiento de 4,65%. Este crecimiento es producto de la evolución positiva en las ramas exportadoras de productos de madera, frigoríficos y pulpa de celulosa. El crecimiento en estos sectores compensó la caída que se dio en las ramas dedicadas al mercado interno, como fue el caso de la refinería, la fabricación de cemento, yeso, cal y la elaboración de bebidas no alcohólicas.

b. Enfoque por Componentes del Gasto

35. Al analizar las Cuentas Nacionales desde el enfoque del Gasto, es posible observar que el único componente que presentó una variación negativa fue la *Formación Bruta de Capital*, siendo la variación de -8,01%. Esta caída se explica por el descenso observado en las inversiones del sector privado: -8,87% en términos interanuales. Por su parte, la inversión del sector público mostró un crecimiento importante, de 20,69%, compensando sólo en parte la caída de los privados. Como ya fue mencionado anteriormente, la culminación de obras como la de Montes del Plata condicionan estos resultados a nivel de las inversiones.
36. En sentido contrario, las *Exportaciones de bienes y servicios* fueron las que registraron el mayor crecimiento en el período considerado: 8,10%. El mayor peso lo tuvieron la venta de bienes al exterior, particularmente aquellos de origen agropecuario como la soja, el trigo y el ganado. También tuvieron importante incidencia las exportaciones de pulpa de celulosa y de productos cárnicos. Por su parte las exportaciones de servicios fueron menos significativas pero aún presentaron una variación positiva.
37. Por su parte las *Importaciones de bienes y servicios* también crecieron en el segundo trimestre, en este caso 2,41%. Este crecimiento fue producto de un aumento en las compras de bienes de consumo duraderos, de bienes de capital particularmente vinculados a las obras de generación de energía, y también del aumento del turismo emisor. Se destaca en este caso Brasil como destino, vinculado al desarrollo del Mundial de Fútbol.
38. Finalmente el *Gasto de Consumo Final* registró un aumento de 4,41% en términos interanuales. Este crecimiento se dio fundamentalmente por el aumento en el consumo privado, tanto por el mayor consumo interno como por las mayores compras realizadas en el exterior.

Tasa de Variación del PIB por Gasto, en términos constantes

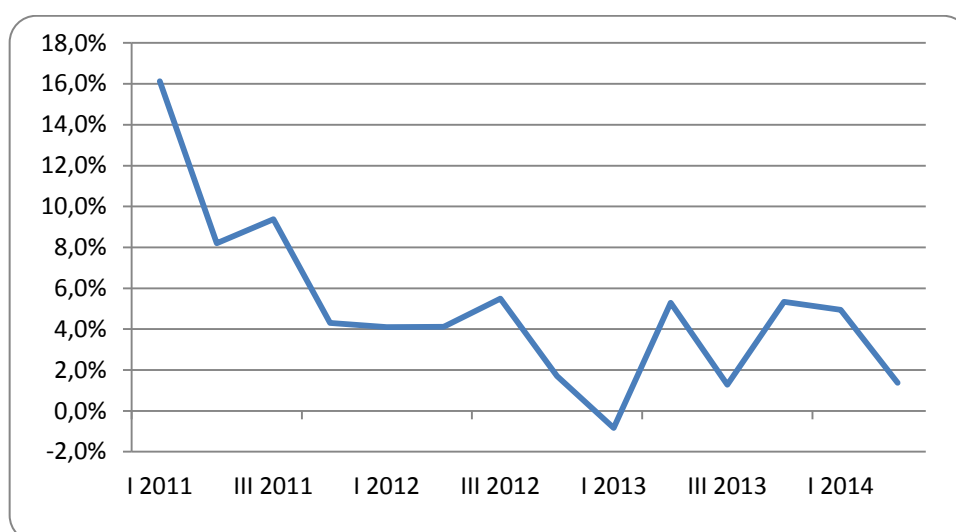
Tasas de Crecimiento del PIB según Componentes del Gasto	Variación % I Trim.2014 – I Trim. 2013 (en términos no desestacionalizados)	Variación % II Trim. 2014 – II Trim. 2013 (en términos no desestacionalizados)
Gasto Consumo Final	4,43%	4,41%
Privado	4,72%	4,54%
Público	2,46%	3,40%
Inversión	8,58%	-4,32%
Público	32,59%	20,69%
Privado	4,89%	-8,87%
Exportaciones	-2,80%	8,10%
Importaciones	9,11%	2,41%
PIB	3,03%	3,65%

Fuente: BCU

Sector Comercio y Servicios

39. El desempeño observado en el Sector Comercio y Servicios en los últimos trimestres deja en evidencia que la actividad en este rubro viene en descenso desde el año 2010, pasando de crecer a tasas del entorno de los 16 puntos porcentuales, a los valores actuales que apenas superan el 1%.

Tasa de Variación Interanual del Sector Comercio y Servicios, en términos constantes



Fuente: BCU

40. Desde el lado de la demanda, tal como reflejan las Cuentas Nacionales, el Gasto de Consumo Final privado continúa en una senda creciente, pero notoriamente más moderada que pocos años atrás, cuando crecía en el entorno del 10%, mientras hoy las variaciones se reducen a la mitad. En este sentido es de interés analizar el Índice de Confianza del Consumidor (ICC, Departamento de Economía – Universidad Católica del Uruguay). El valor de dicho índice permanece en valores que reflejan “moderado optimismo” desde el 2011, pero presenta una tendencia decreciente: hay una mayor prudencia a la hora de realizar gastos.
41. En lo que refiere al análisis de los últimos datos de Cuentas Nacionales, el sector *Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles* presentó una variación interanual del 1,37%. La variación positiva se debió al aumento en las ventas de productos nacionales, tanto a nivel local como externo, a la vez que creció la demanda por turismo. Igualmente los datos son considerablemente menores a los observados en el primer trimestre del año, cuando el sector había mostrado un crecimiento del 4,94%.
42. La situación económica en Argentina y la relación de precios con dicho país influye en la caída del sector. Se produce una menor entrada de turistas argentinos y un aumento del turismo emisor hacia este país. Al mismo tiempo el gasto del turista argentino se reduce, a la vez que parte del consumo interno se traslada al mercado argentino por la diferencia cambiaria que abarata las compras en dicho mercado.
43. Otro factor que continúa golpeando al sector Comercio y Servicios son las compras en el exterior bajo el régimen de encomiendas. Desde mediados del 2012 el crecimiento de las compras bajo esta modalidad se ha incrementado exponencialmente. En este caso, comparando las compras realizadas en el segundo trimestre del año corriente, con las de igual período del 2013, el crecimiento registrado es del 85%.
44. Los datos del BCU condicen con los resultados proporcionados por la Encuesta de Actividad del Sector Comercio y Servicios realizada por la CNCS para el segundo trimestre del año, la cual muestra una caída del nivel de actividad, particularmente para las actividades vinculadas al sector de la construcción, producto de menores inversiones en el rubro.
45. A su vez sectores como el de venta de electrodomésticos, se vieron afectados por el aumento en el valor del dólar, particularmente en Casas de Electrodomésticos, donde las ventas cayeron 4,20%. Al observar los datos adicionales que brinda el informe de Confianza del Consumidor, puede

observarse que la predisposición a la compra de electrodomésticos de enero a julio de 2014 fue 10,10% menor a igual período del 2013.

46. En el caso de la Vestimenta y el Calzado es donde más se sienten los impactos de los bajos precios de Argentina y de las compras por encomienda. En Vestimenta para damas, si bien se constató un aumento respecto al trimestre previo, las tasas de variación son muy inferiores a las observadas en años anteriores. En este caso la variación fue de 1,30%. En el caso de la Vestimenta para caballero y el Calzado es más notorio el retroceso en el sector, siendo la variación en ambos casos superior al -6%.

**Tasas de variación de las ventas en términos reales
Segundo trimestre 2014 – Montevideo**

Sectores	Segundo Trimestre 2014
Art. de Bazar	
En Bazares	-2,1%
En Sup. Y Coop.	9,3%
Confiterías	-1,6%
Electrodomésticos	
Casas de electrodom.	-4,2%
En Sup. y Coop.	18,1%
Ferreterías Mayoristas	-0,8%
Ferret. Y Pinturerías	1,7%
Ferreterías Industriales	-2,1%
Pinturerías	1,6%
Ópticas	-4,4%
Jugueterías	2,1%
Supermerc. y Coop.	0,1%
Vestimenta en Gral.	
Vestimenta Dama	1,3%
Vestimenta Caballero	-6,2%
Calzado	-6,0%
Autos y Camionetas*	-2,2%
Camiones y Ómnibus*	7,0%
Ciclomotor hasta 50cc	-55,5%
Motocicletas hasta 125cc	-53,2%
Barracas	-12,2%
Repuestos Automotrices	6,9%

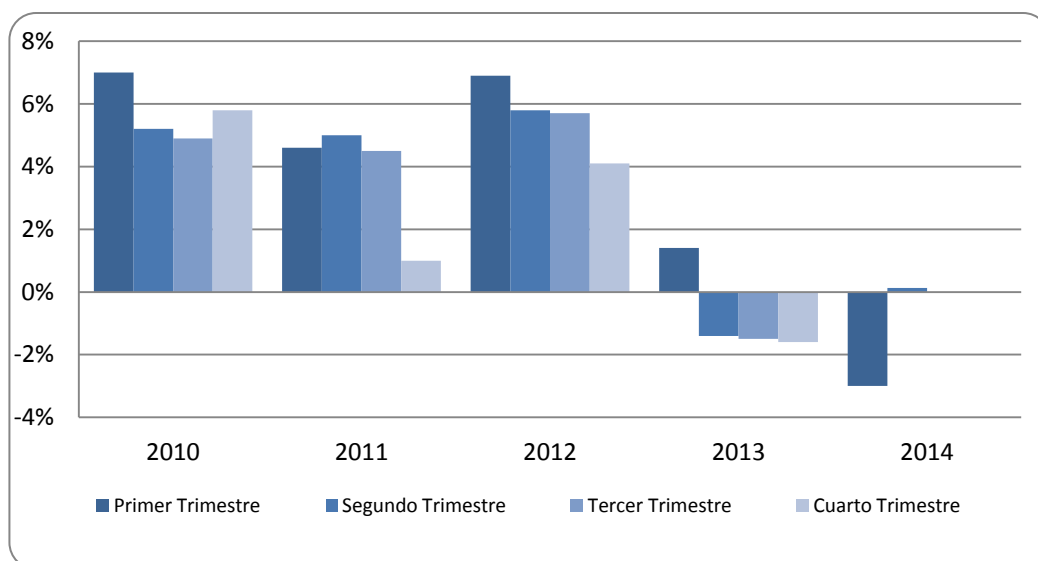
Maquinaria Agrícola*	-5,7%
Agencias de Viaje	15,8%
Hoteles 3 estrellas	5,1%
Hoteles 4 estrellas	14,9%
Servicios Informáticos	28,1%
Software	36,0%
Hardware	11,0%

* Datos correspondientes al total del país

Fuente: CNCS

47. Otro dato importante tiene que ver con la evolución de la actividad de Supermercados y Cooperativas, que presentaron importantes caídas en el año 2013 y persistieron en el primer trimestre del 2014, cuando se registró una caída del 3,00%. De todas formas el último dato de junio mostró una leve mejoría, lo cual podría estar indicando que el 2014 cierre con un estancamiento del sector respecto a años previos.

Variación Real de Ventas en Supermercados y Cooperativas



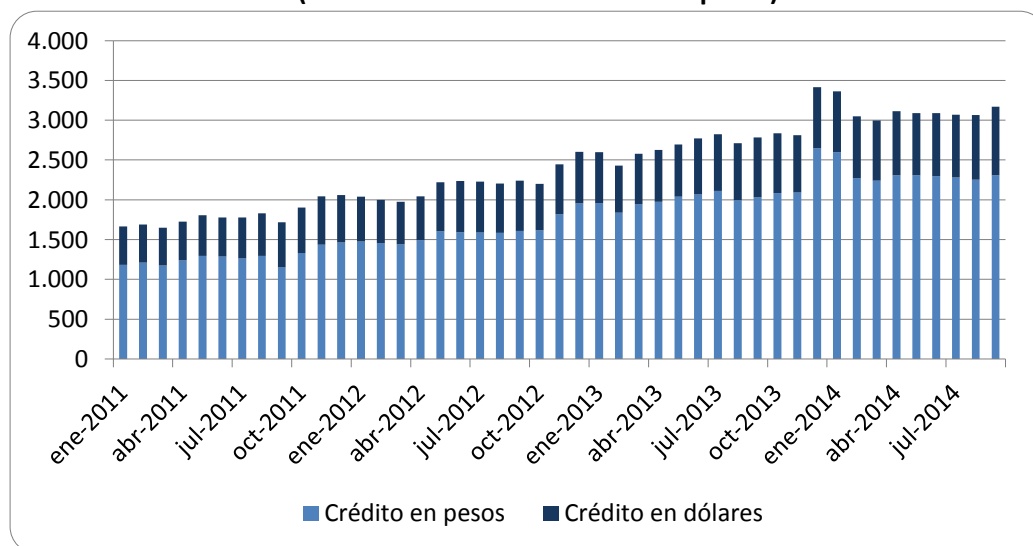
Fuente: CNCS

48. Si bien como se vio anteriormente hay resultados dispares a nivel de los diferentes sub sectores que conforman Comercio y Servicios, de lo que no queda duda es que la actividad comercial viene transitando un proceso de ajuste, que va en tono con la desaceleración de la economía en su conjunto. A nivel del mercado interno, la tendencia al alza en la cotización del dólar, la cual se espera que continúe vigente durante el presente año tiene un efecto negativo en las decisiones de consumo de los hogares, fundamentalmente en relación a la compra de bienes duraderos. Al mismo tiempo las presiones inflacionarias continúan presentes, y se hace difícil revertir dicha situación en

un contexto de aumento del valor de dólar, y crecimiento del salario por encima de la productividad del trabajo.

49. El principal riesgo que enfrenta la economía consiste en cómo manejar estos desequilibrios internos para impedir que los mismos se traduzcan en un continuo descenso de los niveles de consumo del sector privado.
50. Otra óptica desde donde observar la evolución del consumo, es desde el punto de vista del crédito, específicamente el nuevo crédito otorgado a las familias a través del uso de las tarjetas de crédito. Según se constata en el gráfico, luego del salto que se verificó en diciembre, los créditos a través de tarjetas se estabilizaron en el primer y segundo trimestre del año.
51. En términos corrientes la variación interanual del crédito mediante tarjetas, tomando la suma del crédito en pesos y dólares, ha sido positivo desde mediados de 2011, aunque con cierta estabilización en tasas de menor magnitud a partir del mes de marzo de 2014. Al mes de setiembre de 2014 el incremento en términos constantes respecto al mismo mes del año anterior fue de 5,15%. Debe tenerse en cuenta que los datos analizados a partir del mes de agosto comienzan a estar influenciados por los cambios que se introdujeron con la puesta en vigencia de la Ley de Inclusión Financiera.

**Créditos a las familias por utilización de tarjetas de crédito
(cifras mensuales en millones de pesos)**



Fuente: BCU

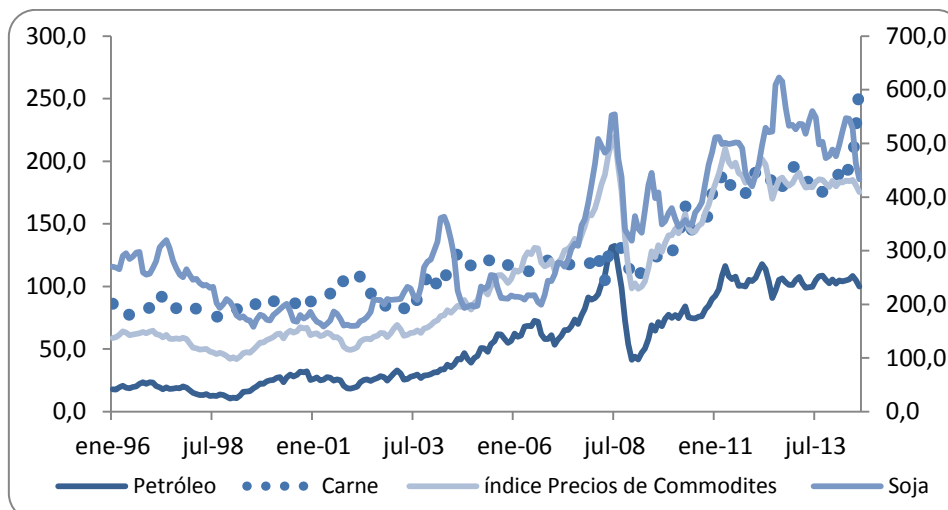
Comercio Exterior

52. De acuerdo a los datos publicados por el Instituto Uruguay XXI, al mes de setiembre del año 2014 el total de exportaciones ascendió a 7.664 millones de dólares, lo que significó un incremento de 5,17% respecto al monto registrado

en igual periodo del 2013. Por su parte las importaciones también crecieron, totalizando 7.247 millones de dólares en los primeros nueve meses del año, resultando una tasa de variación interanual del 4,44%.

53. Entre enero y setiembre del año corriente, China aparece como principal destino de las exportaciones del país, con una participación de 17,5% del total, desplazando a quien fue el principal comprador del país durante los primeros cinco meses del año: Brasil. El país vecino pasó de ser el destino del 20,5% de las exportaciones uruguayas en enero, a representar el 16,7% de las mismas al mes de setiembre. En tercer lugar aparece Zona Franca Nueva Palmira con una participación del 10,0% y en cuarta posición vuelve a ubicarse Argentina, con un 4,2% del total de exportaciones.
54. Desde la óptica de los productos, la soja se ha convertido en el principal producto de exportación de Uruguay, alcanzando la quinta parte de lo exportado en 2013, y representando el 22,2% al mes de setiembre. La carne bovina fresca y refrigerada es el producto que le sigue en importancia, representando el 14,8% de las exportaciones en el período considerado.
55. Sin embargo, el precio de la soja ha presentado una caída muy importante desde el mes de mayo, del orden del 13%. Esta caída se da como consecuencia de los altos niveles de producción mundiales, habiéndose alcanzado un récord en el stock mundial. En este contexto existe incertidumbre a nivel local acerca de la próxima siembra de soja, particularmente en los productores arrendatarios de tierras quienes, al tener costos extras, deberán evaluar la rentabilidad de la siembra.
56. Al mismo tiempo, el precio de la carne tuvo un comportamiento opuesto al de la soja. Entre mayo y agosto creció notablemente, llegando a una variación en términos interanuales del 46,6%. De mantenerse estas tendencias en los precios de los dos principales productos de exportación de la economía uruguaya, cabe la posibilidad que tierras actualmente rentadas para la producción de soja vuelvan a destinarse a praderas para el engorde de ganado.

Índice de precios de *commodities*
Base 2005 = 100



Fuente: Indexmundi

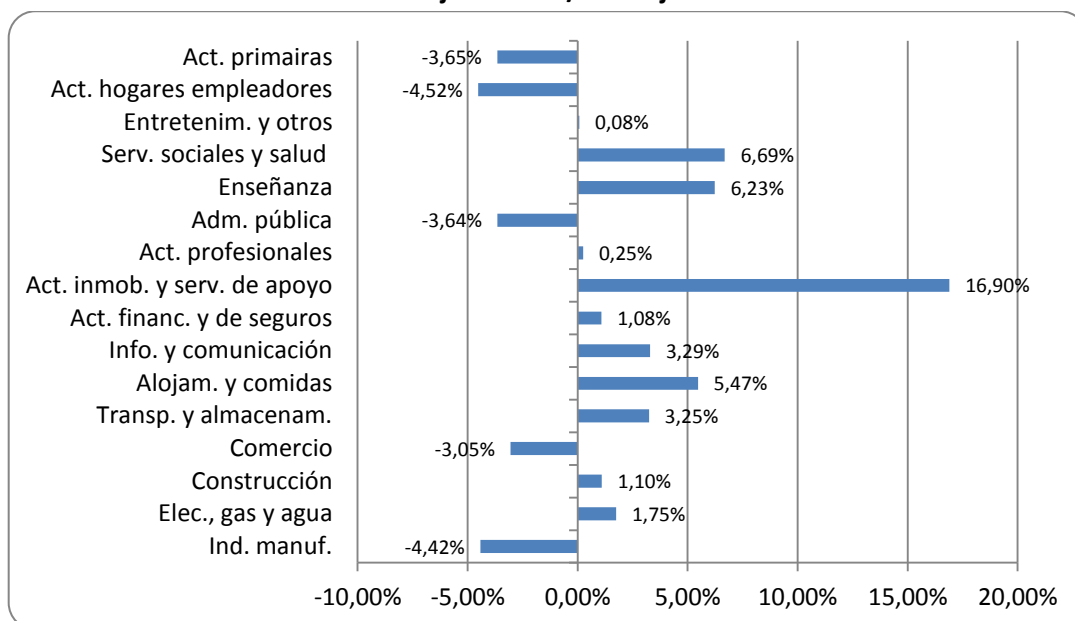
57. Según el análisis del gráfico es posible identificar una estabilización de los precios a nivel internacional en los principales productos exportados por Uruguay (con excepción de la carne como se mencionó anteriormente). Este hecho implicará nuevos desafíos para la economía, no sólo en términos macroeconómicos: un déficit creciente en el saldo de la cuenta corriente, sino también a nivel microeconómico, en relación al comportamiento de la rentabilidad exportadora.
58. En lo que refiere al sector importador, nuevamente con datos de los primeros nueve meses del año, el principal origen de las mismas fue China, ponderando un 22,1%. En segundo lugar se posiciona Brasil, origen del 17,0% del total de productos importados. Argentina aparece en el tercer lugar con una participación del 14,6%, y en cuarto lugar se ubica Estados Unidos con un 9,2%.
59. A su vez es interesante desglosar las mismas según su destino en grandes categorías económicas, ya que ello brinda información adicional respecto a cómo se están comportando tanto los niveles de consumo interno como el nivel de inversión. De acuerdo con las cifras proporcionadas por el BCU, la importación de *Bienes Intermedios* (en términos globales) presentó una caída del 1,14% en el acumulado al mes de agosto del 2014, en comparación con igual período del 2013. Si se consideran los *Bienes Intermedios sin Petróleo, Destilados y Energía Eléctrica* la variación fue muy similar, en este caso del -1,43%. En lo que refiere a la importación de *Bienes de Consumo*, el crecimiento en el período considerado fue de 6,16%, mientras que la importación de *Bienes de Capital* presentó la mayor variación: 10,62%.
60. En relación al sector Turismo, los datos proporcionados por el Ministerio de Turismo y Deportes muestran que el ingreso de turistas en el segundo trimestre

del año creció un 13,5% respecto a igual período del 2013. Sin embargo, tanto la duración de la estadía como el gasto realizado cayeron un 7,1% y 1,4% respectivamente. Particularmente en el caso de los turistas argentinos, si bien su presencia creció un 2,8%, el gasto realizado cayó 10,3% como producto del encarecimiento local respecto a su país. En este sentido, debe tenerse en cuenta la diferenciación entre el tipo de cambio oficial y el paralelo antes mencionada, ya que en el caso de servicios el tipo de cambio relevante es en relación al dólar paralelo.

Mercado de Trabajo

61. En el transcurso del año corriente las Tasas de Actividad, Empleo y Desempleo se han mantenido relativamente estables. En el caso de la Tasa de Actividad, el valor al mes de julio es de 63,60% mientras que el promedio a 12 meses se ubica en 64,22%. En este caso, los datos muestran un aumento del 1,06% en la comparación interanual.
62. La Tasa de Empleo por su parte se estimó para el mes de julio en 59,98%, con lo cual la variación interanual es de 1,75 puntos porcentuales. A su vez, el promedio a 12 meses asciende en este caso a 60,10%.
63. Finalmente, la Tasa de Desempleo del mes de julio se ubicó en 5,68% lo que acumula a 12 meses un promedio de 6,42%. En este caso la variación interanual mostró una caída de 1,20%. Este registro de la Tasa de Desempleo es el más bajo observado desde diciembre del 2012.
64. En lo que refiere a la ocupación por sectores de actividad, observando los datos acumulados al séptimo mes del año en comparación con igual período del 2013 puede observarse que los sectores que más han incidido en el aumento de la ocupación, no han sido aquellos que se caracterizan por ser los sectores que más población ocupan en la economía.

**Variación de la cantidad de ocupados según sector de actividad:
enero-julio 2014 /enero-julio 2013**

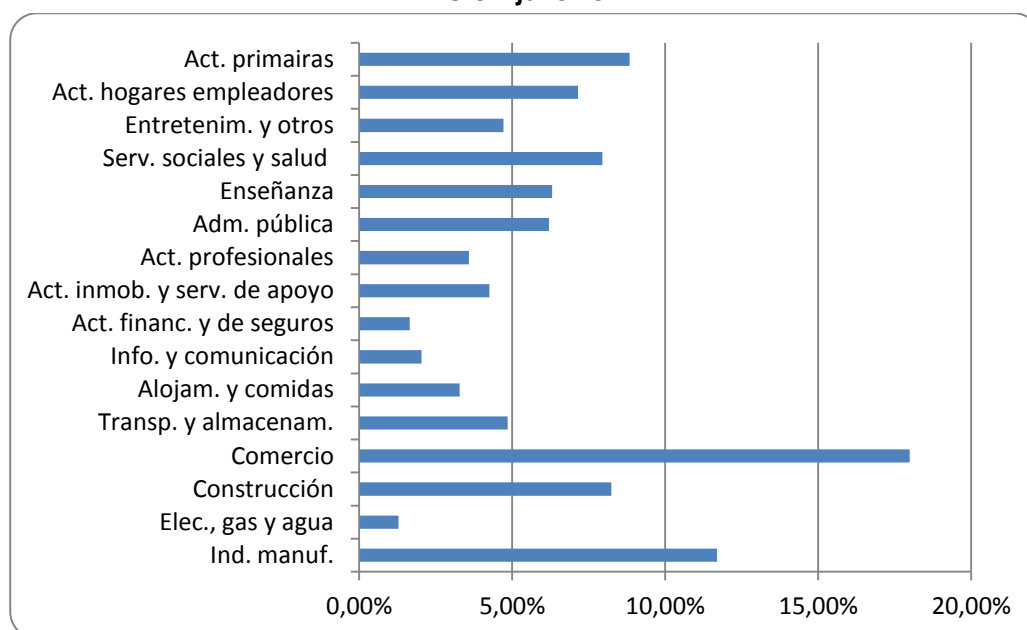


Fuente: INE

65. Este es el caso del sector inmobiliario, que ha crecido notoriamente en el período considerado: la cantidad de personas ocupadas en dicho sector aumentó un 16,90%. Sin embargo, se trata de un sector que representa tan solo el 4,25% del total de la población ocupada en el promedio del 2014, al mes de julio.
66. En el sentido opuesto, en el período considerado, las variaciones observadas en los sectores con mayor participación en el empleo fueron negativas. El sector Industria manufacturera ocupó en los siete primeros meses del 2014 un promedio de 11,69% del total de los ocupados, sin embargo al comparar la variación de la cantidad de ocupados entre el 2014 y el 2013, puede constatarse una de las mayores caídas registradas: 4,42%.
67. Situación similar es la que se observa en el Comercio: se trata del sector que más personas ocupa, con una participación del 17,98% en promedio entre enero y julio del 2014. Sin embargo, comparando los primeros siete meses del 2014 con el mismo periodo del 2013 se puede observar que la cantidad de ocupados en el sector cayó 3,05%.

Promedio de ocupación según sector de actividad

Enero – julio 2014



Fuente: INE

68. A su vez si se reagrupan los diferentes sub sectores¹, es posible determinar que el sector Comercio y Servicios en el período considerado ocupa en promedio el 51,90% del total de ocupados en la economía.

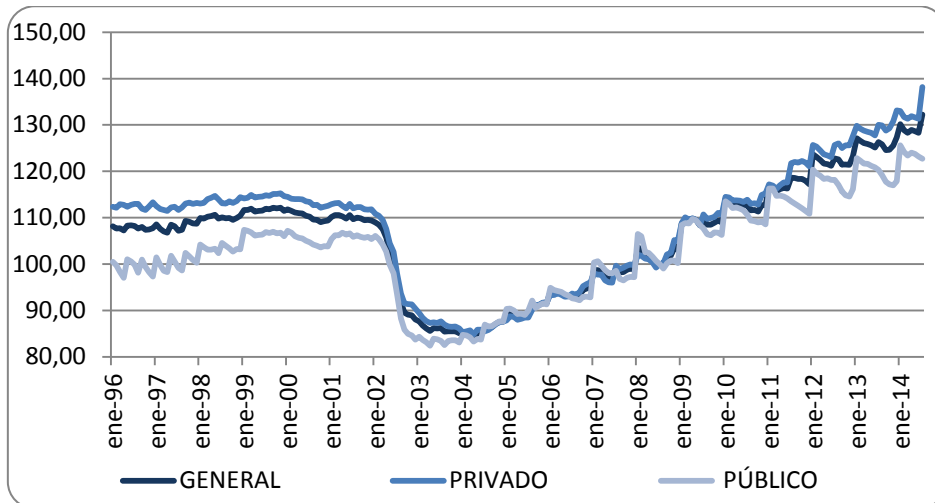
69. Dada la importancia del sector, cabe analizar más profundamente la evolución de distintas variables dentro del mismo. De acuerdo con un informe elaborado por la Cámara Nacional de Comercio y Servicios a cargo del Ec. Horacio Bafico, el sector Comercio y Servicios (SCyS) generó entre el 2006 y el 2013 más de 160 mil puestos de trabajo, es decir, más del 80% de los puestos de trabajo generados en el total de la economía en dicho periodo.

70. Además de la evolución en términos de empleo, interesa reparar en cómo ha variado la calidad del mismo. En este sentido se toma en cuenta la evolución de la Tasa de Informalismo, que considera al porcentaje de la población en condiciones de subempleo y de no registro a la seguridad social: en los siete años considerados, la Tasa de Informalismo del SCyS pasó del 32,2% al 22,6%. Con lo cual no solo se crearon puestos de trabajo, sino que se mejoró notoriamente la formalidad del sector, tratándose además de un sector que se caracteriza por tener mayores niveles de formalidad que el promedio de la economía.

¹ De acuerdo con informe "Evolución de los salarios en el sector Comercio y Servicios" elaborado por la CNCS a cargo del Ec. Horacio Bafico, se consideran sub sectores integrantes del Sector Comercio y Servicios las divisiones 38, 39, 45 a 47, 49 a 53, 55, 56, 58 a 66, 68 a 75, 77 a 82, 85 a 88, y 90 a 96, correspondientes al CIU revisión 4.

71. En lo que refiere a los ingresos percibidos en el SCyS, es pertinente diferenciar entre trabajadores asalariados y no dependientes. En el primer caso, el ingreso real por hora creció 30,0% entre el 2006 y el 2013, a la vez que la cantidad de empleados con un salario pasible de tributar IRPF (superior a las 7 BPC) pasó de ser el 33,1% en el 2006, al 48,7% en el año 2013. Es decir que en términos generales, los asalariados formales del sector percibieron una evolución favorable en sus ingresos.
72. Con respecto a los trabajadores no dependientes formales, el informe refleja que se trata de un grupo que percibe ingresos mayores al del grupo de los asalariados, producto de la mayor calificación: 66,0% de los trabajadores no dependientes perciben salarios que superan las 7 BPC. Sin embargo, entre los no dependientes hay una alta participación de trabajadores informales, que perciben salarios inferiores a los de aquellos que sí aportan a la seguridad social, pero aun así, los ingresos de éstos son mayores a los ingresos de los asalariados informales.
73. Para realizar el análisis de la evolución del poder de compra de los salarios se toma en cuenta el Índice de Salario Real (ISR) elaborado por el INE. El aumento observado en el ISR es persistente desde el año 2004, tal como refleja el siguiente gráfico, pese a que la evolución de los salarios percibidos en el Sector Privado ha tendido a despegarse de la evolución registrada en el caso del Sector Público. Al mes de julio, el ISR del Sector Público es un 11,16% inferior al registrado en el caso del Sector Privado.
74. Los últimos datos al mes de julio establecen que el ISR General presentó una variación acumulada de 3,89%, producto tanto del aumento percibido en el sector privado como en el sector público. En el primer caso la variación fue de 3,78%, mientras que en el sector público el crecimiento del indicador se estimó en 4,09 puntos porcentuales.

Índice de Salario Real público y privado
Base julio 2008=100

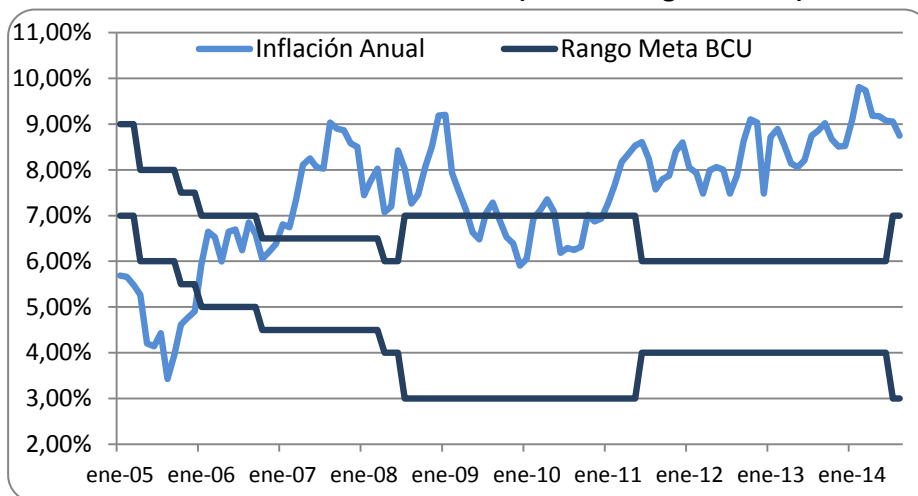


Fuente: INE

Precios y Tipo de Cambio

75. En el primer trimestre del año los precios se incrementaron un 9,55% respecto a igual período de 2013. Para el segundo trimestre, este valor cayó levemente, ubicándose en 9,15%. A su vez en el mes de agosto la inflación anual se ubicó en 8,75% siendo este el valor más bajo del 2014, a lo largo del cual acumula un valor de 6,96%.
76. A partir del mes de julio comienza a regir el nuevo rango meta de inflación establecido por el Comité de Coordinación Macroeconómica del BCU, que pasó de ser 4% – 6% a 3% – 7%.

Inflación – IPC: Año Base 2010 (al mes de agosto 2014)



Fuente: INE

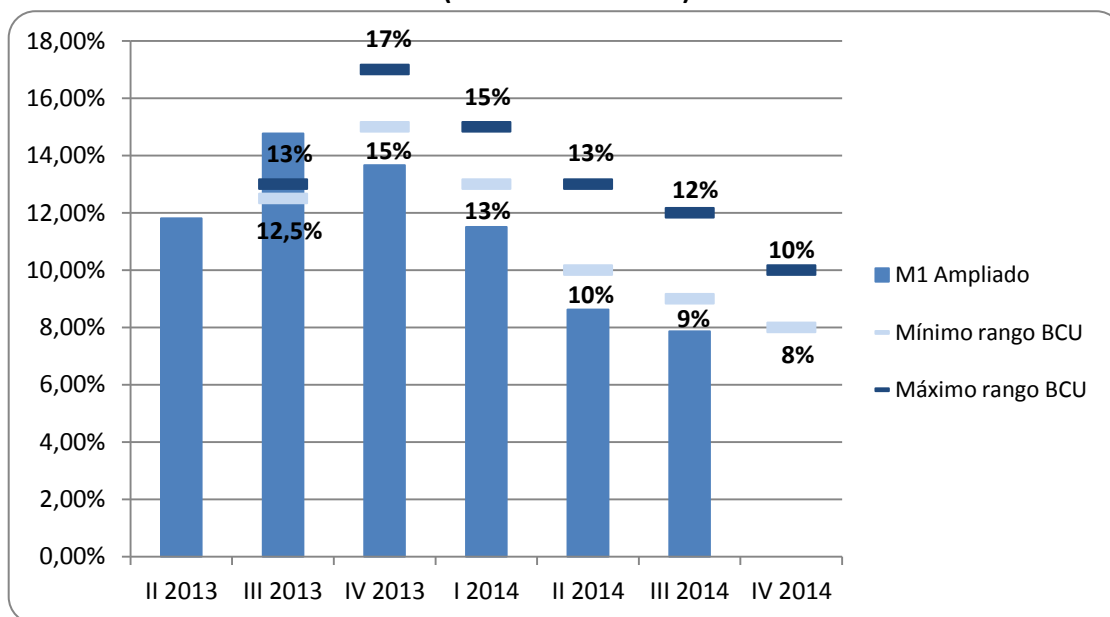
77. Al observar los datos desagregados por rubros, es posible notar que el rubro que acumula mayores niveles de inflación al mes de agosto es la Educación:

13,00%, seguido por Vivienda, que acumula una inflación de 12,51%. También en términos interanuales es la Educación el rubro con registros más elevados: 13,81%, pero en este caso es seguido por Restaurantes y Hoteles, que presenta una inflación de 11,41%.

78. En julio de 2013, el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió sustituir el instrumento de política monetaria que hasta ese momento era la tasa de referencia por un agregado monetario, en este caso el M1 Ampliado².

79. Con este cambio de instrumento de política monetaria, comenzaron entonces a fijarse rangos de variación del M1 Ampliado, es decir, del dinero que circula en la economía. Si bien en el primer trimestre de modificación de la política monetaria no se logró cumplir con la meta establecida, desde el segundo trimestre de aplicación, el M1 Ampliado ha mostrado un sesgo contractivo, ubicándose siempre por debajo del rango meta establecido por el BCU, tal como puede apreciarse en el gráfico.

Tasa de variación interanual del promedio trimestral del M1 Ampliado (saldos a fin de mes)



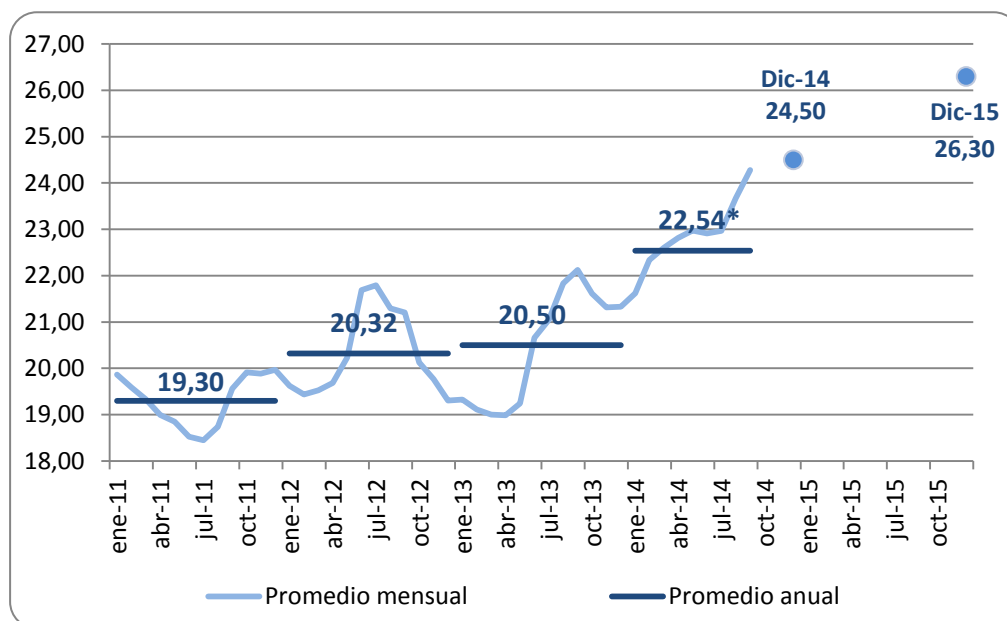
Fuente: BCU

80. Este proceso de contracción de liquidez se lleva a cabo, entre otros instrumentos, a través de los montos licitados en las emisiones de Letras de Regulación Monetaria, lo cual ha generado importantes niveles de volatilidad en las tasas de retorno en el mercado interbancario. De todas formas, el escenario actual es más contractivo respecto a los meses previos no sólo en términos de liquidez sino también en los niveles de las tasas de interés.

² Definición M1 Ampliado: suma de la emisión de dinero en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro del público en el sistema bancario.

81. En lo que refiere al tipo de cambio, cabe destacar que en los últimos meses se ha disparado la cotización del dólar, alcanzando un valor máximo de \$24,74 a fines del mes de setiembre, valor al que no se llegaba desde mediados del año 2005.

**Tipo de Cambio Nominal, dólar interbancario
(al mes de setiembre 2014)**



*Para el año 2014, el promedio es enero-setiembre

Fuente: BCU

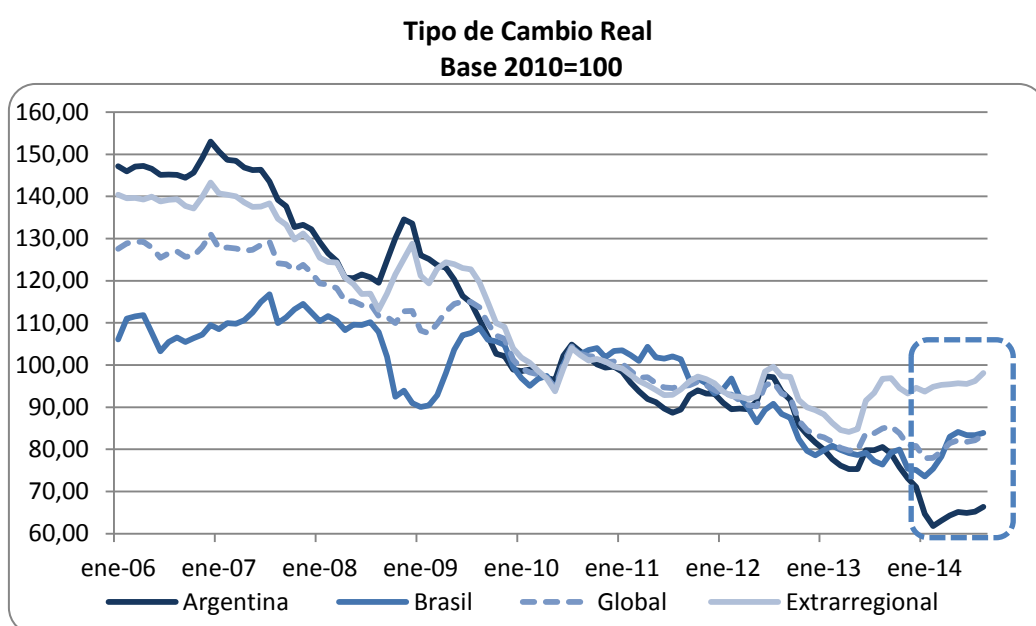
82. Al mes de setiembre, la cotización acumula en el año un crecimiento del 13,82%, siendo el promedio del valor mensual del mes de setiembre de \$24,28. A su vez, la depreciación entre agosto y setiembre fue de 2,56%.

83. El aumento del valor del dólar, como ya se mencionó anteriormente, se está registrando a nivel mundial a raíz de las políticas monetarias contractivas implementadas por la FED en los últimos tiempos. Sin embargo, en la economía local pesan además otros factores en la apreciación de la moneda estadounidense. Por un lado, una reducción en las emisiones de LRM por parte del BCU hace que parte del dinero destinado a este tipo de inversiones se vuelque a la compra de dólares, presionando al alza su cotización. Al mismo tiempo, el contexto regional poco alentador y con creciente incertidumbre también lleva a una creciente búsqueda de respaldo en la moneda norteamericana. Todo esto genera claramente un ambiente de expectativas de un valor del dólar creciente, siendo este elemento de por sí una presión adicional al alza.

84. Bajo este contexto, en la última reunión del Comité de Política Monetaria del BCU llevada a cabo el pasado 30 de setiembre se determinó que los encajes de

los títulos de deuda pública de no residentes se redujeran a 0% en el caso de los emitidos por el Gobierno, y a 30% en el caso de los emitidos por el BCU. De esta forma se busca estimular las inversiones de capitales especulativos de corto plazo, para así atraer dólares al mercado local y generar una mayor oferta de la divisa que ayude a contener el valor de la misma en el corto plazo.

85. El aumento del valor del dólar genera una preocupación adicional en relación a la presión que ejerce sobre los niveles de inflación actuales. De todas formas hay que tener en cuenta que las medidas tomadas por las autoridades monetarias tienen efecto solo en el corto plazo, es decir, el objetivo es reducir la volatilidad del valor del dólar y moderar las presiones alcistas que provienen del exterior.
86. Igualmente cabe mencionar la otra cara de la apreciación del dólar, esto es, la mejora en términos de competitividad. Tal como puede observarse en el gráfico, en el año corriente parece haberse revertido la tendencia decreciente que se venía registrando en términos de Tipo de Cambio Real, aunque a diferentes ritmos en los diversos mercados y lejos aún de recuperarse la competitividad que se perdió en los últimos años.

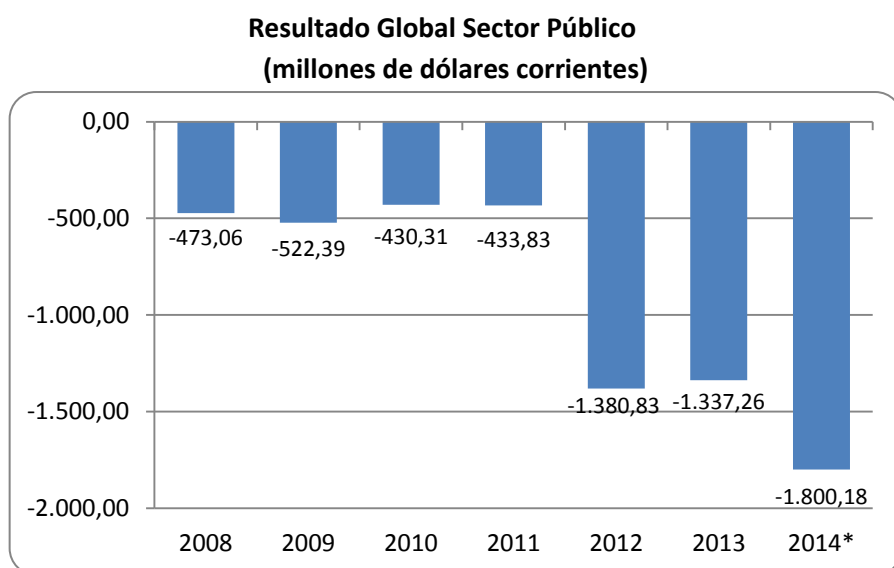


Fuente: BCU

Sector Público

87. Según los datos publicados por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) al mes de agosto, el Resultado Global del Sector Público en los últimos 12 meses resultó deficitario en 1.800 millones de dólares corrientes.,

88. Con este dato el Sector Público en términos corrientes habría empeorado su resultado en 577 millones de dólares respecto al año anterior, tal como refleja el gráfico. Este valor representa el 3,3% del PIB, con lo cual los resultados condicen con las proyecciones establecidas por parte del Gobierno para el cierre de este año en términos de resultado fiscal.
89. Más concretamente, en la última Rendición de Cuentas, correspondiente al ejercicio 2013, las autoridades estimaron que el déficit global del Sector Público Consolidado se ubique en 3,3% del PIB al cierre del presente año (tener en cuenta que el año 2013 cerró con un déficit del -2,4% del PIB), y para el año 2015 estimaron un déficit de -3,2%.



*Datos anualizados al mes de agosto
Fuente: MEF

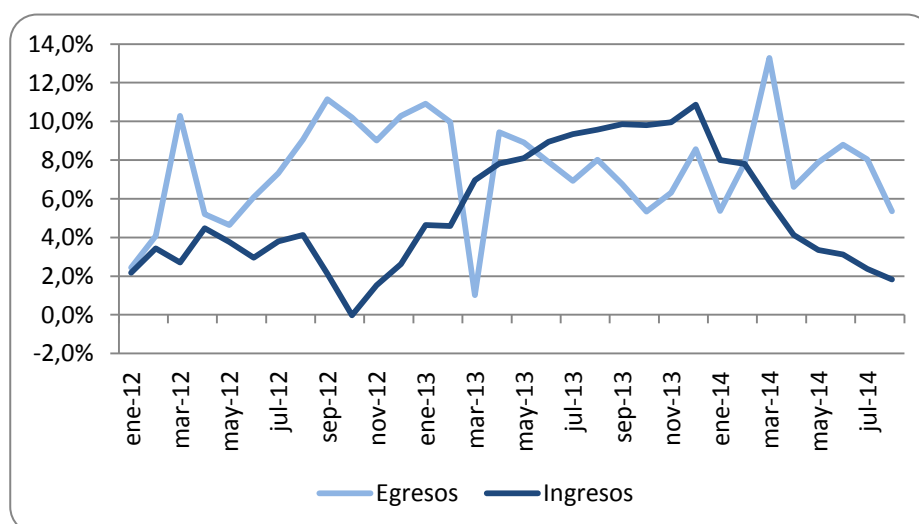
90. Por su parte, el Resultado Primario del Sector Público (antes del pago de intereses) con datos anualizados al mes de agosto, presenta un saldo deficitario en 256 millones de dólares corrientes, es decir, 0,46% del PIB, mientras que en el mismo período del año anterior el resultado primario resultó positivo en 329 millones de dólares corrientes.
91. De modo de analizar más en detalle estos resultados, se puede observar el comportamiento que presentaron los ingresos y egresos del Sector Público tanto en términos corrientes como constantes.
92. Los Ingresos del Sector Público No Financiero en el año móvil al mes de agosto ascienden a 16.483 millones de dólares, lo cual implica que en dólares corrientes se mantuvieron prácticamente incambiados respecto al año anterior, sin embargo en términos reales registraron un incremento de 1,83%. Por su parte los Egresos Primarios del Sector Público No Financiero, ascienden a

16.692 millones de dólares, en términos de dólares corrientes significa un incremento de 2,61% respecto al año anterior y en términos constantes el incremento fue de 5,35%.

93. A partir del gráfico siguiente es posible determinar que desde enero del 2014 las tasas de variación de los egresos en términos constantes pasaron a ser superiores respecto a la de los ingresos, a pesar de que ambas continúan siendo positivas. A su vez en los últimos meses del presente año se destacan las menores tasas de variación en los ingresos que se acercan rápidamente al 2%, mientras que los egresos continúan creciendo a tasas por encima del 5%.

94. A su vez del total de estos gastos el 17,14% corresponde al pago de remuneraciones y el 30,81% al pago de pasividades, mientras que las inversiones representan el 11,58% del total de egresos.

**Tasa de Variación interanual de ingresos y egresos
(a precios constantes)**



Fuente: MEF

Perspectivas

95. En términos globales, el comportamiento de la economía local continúa siendo de menor crecimiento, a pesar de que en los primeros meses del año quedó demostrado que el proceso de desaceleración es menos acentuado respecto a lo previsto al inicio de este año.

96. De todas formas, el contexto de desaceleración se mantiene. Concretamente, si se analizan los datos en forma semestral es posible determinar que en los dos primeros trimestres del año la economía creció en promedio un 3,34%, mientras que en este mismo período pero del año anterior la economía había crecido en promedio un 5,02%.

97. El consumo privado continúa siendo el impulsor del comportamiento de la actividad económica, aunque claramente sus tasas de variación son de menor magnitud respecto a los períodos previos. Mientras que en los primeros seis meses del año 2013 la tasa de crecimiento del consumo privado en promedio respecto al año anterior había sido de 5,28%, en este año dicha tasa ascendió a 4,63%.
98. Este escenario de desaceleración de la economía uruguaya está enmarcado en un contexto internacional que presenta características diferentes respecto a períodos previos. Estados Unidos no deja de brindar señales acerca de que el fortalecimiento del dólar en el mundo es algo que vino para quedarse en los próximos años, más allá de los contextos de volatilidad e incertidumbre que puedan haber respecto a la evolución en el mediano plazo de las principales economías del mundo.
99. Sin embargo, el fortalecimiento del dólar a nivel mundial no implica necesariamente que la economía uruguaya esté ganando y recuperando los niveles de competitividad con sus principales socios comerciales. Si bien en los últimos meses los niveles de inflación internos mostraron un leve descenso, las presiones inflacionarias aún continúan estando presentes. Concretamente, según diferentes estimaciones del sector privado aún se mantiene una inflación anual del sector no transable de la economía cercana al 10%, lo cual ya supone un piso importante de presión sobre los precios. A esto se le debe de sumar al aumento del valor del dólar que presionará adicionalmente sobre los bienes transables y por lo tanto en el nivel general de precios de la economía. Es decir, frente a este escenario de fortalecimiento del dólar el riesgo sobre los precios se acentúa, y al mismo tiempo se hace cada vez más necesario trabajar las otras variables que inciden en la formación de precios, concretamente sobre los niveles de salarios y el gasto del sector público, con el objetivo de lograr una verdadera mejora en términos de competitividad de la economía, para así lograr reducir la velocidad de desaceleración de la actividad económica.
100. Al mismo tiempo las expectativas a nivel regional establecen que las principales economías: Brasil y Argentina, en el mediano plazo deberían atravesar períodos de depreciación de sus monedas locales para tratar de compensar en cierta forma sus bajos niveles de actividad económica. Frente a esto Uruguay tampoco puede estar ajeno a la hora de querer mejorar su competitividad en relación a dos de sus principales socios comerciales, tanto en bienes como en servicios.

101. A este contexto regional y extra regional se le debe de agregar la caída o estancamiento de los precios de los principales *commodities* que exporta Uruguay.
102. Las relaciones de Uruguay con el resto del mundo se han deteriorado significativamente en los últimos tiempos: en la actualidad, es decir al segundo trimestre del año, el déficit en cuenta corriente asciende a 3.053 millones de dólares (en el mismo período del año anterior, el déficit era de 2.786 millones de dólares). No sólo el déficit se ha incrementado de forma importante en los últimos tiempos sino que peor aún, las expectativas respecto a su comportamiento para los próximos tiempos no son buenas, es decir, a pesar del repunte en las exportaciones de bienes que se registró en el segundo trimestre del año, las proyecciones globales tienden hacia un menor nivel de ventas de bienes al exterior como resultado de una menor demanda junto con menores precios. A su vez en materia de servicios las expectativas tampoco son del todo alentadoras, concretamente en lo que refiere a las exportaciones de servicios turísticos de cara a la próxima temporada de verano.
103. De esta forma los principales desafíos para Uruguay parecen estar en las políticas internas que se llevan adelante de forma que este contexto internacional de riesgo no se transforme en un menor crecimiento económico a nivel interno, es decir, menos consumo e inversión.
104. No queda duda de que el nuevo Gobierno deberá enfrentar una coyuntura internacional menos favorable para el país que la de años previos, para lo cual se hace imprescindible trabajar internamente y así corregir las deficiencias internas que el país sufre en diferentes ámbitos.
105. Por mencionar algunas de ellas: en materia de funcionamiento del mercado de trabajo, en el cual existen deficiencias tanto en términos de calidad (restricciones de capital humano asociado a sistemas educativos que han fallado) , como en relación al nivel de remuneraciones y su evolución creciente en los últimos años. De cara a la futuras negociaciones salariales, necesariamente se deberá de trabajar en forma conjunta sector público y privado con el objetivo de no establecer ajustes salariales por encima de los fundamentos de las actividades económicas, ya que de lo contrario la ecuación del empresario será cada vez menos rentable, terminando por erosionar el desarrollo de la actividad privada como motor de la economía a la hora de desarrollar nuevas inversiones y nuevos puestos de trabajo.
106. También existen deficiencias en términos de infraestructura asociadas a un escaso desarrollo y falta de aprovechamiento de importantes capitales privados disponibles para avanzar en la concreción de nuevos proyectos necesarios para

el país. Y por último, importantes deficiencias asociadas al desarrollo de una política fiscal eficiente, basada en la concreción de objetivos asociados a presupuestos previamente definidos.

107. Por lo tanto, más allá de los riesgos externos que se deberán enfrentar en los próximos años, no hay duda de que aún queda margen de acción para llevar adelante políticas eficientes que tengan como objetivo no sólo atacar estas deficiencias, sino también evitar que la desaceleración económica se profundice en el mediano plazo, para que el país continúe su senda de crecimiento sostenible en el tiempo.

Montevideo, 31 de octubre de 2014.