



Departamento de Estudios Económicos

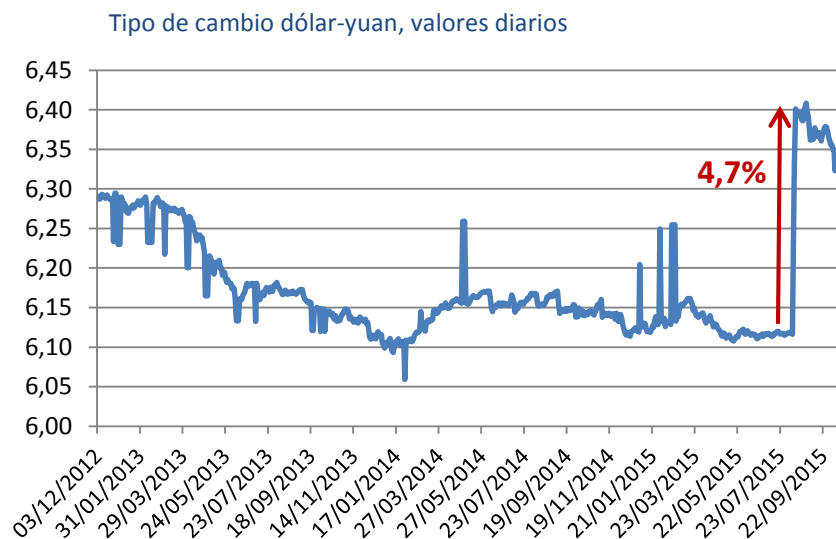
Informe de Coyuntura – Octubre 2015

Contexto Regional y Extrarregional

1. El año 2014 estuvo marcado por diversos cambios en la situación político-económica de los principales actores regionales y extrarregionales. Transcurrida la primera mitad del año 2015, interesa analizar cuál ha sido la evolución reciente de dichos actores, adaptándose a los cambios mencionados y enfrentando nuevos desafíos. A su vez, cabe detenerse a analizar cuál ha sido el impacto de dichos cambios sobre la economía uruguaya, que atraviesa un 2015 marcado por la adecuación a una nueva realidad global, y con el componente adicional de una nueva administración al mando.
2. En primer lugar, la economía estadounidense parece comenzar a afianzarse lentamente en su recuperación económica. De acuerdo con los últimos datos publicados, en el segundo trimestre del año la tasa de variación interanual del PIB ascendió a 2,7%, tratándose del quinto período consecutivo con tasas que superan o igualan el 2,5%. Particularmente, el FMI proyecta un crecimiento del 2,6% para el año 2015 cerrado.
3. A su vez, los niveles de desempleo mejoran mes a mes, habiéndose alcanzado en agosto y replicado en setiembre una tasa del 5,1%, valor al que no se llegaba desde hace más de 7 años. Con este dato, se registra una caída del orden de 0.8 puntos porcentuales (p.p) al mes de setiembre en términos interanuales.
4. Sin embargo, en lo que refiere a la evolución de precios internos, aún se está lejos de la meta establecida: 2%. Los datos de setiembre muestran que la inflación estadounidense en términos interanuales se ubica en 0,0%, siendo a su vez aún bajas las expectativas de alcanzar la meta señalada en el corto plazo.
5. Bajo este contexto, el pasado 17 de setiembre se desarrolló la esperada reunión de la Reserva Federal (Fed), a partir de la cual podía establecerse el alza de las tasas de interés. Sin embargo, tanto el nivel de precios del mercado interno como factores económicos globales (situación económica de China, caída del valor del petróleo, apreciación del dólar), fueron elementos determinantes para que se decidiera postergar nuevamente la decisión de abandonar las tasas actuales cercanas al 0%. La

reunión prevista para el mes de diciembre será el nuevo foco de atención de los analistas internacionales.

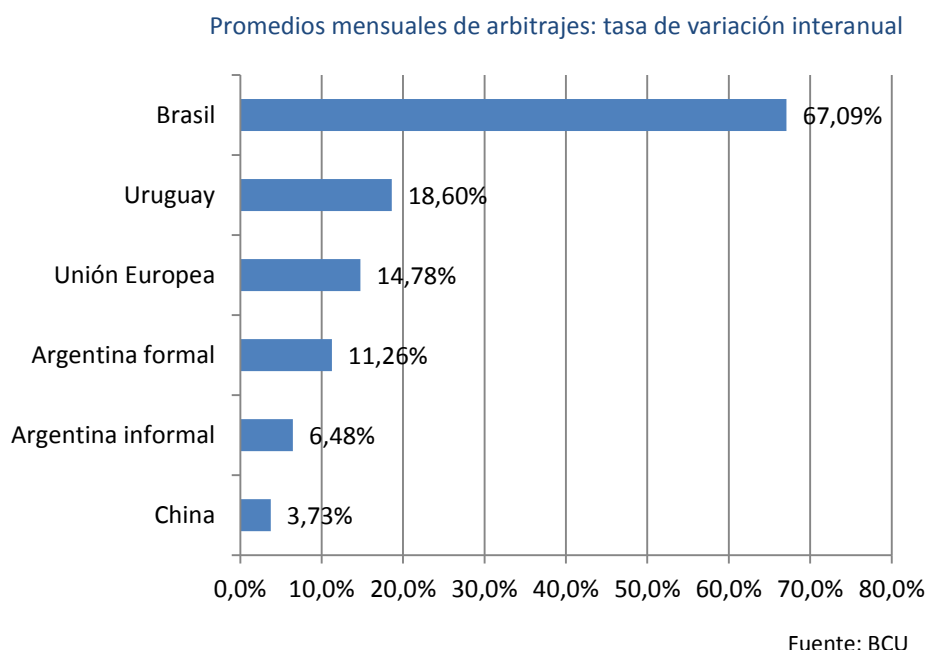
6. En lo que refiere a China, la desaceleración en los niveles de crecimiento económico se consolidan, habiéndose registrado en el tercer trimestre del año una tasa de crecimiento del 6,9% interanual, con expectativas por parte del FMI levemente menores para el 2015 cerrado: 6,8%. Esta nueva realidad de la economía, con tasas de crecimiento menores año a año, ha impactado directamente en las decisiones que han tomado las autoridades asiáticas sobre diversos aspectos.
7. Concretamente, en el mes de agosto la moneda local procesó una devaluación del 4,7%, que en términos mensuales implicó una pérdida de valor respecto al dólar del 3,1%. Ello ha sido señalado por las autoridades como una “corrección puntual”, y es vista como un elemento impulsor del sector exportador, mientras que podría resentir las importaciones, siendo este un factor de preocupación para las economías latinoamericanas, principales proveedoras de materias primas del gigante asiático.



Fuente: Datosmacro

8. Se agrega una nueva presión a la baja sobre el precio de los *commodities* siendo que China es uno de los principales consumidores de este tipo de productos. En particular, en setiembre el precio de la soja cayó 12,3% respecto a igual mes del 2014, mientras que en los mismos términos, el petróleo y la carne cayeron 51,7% y 25,7% respectivamente.
9. En lo que refiere a la Zona Euro, el crecimiento interanual promedio del primer semestre del año se ubicó en 1,4%, mientras que las proyecciones presentadas por el FMI para el 2015 se ubican en 1,5%. Este dato resulta positivo, considerando que no se alcanzaban tasas de crecimiento superiores al 1% desde el año 2011.

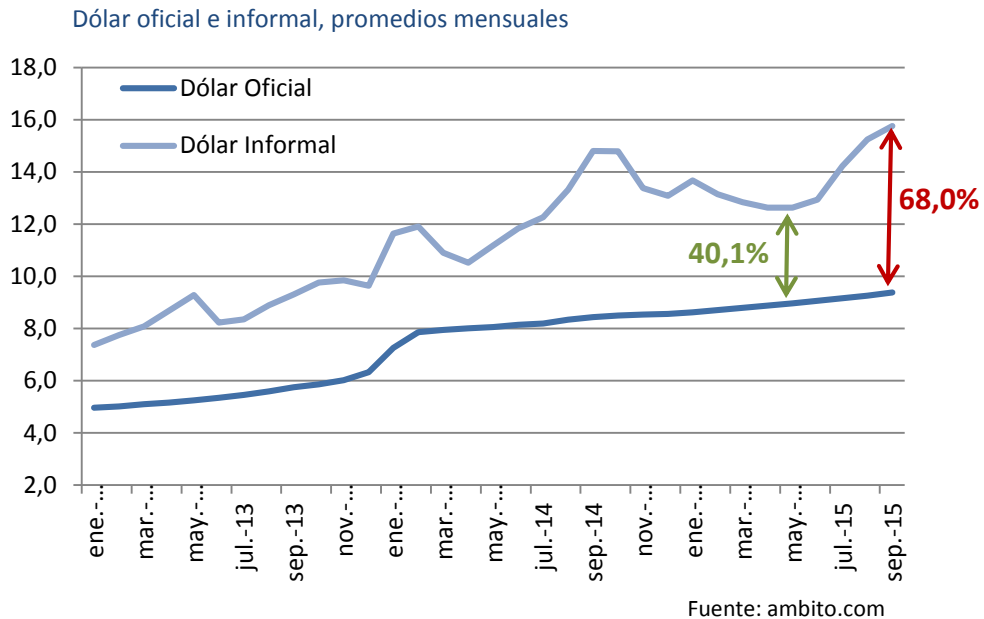
10. Sin embargo, esta recuperación se enmarca en un conjunto de elementos favorables pero poco estables: petróleo barato, la aplicación del *Quantitative Easing* y bajas tasas de interés. A su vez, la eurozona sigue sin poder poner fin a un hecho de gran relevancia: la crisis griega. Luego de que el pueblo griego votara en contra del plan de austeridad, Tsipras asume la conducción del país en un contexto de negociaciones dentro del bloque, en las que la salida de Grecia del euro es una opción que aún no se descarta, pero que es tomada con cautela por el duro golpe que ello implicaría para el bloque.
11. Al igual que el yuan y diversas monedas a nivel mundial, el euro pierde valor frente al dólar: al mes de setiembre la moneda norteamericana ha aumentado su valor respecto al euro en 14,8%, respecto a igual mes del 2014.



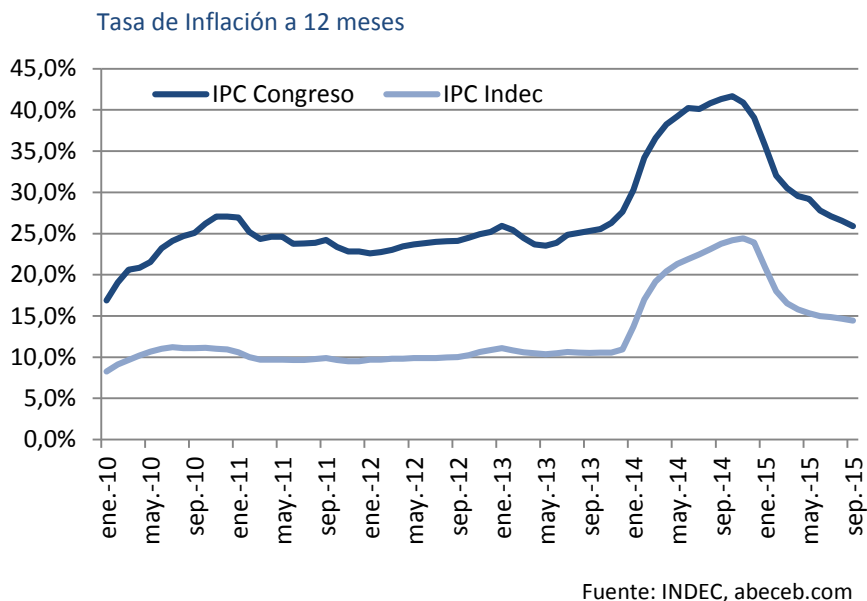
a- Argentina

12. Los últimos datos presentados por el INDEC muestran que la economía argentina presentó un crecimiento del 2,3% en el segundo trimestre del año respecto a igual período del año anterior. En el mes de octubre el FMI corrigió las proyecciones de comportamiento del PIB para el año cerrado, pasando de una caída de 0,3% a un aumento del 0,4%.
13. Por su parte y como se vio en el gráfico anterior, el peso argentino pierde fuerza frente al dólar a lo que se suma el hecho de que el dólar informal frenó su caída: desde octubre del 2014 la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo había comenzado a disminuirse notoriamente, llegando a un mínimo del 40,1% en junio. Sin

embargo, desde el mes de julio dicha tendencia se revirtió, y al mes de setiembre la diferencia entre ambos tipos de cambio ascendía a 68,0%.



14. En lo que refiere a los precios internos, si bien el nivel de inflación se mantiene en los dos dígitos y en valores altos, las presiones han ido disminuyendo en los últimos meses, tanto en lo que refiere a los datos oficiales como a los alternativos. En el primer caso, al mes de setiembre la inflación ascendía al 14,4% en términos interanuales, mientras que el índice elaborado por privados se ubicaba en 25,9%.



15. Sin embargo, las dificultades señaladas en el frente externo tienen un importante impacto en la economía argentina. La caída del precio de los *commodities*, particularmente el de la soja junto con la devaluación del yuan ya comentada, resulta

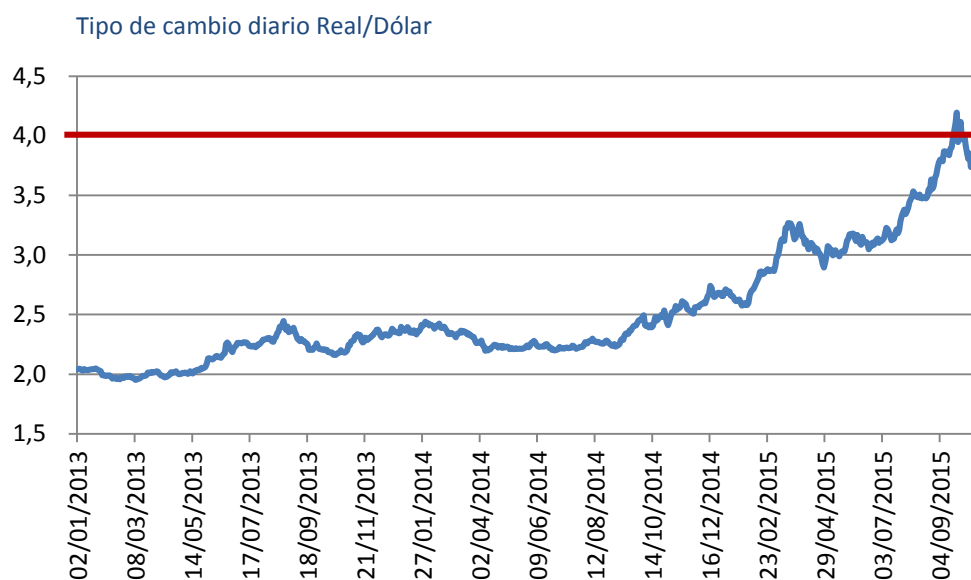
una gran amenaza siendo que se trata de uno de los principales productos de exportación del país: los datos al mes de agosto mostraban una caída de las ventas hacia China de 21,2% en términos interanuales.

16. Al mismo tiempo la situación de la economía brasileña, afecta también directamente el sector exportador argentino, concretamente a la industria automotriz que enfrenta una contracción importante en sus niveles de producción como resultado de una menor demanda del país vecino. Según estimaciones privadas, se espera que las exportaciones de este sector finalicen el año 2015 con una caída entorno al 13% interanual.
17. Este panorama se enmarca en un año de elecciones presidenciales: el pasado 25 de octubre los resultados llevaron a un balotaje a definirse en noviembre entre el oficialista Daniel Scioli y Mauricio Macri. Independientemente de quien salga triunfante, la nueva administración es vista como un sinónimo de cambio para el país.
18. La economía argentina se ha visto notoriamente debilitada en los últimos tiempos, y actualmente recibe impactos negativos desde varios frentes a lo cual se le suman los importantes desequilibrios internos que mantiene a nivel de las principales variables macroeconómicas, con lo cual para lo que resta del año y para el comienzo del nuevo mandato se esperan inexorablemente tiempos de ajuste y adecuación con los consiguientes efectos económicos y sociales.

b- Brasil

19. Por último, cabe detenerse en la situación actual de uno de los principales socios comerciales de Uruguay: Brasil. En este caso, a los shocks que recibe desde el frente internacional, su suma una muy compleja realidad local. En primer lugar, los datos de Cuentas Nacionales muestran a una economía en recesión. Durante el primer trimestre del 2015 el PIB cayó 1,6% mientras que en el segundo trimestre la caída fue aún más pronunciada: 2,6%: no se registran tasas positivas de variación interanual del PIB desde el primer trimestre del 2014.
20. Inclusive, las expectativas internas acerca del comportamiento económico resultan más pesimistas semana tras semana: a fines de agosto se esperaba una caída del producto en el cierre del año en el entorno del 2,3%, mientras que en la última semana de octubre la caída pronosticada asciende a 3,0%, valor que coincide con lo esperado por parte del FMI.
21. La moneda local pierde sucesivamente valor frente al dólar: entre agosto y setiembre la depreciación del real alcanzó el 11,2%, mientras que en términos interanuales al

mes de setiembre el dólar aumentó su valor respecto al real en 67,1%. Ello implicó que el real pasara momentáneamente la barrera de los \$R 4, cifra que no se superaba desde la creación de la moneda. A su vez, si bien actualmente la cotización cedió y ronda los \$R 3,8, las expectativas locales auguran un cierre del año con una cotización nuevamente en \$R 4.

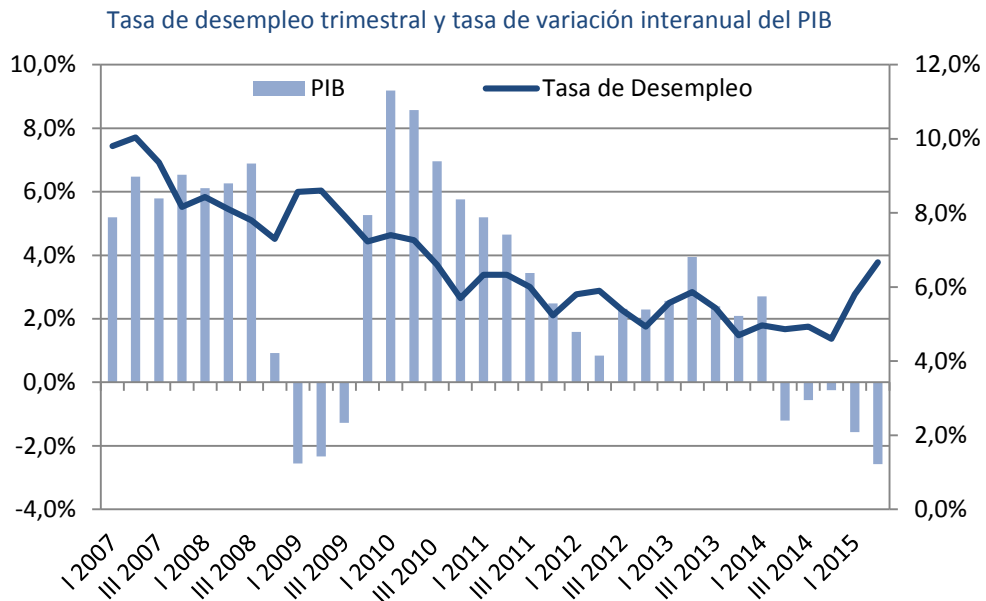


Fuente: BCB

22. Este comportamiento de la moneda local es producto tanto de los factores externos ya señalados, como del importante peso que juega la realidad local en materia de expectativas económicas. Un primer factor de presión lo constituye los altos niveles de inflación: al mes de setiembre alcanzaban el 9,5%, superando por 3 p.p. la meta establecida por las autoridades. Ello impacta de forma directa en la demanda interna, la cual fuera un importante impulsor del crecimiento económico del país, pero que en el segundo trimestre del año presentó una caída del orden del 2,7% respecto a igual período del año anterior.
23. Se suma un importante déficit fiscal del 9% del PIB y el pronóstico presentado por el gobierno en la Ley de Presupuesto estima un déficit primario del 0,5% para el año 2016. Este hecho fue determinante para que la agencia Standard & Poor's (S&P) le retirara el grado inversor al país. La respuesta a nivel local no tardó en llegar, y la Presidenta Rousseff anunció un paquete de medidas para lograr en el año 2016 un superávit primario del 0,7% para lo cual entre otros aspectos, se prevé un aumento impositivo.
24. Como si la situación no fuera de por sí grave, el escenario político atraviesa un momento crítico poniéndose incluso en duda la continuidad del mandato de Dilma Rousseff. En este contexto, de acuerdo con la información recabada por *Datafolha*, la

reprobación de la presidenta alcanza un tope del 71%, tratándose del peor resultado desde que el instituto realiza este tipo de análisis (1987).

25. Se trata de una situación muy compleja que inclusive tiene más aristas: un creciente nivel de desempleo (7,6% al mes de agosto), caída en sectores como la Industria (-5,2% en el segundo trimestre en términos interanuales) y el Comercio (-7,2% en los mismos términos). Bajo este contexto como se señaló, no sólo se espera una caída del nivel de actividad para el año cerrado, sino también para el 2016 (-1,2%).



Fuente: IBGE

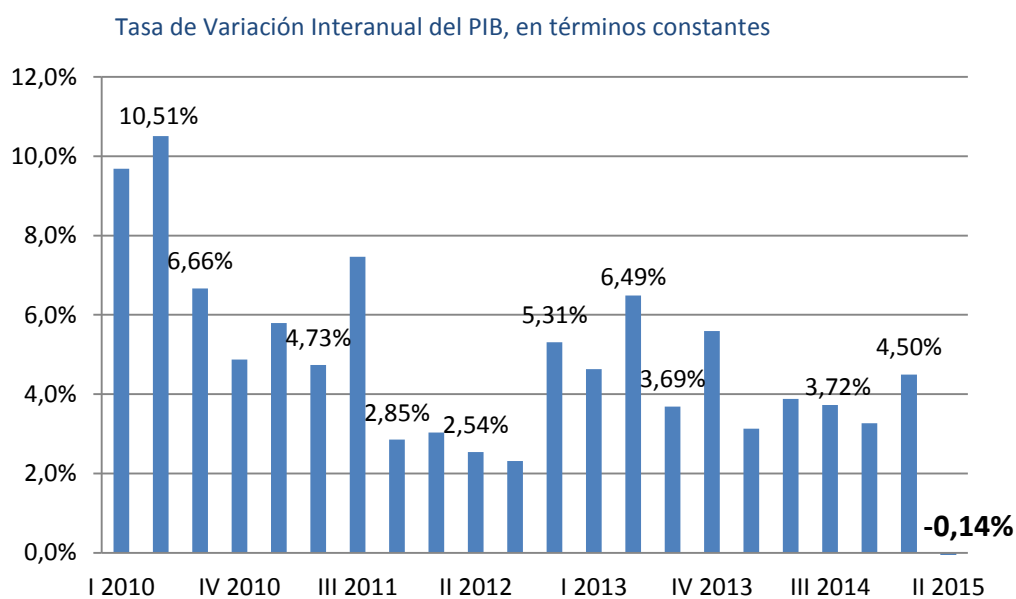
26. Brasil es uno de los principales socios comerciales de Uruguay, y al mismo tiempo es un gran competidor en los mercados internacionales de productos exportados por Uruguay, como es el caso de la soja, por la cual no sólo se reduce la venta de productos uruguayos con destino al país norteamericano sino que además, los productos uruguayos pierden posiciones en los mercados internacionales al enfrentarse con un competidor que se abarata en relación a la producción local.

Nivel de actividad de la economía local

27. Enmarcado en este escenario internacional comprometido, el pasado mes de setiembre fueron presentados los datos de Cuentas Nacionales correspondientes al segundo trimestre del año. En dicho informe y conforme a dicho contexto, se estableció que la economía uruguaya presentó una caída del 0,1% respecto a igual período del año anterior. A su vez, la evolución en términos desestacionalizados mostró una caída más pronunciada, de 1,8%.

28. De esta manera, la desaceleración que se venía observando y anunciando trimestre tras trimestre, se hizo sentir de manera contundente en este período, incluso ya con tasas de variación negativas.

29. De todos modos, desde el gobierno se manifestó que los resultados se encuentran dentro de lo previsto, manteniéndose de esta manera las proyecciones de crecimiento para el 2015 del 2,0%. Por su parte, el FMI corrigió en el mes de octubre sus proyecciones levemente a la baja, tanto para el año 2015 como para el 2016: 2,5% y 2,2% respectivamente (desde valores del 2,8% y 2,9%).



Fuente: BCU

a- Enfoque según Sector de Actividad

30. Del análisis de los datos desde la óptica de los distintos Sectores de Actividad de la economía, se destaca el comportamiento del sector Suministro de Electricidad, Gas y Agua, que mostró una caída respecto al segundo trimestre del 2015 de 58,5%. Las autoridades destacaron que dicho resultado fue producto de la sequía registrada en el país, con la consecuente caída en la generación de energía con base hidráulica. Al analizar el comportamiento del PIB sin considerar a este sector, que tuvo una incidencia negativa del 1,6%, la tasa de variación interanual se ubicaría en el entorno de 1,5%.

31. El sector de la Construcción fue otro de los que registraron caída en sus niveles de actividad en términos interanuales: -4,1%. En este caso la culminación de las obras de Montes del Plata sigue incidiendo desde la óptica del sector privado, mientras que en lo que respecta al sector público, la reducción de las obras de vialidad y

telecomunicaciones explican el comportamiento. Se alcanza con este registro, el sexto trimestre consecutivo con tasas de variación negativas.

32. En el caso de los sectores de actividad que se destacaron por su comportamiento favorable, la Industria Manufacturera sobresale, con una tasa de variación interanual de 9,7%. Sin embargo, el comportamiento que se observa en el sector, desde hace cuatro trimestres, es explicado fundamentalmente por las ramas exportadoras, dedicadas a la producción de pasta de celulosa, con lo cual es esperable que cuando culmine este efecto, que se dará por única vez, las tasas de crecimiento del sector se ajusten a la baja.

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

Tasas de Crecimiento del PIB por Sector de Actividad	Variación % II Trim.2015 – II Trim. 2014 (en términos no desestacionalizados)	Variación % II Trim. 2015 – I Trim. 2015 (en términos desestacionalizados)
Actividades Primarias	2,05	-1,65
Industria Manufacturera	9,73	2,60
Electricidad, Gas y Agua	-58,50	-54,54
Construcción	-4,07	-1,83
Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles	-4,21	-4,44
Transporte, Almacenamiento, y Comunicaciones	3,11	-0,77
PIB	-0,14	-1,84

Fuente: BCU

b- Enfoque por Componentes del Gasto

33. En lo que refiere al comportamiento del PIB desde la óptica del Gasto, la desaceleración de la demanda interna fue el factor de mayor incidencia en los resultados observados. El Gasto de Consumo Final presentó una caída de -0,7% en términos interanuales, resultado en el que pesó más el comportamiento negativo del consumo de las familias (-1,1%), dado que el consumo del sector público continuó creciendo. Por primera vez desde el año 2003 se registran tasas de variación negativas en dicho componente del gasto, hecho que preocupa dado que el consumo ha sido en los últimos tiempos el gran motor de crecimiento de la economía uruguaya.
34. En relación a la Inversión, el resultado también fue notoriamente negativo: -6,4% respecto al segundo trimestre del 2014, con la diferencia que en este caso tanto el

sector público como el privado presentaron tasas de variación negativas, aunque la del segundo fue considerablemente menor: -18,3% y -3,4% respectivamente.

35. En lo que respecta al comercio exterior, las Exportaciones de Bienes y Servicios cayeron 1,4% en términos interanuales. En esta oportunidad, el resultado negativo se registró tanto en las exportaciones de bienes como de servicios, explicándose la caída en el primer caso, por las menores ventas al exterior de soja, trigo y productos cárnicos, que no pudieron ser contrarrestadas por el aumento en las exportaciones de pulpa de celulosa. En lo que refiere a servicios, se dio un aumento en el turismo receptivo: 8,2% más turistas que en el segundo trimestre del 2014 con un aumento del 10,2% en los gastos realizados. Sin embargo, ello no fue suficiente para compensar la caída en las exportaciones de Otros servicios.

Tasa de Variación del PIB por Gasto, en términos constantes

Tasas de Crecimiento del PIB según Componentes del Gasto	Variación % I Trim. 2015 – I Trim. 2014 (en términos no desestacionalizados)	Variación % II Trim. 2015 – II Trim. 2014 (en términos no desestacionalizados)
Gasto Consumo Final	2,36	-0,69
Privado	2,36	-1,06
Público	2,32	2,11
Inversión	1,17	-6,41
Público	3,56	-18,26
Privado	0,73	-3,41
Exportaciones	6,58	-1,35
Importaciones	1,12	-2,57
PIB	4,50	-0,14

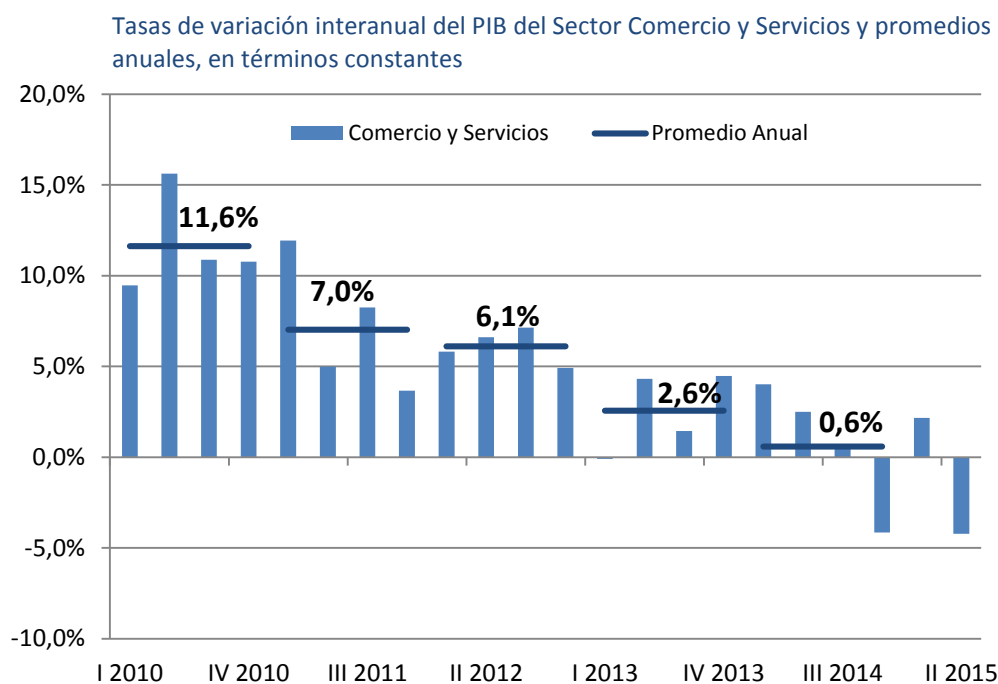
Fuente: BCU

36. Por último, las Importaciones de Bienes y Servicios también mostraron una tasa de variación interanual negativa: -2,6%. Ello fue explicado tanto por la caída en las importaciones de bienes de consumo y de capital, como por el peor comportamiento del turismo emisor: la cantidad de uruguayos que viajaron al exterior entre abril y junio del 2015 fue 3,9% menor a la registrada un año atrás. A su vez, los gastos realizados por estos turistas también se contrajeron: -7,8%.

Sector Comercio y Servicios

37. En el caso del Sector Comercio y Servicios (SCyS), luego del repunte que se había evidenciado a comienzos del año, en el segundo trimestre volvió a registrar una caída en sus tasas de variación. De acuerdo con los últimos datos de Cuentas Nacionales, el sector Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles registró una tasa de variación

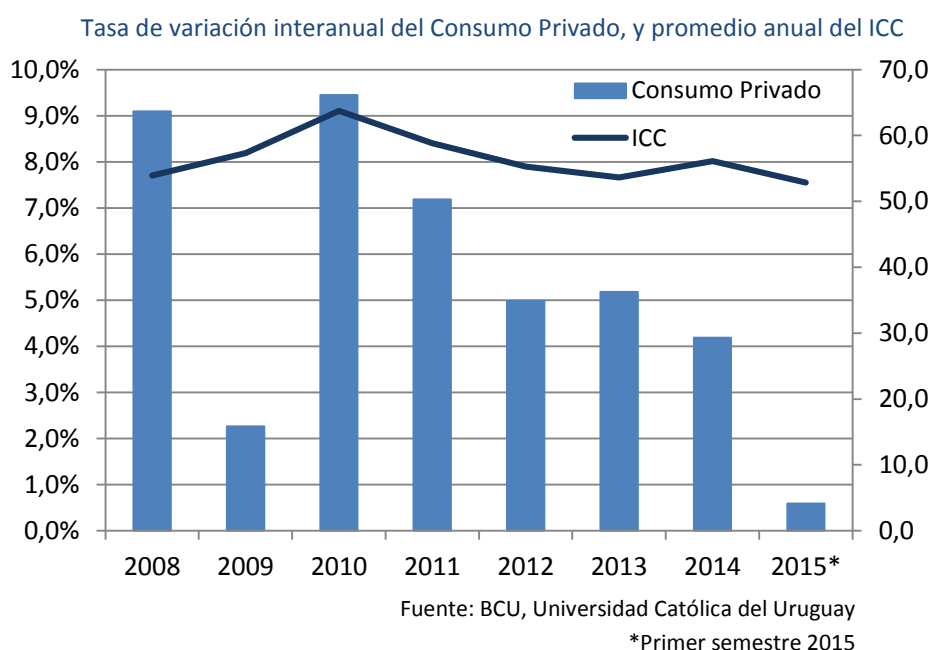
interanual del -4,2%. En este caso, la actividad comercial fue la que evidenció los peores resultados, sin que ello pudiera ser compensado en su totalidad por el comportamiento de los servicios de restaurantes y hoteles.



Fuente: BCU

38. Tal como se observa en el gráfico, el sector muestra tasas de crecimiento promedio menores año a año, y los últimos datos no indicarían que el 2015 fuera la reversión de dicho comportamiento, sino por el contrario se estaría profundizando esta situación de menor actividad. Si se realiza el supuesto de que el sector se mantenga estancado en el segundo semestre del año (creciendo a una tasa del 0%), la tasa de variación promedio del 2015 sería de -1,3%. Se debe de tener en cuenta que el sector ya cerró el año 2014 con un crecimiento leve, cercano a una situación de estancamiento: 0,6%.
39. Incluso al analizar los últimos datos arrojados por el Indicador Adelantado de la Actividad Comercial (LIDCOM) es posible reafirmar el resultado que surge del supuesto anterior: de acuerdo con el indicador, la tendencia de la actividad comercial continuaría mostrando signos de desaceleración en los trimestres próximos, por lo cual es posible estimar para el cierre del año 2015 y 2016 registros de caída del sector entorno al 1%.
40. Si bien la desaceleración del sector ya se venía percibiendo y se encontraba enmarcada en la desaceleración de la economía en su conjunto, los últimos datos son acompañados por un entorno local ya más comprometido, en el que las variables que impactan de manera directa sobre el mismo, han estado mostrando signos de deterioro período tras período.

41. En primer lugar, como se comentó previamente, el consumo privado ya no se comporta con el empuje que lo hizo trimestres atrás, y ello es un claro shock negativo para el resultado de las actividades económicas del sector Comercio.
42. Más allá del dato concreto de Cuentas Nacionales referente al comportamiento del consumo privado, existen otros indicadores complementarios que reflejan este escenario de menor predisposición a consumir por parte de los hogares.
43. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC, Departamento de Economía – Universidad Católica del Uruguay) se ha visto altamente deteriorado desde octubre del 2014, ubicándose desde el pasado mes de mayo en niveles de “Moderado Pesimismo”, algo que no se observaba desde el año 2008. Como puede apreciarse en el gráfico siguiente, el comportamiento del Consumo Privado guarda una estrecha relación con la evolución del ICC, con lo cual el deterioro constatado en dicho índice resulta de relevancia a la hora de analizar cuál será el comportamiento del consumo en los próximos trimestres.



44. En el mes de setiembre el ICC mostró una nueva caída respecto al mes anterior, en esta oportunidad del 7,0%, marcándose de esta manera un nuevo mínimo histórico. En términos interanuales, la caída observada asciende al -28,5%.
45. A su vez, el último registro tiene la peculiaridad de haber constatado una caída simultánea de todos los subíndices que lo componen. Se destaca mes a mes el empeoramiento de la Predisposición a la compra de bienes durables: en setiembre dicho subíndice mostró una caída respecto a agosto del -11,4%. Al mismo tiempo se ha

notado un deterioro en la percepción de la situación económica personal: particularmente, en setiembre cayó 9,3% tratándose de la caída más profunda desde que se elabora el índice.

46. A través del análisis del comportamiento de la recaudación del IVA también es posible anticipar de manera aproximada el comportamiento del consumo. En este caso, al analizar la recaudación de la DGI en términos constantes se observa la desaceleración ya desde el año 2014, momento en el que se pasó de tasas de variación de la recaudación del entorno del 10% en términos interanuales, al -0,4% registrado en el último trimestre. El año 2015 comenzó con una profundización de dicha desaceleración: en el primer y segundo trimestre se registraron tasas de variación negativas, del -2,0% y -1,2% respectivamente.
47. A su vez, al desagregar los datos entre IVA interno e IVA a importaciones, queda en evidencia que el comportamiento del segundo es el que se ha visto más afectado en los últimos tiempos: en términos constantes cayó 8,9% en el segundo trimestre respecto a igual período del año anterior, siendo el aumento del valor del dólar lo que más ha impactado en dicho comportamiento.
48. En la misma línea, la Encuesta de Actividad del Sector Comercio y Servicio elaborada por la CNCS mostró para el segundo trimestre del año una caída de las ventas reales en el 80% de los sectores relevados, siendo a su vez dichas caídas, en gran parte de los casos, superiores al 10%.

Tasas de Variación Interanual de las Ventas en términos reales,
en Montevideo

Sectores	Segundo Trimestre 2015
Art. de Bazar	
En Bazares	-5,0%
En Sup. Y Coop.	-4,2%
Confiterías	-7,2%
Electrodomésticos	
Casas de electrodom.	-16,6%
En Sup. y Coop.	-20,0%
Ferreterías Mayoristas	-7,1%
Ferret. Y Pinturerías	-7,8%
Ferreterías Industriales	-6,8%
Pinturerías	-11,8%
Ópticas	2,4%
Jugueterías	0,1%
Supermerc. y Coop.	-0,9%
Vestimenta en Gral.	
Vestimenta Dama	3,6%
Vestimenta Caballero	1,2%
Calzado	-4,3%
Autos y Camionetas*	-13,0%
Camiones y Ómnibus*	-48,1%
Ciclomotor hasta 50cc	-60,2%
Motocicletas hasta 125cc	-20,1%
Barracas	-1,9%
Repuestos Automotrices	-5,0%
Maquinaria Agrícola*	-43,9%
Agencias de Viaje	-6,3%
Hoteles 3 estrellas	-16,0%
Hoteles 4 estrellas	-12,5%
Servicios Informáticos	28,0 %
Software	16,2%
Hardware	27,5%

*Información para el total del país.

Fuente: CNCS

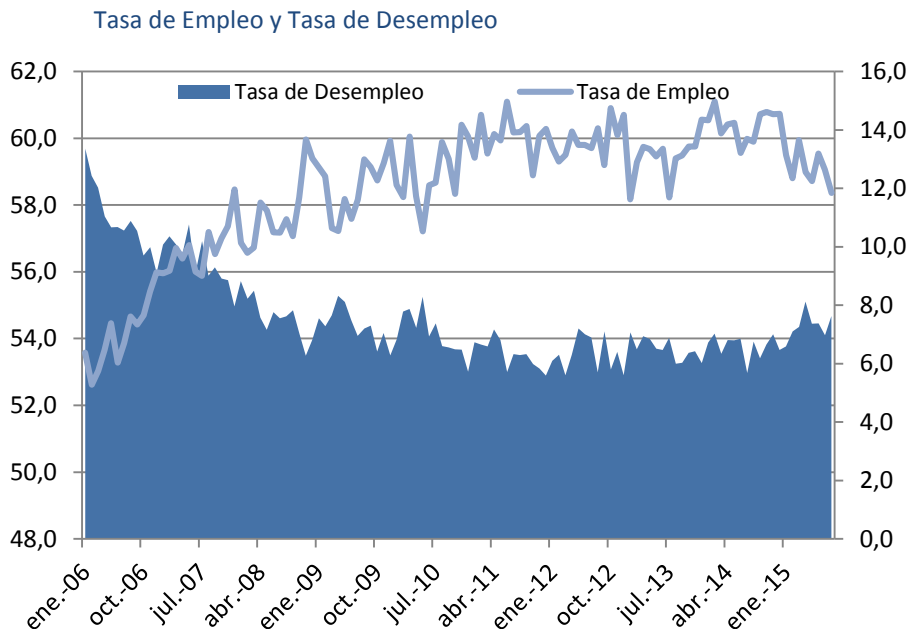
49. Entre los sectores que presentaron resultados menos favorables se encuentran las casas de electrodomésticos, las ventas de ciclomotores, motocicletas, automóviles, maquinaria agrícola, así como los hoteles. En lo que refiere a bienes, se trata de productos importados por lo general valuados en dólares, con lo cual la apreciación de dicha moneda encarece estos productos disminuyendo el poder de compra por parte de las familias uruguayas.
50. Otro de los elementos que se reflejan en la caída del consumo, y como consecuencia, en los peores resultados observados en el SCyS, es la evolución del crédito al consumo de los hogares. De acuerdo con los datos del BCU, a partir del mes de marzo los créditos solicitados comenzaron a presentar una notoria desaceleración, pasando de

crecer en términos interanuales a tasas constantes del entorno del 6% a los datos más recientes que no alcanzan el 1%.

Mercado de trabajo

51. En relación a la Tasa de Desempleo (TD), si se observan los datos de los primeros 8 meses del 2015, se constata un valor en promedio de 7,3%, mientras que en igual período del 2014 dicho promedio se ubicaba en 6,6%: ello implica que la cantidad de personas desocupadas entre dichos períodos aumentó en 11.392.

52. A partir de dicha información, es posible esperar que la tasa cierre el año con valores más bien cercanos al 8%, esperándose para lo que resta del año meses en que se profundice el deterioro del mercado de trabajo.

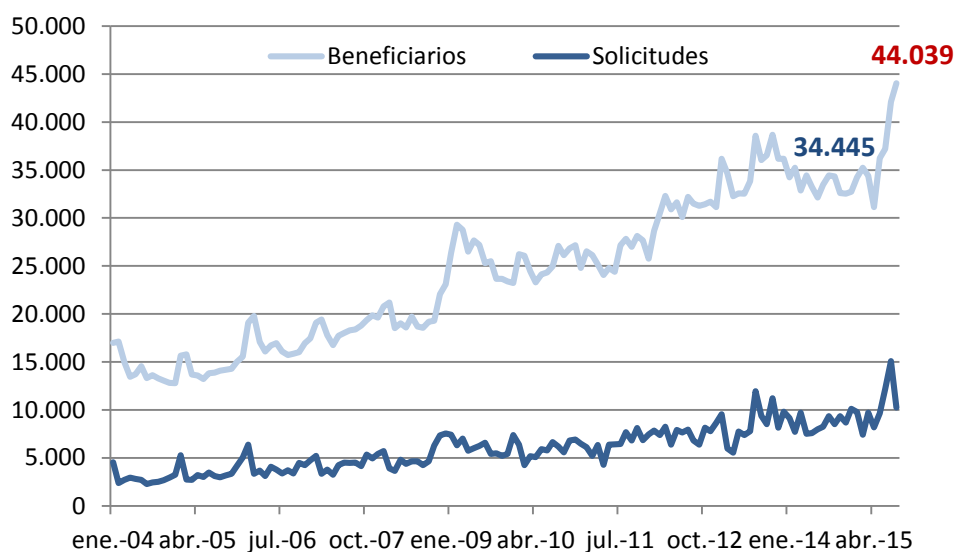


Fuente: INE

53. En lo que refiere a la Tasa de Empleo (TE) y tal como refleja el gráfico anterior, ha mostrado durante el transcurso del año una tendencia a la baja. En el mes de agosto se ubicó en 58,4%, valor que implica una caída en términos interanuales de 1.5 p.p.

54. El análisis del comportamiento del mercado de trabajo es posible complementarlo con las estadísticas referentes tanto a la cantidad de beneficiarios del subsidio por desempleo como a las nuevas solicitudes. Ambas series han evidenciado un importante aumento en los últimos meses, según la información proporcionada por el Banco de Previsión Social (BPS).

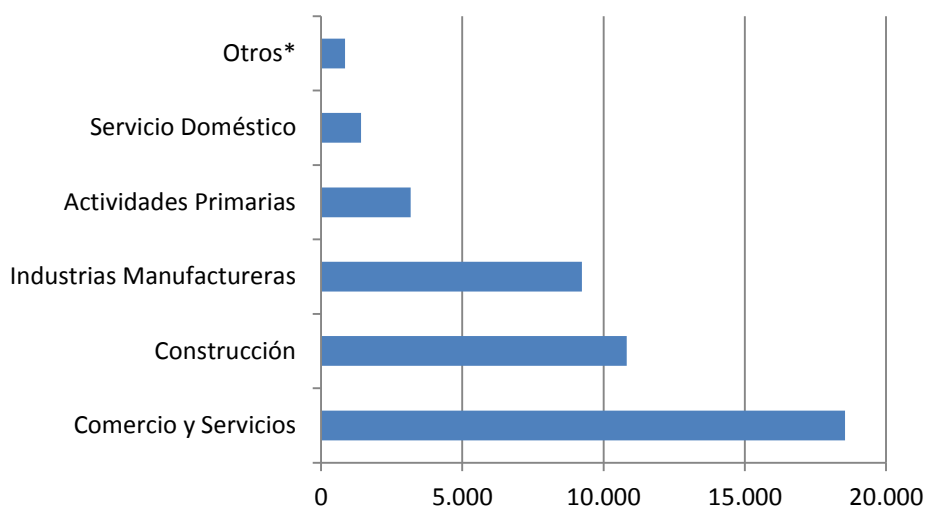
Cantidad de beneficiarios y solicitudes del subsidio por desempleo por mes



Fuente: BPS

55. En el mes de agosto, los beneficiarios de dicho subsidio llegaron a ser 44.039 personas, lo que implicó un aumento respecto a igual mes del año previo del 27,9%. Más allá de situaciones puntuales que pueden distorsionar el análisis de los datos mensuales, si se considera el promedio de los primeros 8 meses del año, la variación interanual asciende al 9,1%.
56. En lo que refiere a las nuevas solicitudes de acceso a dicho beneficio mes a mes, la tendencia en lo que va del año también es creciente, habiéndose constatado un pico en julio de 15.076 nuevas solicitudes. Ya en el mes de agosto la cantidad de solicitudes fue menor (10.242), pero aún se observa una tendencia al alza respecto a meses anteriores. En dicho mes, la comparación interanual arroja un aumento del 9,4%.
57. Al dato global del acceso al subsidio, se suma el desagregado según los diferentes sectores de actividad. En el caso del SCyS, se trata del sector que ocupa mayor cantidad de mano de obra: 58,0% al mes de julio, con lo cual no sorprende que también sea el sector con mayor cantidad de personas beneficiarias del subsidio por desempleo. Del total de los beneficiarios del mes de agosto, el 41,5% pertenece al SCyS, esto es, 18.549 personas, y a su vez dicha cifra implica un aumento respecto a agosto del 2014 del 25,4% (3.760 personas).

Cantidad de beneficiarios del subsidio por desempleo, por sector de actividad
Agosto 2015



Fuente: BPS

*Actividades de organizaciones y órganos extraterritoriales, Adaptación a Uruguay, Subsidio a cargo del BPS.

58. En términos de tasas de variación en la totalidad de los sectores, con la excepción del servicio doméstico y la categoría otros, se registró un aumento respecto a agosto del 2014 superior al 25%.
59. En términos del precio de la mano de obra, al mes de agosto el Índice Medio de Salarios (IMS) acumula un crecimiento de 9,0% en la comparación interanual, lo cual determina que en términos reales se registre una caída de -0,5%, frenándose así el aumento persistente del poder de compra de los salarios período tras período de años anteriores. Se debe tener en cuenta que en estos últimos datos aún no se incorporan los resultados de las negociaciones que se están llevando adelante en el marco de la sexta ronda de negociaciones salariales, donde grupos claves de la economía están definiendo sus ajustes para los próximos tres años: bancos, sector salud privada, bebidas, hoteles y restaurantes, entre otros.
60. El proceso de negociación atraviesa ciertas dificultades al momento de lograr acuerdos y un elemento que claramente juega en este sentido es el escenario económico de base, el cual se vuelve más tenso y necesariamente los diferentes sectores de actividad deberán incorporarlo como una variable clave a considerar en el cierre de las negociaciones. Los acuerdos que se definan en este período serán un punto de partida para los procesos de negociación que se inicien el año próximo, en sectores también muy relevantes para el SCyS como lo es Tiendas y Supermercados.
61. Por lo tanto, si los procesos de negociación incorporan esta nueva realidad y a su vez consideran de alguna forma los lineamientos propuestos en las pautas oficiales, los ajustes salariales que se definan estarían mostrando una moderación respecto a los

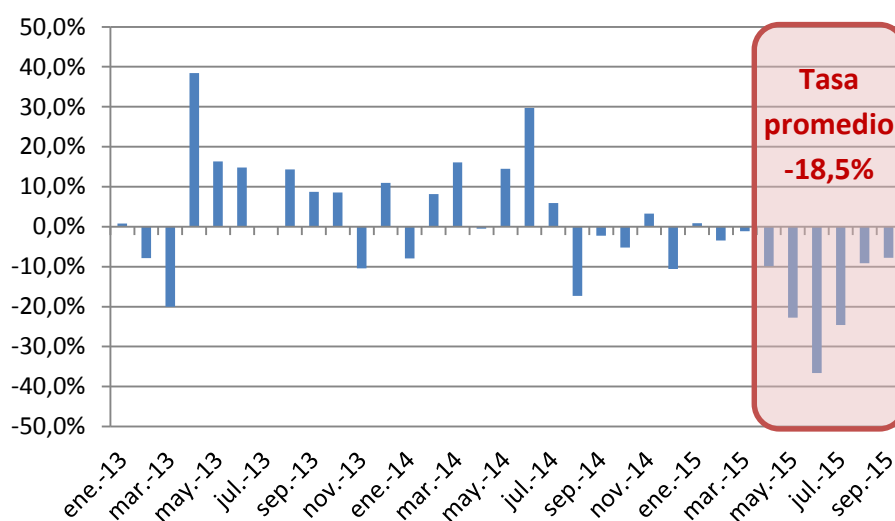
años anteriores. Es decir, es posible esperar tasas de crecimiento del ISR para el 2015 y 2016 más bien cercanas al 2%, que claramente son de menor magnitud: en los años anteriores las variaciones promedio interanuales del ISR estuvieron por encima del 3%, y en el sector privado incluso por encima del 4%.

62. De todas formas, continúa registrándose un crecimiento del poder adquisitivo de los salarios por encima de las proyecciones de crecimiento de la economía para dichos años. Inclusive, en aquellos sectores de actividad que hoy ya registran caídas en sus niveles de actividad, esta moderación salarial parecería resultar insuficiente para que no se traduzca en efectos sobre el mercado de laboral a través de la destrucción de puestos de trabajo.

Comercio Exterior

63. De acuerdo con los datos presentados por Uruguay XXI, el sector exportador de la economía uruguaya ha registrado un importante ajuste a la baja durante los tres primeros trimestres del 2015. Concretamente, al mes de setiembre las exportaciones acumulan un total de 6.485 millones de dólares, cifra que implica una caída del 15,4% respecto a igual período del año anterior. En términos mensuales, en el noveno mes del año se constató una caída del 7,8% interanual.

Tasa de variación interanual del nivel de exportaciones en términos mensuales

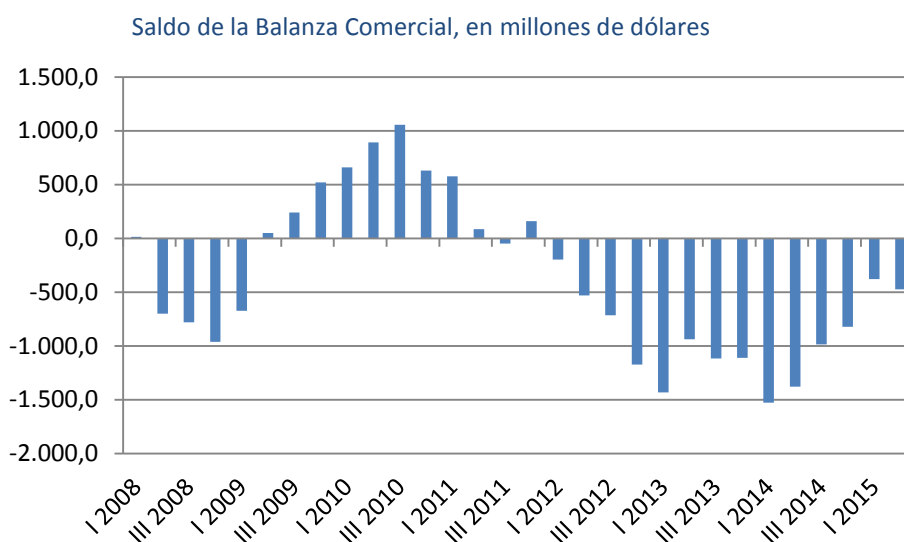


Fuente: Uruguay XXI

64. Se refleja claramente en el gráfico anterior que el comportamiento negativo del sector exportador se viene constatando desde la segunda mitad del 2014, con una fuerte recaída entre los meses de mayo y julio del 2015, y que se mantiene en la actualidad.
65. Analizando la situación por destinos de exportación, si bien China y Brasil continúan liderando la posición de los principales compradores en primer y segundo lugar

respectivamente, en ambos casos los niveles de exportaciones cayeron de manera significativa, tanto por menores precios como por menores cantidades demandadas.

66. En el caso de China, entre enero y setiembre del 2015 cayeron 13,2% los montos colocados respecto a igual período del 2014. Tratándose del principal importador de soja, en este caso tiene un peso importante la caída en el precio de dicha oleaginosa: considerando el precio promedio en los primeros 9 meses del año se observa una caída en términos interanuales del 27,0%. Ello se refleja en los datos de exportación: en términos de U\$S la caída de las ventas a China fue 31,2%, mientras que en términos de toneladas exportadas se ubica en -4,2%, en el acumulado a setiembre.
67. Por su parte, las exportaciones hacia Brasil en los primeros tres trimestres del 2015 sufrieron una caída aún más pronunciada en términos interanuales: -29,1%. En este caso la caída no se explica por el principal producto solicitado desde el país vecino (lácteos, los ingresos por exportaciones hacia Brasil aumentaron 75,3%), sino por la caída en los ingresos vinculados a las exportaciones de plásticos y vehículos, los cuales se vieron reducidos en más del 25%.
68. En términos globales y realizando el análisis desde la óptica de los principales productos de exportación, la soja y la carne bovina continúan liderando: 18,3% y 17,5% del total respectivamente. A estos dos productos, líderes de ventas en los últimos tiempos, se suma un nuevo protagonista: la madera. Se trata de un producto que está teniendo un importante crecimiento, particularmente por tratarse de una industria incipiente. Al mes de setiembre ya se posiciona en el tercer lugar en importancia de productos exportados, acumulando el 10,2% del total.
69. Analizando desde el punto de vista de las importaciones, en los primeros nueve meses del año las mismas cayeron 8,9% en términos interanuales.
70. A su vez, se repite la situación observada con China y Brasil, ya que ambos países también son los principales orígenes de las importaciones uruguayas: las compras en China cayeron 16,7% al mes de setiembre, mientras que en el caso de Brasil la caída fue del 14,2%.



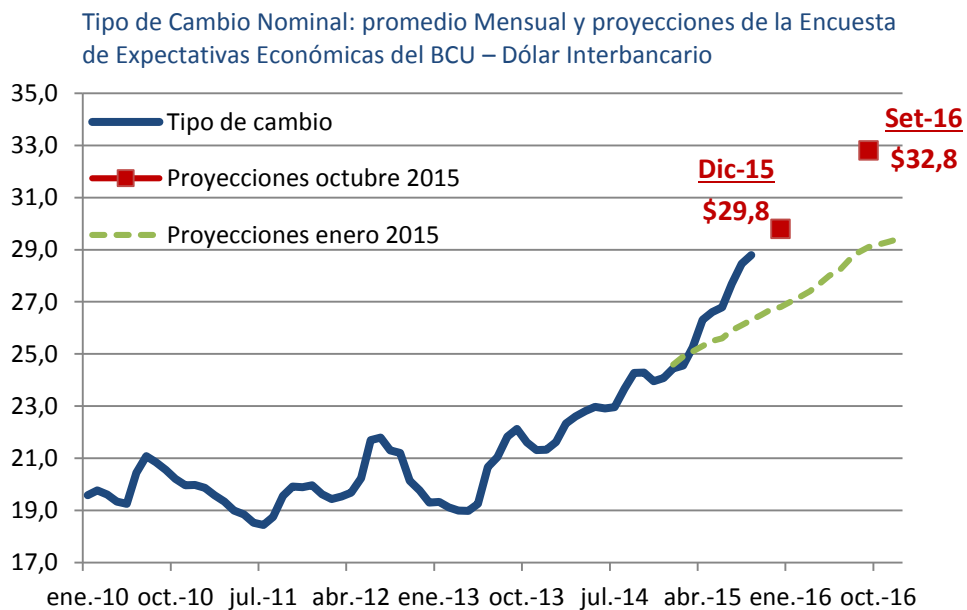
Fuente: BCU

71. Las caídas simultáneas en los niveles de exportaciones e importaciones, han tenido como consecuencia cierta recuperación en el saldo de la Balanza Comercial, aunque el saldo global se mantiene negativo. Sin embargo, un análisis desagregado muestra que el resultado negativo que persiste, es producto del comportamiento de los bienes, ya que el saldo de la balanza referido únicamente a servicios, al segundo trimestre del año se mantiene superavitario en 254 millones de dólares.
72. Igualmente, cabe señalar que dicho superávit es considerablemente inferior al registrado años atrás: en el 2011 por ejemplo, el resultado de la Balanza Comercial referida a servicios resultaba superavitario en aproximadamente 1.500 millones de dólares, con un importante ingreso de divisas que hoy en día se ha diluido por la pérdida de competitividad que claramente también afecta al sector servicios.
73. En línea con lo anterior, y teniendo en cuenta la importancia de los servicios (tradicionales y no tradicionales) en lo que refiere al comercio exterior del país (25% del total de exportaciones aproximadamente), la reciente salida de las negociaciones del TISA ponen a Uruguay en una posición totalmente desventajosa frente al resto de los países de la región y competidores en estos sectores. Descartando una gran oportunidad o por lo pronto la posibilidad de continuar analizando si el acuerdo se presentaba como instancia para potenciar y avanzar en el crecimiento de un sector tan importante para la economía en su conjunto.
74. A ello se suma la reciente firma del Acuerdo Transpacífico de Cooperación Económica (TPP), el cual reúne en un tratado de libre comercio a potencias como Estados Unidos y Japón, con competidores directos de Uruguay en términos de comercio exterior, como ser Australia o Nueva Zelanda. La facilitación del comercio entre los países involucrados podrá poner a Uruguay en una clara desventaja a la hora de volcarse a los

diferentes mercados, en momentos actuales donde los niveles de exportaciones se ven resentidos y por lo cual la búsqueda de nuevas alternativas que logren impulsarlo resulta imperante.

Precios y Tipo de Cambio

75. En lo que refiere al mercado cambiario, el valor del dólar ha mostrado un importante ascenso principalmente en los últimos meses. En particular, al cierre de este informe la cotización promedio alcanzaba los \$29,3 mientras que en el mes de octubre del 2014 se había ubicado en \$24,3: la diferencia arroja un aumento del 20,6%.



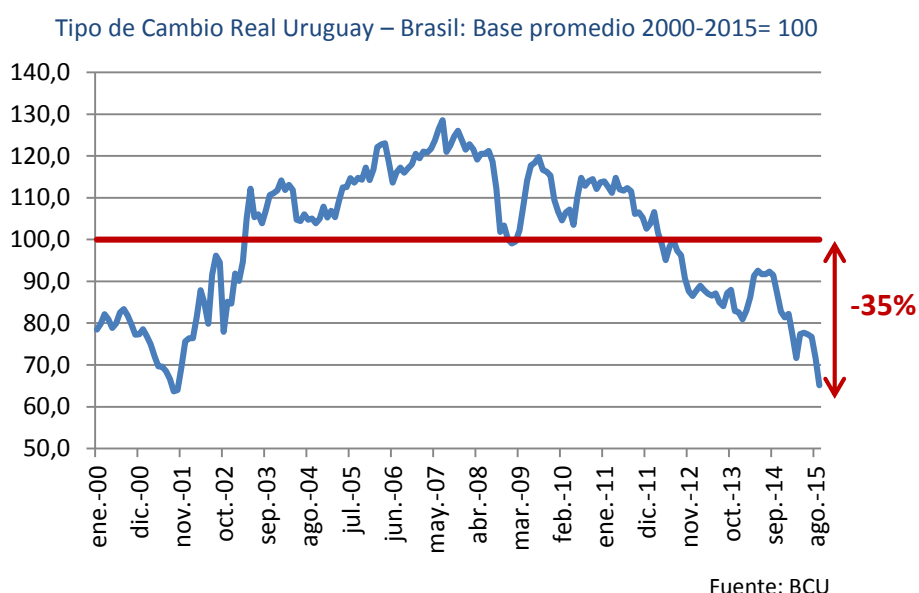
Fuente: BCU

76. Se trata de un fortalecimiento de la divisa norteamericana que se está dando a nivel mundial, y que en el medio local, si bien se ha percibido sin grandes shocks debido a intervenciones por parte del BCU, ha sido una constante mes a mes.

77. A su vez, las previsiones a futuro indican que la evolución alcista permanecerá en el mediano plazo. En particular, la Encuesta de Expectativas Económicas del BCU anuncia al mes de octubre un dólar a \$29,8 para diciembre del 2015, y a \$32,8 para setiembre del 2016. La evolución de dichas proyecciones ha sido alcista mes a mes tal como se aprecia en el gráfico, donde la línea punteada muestra las expectativas que se tenían en el mes de enero del año corriente: se auguraba para diciembre del 2015 una cotización del dólar a \$26,8, umbral que fue superado ya en la mitad de año. Al mismo tiempo existen proyecciones de analistas particulares privados que auguran un proceso de depreciación del peso quizás más intenso para el cierre del año y para 2016, llegando incluso a proyectar un valor del dólar para finales del año próximo cercano a los \$ 35,0.

78. Si bien la depreciación de la moneda local no ha sido un hecho aislado de la economía uruguaya, es decir diversas economías están atravesando por este mismo proceso tal como se vio anteriormente, sucede que al comparar el caso de Uruguay con sus principales socios comerciales, principalmente con Brasil, el proceso de depreciación del peso ha sido mucho menos intenso que el del real.

79. Analizando la evolución de los términos de intercambio, en lo que refiere al índice global, la pérdida de competitividad de la economía uruguaya en el acumulado del año al mes de setiembre fue del 0,5%. Sin embargo, en el caso con Brasil, es mucho más clara la desventaja: el peso uruguayo ha sufrido una depreciación entre diciembre del 2014 y setiembre pasado del 19,6% mientras que el real brasileño en el mismo período, se depreció 47,6%. Ello da como resultado un abaratamiento de la economía brasileña del 19,9% en el acumulado al mes de setiembre, respecto a la uruguaya.

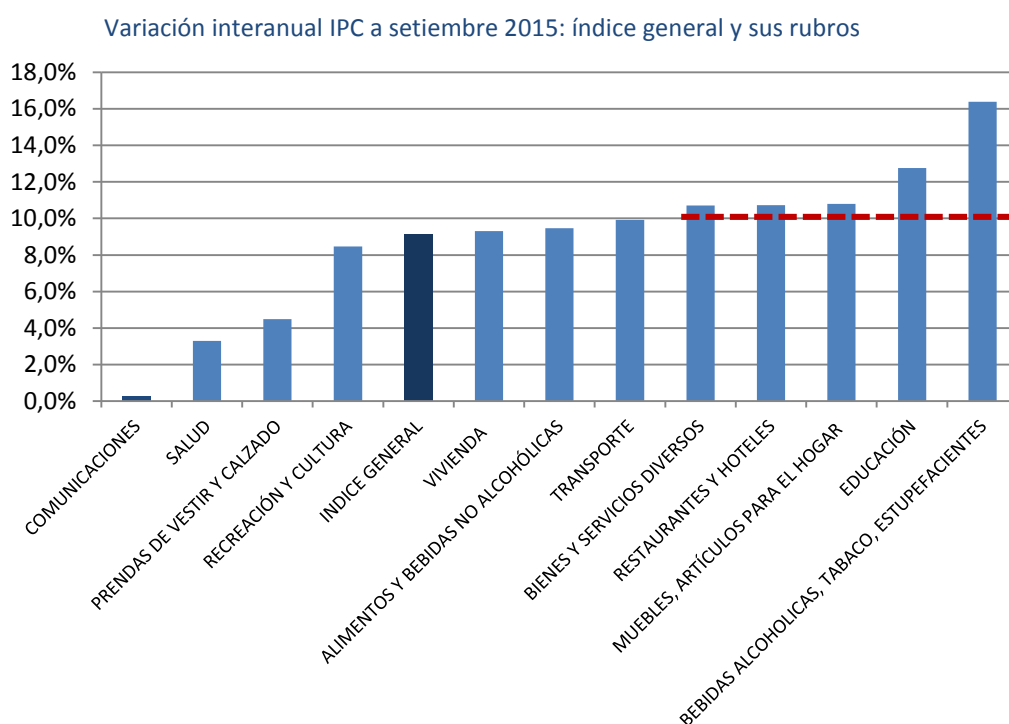


80. La evolución alcista del dólar se enmarca a su vez en una realidad de precios internos elevados, es decir presiones inflacionarias mes a mes, que a pesar de estar en un contexto de desaceleración económica no ceden.

81. Los datos de inflación al noveno mes del año dan cuenta de una variación interanual del 9,1%, lo cual resulta favorable si se considera que en agosto el dato fue levemente superior: 9,5%. Desde las autoridades se considera que en este “respiro” que brindaron los últimos datos, ha jugado un rol importante el acuerdo de precios, medida sobre la cual en reiteradas oportunidades la Cámara ha mostrado su disconformidad, debido a que se intenta solucionar una distorsión por la cual está atravesando el mercado, incorporando otra nueva distorsión sin solucionar el problema de fondo que está detrás de las presiones inflacionarias.

82. Las mediciones actuales de inflación subyacente, lo que se conoce como el núcleo de la inflación, ya alcanzan registros por encima del 10%: se ubicó en el 10,6% en el mes de agosto, tratándose del registro más elevado desde inicios del año 2009, por lo cual por el momento no es posible descartar que en las mediciones futuras se puedan alcanzar niveles de inflación superiores al 10%.

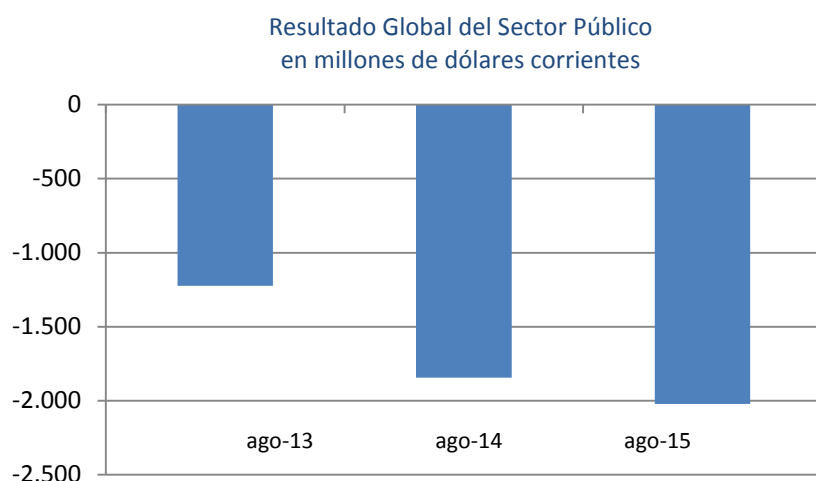
83. Ya hoy, al observar los distintos rubros que componen el IPC, puede notarse el 42% de los mismos muestra un aumento interanual superior al 10%, realidad que pesa en las previsiones que se manifiestan desde el sector privado, de alcanzar los dos dígitos en el índice global en lo que resta del 2015 y comienzos del 2016.



Fuente: INE

Sector Público

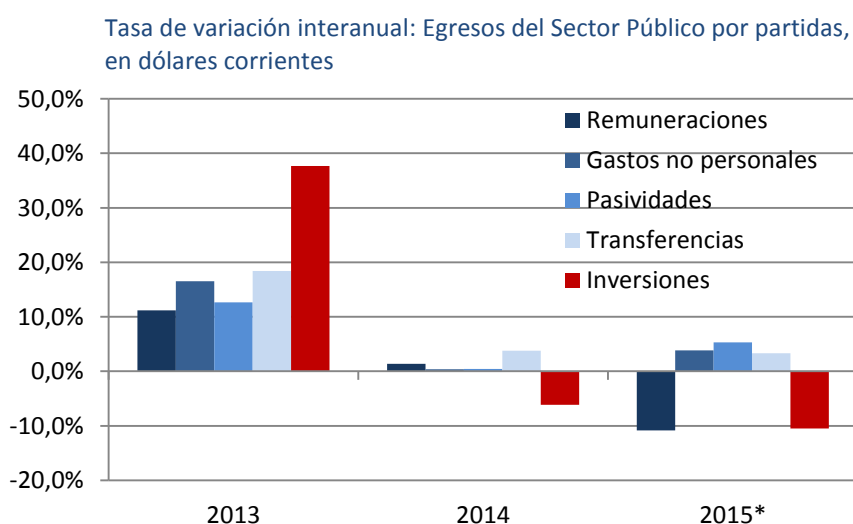
84. De acuerdo con los últimos datos referidos al resultado del Sector Público, presentados por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), al mes de agosto el déficit fiscal global asciende a U\$S 2.022 millones mostrando un aumento mes a mes, lo cual hace que en la comparación interanual se constate un déficit 9,6% superior, en términos corrientes.



Fuente: MEF

85. Este resultado implica un nivel del déficit del 3,6% del PIB al mes de agosto: se trata de un valor aún elevado considerando que la meta establecida por la actual administración se ubica en -2,5% del PIB hacia el 2019. Cabe mencionar que no se alcanzaba un déficit de tal magnitud desde el año 2002, en plena crisis económica.

86. La meta propuesta por las autoridades en materia fiscal, se enmarca claramente en una coyuntura económica menos favorable respecto a períodos anteriores. Sin embargo, se establece una mejora de los resultados de las cuentas públicas sin atacarse decididamente los niveles de egresos, y al mismo tiempo los ingresos se verán resentidos por menores niveles de actividad económica, por lo cual se generan muchas dudas acerca de la viabilidad de los objetivos pre establecidos, o por el contrario, cuáles serán los caminos alternativos para cumplir dichas metas: ¿mayor carga fiscal para el sector privado, menores niveles de inversión, mejora en la eficiencia del gasto operativo, no aumentar el gasto en remuneraciones manteniendo estable la cantidad de funcionarios públicos, entre otras posibilidades?.



Fuente: MEF

*Datos anualizados al mes de agosto

87. En el corto plazo, queda claro que el componente que se está afectando para evitar que se profundice el deterioro de las cuentas públicas, son las inversiones. En relación al rubro inversiones que compone una de las diferentes partidas de los Egresos del Sector Público, luego del importante crecimiento observado en 2013, desde el año 2014 se observa una variación interanual negativa que se ha profundizado en lo que va del año corriente. Con los datos anualizados al mes de agosto, se observa una caída en términos interanuales del 10,5%.
88. En este marco, los anuncios de las autoridades acerca del recorte de la inversión de las empresas públicas para el año 2016 se sumarán al deterioro ya constatado, hecho que genera preocupación ya que no sólo se afectaría la dinamización desde el sector público, sino que inclusive podría afectar las decisiones de inversión de privados. Al mismo tiempo parecería que continúan dilatándose las nuevas obras de infraestructura que el país necesita, sobre todo a nivel logístico. Son momentos claves donde el sector privado debe jugar un rol preponderante, pero para ello es imprescindible contar con las herramientas adecuadas: Ley de Participación Pública Privada.

Perspectivas

89. La economía uruguaya enfrenta y enfrentará durante los próximos períodos un nuevo marco externo que redundará en mayores desafíos para llevar adelante sus políticas macroeconómicas: los precios de los *commodities* relevantes para Uruguay han registrado un importante ajuste a la baja, el dólar a nivel internacional atraviesa un proceso de fortalecimiento lento pero constante período tras período, China deja de ser el gran impulsor de crecimiento para las economías emergentes, en la región Brasil atraviesa un escenario económico recesivo que se complementa y profundiza por una crisis política, y Argentina vive un momento de gran incertidumbre respecto a cuándo y cómo llevará adelante el proceso de corrección de los grandes desequilibrios macros en los cuales están inmersa.
90. Asimismo, el análisis de las diferentes variables económicas a nivel local, dan cuenta de que el escenario de menor actividad no se debe a efectos transitorios sino, por el contrario, es una realidad que se confirma y se traslada a los diferentes sectores de actividad, tanto a aquellos volcados a los mercados internacionales como a los que dependen en mayor medida de la evolución del consumo interno.
91. En este último caso, tanto las expectativas menos optimistas respecto al futuro económico del país así como la tendencia creciente del valor del dólar, juegan un rol fundamental en el enfriamiento de la casi totalidad de los rubros del SCyS: según los últimos datos de la Encuesta de Actividad de la Cámara donde el 80% de los rubros

considerados mostraron caídas interanuales en sus niveles de venta en términos reales.

92. Las diferentes actividades económicas atraviesan momentos en que sus niveles de competitividad, y por lo tanto sus resultados en materia de rentabilidad, están en juego. En este sentido, las decisiones a las que se lleguen en materia de ajustes salariales será determinante para su comportamiento futuro.
93. Al mismo tiempo la salud del mercado laboral también enfrenta desafíos, y en caso de que no se lleguen a definir ajustes de salarios concordantes con la realidad por la cual hoy están atravesando los diferentes sectores productivos, sufrirá las consecuencias.
94. Ya hoy el ajuste en mercado de trabajo comienza lentamente a percibirse, no solo desde el punto de vista de variables como la tasa de desempleo, empleo, personas en el seguro de empleo, sino concretamente en la destrucción de puestos de trabajo. Más específicamente, en el acumulado del año (datos hasta el mes de julio), el contexto recesivo llevó a la destrucción de 33.500 puestos de trabajo.
95. A su vez los resultados de los ajustes salariales que se alcancen son también claves para el futuro de la economía, bajo el contexto actual de presiones inflacionarias hacia una inflación anual de dos dígitos.
96. Si bien las presiones inflacionarias han llegado desde varios frentes, siendo el aumento del valor de dólar así como la demanda creciente desde el sector público sobre bienes no transables algunas de ellas, el mecanismo actual de indexación incorporado en los ajustes salariales así como aumentos por encima de la productividad de las actividades productivas, son factores adicionales que contribuyen no sólo a la aceleración de la inflación sino también a la pérdida de competitividad de las empresas.
97. La situación se vuelve peor si el camino que recorren las autoridades para contener el aumento de precios, es incorporar una distorsión más al mercado como lo es el control de precios. Se trata de una medida que solo tiene efectos en el corto plazo al costo de negar el principio de beneficios de los empresarios, desalentando así la actividad económica y la inversión.
98. El horizonte de re aceleración de la economía uruguaya parece lejano aún, no solo por el contexto extrarregional y regional, sino también por las moderadas acciones que se perciben por parte de las autoridades de gobierno para de forma contundente los desequilibrios macroeconómicos que han llevado a una profundización de la pérdida de competitividad de la economía uruguaya, no sólo haciendo referencia a una distorsión en precios relativos, sino también en todos aquellos factores que hacen al

costo de las actividades productivas: política tributaria, política salarial, regulaciones, infraestructura, educación, innovación.

99. Un ejemplo claro de esto último, es la falta de decisión política que se percibe desde el sector privado en materia de desarrollar una política comercial, la cual continúa siendo muy errática, sin definirse aún una estrategia concreta y por lo tanto quedando atada a cuestiones ideológicas de determinados sectores políticos por encima de la real conveniencia económica del país para desarrollar su capacidad de crecimiento en el largo plazo.

Montevideo, 28 de octubre de 2015