



CAMARA NACIONAL  
DE COMERCIO Y  
SERVICIOS DEL  
URUGUAY

150  
AÑOS  
1867-2017

## Departamento de Estudios Económicos Informe de Coyuntura – Octubre 2017

### Contenido:

#### Contexto Regional y Extrarregional

a- Argentina

b- Brasil

#### Nivel de actividad de la economía local

a- Por Sector de Actividad

b- Por Componentes del Gasto

#### Sector Comercio y Servicios

#### Mercado de trabajo

#### Comercio exterior

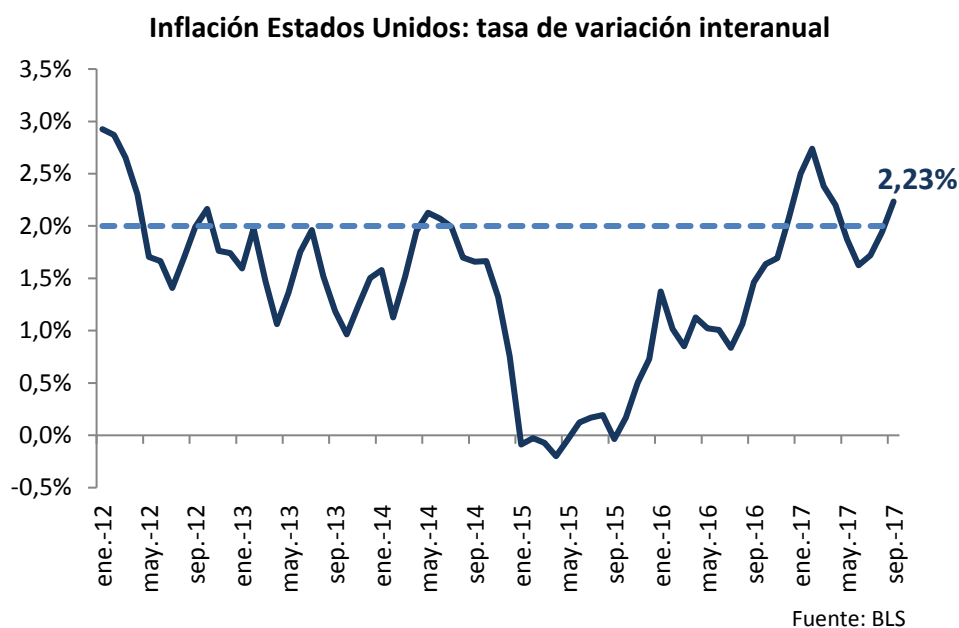
#### Precios y Tipo de Cambio

#### Sector público

#### Conclusiones

## Contexto Regional y Extrarregional

1. Pese a que los diferentes eventos sucedidos en el correr del año determinaron que los niveles de incertidumbre no cesan, en términos económicos es posible establecer que las perspectivas consolidan cierto repunte. El Fondo Monetario Internacional (FMI) pronosticó recientemente que en 2017 el crecimiento económico a nivel mundial supere al del año previo, ubicándose en 3,6%, y mantener la tendencia durante 2018.
2. En relación a la situación económica de Estados Unidos, ésta ha evolucionado favorablemente en los primeros meses del año, habiéndose constatado tasas de variación interanual del Producto Interno Bruto (PIB) de 2,0% y 2,2% en el primer y segundo trimestre respectivamente. Para el año cerrado, la Fed augura que dicho comportamiento se afiance, y se logre de esa manera un crecimiento anual del orden del 2,4%.
3. El pronóstico de la Fed fue dado en el marco de la última conferencia de prensa del organismo, en la que además se anunció el rumbo próximo de las tasas de interés. En primer lugar, la tasa de referencia se mantuvo incambiada en 1% - 1,25%, pese a que se comunicó que se daría otra alza antes de terminar el año, esperándose para 2018 tres aumentos más. Por otra parte, en el mes de octubre comenzarán a reducirse las inversiones en bonos del Tesoro y deuda respaldada por hipotecas, como forma de avanzar en el desmantelamiento de políticas de estímulo que se gestaron luego de la crisis financiera de 2009.
4. Un elemento que ha generado opiniones divididas a la interna del organismo, es la evolución de los niveles inflacionarios, ya que luego de la reunión de setiembre, se veía como impedimento para continuar con el aumento de las tasas. Sin embargo, los últimos datos (publicados en octubre, correspondientes a setiembre) mostraron un nivel de inflación mensual de 0,53%, el más alto desde enero, con el cual se alcanza una variación interanual de 2,2%.



5. Por otra parte, se destacan en la coyuntura estadounidense fenómenos como las recientes catástrofes climáticas y la situación de tensión bélica con Corea del Norte. Si bien se estima que los costos asociados a las catástrofes climáticas serán importantes, históricamente la contracara de este tipo de acontecimientos ha sido un repunte económico impulsado por las tareas de reconstrucción. En lo que refiere al enfrentamiento con Corea del Norte, pese a que la tensión ha ido en aumento, no se trata de un evento que los agentes vean como verosímil. A raíz de ello, los mercados financieros han visto escasos movimientos.
  
6. En lo que refiere a la Unión Europea (UE), los datos relativos al PIB de los primeros trimestres del año han dado señales positivas: la tasa de crecimiento del PIB fue de 2,0% y 2,3% en el primer y segundo trimestre del año respectivamente. A raíz de lo anterior se espera que en 2017 el bloque tenga un crecimiento superior al del año previo, el cual inclusive fue recientemente corregido al alza por el FMI, pasando de 1,7% a 2,1%.
  
7. Sin embargo y tal como se comentaba en el primer informe de coyuntura del año, las preocupaciones del bloque pasan por temas de otra índole, pese a que éstos también tienen sus efectos económicos. Por un lado, luego de promover las elecciones anticipadas en busca de unidad de cara al Brexit, Theresa May logró el efecto contrario: si bien su partido ganó, perdió la mayoría parlamentaria por lo que tuvo que conformar un “gobierno de minoría” con el Partido Unionista Democrático de Irlanda del Norte.
  
8. Estas elecciones anticipadas tuvieron lugar justamente previo al inicio de las negociaciones relativas al Brexit, que comenzaron el pasado 19 de junio.

Habiendo transcurrido ya 5 rondas de negociaciones, los avances son escasos, siendo los temas prioritarios la penalización económica al Reino Unido por la salida, los derechos de los ciudadanos, y la frontera con Irlanda (mientras Irlanda del Norte forma parte del Reino Unido y por lo tanto ya no de la UE, la República de Irlanda es un país miembro de la UE).

9. Respecto a la economía china, se mantienen los niveles de crecimiento del PIB, habiéndose alcanzado tasas de variación interanual de 6,9% durante el primer y segundo trimestre del año, mientras que en el tercer trimestre el crecimiento fue de 6,8%. Los resultados de la primera mitad del año llevaron a que el FMI ajustara al alza las proyecciones de crecimiento para el cierre de 2017 en su último informe de "*Perspectivas de la economía mundial*", pasando de 6,6% en abril a 6,8% en octubre. El dato del tercer trimestre, publicado después del ajuste, reafirma la pertinencia de la corrección.
10. En informes previos se comentaba el cambio en el modelo de crecimiento de la economía china, con foco en los servicios y el consumo interno. En el caso de los servicios, en los primeros tres trimestres del año alcanzara un crecimiento de 7,8% en términos interanuales. En lo que refiere al comportamiento del consumo, la mejora queda en evidencia cuando se tiene en cuenta su peso dentro del PIB: actualmente representa el 64,5% del PIB mientras que 5 años atrás dicho guarismo se ubicaba en 55%. De esta forma, servicios y consumo van ganando terreno como los principales impulsores del crecimiento del PIB chino.

#### **a- Argentina**

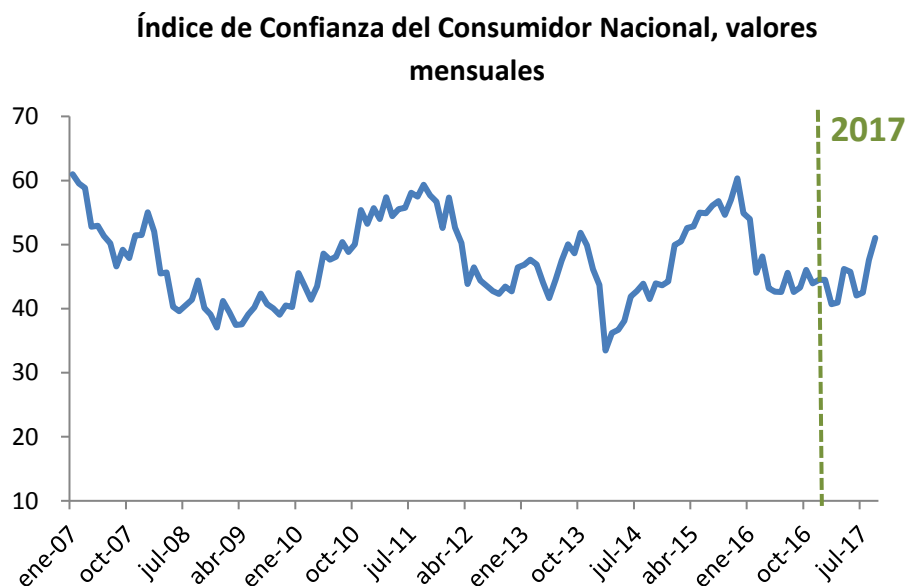
11. Los datos relativos a la economía argentina comienzan a mostrar señales más alentadoras en los últimos meses. En particular, los datos de Cuentas Nacionales correspondientes al segundo trimestre del año, publicados el pasado 21 de setiembre, mostraron un importante repunte del PIB en el período: creció 2,7% en términos interanuales, luego de haber crecido apenas 0,4% durante el primer trimestre en los mismos términos.
12. Tanto la *Industria Manufacturera* como la *Construcción*, que venían presentando importantes caídas trimestre a trimestre, mostraron un comportamiento favorable en el período abril – junio: crecieron 2,5% y 9,7% en términos interanuales.
13. Por otra parte, del análisis del PIB desagregando entre los distintos componentes del gasto, surge que tanto las *Importaciones* como la *Inversión* han crecido en los últimos trimestres, impulsando a la economía. En particular, durante el segundo

trimestre del año crecieron 9,1% y 7,7% en términos interanuales respectivamente.

14. A su vez, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) que había presentado datos de caída en el inicio del año, revirtió dicho comportamiento, constatándose un crecimiento del indicador desde el mes de mayo de manera ininterrumpida.

15. A partir de estos resultados, es esperable entonces que en 2017 la economía del país vecino vuelva a crecer, en esta oportunidad en el entorno del 3%, lo que configura una buena noticia no solo para dicho país, sino también para Uruguay, por los estrechos vínculos entre ambos países al más amplio nivel.

16. El mayor optimismo también es acompañado a nivel de los consumidores, lo que se refleja en el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) elaborado por la Universidad Torcuato di Tella. Tal como refleja el gráfico siguiente, desde 2016 el ICC venía mostrando caídas importantes, pero en el año corriente dicho comportamiento se ha revertido. Pese a que aún la tendencia al alza no está libre de oscilaciones y caídas, es clara la diferencia respecto al período anterior. En particular el último registro, correspondiente a setiembre, resultó 17,9% superior al dato de igual mes de 2016.



Fuente: Universidad Torcuato di Tella

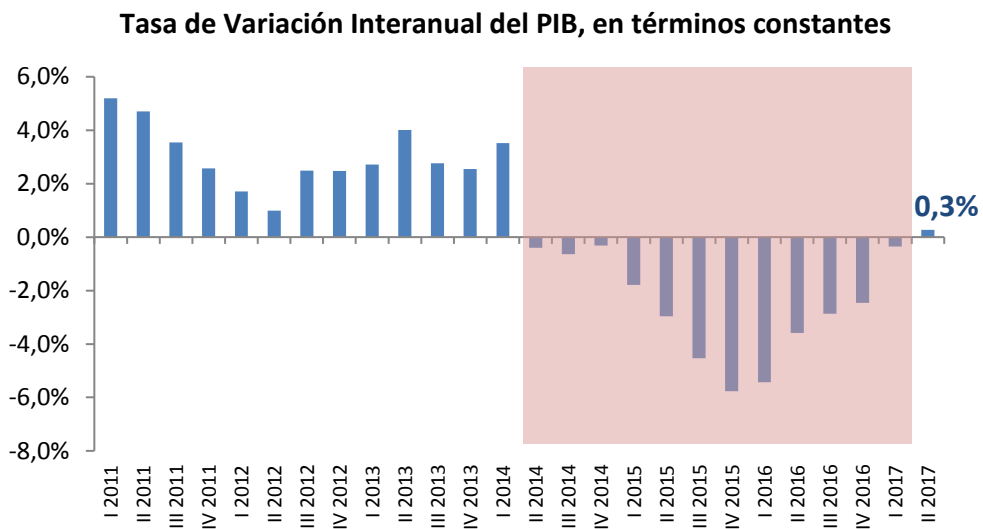
17. En lo que refiere a los niveles inflación, si bien se han logrado importantes avances a partir de la asunción de Macri, al mes de setiembre los registros mantienen una variación interanual de 23,8%. Cabe mencionar que desde

noviembre de 2016 los registros venían cayendo sistemáticamente, pero en el mes de agosto lo anterior se revirtió, alcanzándose los valores actuales.

18. Pese a lo anteriormente comentado, recientemente fue publicado el proyecto de Ley del Presupuesto 2018, en el cual se asume que no se logrará la meta que se había fijado para el año corriente (17%), siendo el valor actualizado a 24,5%, mientras que se pronostica que para el año siguiente sí se logrará un nivel inflacionario considerablemente menor, de 15,7%.

## b – Brasil

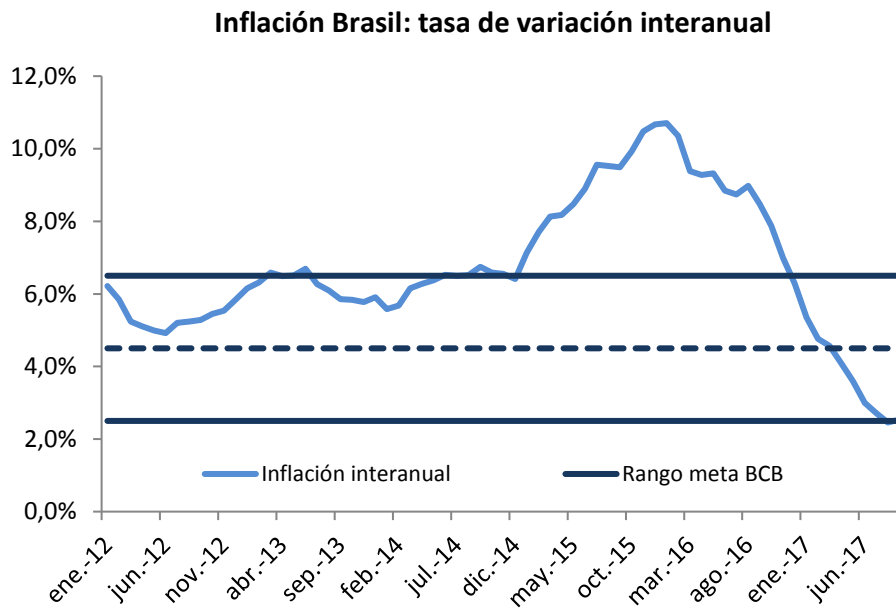
19. También desde Brasil han llegado noticias más alentadoras con el correr de los meses, aunque con mayor cautela que en el caso de Argentina. En términos de actividad, los datos de Cuentas Nacionales correspondientes al segundo trimestre del año constataron un crecimiento de 0,3% respecto a igual período del año anterior. Pese a que el aumento es muy bajo, inclusive acercándose más a una situación de estancamiento, se trata del primer dato positivo desde el período enero – marzo de 2014. Es decir, luego de tres años de caída ininterrumpida de la actividad económica.



Fuente: IBGE

20. Lo anterior es acompañado en materia de expectativas de los agentes económicos: luego del 1 de setiembre, día en que se publicaron los datos relativos al PIB, las proyecciones de crecimiento mostraron una clara mejora. Según datos de la encuesta de expectativas del Banco Central de Brasil (BCB), en agosto se esperaba un crecimiento en torno al 0,3% para el año corriente. Con los últimos datos ese valor pasó a 0,5% y creció semana a semana, hasta ubicarse en 0,73% a fines de octubre.

21. Otra de las variables que se ha recuperado notoriamente en el país vecino es la inflación, que había alcanzado un pico de 10,7% en enero de 2016. A partir de allí tomó una senda decreciente prácticamente ininterrumpida, convergiendo al rango meta fijado por el BCB. Actualmente, los niveles no sólo permanecen dentro del rango, sino que se ubican en el piso del mismo. Los últimos datos corresponden al mes de setiembre, alcanzando un nivel de 2,5% en la comparación interanual.

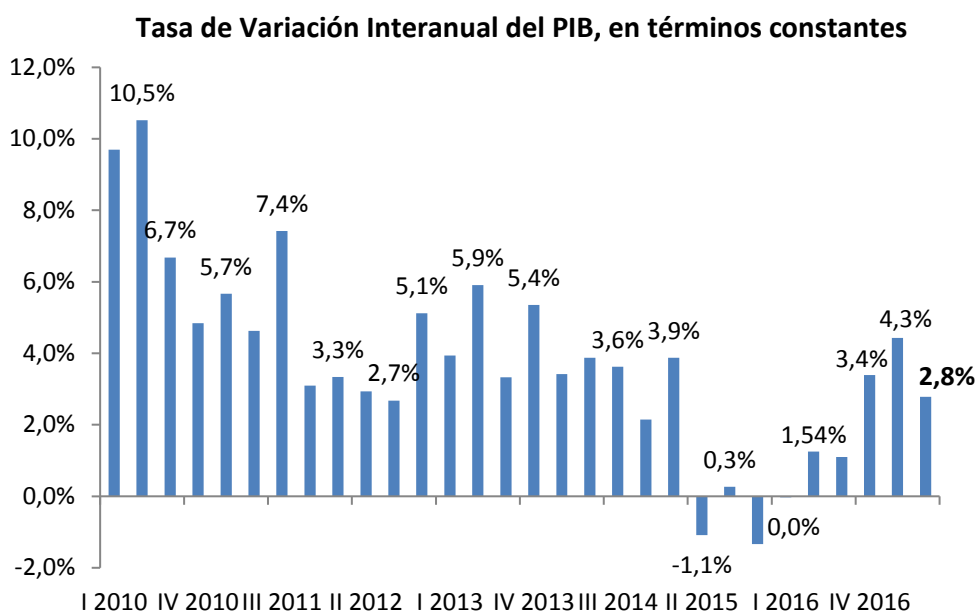


Fuente: BCB

22. Frente a este escenario de bajas sucesivas de los niveles de inflación el BCB actuó sobre la tasa de referencia (Selic), que es el instrumento de política monetaria empleado como variable de control. El valor de la mencionada tasa bajó de los dos dígitos en mayo por primera vez desde 2013, y a partir de allí evolucionó a la baja. Inclusive en su última reunión llevada a cabo en el mes de setiembre, el Comité de Política Monetaria del BCB fijó su valor en 8,15%, mientras que las expectativas de mercado la ubican en 7,5% para el cierre del año.

## Nivel de actividad de la economía local

23. A nivel local, los últimos datos publicados por el Banco Central del Uruguay (BCU) respecto a las Cuentas Nacionales, correspondientes al segundo trimestre del año, mostraron que la economía uruguaya nuevamente creció en la comparación interanual aunque en menor magnitud, en esta oportunidad la tasa de variación fue de 2,8%. Asimismo, el análisis de los datos en términos desestacionalizados, determinó para este período una caída de 0,8% respecto al trimestre inmediatamente anterior.



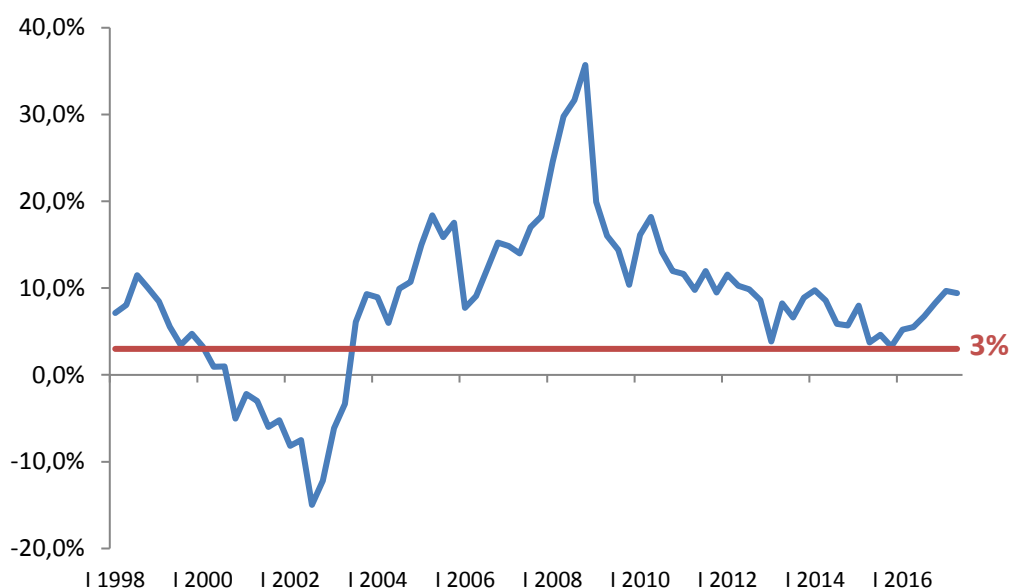
Fuente: BCU

### a- Por Sector de Actividad

24. De la información desagregada entre los distintos sectores de actividad se desprende que, en términos desestacionalizados, a excepción de *Transporte, Almacenamiento, y Comunicaciones*, todos los sectores presentaron caídas o se mantuvieron prácticamente constantes respecto al resultado del primer trimestre. Como se comentaba, ello deja en evidencia el fuerte empuje con el cual la economía inició el año pero que no se pudo sostener con el correr de los meses.
25. Los datos en términos interanuales son algo más favorables, aunque se observan situaciones muy dispares entre los distintos sectores de actividad. Se destaca el sector *Transporte, Almacenamiento, y Comunicaciones*, registrando un crecimiento interanual de 9,4%, lo que se traduce en la mayor incidencia positiva sobre el resultado global de la economía (1,8 p.p.). Al igual que sucediera al inicio del año, el resultado surge de un crecimiento tanto de las actividades de comunicaciones como de transporte y almacenamiento. Se trata del sector más dinámico de la economía en la actualidad, que ha crecido de manera ininterrumpida desde fines del año 2003 y a tasas superiores al 3%, pese a que en los años más recientes las tasas de variación han sido más moderadas.



### Tasa de Variación Interanual del PIB: Transporte, Almacenamiento, y Comunicaciones, en términos constantes



Fuente: BCU

26. En sentido contrario evolucionaron la *Industria Manufacturera* y la *Construcción*, con caídas importantes tanto en términos interanuales como en el análisis de los datos desestacionalizados.
27. En el caso de la *Construcción*, se constató una caída de 5,5% entre abril y junio del año corriente respecto a igual período de 2016, lo cual fue tomado con sorpresa por la relativa mejora que había registrado en los períodos anteriores. El resultado del trimestre se explica por la menor cantidad de construcciones de edificios y obras de infraestructura vinculadas a la generación de energía eléctrica. Por otra parte, las obras de vialidad y puertos siguieron creciendo, pero en este caso no pudieron compensar la contracción antes mencionada.
28. La *Industria Manufacturera* constató una caída de su actividad del 6,4%, constituyendo la incidencia negativa más fuerte del período para el resultado global (-0,8 p.p.). Sin embargo, si se deja de lado el efecto negativo de la refinería de petróleo que fue cerrada por actividades de mantenimiento, el resultado del sector pasaría a ser de crecimiento: 1,0%. Dicho incremento se explica por el resultado más favorable registrado en las industrias orientadas a los mercados externos: industria frigorífica, fabricación de pulpa de celulosa, producción de lácteos y vehículos automotores.

#### b- Por Componentes del Gasto

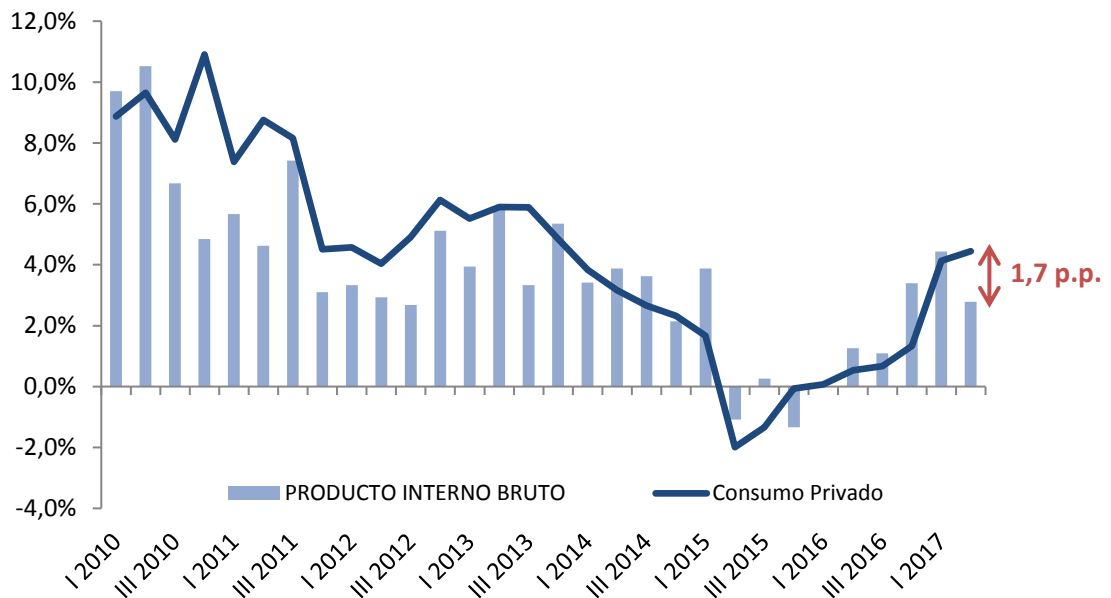
29. En lo que refiere al análisis desagregado entre los distintos componentes de la demanda, se destaca particularmente la caída en los niveles de inversión, al igual

que ocurriera en el primer trimestre del año. La caída global ascendió a 19,1%, considerablemente superior al resultado del primer trimestre: -0,7%.

30. La desagregación entre *Inversión Pública* y *Privada* da cuenta de que si bien la caída de la primera es notoriamente superior (-51,8% y -6,8% respectivamente en términos interanuales), los datos negativos se dan en ambos casos, a diferencia del inicio del año, cuando la *Inversión Privada* había crecido 4,1%. El comportamiento del sector privado se explica fundamentalmente por la caída de las inversiones enfocadas a la infraestructura para la generación de energía eólica. En términos globales, el dato del trimestre se explica por menores niveles de inversión tanto en maquinaria y equipos, así como en exploración minera y obras de construcción.

31. En lo que refiere al *Gasto de Consumo Final*, se repitió el comportamiento del primer trimestre: el crecimiento interanual ascendió a 3,7%, explicado por un crecimiento del *Gasto de Consumo Final Privado* (4,4%) y una caída del *Gasto de Consumo Final Público* (-1,4%). Se da a su vez la particularidad de que el componente privado del gasto crece de manera más pronunciada que el PIB en términos globales, volviendo a posicionarse como impulsor del crecimiento económico global del país, al igual que ocurriera hasta fines del año 2013.

**Tasa de Variación del PIB y del Consumo Privado, en términos constantes**



Fuente: BCU

32. Respecto al comercio exterior, las *Exportaciones* mantuvieron su senda de crecimiento, habiendo sido la variación interanual del trimestre de 9,3%, con resultados positivos tanto para los bienes como para los servicios. En el primer

caso, el resultado del trimestre se explica por mayores ventas al exterior de soja, productos del procesamiento y conservación de la carne y arroz.

33. En lo que refiere a servicios, el comportamiento favorable del turismo, como se analizará más adelante, fue decisivo para el resultado del trimestre. Sin embargo, las exportaciones de otros servicios también mostraron un comportamiento favorable.
34. Por último, el sector importador no mantuvo el comportamiento positivo con el que había iniciado el año. Luego de crecer 3,2% en el primer trimestre del año en términos interanuales, las *Importaciones* cayeron en el período abril – junio, aunque levemente: -0,8%. Pese a que las importaciones de bienes de consumo y de uso intermedio crecieron, las de bienes de capital evolucionaron de manera contraria.
35. En contracara, las importaciones de servicios cayeron como consecuencia del rubro otros servicios, que no pudo ser compensado por el incremento de las importaciones asociadas al rubro turismo. En este sentido, la cantidad de uruguayos que viajaron al exterior aumentó 25,2% respecto al segundo trimestre de 2016, y el gasto realizado fue 13,3% superior en términos constantes.

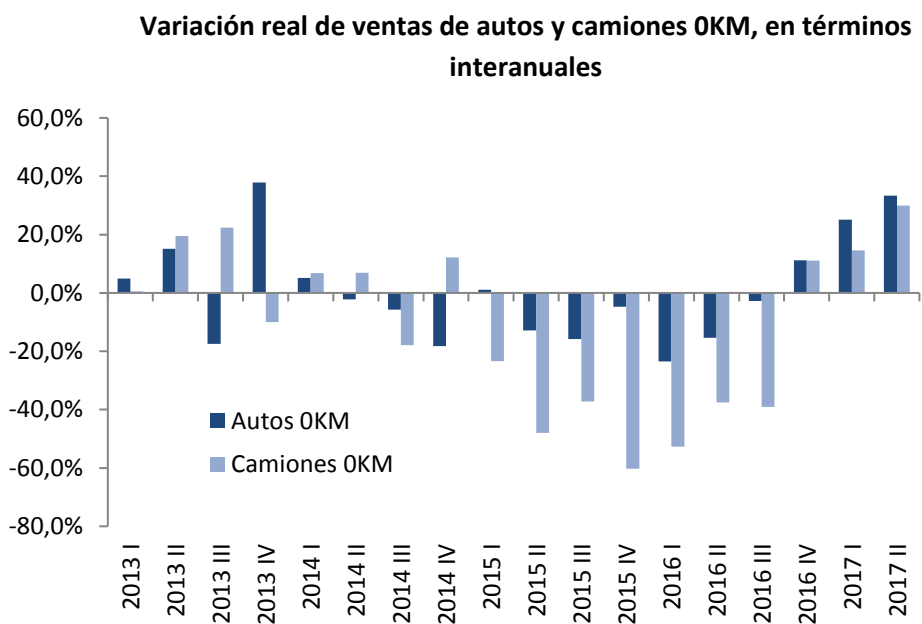
## Sector Comercio y Servicios

36. El Sector Comercio y Servicios (SCyS), ya en el cierre de 2016 había registrado cierta recuperación, aunque no fue suficiente para evitar una caída del PIB sectorial en términos anuales. Asimismo, durante la primera mitad del año corriente este comportamiento positivo del sector se ha afianzado.
37. De acuerdo con los datos de Cuentas Nacionales, el sector *Comercio Reparaciones, Restaurantes y Hoteles* creció en el primer y segundo trimestre de 2017 8,5% y 7,2% en términos interanuales respectivamente. Sin embargo, si se analizan los datos desestacionalizados, es posible constatar que durante el primer trimestre hubo un empuje que no pudo sostenerse en el segundo: las tasas de crecimiento en este caso fueron de 2,6% entre enero y marzo, y de -0,6% en el trimestre cerrado en junio, respecto al trimestre previo en cada caso.
38. De todas formas, si se hace el supuesto de que el sector se mantenga estable en los trimestres siguientes (evolucionando a tasa 0%), el piso de crecimiento respecto a 2016 se ubicaría en 5,8% en términos desestacionalizados. Por lo tanto, el año 2017 marcaría el fin de los 3 últimos años de caída de actividad en el sector.

39. En esta misma línea, en el último informe del Indicador Adelantado de la Actividad Comercial (LIDCOM) elaborado por la CNCS, se pronosticó un escenario de crecimiento del SCyS, que a la vez se mantendría durante 2018 aunque seguramente con menor intensidad. Cabe destacar que en el comportamiento del sector, de acuerdo con el LIDCOM, la evolución del ingreso de los hogares ha sido determinante por el impacto positivo sobre el consumo que implica, lo que se analizará más adelante.

40. Ello se ha podido constatar de igual manera en base a los datos obtenidos de la Encuesta de Actividad del SCyS, cuyos resultados tanto del primer como del segundo trimestre del año han sido alentadores: 64% de los rubros relevados registraron variaciones positivas en los niveles de ventas medidos en términos reales. En términos generales, se destaca particularmente el comportamiento de los rubros dedicados a la venta de bienes de consumo duradero de origen importado: automóviles, maquinaria agrícola, mientras que en sentido contrario evolucionan rubros como ferreterías y barracas, lo que se condice con los resultados en términos de actividad del sector de la *Construcción*, tal como se comentó anteriormente.

41. En el caso del sector automotor, luego de atravesar los años 2014 y 2015 con importantes caídas, la recuperación comenzó a evidenciarse en el cierre de 2016 y se afianzó en el primer semestre del año corriente. En particular, las ventas de autos OKM crecieron 33,4% en el segundo trimestre en términos interanuales, acumulando un crecimiento de 29,3% en el semestre, mientras que las ventas de camiones OKM presentaron una tasa de variación de 29,9% dando como resultado un crecimiento de 22,4% en el acumulado semestral.



Fuente: CNCS

42. En lo que refiere a la venta de maquinaria agrícola, éstas acumulan un crecimiento de 11,9% en el primer semestre del año, basado principalmente en el comportamiento del segundo trimestre: las ventas crecieron 25,0% en términos interanuales luego de haberse frenado en el primer trimestre, con una caída de 1,2% respecto a igual período de 2016.
43. Lo anterior confirma un mayor optimismo por parte de los empresarios del sector agrícola, y así las ventas del rubro podrán continuar evolucionando de manera positiva siempre y cuando el sector agro exportador logre sostener el rendimiento de los cultivos, y se procese una relativa recuperación de precios a nivel internacional.
44. Se destaca a su vez el caso de Supermercados, cuyas ventas del segundo trimestre mostraron un crecimiento de 1,3% en términos interanuales, tratándose del primer dato positivo desde el tercer trimestre de 2014. Dicho resultado lleva a una variación acumulada del primer semestre aún negativa (-1,2%) como consecuencia de los resultados del primer trimestre (-3,5%), pero es tomada favorablemente de cara a lo que resta del año.
45. En sentido contrario, las Ferreterías Mayoristas volvieron a presentar una caída en sus niveles de ventas (-4,1%) respecto al segundo trimestre de 2016, luego de haber crecido de manera considerable en el inicio del año (7,4%). De esta forma, el rubro retoma un escenario de contracción tal como se venía observando en los años previos, lo que indica que lo ocurrido al comienzo del presente año puede ser analizado como de carácter excepcional. De hecho, los empresarios consultados del sector advierten un escenario de gran incertidumbre para lo que resta del año.
46. Una situación similar se dio en las ventas en Barracas: mientras durante el primer trimestre del año se había constatado un crecimiento luego de dos años de caídas, entre abril y junio las ventas en términos reales volvieron a caer, en esta oportunidad 9,0% en términos interanuales. Los empresarios indican en general, que más allá de factores puntuales, se mantiene un bajo dinamismo en la concreción de obras nuevas por parte de empresas constructoras así como del gasto por parte de los hogares en materiales para la reparación de la vivienda.
47. Sin embargo, se percibe cierto optimismo para la segunda mitad del año, ya que es habitual que la actividad mejore, aunque hay incertidumbre respecto a si ello será suficiente para revertir los resultados hasta ahora alcanzados. A su vez, conociéndose actualmente los datos relativos al PIB del sector *Construcción*, la incertidumbre se acrecienta.

**Tasas de Variación Interanual de las ventas en términos reales, en  
Montevideo**

Sector	Primer Trimestre 2017	Segundo Trimestre 2017	Primer semestre 2017
<b>Art. de Bazar</b>		-	
En Bazares	0,6%	0,2%	0,4%
En Sup. Y Coop.	-1,2%	1,9%	-0,2%
<b>Confiterías</b>	-3,8%	-2,2%	-3,2%
<b>Electrodomésticos</b>	-	-	-
Casas de electrodom.	16,1%	-1,4%	3,9%
En Sup. y Coop.	6,1%	5,5%	5,7%
<b>Ferreterías Mayoristas</b>	7,4%	-4,1%	0,4%
<b>Ferret. Y Pinturerías</b>	-4,4%	0,8%	-0,5%
<b>Ferreterías Industriales</b>	4,9%	9,0%	7,3%
<b>Pinturerías</b>	3,5%	11,2%	9,6%
<b>Ópticas</b>	2,0%	5,0%	3,2%
<b>Jugueterías</b>	6,6%	1,6%	4,2%
<b>Supermerc. y Coop.</b>	-3,5%	1,3%	-1,2%
<b>Vestimenta en Gral.</b>	-	-	-
Vestimenta Dama	3,4%	-4,4%	-1,7%
Vestimenta Caballero	-2,8%	-1,5%	-2,5%
<b>Calzado</b>	6,2%	-3,2%	1,1%
<b>Autos y Camionetas*</b>	25,1%	33,4%	29,3%
<b>Camiones y Ómnibus*</b>	14,6%	29,9%	22,4%
<b>Ciclomotor hasta 50cc</b>	-49,7%	20,4%	-8,8%
<b>Motocicletas hasta 125cc</b>	40,5%	98,0%	65,9%
<b>Barracas</b>	9,2%	-9,0%	-1,7%
<b>Repuestos Automotrices</b>	12,0%	5,7%	8,9%
<b>Maquinaria Agrícola*</b>	-1,2%	25,0%	11,9%
<b>Agencias de Viaje</b>	-3,2%	4,6%	2,1%
<b>Hoteles 3 estrellas</b>	1,1%	-0,4%	0,7%
<b>Hoteles 4 estrellas</b>	-0,9%	-2,4%	-1,1%
<b>Servicios Informáticos</b>	-18,1%	1,9%	-6,1%
<b>Hardware</b>	25,8%	11,3%	16,6%
<b>Software</b>	13,6%	-8,0%	1,7%

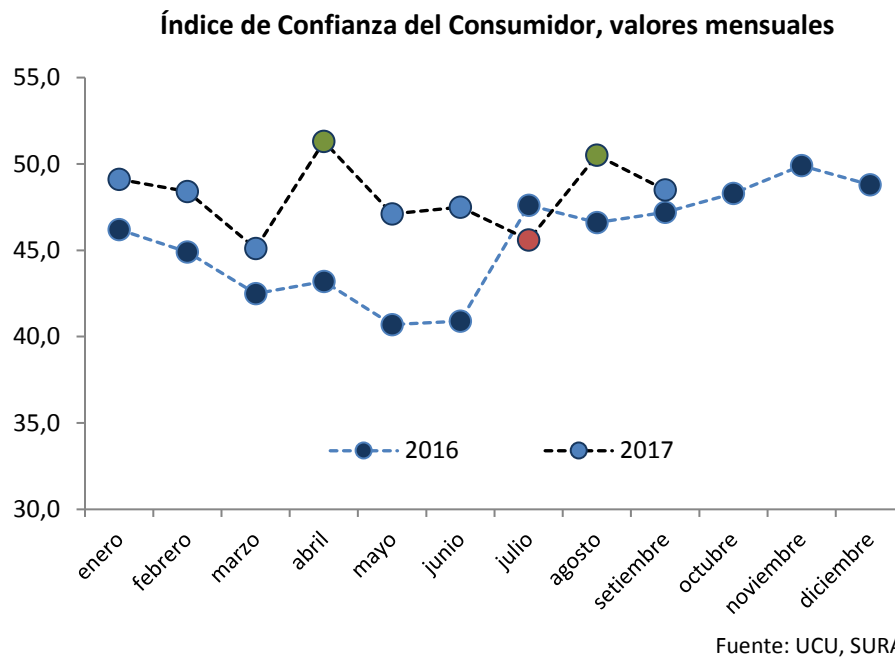
\*Información para el total del país.

Fuente: CNCS

48. Si bien los datos relevados por la Encuesta muestran un comportamiento en general favorable de la actividad comercial, es posible percibir cierta volatilidad en el resultado de algunos rubros en particular. Esto demuestra las debilidades que aún persisten y que no permiten consolidar una situación de crecimiento sólida y generalizada en el sector, advirtiéndose incluso en algunos casos un retroceso en los niveles de venta.

49. Como reflejo de lo anterior, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) ha evolucionado en los primeros 9 meses del año de manera similar, con altibajos, sin afianzarse de manera firme en una senda de recuperación. Tanto en abril como en agosto, el ICC logró superar los 50 puntos e introducirse en el rango de Moderado Optimismo. Sin embargo, en ningún caso se logró mantener lo anterior, retornando a la zona de Moderado Pesimismo al mes siguiente. En

particular, el último dato correspondiente a setiembre arroja un ICC de 48,5 lo que implica una caída de 4,0% respecto al mes previo, así como una recuperación de 2,8% en términos interanuales.



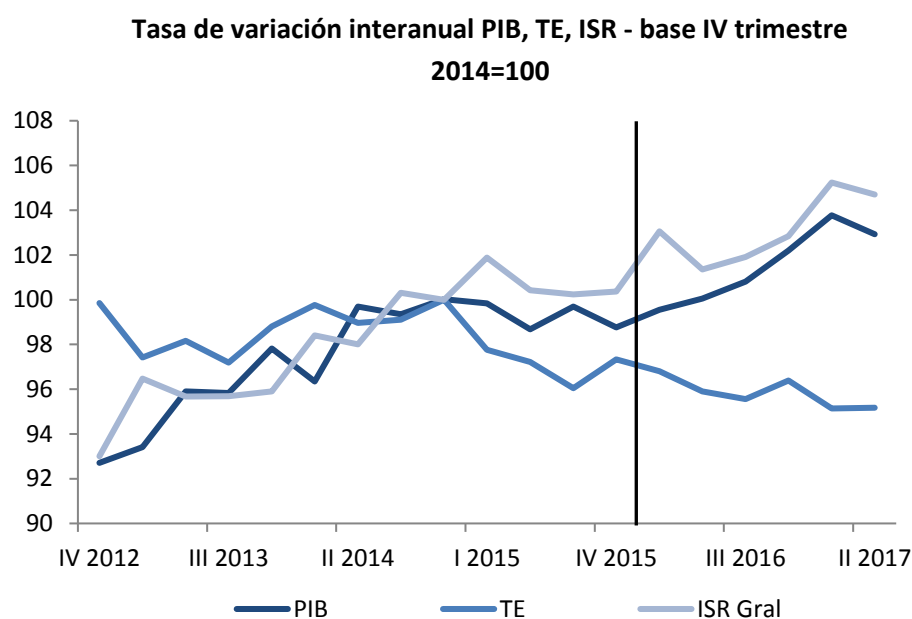
50. Independientemente de lo anterior, el gráfico deja en evidencia que los datos del ICC son claramente superiores a los observados durante 2016, viéndose mejoras trimestre a trimestre, con la única excepción del mes de julio. En particular, los datos anualizados al mes de setiembre muestran una recuperación de 6,1% respecto al promedio de 2016. A su vez, en lo que refiere a los componentes del ICC, la *Predisposición a la compra de bienes durables* ha mantenido una más clara tendencia al alza a lo largo del año, como consecuencia de los menores niveles de inflación y de la apreciación del peso frente al dólar, factores que estimulan el consumo, comentados más adelante.

## Mercado de trabajo

51. Pese a que en términos generales la economía ha evolucionado de manera favorable durante la primera mitad del año, esto no se refleja aún en los indicadores relativos al mercado laboral.

52. En lo que refiere a la Tasa de Desempleo (TD), luego de haber alcanzado valores considerablemente altos en marzo (9,0%), el comportamiento se suavizó y evolucionó a la baja hasta el mes de julio. Sin embargo, en agosto la TD volvió a crecer en términos mensuales para ubicarse en 7,8%. Lo anterior implica que en agosto de este año la economía contaba con aproximadamente 136.600 personas desempleadas. Por su parte, el valor anualizado al octavo mes del año asciende a 8,0%, levemente por encima al alcanzado en 2016: 7,8%.

53. En el caso de la Tasa de Empleo (TE), se han constatado valores oscilantes en lo que va del año, pero en términos de tendencia, ésta sería descendente. Concretamente, en agosto se ubicó en 56,8%, lo que implica una reducción de 1,1 p.p. respecto a igual mes del año 2016. A su vez, el último dato implica una considerable caída respecto al mes previo (-1,5 p.p.), tratándose del valor más bajo que se registra desde inicios del año 2008. Igualmente, no debe ponerse especial atención al dato puntual, pero sí en la tendencia decreciente que se comentaba, ya que implica que desde una perspectiva de más largo plazo la economía no está generando nuevos puestos de trabajo sino por el contrario se están destruyendo.
54. Pese a este deterioro que se observa en el mercado de trabajo en términos de cantidad de personas ocupadas, el análisis de la evolución del Índice de Salario Real (ISR) da cuenta de que mantiene una evolución al alza. En particular, los últimos datos muestran un aumento interanual del ISR Global de 3,9% al mes de agosto. Inclusive, si se anualiza la información disponible se constata un crecimiento del indicador del orden de 2,0% respecto a 2016, lo que implica una leve mejora respecto al crecimiento observado aquél año (1,6%).



Fuente: elaboración propia con datos del INE, BCU

55. El gráfico anterior muestra la evolución conjunta del PIB, la TE y el ISR, dando cuenta cómo la TE se ha desacoplado de las otras dos series, particularmente a partir de 2016, cuando la economía comienza a recuperarse. Es decir que ante mejores resultados a nivel económico, los niveles de salario real han esta trayectoria, pero la contracara ha sido un menor nivel de empleo, actuando en este caso como variable de ajuste del mercado de trabajo.

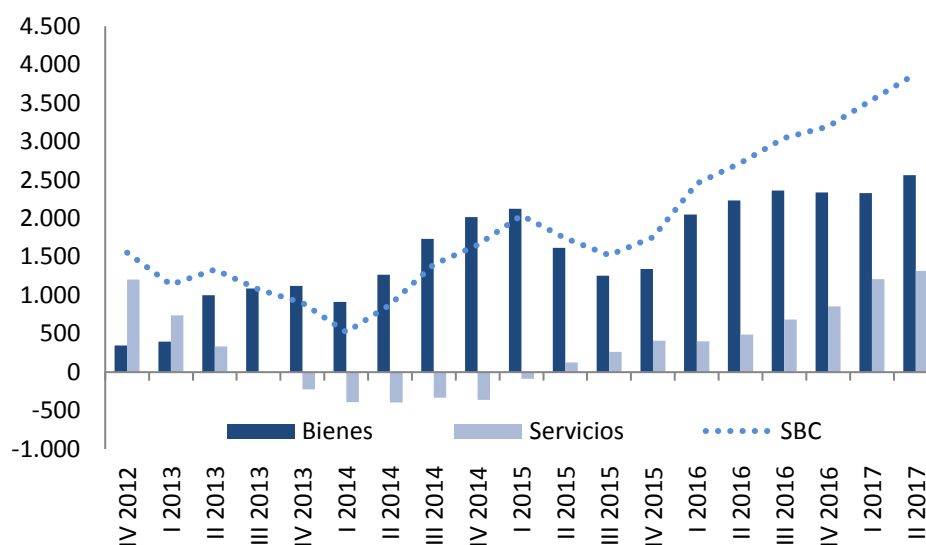


56. En la última edición de la Encuesta de Actividad del SCyS de la CNCS, los empresarios fueron consultados acerca de este desacople del mercado laboral respecto a los mejores niveles evidenciados en el comportamiento del PIB. El 37% de los encuestados manifestó que lo anterior se daba como producto de la pérdida de competitividad de las actividades económicas, con la consecuente reducción de los márgenes de ganancia, generando complicaciones a la hora de contratar nuevos trabajadores y desarrollar nuevas inversiones.
57. Por otra parte, el 23% entendió que los aumentos del ISR que no corresponden a aumentos de productividad, por lo cual en estos casos la cantidad de trabajadores contratados se transforma en la variable de ajuste. Por último, el 14% de los encuestados adjudica la situación a la rigidez que prima en el mercado laboral.

### **Comercio Exterior**

58. Respecto al sector externo, cabe aclarar en primer lugar que el BCU está llevando a cabo una adecuación de sus datos para incorporar ciertas metodologías recomendadas a nivel internacional. A raíz de ello, se observan cambios en los resultados a partir del segundo trimestre de 2017.
59. De acuerdo a dicha información, el saldo de la balanza comercial de bienes y servicios fue superavitario en U\$D 3.881 millones con datos anualizados al segundo trimestre del año, lo que implica un aumento de U\$D 1.158 millones respecto a igual período del año previo. Este resultado se explica fundamentalmente por el resultado positivo en el caso del intercambio de servicios, que pasó de representar U\$D 489 millones en el año móvil a junio de 2016, al valor actual que asciende a U\$D 1.317 millones.

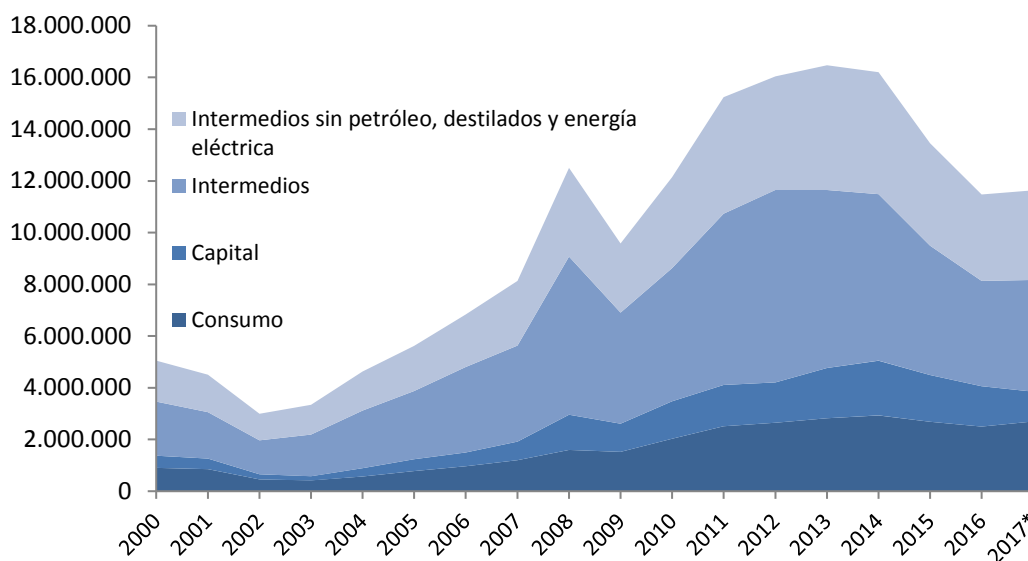
**Saldo de la Balanza Comercial (Bienes y Servicios)**  
**En millones de dólares – año móvil a fin de cada período**



Fuente: BCU

60. A su vez, al analizar el comportamiento de los servicios, se observa que se dio simultáneamente un aumento en las exportaciones de servicios, y una reducción de las importaciones, con mayor peso del primer factor. El aumento de las exportaciones se explica casi totalmente por el rubro *Viajes*: los ingresos por dicho concepto crecieron 29,6% en términos corrientes respecto a los resultados anualizados al segundo trimestre de 2016.
61. Al analizar dicha información en conjunto con la que surge del Ministerio de Turismo, se constata un aumento en la llegada de turistas durante el segundo trimestre del año del orden de 39,4% respecto a igual período de 2016. Si se analiza el gasto realizado por dichos turistas, el aumento en términos constantes asciende a 23,7% en el mismo período.
62. Respecto al comportamiento del intercambio de bienes, los datos anualizados al mes de junio mostraron un saldo superavitario en U\$D 2.536 millones, que implica un aumento de 14,8% respecto a igual período de 2016.

### Importaciones cumplidas CIF en miles de dólares



Fuente: BCU

\*Datos anualizados al mes de agosto

63. En lo que refiere a las importaciones de bienes, el gráfico anterior refleja la reducción que se ha dado desde 2014, con cierta estabilización en el año corriente. En particular analizando los datos de 2017, la mayor caída se ha dado en las importaciones de bienes de capital: con datos anualizados al mes de agosto, la caída respecto a igual período de 2016 asciende a -26,9%. En los casos restantes se ha estabilizado la situación, llevando a que el resultado global muestre cierta estabilización respecto a 2016: si se compara el año móvil al mes de agosto de 2017 respecto a 2016, la variación es de -0,1%.

64. Con respecto a las exportaciones de bienes (desde territorio no franco) y analizando la información proporcionada por Uruguay XXI, al mes de setiembre se acumula un nivel de U\$D 6.435 millones, resultando en un aumento de 11,8% respecto a igual período del año anterior. A tres meses de cerrar el año, estos valores indican que en 2017 se superarían los niveles exportados en 2016 (U\$D 7.541 millones), habiéndose constatado niveles superiores de exportación en cada mes de 2017, con la única excepción del mes de mayo.

65. Mientras que en 2016 Brasil fue el principal demandante de productos uruguayos (17,5% del total), al mes de setiembre del corriente China ocupa dicha posición, concentrando 22,3% del total exportado, siendo Brasil relegado al segundo lugar, concentrando en este caso el 15,6% del total. Al respecto, preocupan particularmente los recientes anuncios de suspensión de importaciones de leche de origen uruguayo desde el vecino país, dado que de las exportaciones totales a Brasil, el 20,9% corresponde a productos lácteos, y a su vez del total de

exportaciones del sector lácteo uruguayo, el 49.2% se vende al país vecino. Lo cual demuestra una gran concentración de estos bienes en el mercado brasileño.

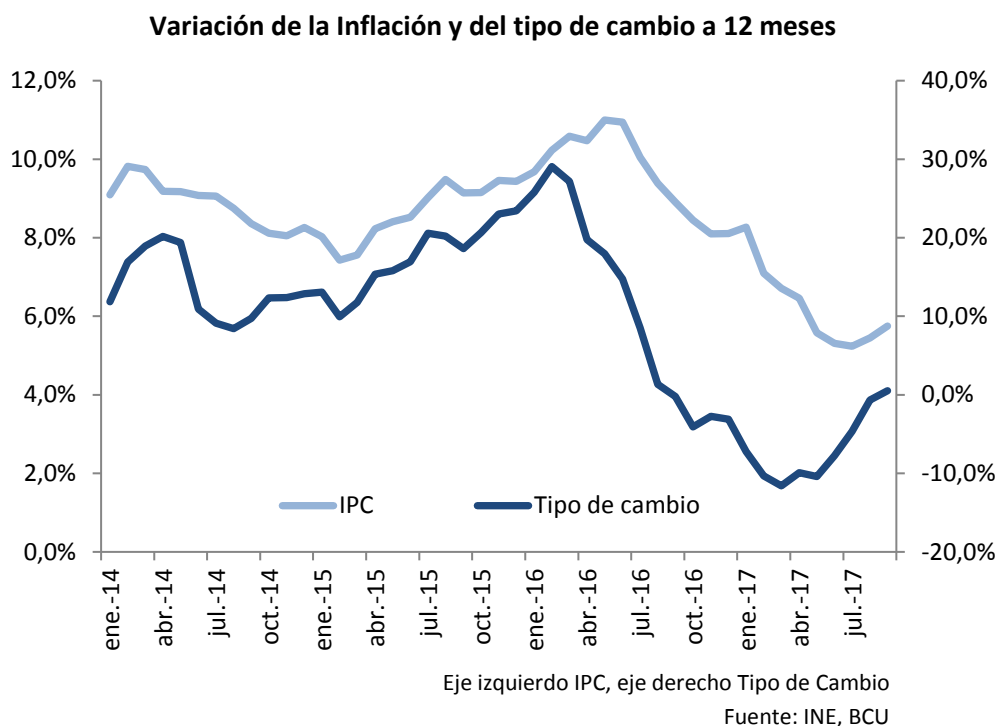
66. En términos globales y desglosando por productos, el principal producto de exportación en la actualidad es la soja (19,2% al mes de setiembre), seguida de cerca por la carne bovina, que concentra el 18,6% del total, habiendo sido el producto con mayor peso en 2016. En el primer caso, el precio en los mercados internacionales se ha mantenido relativamente estable en el año corriente respecto a lo observado en 2016: el valor promedio anualizado al mes de setiembre cayó 0,5% respecto al promedio de 2016. Sin embargo, los montos exportados crecieron 32,1% en los primeros 9 meses del año respecto a igual período de 2016, luego de una zafra en la que se alcanzaron valores récord en términos de rendimiento. En el caso de la carne, los precios internacionales han mostrado un leve aumento en el mismo período, de 6,3%, evidenciando cierta recuperación respecto a los niveles observados en años previos.

## Precios y Tipo de Cambio

67. Hasta el mes de julio, los niveles inflacionarios mantuvieron su evolución a la baja, tal como se constataba desde mediados de 2016. Sin embargo en agosto, las variaciones mensuales comenzaron a ser más elevadas, llevando a que se detuviera el comportamiento anterior. Mientras que en julio el IPC a 12 meses ascendía a 5,24% el último dato, correspondiente a setiembre, lleva dicho valor a 5,75%. De todas más allá de este comportamiento reciente de los niveles inflacionarios, no quedan dudas que se han disipado las presiones inflacionarias que el país evidenció períodos anteriores.

68. Asimismo, de acuerdo con la edición del mes de octubre de la Encuesta de Expectativas de inflación elaborada por el BCU, el año cerraría con un nivel inflacionario de 6,1%, levemente por encima de los últimos datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), pero manteniéndose en niveles relativamente controlables por lo menos en el mediano plazo.

69. Nuevamente queda en evidencia que este comportamiento reciente en los niveles de precios internos, refleja en gran medida la evolución del valor del dólar a nivel local. En los últimos meses se revirtió la caída en términos de inflación de bienes transables (nominados en dólares por tratarse de bienes que se comercian con el exterior), mientras que para el caso de bienes no transables, los niveles permanecen estables.



70. Lo anterior va entonces de la mano con el hecho que el valor del dólar dejó de caer en términos mensuales a partir de junio, cuando creció 0,9% respecto a mayo. A partir de allí, se constataron aumentos mensuales en cada oportunidad. Los últimos datos cerrados corresponden al mes de setiembre, con una cotización promedio de \$28,9, siendo este mes el primero desde agosto de 2016 en el que se observa crecimiento en términos interanuales, aunque aún en niveles relativamente bajos (0,5%).

71. Inclusive si se analizan los datos relativos al mes de octubre, queda en evidencia que esta trayectoria al alza en la cotización de la moneda norteamericana persiste: alcanzando un valor entorno a los \$29,6. En este caso, en la última Encuesta de Expectativas Económicas del BCU, los analistas auguraban un cierre del año con una cotización idéntica a la que se observa al día de hoy. Es esperable entonces una corrección al alza en las próximas ediciones, siendo viable que ya en el cierre del año 2017 se alcancen cotizaciones cercanas a los \$30.

72. A su vez, el Tipo de Cambio Real (TCR), que vincula la evolución de precios a nivel local respecto a lo que sucede en otros países, también comenzó el año mostrando cierta tendencia a la baja en términos globales. Es decir que la economía local se venía apreciando frente al exterior respecto a lo que se había dado en 2016.

73. Con datos al mes de agosto, en términos mensuales y acumulados a dicho mes, se observa cierta estabilidad tanto a nivel global, como a nivel regional y

extrarregional. Sin embargo desde una perspectiva de más largo, se mantiene la situación de pérdida de competitividad de la economía local frente a sus principales socios.

TCR: agosto 2017	Global	Extrarregional	Regional
Var. Mensual	0,62%	0,83%	0,47%
Var. Acumulada en el año	0,79%	0,79%	0,79%
Var. Interanual	-1,94%	-2,53%	-1,50%

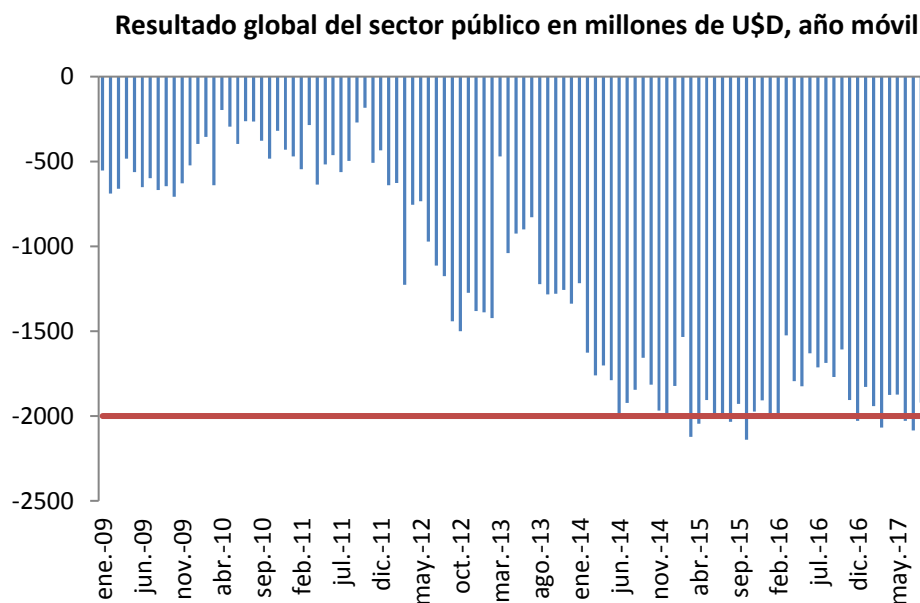
Fuente: BCU

74. De cara a la próxima temporada turística, cabe analizar en particular la situación respecto a los países vecinos. Mayo fue el mes en el que el valor promedio de la cotización del dólar alcanzó en Uruguay su nivel más bajo en lo que va del año. A partir de allí, recuperó valor, con una variación de 2,7% al mes de setiembre. En Brasil y en el mismo período, el tipo de cambio no revirtió la caída que se observa al igual que en Uruguay desde principios de 2016. Entre setiembre y mayo la cotización promedio en este caso cayó 2,1% con lo cual, la situación de cara a la temporada de verano es favorable para los visitantes de dicho origen.
75. Por otra parte, pese a que la cotización del dólar en Argentina en el periodo mencionado ha crecido más que a nivel local (9,7%), en este caso los elevados niveles inflacionarios (23,8% al mes de setiembre) hacen que aún sea favorable el intercambio respecto a Uruguay. Por lo tanto, en materia cambiaria las condiciones previas a la temporada turística que se avecina, son un elemento positivo.

## Sector Público

76. Los últimos datos publicados relativos al resultado del sector público, arrojaron un déficit que asciende a 3,3% del PIB al mes de agosto. Dicho valor implica una mejora de 0,3 p.p. respecto al mes inmediatamente anterior, a la vez que es idéntico al de un año atrás. Sin embargo, un año atrás se veía este mismo nivel de déficit con optimismo por la mejora que se había alcanzado luego de un comienzo de año con niveles que habían tocado el 4,0%, esperando que se afanzara en una tendencia a la baja, para así converger al rango meta fijado para 2019: 2,5%.
77. Hoy, un año después, los datos muestran que dicha convergencia no sólo no se registró, sino que peor aún la economía uruguaya mantiene su mismo nivel de déficit fiscal, lo cual aleja las probabilidades de llegar a la meta pre fijada para los próximos años.
78. En términos corrientes, el déficit equivale a U\$D 1.921 millones, y tal como refleja el gráfico siguiente, resulta un valor del que no logra alejarse de manera

sostenida: desde mediados de 2014 el déficit fiscal oscila entre los 2.000 y 1.500 millones de dólares.



Fuente: BCU

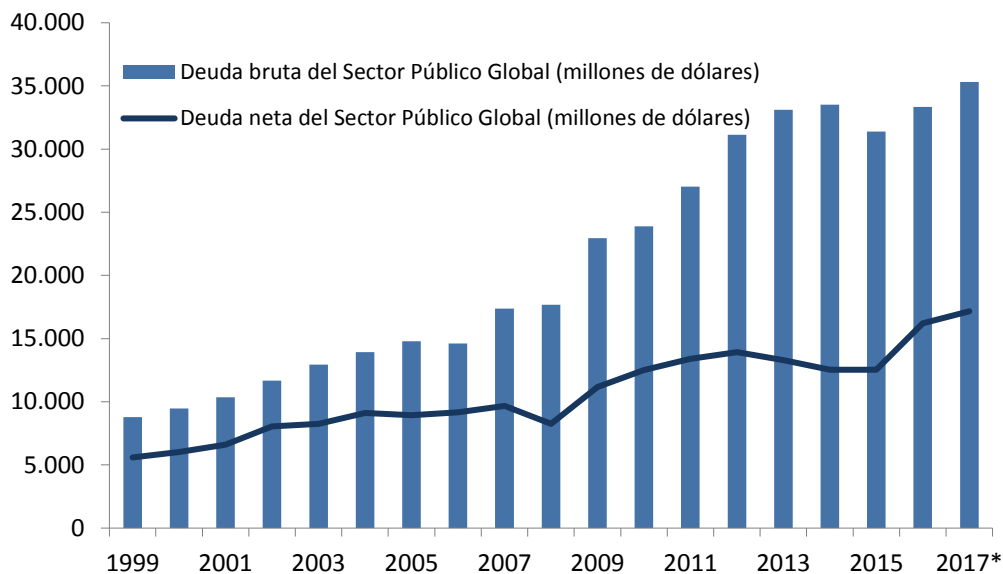
79. Al analizar el resultado de las Cuentas Públicas, desagregando entre sus distintos componentes, en primer lugar se observa un crecimiento en los Ingresos del Sector Público No Financiero en términos corrientes de 15,3% respecto a agosto de 2016 (datos anualizados), pero simultáneamente, se constata que los egresos en los mismos términos aumentaron 16,9%. En el caso de los egresos, se repite a su vez lo que se analizaba en el primer Informe de Coyuntura del año: mientras que los Egresos Primarios Corrientes del Gobierno Central y el BPS evolucionan al alza (18,5% interanual anualizado al mes de agosto en términos corrientes), las Inversiones evidencian el comportamiento opuesto (-1,7% interanual anualizado al mes de agosto en términos corrientes).

80. Por otra parte, el resultado de las Intendencias, que había mejorado notoriamente durante 2016, comenzó a debilitarse. Pese a que aún es superavitario, los niveles son considerablemente menores, lo que lleva a que su aporte al Resultado Primario del Sector Público No Financiero sea mucho menor. En particular, mientras que en agosto de 2016 el Resultado Primario de las Intendencias anualizado era de U\$D 43 millones, en agosto del año corriente el mismo resultado se ubica en U\$D 8 millones

81. A su vez, en términos corrientes tanto el Resultado del BCU como los Intereses han evolucionado de manera negativa, y todo lo anterior en conjunto lleva a que el Resultado Global del Sector Público se ubique en el valor mencionado anteriormente (U\$D 1.921 millones).

82. Los niveles de actividad económica han sido favorables durante la primera mitad del año, y así se espera continúen para lo que resta del año, teniendo esto un impacto positivo sobre los ingresos del sector público. Sin embargo, en términos de egresos, con datos anualizados al segundo trimestre del año, representan el 30,2% del PIB, tratándose de la proporción más alta en más de 15 años. Teniendo en cuenta que se avecina un nuevo período electoral, episodio que históricamente lleva a un aumento del gasto, no sería esperable que los egresos logren ser notoriamente reducidos en el corto plazo, con lo cual el cumplimiento de la meta de 2,5% de déficit para 2019 parece nuevamente poco probable.
83. La contracara de la persistencia del déficit fiscal, es el endeudamiento, el cual ha mostrado una tendencia al alza en los últimos tiempos. Los datos anualizados al segundo trimestre de 2017 dan cuenta de un nivel de endeudamiento que supera los U\$D 35.000 millones en términos brutos, lo cual representa el 61,9% del PIB. Estos valores implican que el nivel de endeudamiento se ubica 14,0% por encima del valor correspondiente al segundo trimestre de 2016.

**Deuda bruta y neta del Sector Público Global, en millones de dólares corrientes**



Fuente: BCU

\*Datos anualizados al segundo trimestre

84. Igualmente en el análisis cualitativo, se observa una mejora en términos de la moneda de emisión de deuda. La proporción de deuda emitida en pesos uruguayos había pasado a ser la de mayor participación en el total, dejando en segundo lugar a la deuda emitida en dólares, con la reducción del riesgo cambiario que ello implica. No obstante, lo anterior se había revertido a partir de 2015, manteniéndose durante 2016. En el año corriente, se logró retornar a la situación previa: con datos anualizados al segundo trimestre de 2017 el 54,0% de



la deuda es emitida en pesos uruguayos, mientras que la emitida en dólares representa el 43,4% del total.

85. Independientemente de estos datos más favorables, el énfasis debe ser puesto en frenar el aumento en términos globales. En particular, el último informe de la calificadora de riesgo Fitch destacó el elevado endeudamiento como uno de los factores de debilidad de la economía local, así como el bajo nivel de cumplimiento de las trayectorias fiscales. Pese a lo anterior, la calificación se mantuvo en el escalón más bajo que implica el grado inversor con perspectiva estable, pero no hay que desatender lo mencionado respecto a las debilidades destacadas, teniendo en cuenta a su vez, que se trata de apreciaciones que se reiteran en los sucesivos informes.

## Conclusiones

86. En términos generales, es posible establecer que tanto el contexto regional como extrarregional han avanzado en forma favorable en los últimos meses, lo cual se traduce en impactos exógenos positivos sobre el comportamiento de la economía local. En línea con ello, los últimos datos relativos al PIB permiten establecer que haciendo el supuesto de que en los trimestres siguientes la economía no creciera (es decir evolucione a tasa 0%), el piso de crecimiento promedio anual ya se ubicaría en 2,5%, lo que superaría ampliamente el comportamiento de los últimos dos años. Si además se proyectara que el contexto externo se mantenga relativamente favorable para la segunda mitad del año, las estimaciones de crecimiento para el cierre del 2017 estarían por encima del 3%, manteniéndose esta situación para el año 2018.
87. A nivel del Sector Comercio y Servicios, también es posible proyectar un escenario de crecimiento para lo que resta del año basado, tal como se mencionó, en un contexto que favorece dichos resultados: baja inflación, moneda local apreciada y aumento del poder adquisitivo de los hogares. Concretamente para el sub sector *Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles* es posible esperar un crecimiento anual incluso cercano al 7%, impulsado también por los resultados positivos registrados a nivel del turismo. De esta forma el sub sector deja atrás tres años de caída en términos de actividad económica.
88. A pesar de estos resultados positivos mencionados anteriormente, es importante determinar que en la actualidad el motor de crecimiento está siendo la evolución del consumo privado, mientras que por el contrario los niveles de inversión están atravesando un escenario de contracción. Esta situación, incorpora altos niveles de inestabilidad pensando en una trayectoria de crecimiento más sólida para el país desde una perspectiva de largo plazo. Asimismo, en términos

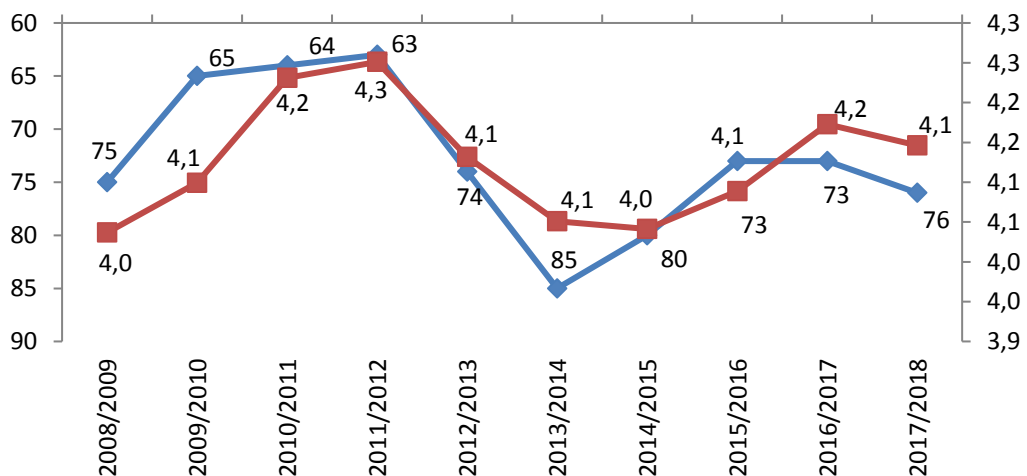
macroeconómicos el país continúa sin corregir diferentes desequilibrios que se arrastran año tras año. Algunos de ellos son la sostenibilidad fiscal (déficit fiscal, deuda pública), deficiencias en términos de infraestructura, ineficiencia de las empresas públicas y desequilibrios en términos de competitividad cambiaria.

89. También a nivel macroeconómico la actividad privada enfrenta importantes restricciones que se transforman en barreras a los procesos de inversión: intervención del Estado (regulaciones, tributos), escasa apertura comercial que dificulta el acceso a nuevos mercados, regulaciones laborales inflexibles, complejo clima de las relaciones laborales, y deficiencias en materia educativa y mano de obra capacitada.

90. Este análisis coincide con los resultados del World Economic Forum (WEF) en su última publicación del Índice de Competitividad Global (ICG), donde se establece que los tres principales obstáculos que los empresarios enfrentan a la hora de desarrollar sus negocios son: la presión tributaria, la burocracia ineficiente y las regulaciones del mercado de trabajo.

91. Además, luego de 10 años de publicación del ICG, Uruguay permanece en una posición prácticamente igual en términos de competitividad, tanto a nivel relativo como absoluto. Mientras que en el año 2008 la posición de Uruguay en el ranking era la N° 75 alcanzando un valor de 4.0, en la última edición del índice correspondiente al año 2017, se encuentra en la posición N° 76, con un valor de 4

**Índice de Competitividad Global**



Eje derecho: calificación, Eje izquierdo: Ranking

Fuente: elaboración propia con información del WEF

92. Por lo tanto, son factores sobre los cuales desde la Cámara se insiste constantemente, no sólo por la importancia que presentan en términos de generar las condiciones necesarias para promover el desarrollo de las actividades privadas, sino también porque estas deficiencias continúan estando presentes sin procesarse grandes cambios, tan necesarios para pensar en una senda de crecimiento del país sostenible en el tiempo.
93. En definitiva, el crecimiento económico de los países está indisolublemente ligado al crecimiento de sus empresas privadas, sin embargo éstas no pueden desarrollarse eficientemente, si las decisiones económicas que se toman a nivel local por parte de las autoridades no las ponen en el centro de atención como actores generadores de fuentes de trabajo y de riqueza para el país.

*Montevideo, 1 de noviembre de 2017*