

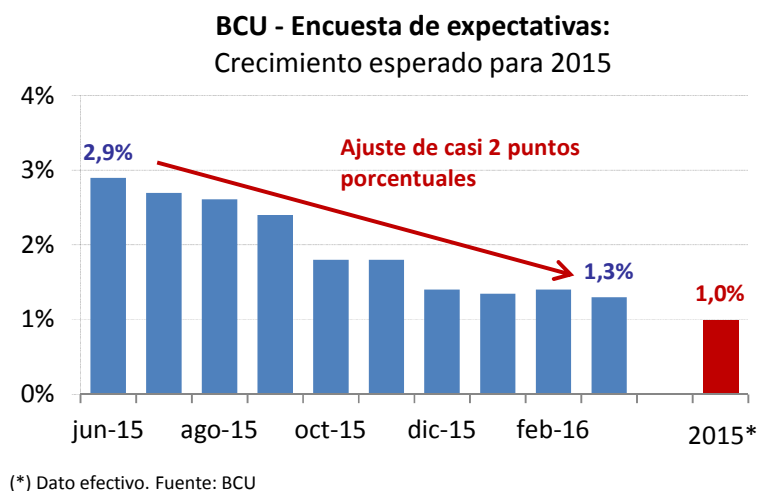
### III. INFORME ECONÓMICO-FINANCIERO

#### 1. El nivel de actividad

##### *El desempeño de la economía en 2015*

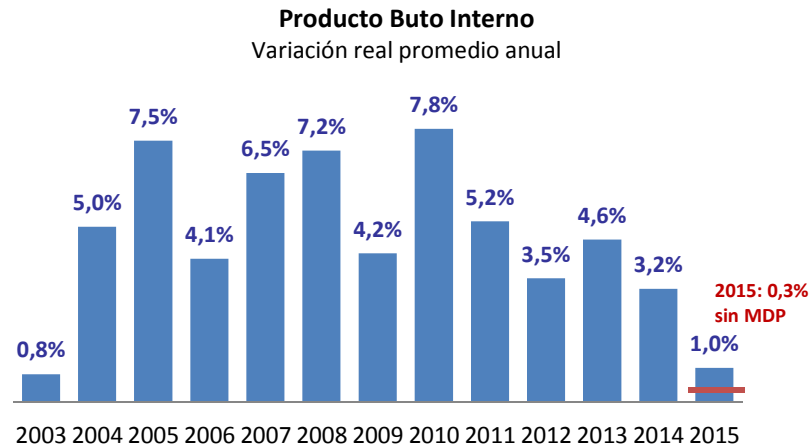
La consolidación de un panorama externo caracterizado por una economía mundial y regional más adverso de lo previsto -en particular por la profundización de la crisis económica y política de Brasil-, ha tenido un impacto negativo en el nivel de actividad de la economía uruguaya. Durante el año 2015, el Producto Interno Bruto (PIB) registró un incremento de 1% en términos reales, el guarismo más bajo desde 2003.

El dato de Cuentas Nacionales fue incluso menor a lo esperado por los analistas consultados en la encuesta de expectativas del Banco Central del Uruguay que previo a la publicación de las estadísticas de actividad proyectaban en promedio un crecimiento de 1,3%. Dicha cifra había sufrido correcciones a la baja de forma sostenida desde junio de 2015, fecha en que comenzó a elaborarse el Presupuesto Nacional.



Desde el punto de vista de los sectores económicos, el crecimiento del nivel de actividad estuvo impulsado en gran medida por la expansión de la *Industria Manufacturera*, que recogió la mayor producción de pulpa de celulosa como consecuencia de la apertura de Montes del Plata. El sector se expandió 5,7% y tuvo una incidencia de siete décimas en el crecimiento

promedio anual del PIB. Excluyendo este sector, la actividad económica se mantuvo prácticamente estable, con una expansión de 0,3% en promedio.



Fuente: BCU

Otros sectores que registraron expansión fueron: *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* que creció en forma agregada 3,1% empujado principalmente por el crecimiento de las comunicaciones; las actividades primarias que crecieron 0,4% y el sector *otras actividades* que tuvo un crecimiento de 1,6%.

Por otra parte, los sectores que registraron peor desempeño fueron *Construcción y Comercio, Restaurantes y Hoteles*. El sector de la construcción observó una caída de 5,4% que estuvo asociada a la retracción tanto en el sector público como privado. Y en comercio, restaurantes y hoteles la baja fue de 2,5%, debido a la menor actividad comercial.

El sector de *Electricidad, Gas y Agua* verificó un descenso en términos interanuales de 8,1%, debido a una menor producción de energía hidráulica.

## PIB POR SECTORES DE ACTIVIDAD

	Variación Real 2015/2014	Incidencia
Actividades Primarias	0,4%	0,0%
Industrias Manufactureras	5,7%	0,7%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	-8,1%	-0,2%
Construcción	-5,4%	-0,3%
Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles	-2,5%	-0,3%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	3,1%	0,5%
Otros servicios	1,6%	0,4%
Resto (Servicios Finan. Indirect no distrib+Imp-Subvs)	0,8%	0,1%
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>

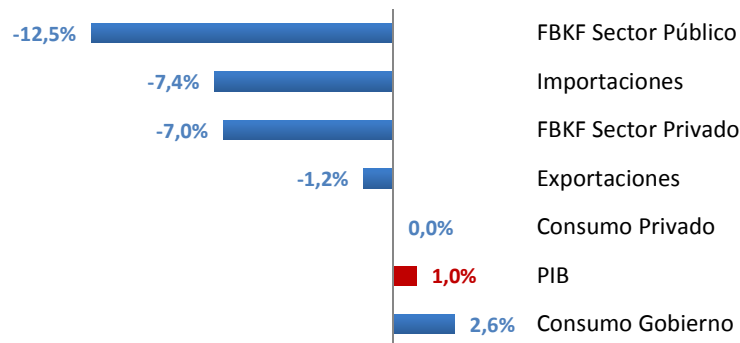
Analizando el comportamiento de la economía por los componentes de la demanda, se verificó una contracción de la demanda interna, con una caída de 1,3% en el promedio del año (cuando en el período 2005-2014 el crecimiento fue del orden de 5,4% promedio anual).

Por un lado, el consumo final registró un crecimiento de apenas 0,3% (frente al 2,9% registrado en 2014) y obedeció a la expansión del consumo público dado que el consumo privado no mostró crecimiento. La inversión se retrajo 8,2% producto de la caída de la inversión del sector privado (como consecuencia de la culminación de las obras de Montes del Plata) y del sector público (por el menor ritmo de ejecución de los proyectos de EEPP que se encuentran próximos a su finalización).

El comportamiento negativo de la demanda interna fue compensado por la mejora de las exportaciones netas como consecuencia de la mayor caída de las importaciones (que bajaron 7%) frente a la disminución de las exportaciones de bienes y servicios (de 1,2% en términos reales), determinando así que el saldo comercial con el exterior resultara menos negativo que el año anterior.

### PIB 2015 por componentes del Gasto

Variación real anual



Fuente: BCU

### *Primer trimestre de 2016*

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman la tendencia de reversión del ciclo económico observada el año anterior. En efecto, de acuerdo al último informe de Cuentas Nacionales divulgado por el BCU, en el primer trimestre de 2016, la economía disminuyó 0,5% respecto a igual periodo del 2015. Sin embargo, en términos desestacionalizados se registró un incremento de 0,1% en comparación con el trimestre anterior.

Desde el punto de vista de los sectores económicos, en el primer trimestre de 2016 todas las ramas de actividad mostraron tasas de crecimiento negativas respecto a igual trimestre del año anterior, con la excepción de *Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones* y el sector de *Suministro de Electricidad, Gas y Agua* (EGA). En el primer caso, el valor agregado aumentó 2,6%, impulsado por la expansión de las comunicaciones, particularmente del aumento en los servicios de datos, mientras que el sector EGA se expandió 15,2% en términos interanuales como consecuencia de la mayor generación de energía a partir de fuente hidráulica y eólica.

Las *Actividades Primarias* mostraron una caída de 4,1% en el primer trimestre de 2016 respecto a 2015, lo que obedeció al menor dinamismo tanto de la actividad pecuaria (menor faena hacia frigoríficos y menor producción de leche) y agrícola (menor producción cultivos de verano), que estuvo parcialmente compensada por la mayor actividad silvícola.

El índice de volumen físico de la *Industria Manufacturera* decreció levemente respecto a igual trimestre del 2015 (-0,1%), mientras que el sector *Comercio, Reparaciones, Restaurantes y Hoteles* cayó 4,5% debido fundamentalmente al descenso de las actividades comerciales de productos importados compensado en parte por la mayor actividad de restaurantes y hoteles. Por último, el sector de la *Construcción* verificó un descenso de 4,7% producto de la menor actividad tanto en el sector público como en el privado.

Desde el enfoque del gasto, la demanda interna se contrajo en los primeros meses del año. En efecto, el *Gasto de Consumo Final* se redujo 0,6%, fundamentalmente por la caída del Consumo Privado. La *Formación Bruta de Capital* mostró un descenso interanual de 22,1% como consecuencia de la menor inversión pública y privada.

En el frente externo, las exportaciones revirtieron su comportamiento negativo creciendo 1,8% en términos interanuales, en gran medida debido a la mayor venta de bienes al exterior, principalmente de pulpa de celulosa. En el mismo sentido, las ventas de servicios por concepto de turismo aumentaron tanto por la mayor cantidad de turistas que visitaron al país así como por su mayor gasto. Finalmente, las importaciones cayeron 17,4% en la comparación interanual, determinado un saldo de bienes y servicios menos negativo con el exterior y una incidencia positiva del sector externo en los primeros meses del año.

## 2. Las finanzas públicas

El Resultado Global del Sector Público Consolidado al cierre del año 2015 se ubicó en -3,6% del PIB, como consecuencia de un resultado primario equilibrado y del pago de intereses por 3,6% del PIB<sup>5</sup>.

Cifras Observadas en % del PIB	2013	2014	2014 ajustado	2015
<b>Ingresos Sector Público no Financiero</b>	<b>29,5</b>	<b>29,1</b>	<b>28,8</b>	<b>29,0</b>
<i>Gobierno Central</i>	<i>20,7</i>	<i>20,0</i>	<i>19,7</i>	<i>19,6</i>
DGI	17,1	16,6	16,6	16,6
Comercio Exterior	1,1	1,1	1,1	1,1
Otros	2,5	2,3	2,0	2,0
<i>BPS</i>	<i>7,3</i>	<i>7,6</i>	<i>7,6</i>	<i>7,4</i>
<i>Resultado Primario Corriente Empresas Publicas</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,8</i>
<b>Egresos Primarios Sector Público no Financiero</b>	<b>29,1</b>	<b>29,5</b>	<b>29,2</b>	<b>28,7</b>
<i>Egresos Primarios Corrientes Gobierno Central - BPS</i>	<i>25,7</i>	<i>26,2</i>	<i>25,9</i>	<i>26,4</i>
Remuneraciones	4,9	5,0	5,0	5,0
Gastos no personales	3,7	3,7	3,7	3,7
Pasividades	8,9	9,0	9,0	9,4
Transferencias	8,1	8,5	8,2	8,3
<i>Inversiones</i>	<i>3,4</i>	<i>3,2</i>	<i>3,2</i>	<i>2,3</i>
<b>R. Primario Otros Organismos (BCU, BSE, Intendencias)</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>
<b>R. Primario Sector Público Consolidado</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,0</b>
<b>Intereses</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>
Gobierno Central	2,4	2,3	2,3	2,3
Empresas Públicas	0,1	0,2	0,2	0,2
Intendencias	0,0	0,0	0,0	0,0
BCU	0,4	0,6	0,6	1,3
BSE	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Resultado Global Sector Público Consolidado</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,6</b>

Nota: "2014 ajustado" corresponde al ajuste del GC-BPS por el aporte al Fondo de Estabilización Energética

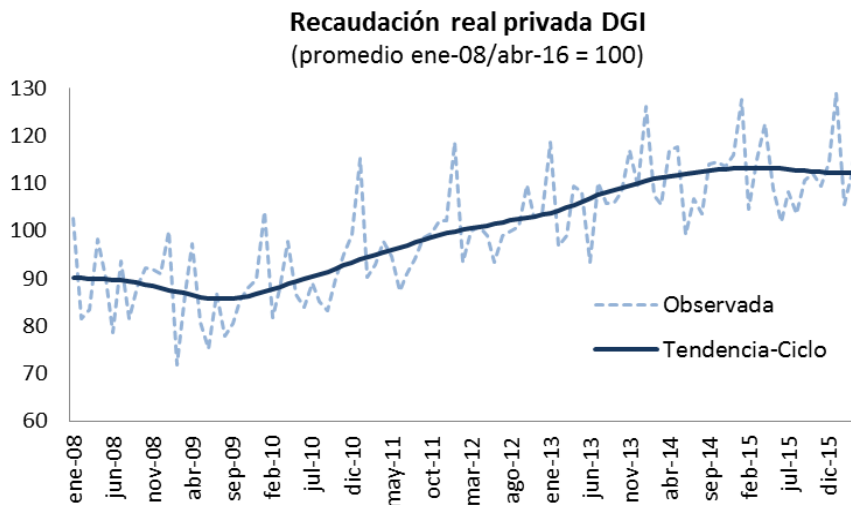
Cabe señalar que en 2014 los ingresos y egresos del Gobierno Central se vieron afectados por el aporte que realizó UTE al Fondo de Estabilidad

<sup>5</sup> El Sector Público Consolidado comprende al Gobierno Central-BPS, las empresas públicas (AFE, ANCAP, ANP, ANTEL, ANV, OSE y UTE), el Banco Central del Uruguay, el Banco de Seguros del Estado y los Gobiernos Departamentales.

Energética (0,3% del PIB), ya que según se establece en la operativa de su funcionamiento, el traspaso de fondos se realiza a través del Gobierno Central. Si bien esta operativa es neutral para el resultado del GC-BPS, sí se afectan las partidas de egresos y los ingresos, distorsionando la comparación interanual. Para evitar dicha distorsión en la comparación 2015 versus 2014 se dejan de lado los movimientos del FEE.

Los ingresos del GC se ubicaron en 19,6% del PIB, deteriorándose 0,1% del PIB respecto a 2014.

La recaudación de la DGI se estancó en 2015 luego de varios años de crecimiento ininterrumpido. A la interna se observaron además comportamientos diferentes entre los sectores público y privado. La recaudación del sector privado cayó 0,2% del PIB, principalmente por la caída en el IVA asociado a las importaciones, lo que no llegó a ser compensado por el crecimiento del IRPF y del IASS.

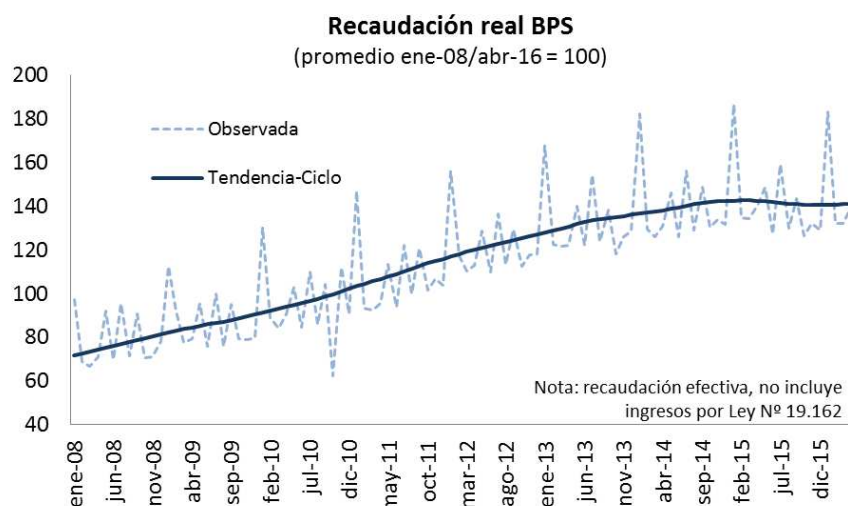


En tanto, la recaudación correspondiente a impuestos pagados por las Empresas Públicas aumentó 0,2% del PIB por mayores pagos de IRAE e ingresos por IMESI de los combustibles.

Recaudación DGI (% del PIB)	2014	2015	Variación
<b>Rec. Privada</b>	<b>14,2</b>	<b>14,0</b>	<b>-0,18</b>
IVA	8,4	8,1	-0,23
IRPF/IASS	3,1	3,2	0,09
IRAE	2,2	2,2	-0,03
Resto Privada	0,6	0,6	-0,01
<b>Rec. Pública</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>0,17</b>
IVA	1,1	1,0	-0,08
IRAE	0,0	0,2	0,19
IMESI Combustibles	0,9	1,0	0,10
Resto Pública	0,4	0,3	-0,04
<b>Total</b>	<b>16,6</b>	<b>16,6</b>	<b>0,00</b>

Por su parte, los ingresos por Comercio Exterior se redujeron casi 0,1% del PIB debido a la caída registrada en las importaciones de bienes en dólares. Por último, los ingresos del rubro Otros (compuesto principalmente por aportes de Empresas Públicas y recursos de Libre Disponibilidad), se mantuvieron estables en 2,0% del PIB.

Por el lado del BPS, la recaudación neta del pago de certificados se contrajo 0,2% del PIB. Esto estuvo asociado, por un lado, al menor dinamismo del mercado laboral, que redundó en que los cotizantes totales cayeran 0,8% respecto a 2014 y, por otra parte, a menores ingresos extraordinarios por desafiliaciones de AFAPs en relación al año pasado.

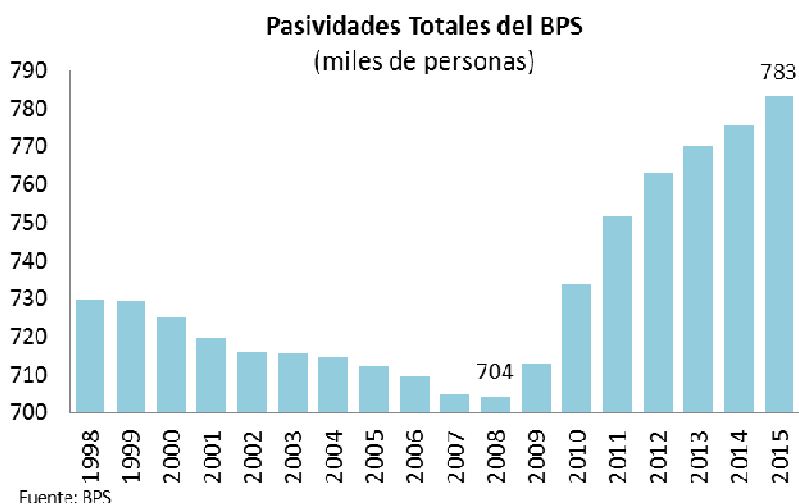




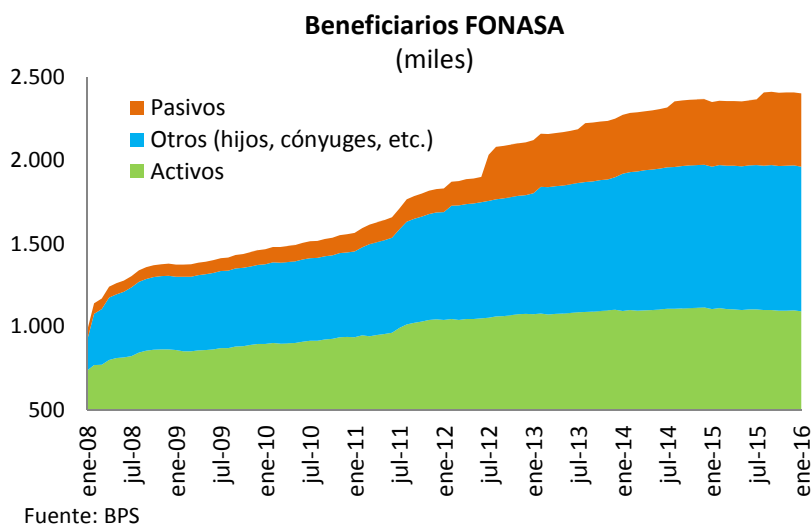
El resultado primario corriente de las empresas públicas aumentó 0,3% del PIB respecto a 2014, lo que respondió a una mejora del resultado de ANCAP (en gran medida por la ganancia financiera obtenida por la cancelación anticipada de la deuda con PDVSA) compensado parcialmente por un menor resultado de UTE.

En tanto, los egresos primarios corrientes del GC-BPS se ubicaron en 26,4% del PIB, creciendo poco más de 0,4% del PIB respecto a 2014.

El aumento se explica principalmente por la evolución de las pasividades, que crecieron 0,3% del PIB. Esto estuvo asociado, por un lado, al incremento real de las mismas que superó al crecimiento del PIB en 2015. Por otra parte, se continuaron observando los efectos de la Ley N° 18.395 de flexibilización de las condiciones de acceso a los beneficios jubilatorios aprobada en el año 2008, la cual generó un incremento del número de pasividades servidas por el organismo. Debido a lo anterior, la cantidad de pasividades otorgadas creció 1% en 2015.



Las transferencias por su parte crecieron 0,1% del PIB respecto a 2014 por mayores transferencias del BPS asociadas al ingreso de nuevos contingentes al Seguro Nacional Integrado de Salud, y por mayores pagos del Seguro de Desempleo. Cabe destacar que la reforma de salud elaborada en 2007 estableció un cronograma para el ingreso de diversos colectivos al FONASA, que se completará en julio de 2016.



El incremento de las transferencias del BPS se vio contrarrestado parcialmente por la caída en las transferencias del Gobierno Central por la eliminación del régimen de prefinanciación de exportaciones<sup>6</sup>.

El resto de los egresos primarios corrientes (remuneraciones y gastos no personales) se mantuvieron estables respecto a 2014.

Por otra parte, las inversiones del GC-BPS cayeron 0,2% del PIB debido principalmente a menores inversiones de los Organismos Docentes y de los Ministerios en su conjunto. En el caso de las Empresas Públicas, las inversiones bajaron 0,7% del PIB (excluyendo la variación de *stocks* de ANCAP) por el menor ritmo de ejecución de obras de UTE y ANTEL, luego de varios años de guarismos muy elevados en términos históricos. Por último, la variación de *stocks* de ANCAP fue más negativa que la del año anterior, lo que redujo la inversión un 0,1% del PIB adicional.

En tanto, el resultado primario acumulado de las Intendencias, el BCU y el BSE mejoró 0,1% del PIB debido a la mejora en el resultado de las

---

<sup>6</sup> No obstante, hay que tener en cuenta que al tiempo que se eliminó la prefinanciación de exportaciones, se incrementaron en 50% las tasas de devolución de tributos a través de certificados de crédito fiscal. Esto hace que paralelamente a la caída en transferencias se observe una merma en la recaudación neta de la DGI y del BPS ya que reciben un mayor pago con certificados.

Intendencias de 0,3% del PIB, lo que fue en parte compensado por el deterioro del BSE de 0,2% del PIB.

Por último, el pago de intereses aumentó 0,7% del PIB respecto a 2014 por los mayores pagos de intereses del BCU. Los principales factores que explicaron el incremento en la factura de intereses fueron las operaciones de canje y recompra anticipada de títulos, la maduración del impacto de las altas tasas en moneda nacional debido al sesgo contractivo de la política monetaria y el cambio en la composición del *stock* de Letras de Regulación Monetaria (LRM) entre pesos y UI.

<b>Resultado Global por Organismo en % del PIB</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>Variación</b>
Gobierno Central-BPS	-2,3	-2,8	-0,5
Empresas Públicas	-0,5	0,6	1,1
BCU	-0,6	-1,4	-0,7
Intendencias	-0,2	0,1	0,3
BSE	0,1	-0,1	-0,2
<b>Sector Público Consolidado</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-0,1</b>

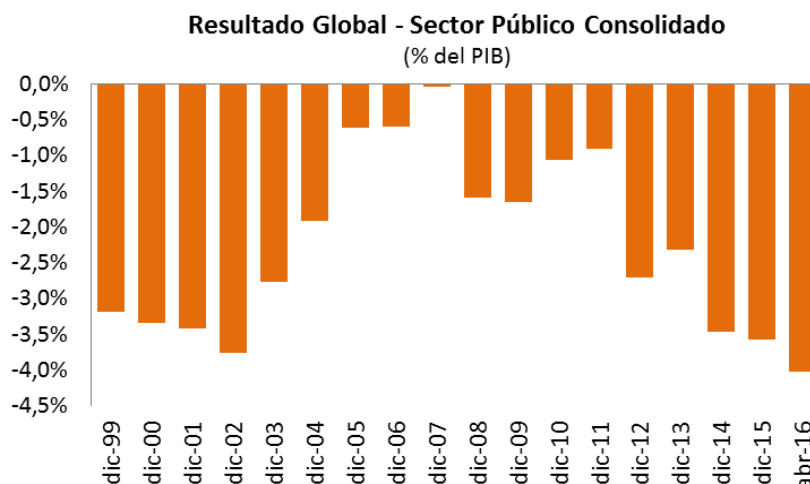
### *La situación fiscal en los primeros meses de 2016*

El resultado global del Sector Público Consolidado a abril de 2016 se ubicó en -4,0% del PIB<sup>7</sup>, deteriorándose casi 0,5% del PIB respecto al cierre de 2015<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Aunque el resultado observado en abril de 2016 fue -3,7% del PIB, esta cifra se encuentra distorsionada porque en abril de 2015 se pagaron los salarios correspondientes a mayo. Esto hace que en los doce meses cerrados a abril de 2016 haya sólo 11 pagos de salarios. Corregido por este efecto, el resultado de abril fue -4,0% del PIB. Las cifras se comentan depurando este efecto.

<sup>8</sup> Las cifras pueden no coincidir por motivo de redondeo.



Los ingresos del Sector Público no financiero se mantuvieron estables en 29% del PIB durante los primeros cuatro meses del año. La recaudación de la DGI creció 0,1% del PIB por mayor recaudación de IRAE tanto público como privado, lo que fue compensado por leves deterioros de los ingresos del BPS y en el resultado primario corriente de las Empresas Públicas.

Por el lado del gasto, los egresos primarios del Sector Público se ubicaron en 28,7% del PIB en los doce meses cerrados a abril, cifra que se mantuvo también incambiada respecto a diciembre. Mientras las transferencias asociadas al FONASA siguieron creciendo en los primeros cuatro meses del año, los gastos no personales se redujeron compensando la mayor parte del aumento.

En tanto, el resultado primario de Otros Organismos mostró un deterioro de 0,2% del PIB. Dicho deterioro explicó la caída del resultado primario del Sector Público Consolidado que pasó de 0% del PIB en diciembre a -0,2% del PIB en abril.

Finalmente, los intereses crecieron casi 0,3% del PIB en el periodo. Mientras los pagos del Gobierno Central aumentaron 0,2% del PIB, los del BCU lo hicieron 0,1% del PIB.

### 3. El sector externo

En 2015 la economía uruguaya registró un déficit en **Cuenta Corriente** de 1.947 millones de dólares, equivalentes a 3,6% del PIB, lo que implicó una mejora de un punto porcentual respecto de 2014, cuando alcanzó un déficit de 4,6% del PIB.

Este déficit fue financiado por un ingreso neto de fondos del exterior notoriamente menor al registrado el año anterior (160 millones de dólares frente a los 4.000 millones de dólares que ingresaron en 2014<sup>9</sup>), y por una disminución de los activos de reserva por un valor cercano a los 1.800 millones de dólares.

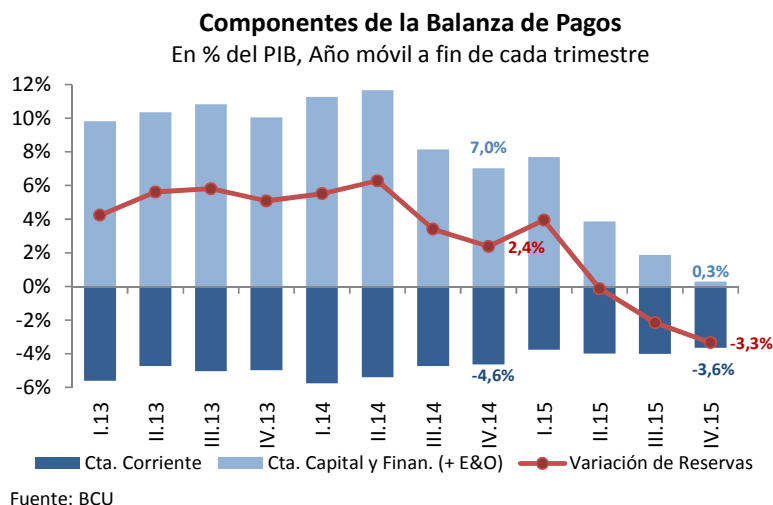
#### Componentes de la Balanza de Pagos

	Millones de dólares		% del PIB	
	2014	2015	2014	2015
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	<b>-2.655</b>	<b>-1.947</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-3,6%</b>
<b>Cuenta Comercial</b>	<b>-764</b>	<b>54</b>	<b>-1,3%</b>	<b>0,1%</b>
de bienes	-908	-279	-1,6%	-0,5%
de servicios	143	333	0,3%	0,6%
<b>Renta</b>	<b>-2.022</b>	<b>-2.124</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-4,0%</b>
<b>Transferencias Corrientes</b>	<b>131</b>	<b>124</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>
<b>CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA</b>	<b>4.035</b>	<b>249</b>	<b>7,1%</b>	<b>0,5%</b>
Transferencias de capital	12	159	0,0%	0,3%
Inversión extranjera directa	2.148	1.614	3,8%	3,0%
Inversión de cartera	1.125	-268	2,0%	-0,5%
Otra inversión	749	-1.256	1,3%	-2,3%
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-20</b>	<b>-90</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,2%</b>
<b>VARIACION DE ACTIVOS DE RESERVA</b>	<b>-1.360</b>	<b>1.788</b>	<b>-2,4%</b>	<b>3,3%</b>

Fuente: BCU

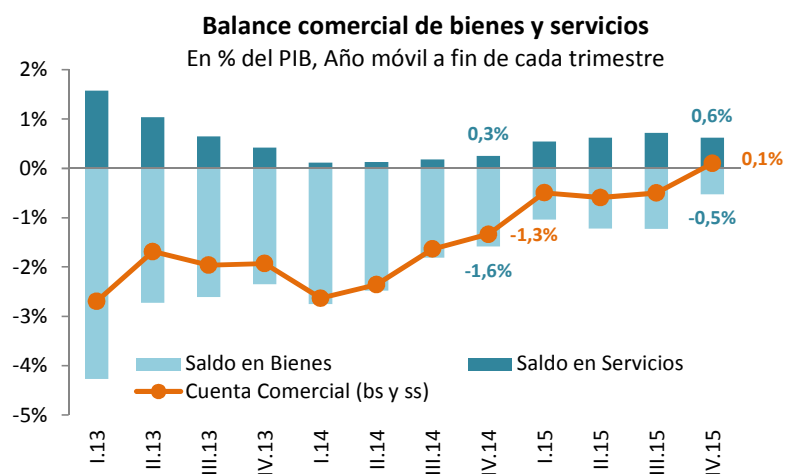
---

<sup>9</sup> Incluye Errores y Omisiones, ya que de acuerdo al BCU, corresponden en su gran mayoría a movimientos de capital.



La mejora del déficit por transacciones corrientes, que fue de 709 millones de dólares, se explicó mayoritariamente por la mejora en el saldo de la Cuenta Comercial (de 800 millones de dólares), el que fue parcialmente compensado por el incremento en el saldo negativo de las Rentas netas del exterior, las cuales pasaron de un déficit de 2.000 millones de dólares para 2014 a un deterioro de 2.100 millones de dólares al cierre de 2015 como consecuencia de las mayores remisiones de utilidades generadas por la Inversión Extranjera Directa y a los mayores pagos de intereses por parte del Sector Público.

El cambio que se observó en la **Balanza Comercial** (mejora de 1,4 puntos porcentuales del PIB entre 2014 y 2015) fue producto principalmente del comportamiento de los bienes y en menor medida de los servicios. Mientras que el resultado de bienes disminuyó su déficit en 630 millones de dólares, la cuenta de servicios incrementó su superávit en 190 millones de dólares.



Fuente: BCU

Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios totalizaron 12.069 y 12.015 millones de dólares en 2015, marcando caídas interanuales en dólares corrientes de 12% y 17% respectivamente. El descenso de los valores exportados estuvo fundamentado por una mayor caída de los precios (-12,4%) ya que en términos de volúmenes no mostraron variaciones. Asimismo, los valores comprados al exterior cayeron en mayor medida por descenso de sus precios (-12,3%) ya que los volúmenes importados se contrajeron 5%.

Esta tendencia decreciente que mostró el intercambio comercial se produce en el marco de un contexto macroeconómico más débil del pronosticado como consecuencia de la desaceleración de China, la caída en el precio de los *commodities*, el estancamiento en Argentina y la recesión en Brasil.

Las exportaciones de bienes, incluyendo las colocaciones que realizan las empresas instaladas en Zonas Francas (ZZFF), se ubicaron en 9.067 millones de dólares en 2015, ubicándose en niveles cercanos a los registrados en el año 2010 (cuando se exportaron 8.600 millones de dólares). Dentro de los principales productos de exportación se destacan la carne bovina, la soja, los lácteos y la celulosa. Esta última pasó a ocupar el segundo puesto en las exportaciones uruguayas (con un incremento de 42%) a raíz del funcionamiento de la dos plantas de celulosa, ya que Montes del Plata tuvo por primera vez un año completo de producción.

Con información acumulada a abril de 2016 se observa una caída interanual de 21,7% en las exportaciones de bienes, sin incluir las realizadas desde ZZFF, básicamente debido a menores exportaciones de grano (como soja y arroz) producto de los fenómenos climáticos que tuvieron impacto en la cosecha.

En este contexto de menor dinamismo, el valor de las importaciones de bienes (incluyendo las realizadas desde ZZFF), también registró una caída de 16,9% en el año 2015 y se ubicó en 9.345 millones de dólares.

Con información acumulada de los primeros cuatro meses de este año, las importaciones de bienes (sin considerar ZZFF) continúan registrando menor dinamismo (cayeron 23% en dólares corrientes). Analizando por Grandes Categorías Económicas, en el acumulado de este año se verificaron caídas en todos los rubros. El valor de la importación de bienes de capital cayeron 27,1% como consecuencia de menores adquisiciones de maquinaria y equipos principalmente desde el sector privado. A su vez, las importaciones de bienes de consumo descendieron 14,7% por menores compras del rubro automotores y otros equipos de transporte, y los bienes intermedios cayeron 25,6% debido a menores adquisiciones de petróleo y destilados.

Por otra parte, el saldo de servicios mostró mayor superávit en 2015 en relación al año anterior (representando una mejora de 200 millones de dólares), y fue producto del mejor comportamiento verificado en los servicios turísticos. En efecto, el turismo receptivo mostró un comportamiento algo más positivo en el año 2015 con un incremento de 1,1% respecto de 2014, asociado a un mayor gasto por parte de turistas argentinos (que mostró un aumento de 12% en términos anuales). Asimismo, en 2015 se verificó un menor flujo turístico hacia el exterior (con una caída de 14,3%) producto del ajuste del gasto por parte de residentes.



### Componentes de la Balanza Comercial

	Millones de dólares		% del PIB	
	2014	2015	2014	2015
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	<b>-764</b>	<b>54</b>	<b>-1,3%</b>	<b>0,1%</b>
<b>Resultado en Bienes</b>	<b>-908</b>	<b>-279</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-0,5%</b>
Exportaciones	10.344	9.067	18,1%	16,9%
Importaciones	11.252	9.345	19,7%	17,5%
<b>Resultado en Servicios</b>	<b>143</b>	<b>333</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,6%</b>
Transporte	-303	-452	-0,5%	-0,8%
Turismo	401	615	0,7%	1,1%
<i>Emisivo</i>	<i>1.356</i>	<i>1.162</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,2%</i>
<i>Receptivo</i>	<i>1.757</i>	<i>1.777</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>
Otros	46	170	0,1%	0,3%

Fuente: BCU

En el primer trimestre de 2016 arribaron a Uruguay 183.000 turistas más que en el mismo periodo del año anterior, alcanzado un total de 1,2 millones de turistas. De todos modos es importante tener en cuenta el sesgo que introduce Semana Santa (o de Turismo) en la comparación interanual. Mientras que este año, dicha semana ocurrió en el primer trimestre, en 2014 la semana se ubicó entre el primero y segundo trimestre. Sin embargo, en cuanto al gasto se registró una caída anual de 5,4%, ubicándose en 786 millones de dólares en el trimestre. Por otra parte, en idéntico periodo la cantidad de residentes que viajaron al exterior bajó 18,9% (100.000 personas menos), sin embargo el egreso de divisas por turismo aumentó 1,7%.

La **Cuenta Capital y Financiera**, incluyendo Errores y Omisiones, mostró un ingreso neto de capitales por un monto aproximado de 160 millones de dólares (0,3% del PIB), sensiblemente inferior a la entrada verificada en 2014, cuando fue de 4.015 millones de dólares (7,1% del PIB).

En 2015, mientras los flujos hacia el Sector Privado mostraron una reducción superior a los 2.000 millones de dólares, los flujos hacia el Sector Público se redujeron en más de 1.300 millones de dólares, resultando en una salida neta de fondos de aproximadamente 10 millones de dólares.

La salida neta que verificó el sector público se debió principalmente al resultado del sector financiero que pasó de -187 millones de dólares a un egreso por 1.015 millones de dólares. Dicho egreso, se debió a que durante el 2015 el BROU constituyó activos con no residentes (por 950 millones de dólares) que más que compensó el aumento de préstamos y depósitos recibidos por la institución.

En tanto, el sector público no financiero, captó ahorro externo a través de la reapertura del Bono global en dólares en febrero y octubre de 2015 (por un monto de 1.200 y 1.700 millones de dólares respectivamente). Sin embargo, los movimientos del sector público del tercer trimestre del año 2015, generaron una salida de fondos por un lado por el canje de títulos realizado entre julio y agosto de 2015 y por otro por la cancelación de créditos comerciales de ANCAP por suministro de petróleo con PDVSA.

A nivel del sector privado, el menor ingreso de fondos obedeció a una salida de capitales del sistema financiero, al aumento de los depósitos de residentes en el exterior y a una disminución en el ingreso de capitales por concepto de Inversión Extranjera Directa, la cual pasó de significar 3,8% del PIB en 2014 a representar aproximadamente 3% del PIB en 2015 (aproximadamente 1.500 millones de dólares).

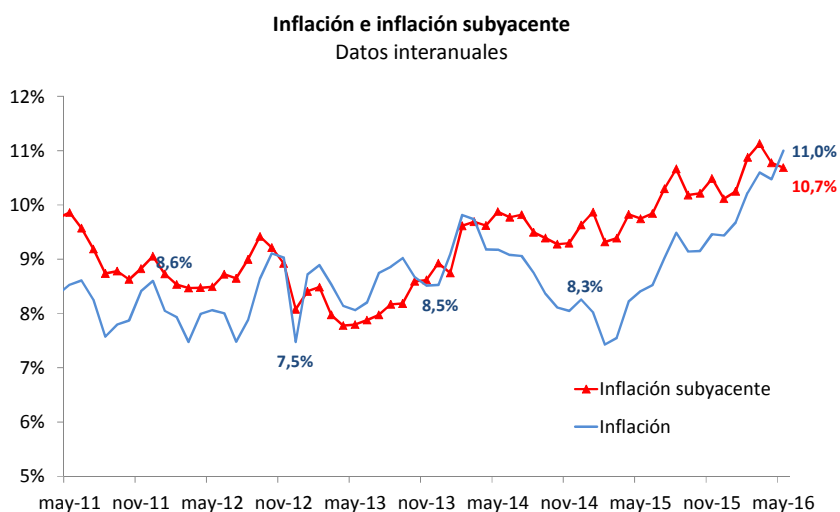
En cuanto a los **Activos de Reserva**, en 2015 cayeron 1.800 millones de dólares pero el stock de reservas sigue siendo elevado en términos históricos, alcanzando los 15.634 millones de dólares a fines de 2015.



Fuente: BCU

## 4. Precios, tipo de cambio y tarifas

En la segunda mitad de 2015 la inflación mostró una trayectoria alcista que se profundizó en los primeros meses de 2016. En efecto, tras haber aumentado un punto entre junio y diciembre del año pasado (cerrando 2015 en 9,4% anual), la inflación superó el 10% en febrero, manteniéndose desde entonces por encima de dicho valor.



Fuente: elaboración propia en base a datos del INE

Diversos elementos contribuyen a explicar el incremento en el nivel de precios. Por un lado y tal como se comenta más adelante, el tipo de cambio registró una suba muy significativa en 2015 (de 23% en la comparación punta a punta) y continuó aumentando este año, acumulando en los primeros cinco meses un incremento de 3%. La depreciación del peso uruguayo presionó al alza los precios de los bienes transables de la canasta de consumo, que alcanzaron en los primeros meses de 2016 incrementos interanuales del orden de 11%.

El sostenido encarecimiento que mostraron las frutas y verduras en los últimos meses incidió de forma clave en el aumento del IPC. Concretamente, en enero-mayo los precios de las frutas y verduras se incrementaron en promedio 22,3%, muy por encima del alza registrada en el mismo período de 2015 (5,4%). Esta variación extraordinaria recogió el impacto que los eventos climáticos adversos tuvieron en la oferta de algunos productos agrícolas, y tiene una incidencia de ocho décimas en el incremento del IPC observado en lo que va del año.

La evolución de la inflación también recogió el ajuste de las tarifas públicas realizado a comienzos de año, que reflejó los mayores costos de producción de las empresas y la política de trasladar los incrementos de costos a tarifa con el objetivo de recomponer el resultado de las Empresas Públicas, como fuera expresado en la Ley de Presupuesto.

<b>Variación de costos en EAPP versus ajuste de tarifas</b>			
	Variación anual proyectada 2016/2015		
	<b>UTE</b>	<b>ANTEL</b>	<b>OSE</b>
Salarios	13,3%	9,7%	9,8%
CAD estructural expresado en \$ <sup>1/</sup>	10,0%		
Gastos de funcionamiento en \$ <sup>2/</sup>	9,0%	10,0%	10,0%
Gastos de funcionamiento en US\$	34,7%	15,9%	24,9%
Gastos de capital <sup>3/</sup>	8,4%	14,5%	18,2%
<b>Variación total ponderada</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,9%</b>
<b>Ajuste tarifario reflejado en IPC</b>	<b>9,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,2%</b>

Nota: <sup>1/</sup> Costo de abastecimiento estructural de la demanda de energía eléctrica

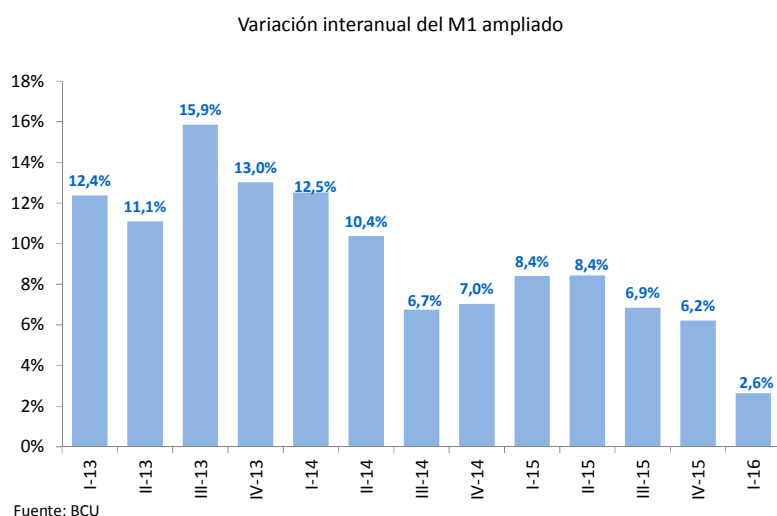
<sup>2/</sup> Incluye impuestos

<sup>3/</sup> Variación ponderada en función de la estructura en \$ y US\$

Por último, en el marco de la política de lucha contra el tabaquismo, a principios de año se dispuso un aumento del IMESI a los cigarrillos y el tabaco que tuvo una incidencia de cuatro décimas en inflación.

En definitiva, en los últimos meses hemos asistido a cambios de precios relativos que impactaron fuertemente en el nivel general de precios. No obstante, se entiende que los mismos no deberían tener un efecto permanente en el IPC. El alza de los precios de las frutas y verduras debería revertirse, al menos parcialmente, en los próximos meses, al tiempo que la inflación transable debería desacelerarse (habida cuenta de la devaluación ya procesada y de expectativas devaluatorias más moderadas). En este marco resulta fundamental la preservación de mecanismos no indexatorios, que permitan evitar que aumentos de carácter transitorio en el IPC se traduzcan en aumentos permanentes en la tasa de inflación. De ese modo la política de ingresos, junto con el mantenimiento de una política monetaria contractiva y una política fiscal prudente, permitirían evitar una escalada de precios con efectos indeseados sobre los ingresos laborales.

La política monetaria continuará siendo el principal instrumento de política económica para lograr una convergencia gradual de la inflación al rango meta. Así, frente al aumento de la inflación y el mantenimiento de expectativas inflacionarias por encima del rango objetivo, en su última reunión el Comité de Política Monetaria decidió señalar una política monetaria más restrictiva, fijando para el trimestre abril-junio un rango de referencia para el crecimiento promedio de la cantidad de dinero de 4% a 6%, frente a un rango previo de 7% a 9%<sup>10</sup>. De este modo, la política monetaria continuaría profundizando su tónica contractiva, promoviendo disminuciones adicionales a las observadas en los últimos años en el ritmo de crecimiento de los medios de pago.



Adicionalmente, el Banco Central del Uruguay (BCU) dispuso modificaciones al régimen de encajes, incrementando a partir de abril de este año las tasas de encaje mínimo obligatorio para las colocaciones a menos de 30 días en moneda nacional (de 23% a 28%) y a menos de 180 días en moneda extranjera (de 26% a 28%). Con esta medida la autoridad monetaria busca reducir las presiones inflacionarias, ya sea a través de una disminución de la oferta de créditos disponibles o de un aumento de las

---

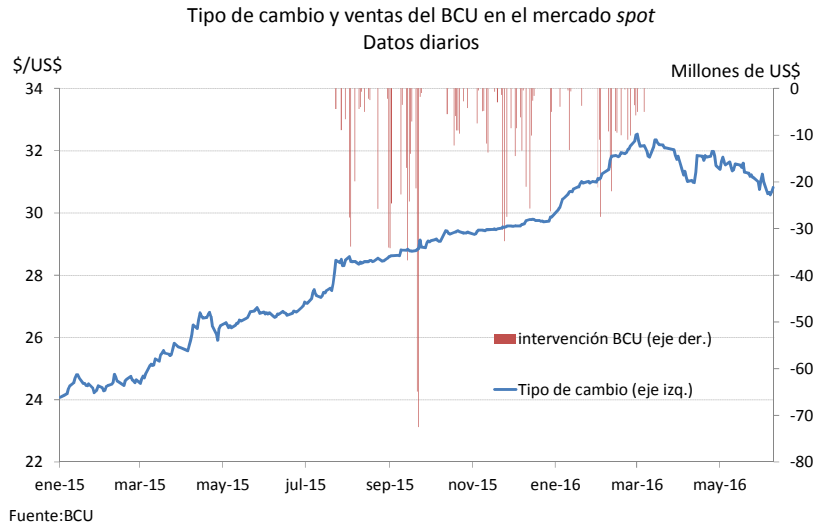
<sup>10</sup> A mediados de 2013 el Banco Central del Uruguay eligió como instrumento para conducir su política monetaria el crecimiento del M1 ampliado, compuesto por la emisión de dinero en poder del público, los depósitos a la vista y las cajas de ahorro del público en el sistema bancario.

tasas de interés que contribuya a contener la demanda de bienes y servicios.

Desde el punto de vista de la política fiscal, las medidas de consolidación incluidas en la presente Rendición de Cuentas también contribuirán al combate a la inflación. Por un lado, el menor crecimiento del gasto público previsto, conjuntamente con el menor nivel de consumo asociado a la caída de los ingresos del primer decil de la población, podrían impactar en el nivel de precios a través de una reducción de la demanda agregada. Por otra parte, el diseño de consolidación elegido, que contempla una reducción de la tributación indirecta a través de la rebaja de dos puntos de la tasa de IVA en las compras que se realicen con medios de pago electrónicos, determinará un abaratamiento de los precios pagados por los consumidores, y en consecuencia, una inflación más moderada.

De forma complementaria a las acciones implementadas por el BCU, el Ministerio de Economía y Finanzas está evaluando cambios normativos que faciliten el trabajo de la Comisión de Promoción y Defensa de la Competencia para analizar posibles abusos de posición dominante, así como también está trabajando para dotar de más herramientas a los ciudadanos, con el objetivo de que puedan tomar decisiones de compra con mayor información, eligiendo las opciones que les resulten más convenientes. En este marco, a principios de junio la Dirección General de Comercio y Defensa del Consumidor lanzó una aplicación para dispositivos móviles denominada *PreciosGub*, a través de la cual se pueden cotejar precios de 150 productos en los principales comercios próximos a la zona de compra definida por el usuario, los cuales se actualizan en forma diaria.

En lo que respecta al tipo de cambio, en el conjunto de 2015 la cotización del dólar registró una suba importante (de 23%), ubicándose próximo a los 30 pesos al cierre de diciembre. La depreciación del peso uruguayo estuvo en línea con el fortalecimiento del dólar observado a nivel internacional, derivado de la reversión de los estímulos monetarios en Estados Unidos y del inicio de una fase de suba gradual de la tasa de referencia de la Reserva Federal.



En el primer trimestre de 2016 el peso uruguayo continuó depreciándose, revirtiendo recientemente parte del incremento acumulado entonces. De todos modos, a mediados de junio el dólar cotizaba próximo a 31 pesos, 3% por encima del valor de cierre de 2015.

Con el propósito de evitar fluctuaciones bruscas en la cotización de la moneda estadounidense el BCU recurrió a diversos instrumentos. Por una parte, se realizaron importantes ventas de divisas en el mercado cambiario, las que totalizaron unos 870 millones de dólares en la segunda mitad de 2015 y casi 200 millones de dólares en enero-mayo de este año.

Asimismo, en las operaciones de recompra de Letras de Regulación Monetaria realizadas a fines de 2015 la autoridad monetaria admitió la posibilidad de que los tenedores pudieran recibir sus pagos en moneda extranjera. Con esa medida se buscaba evitar volatilidades excesivas en la cotización del dólar, derivadas de decisiones de cambio de portafolio de los tenedores de deuda pública.

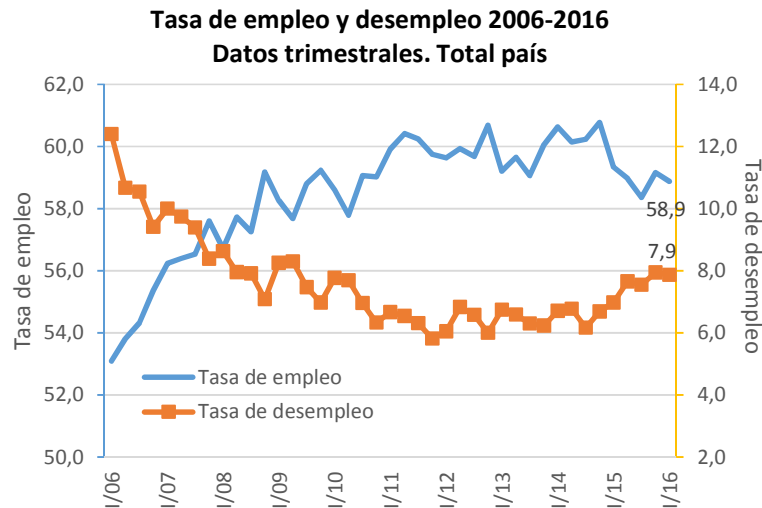
En forma adicional, en el transcurso de 2015 el BCU eliminó los encajes marginales que había dispuesto en 2011 sobre las obligaciones que superaran el saldo registrado al cierre de abril de ese año. En aquel entonces la medida había sido adoptada para mitigar excesivas apreciaciones cambiarias y aceleraciones desmedidas del crédito interno, en un marco caracterizado por un fuerte ingreso de capitales en las economías emergentes. La reversión de los estímulos monetarios procesada el año pasado alentó un proceso de valorización del dólar inverso al que había dado origen al establecimiento de los encajes

marginales, y con el mismo fin de reducir la volatilidad cambiaria, la autoridad monetaria entendió conveniente eliminar gradualmente los requisitos de encaje marginal establecidos previamente. Cabe señalar que este proceso estuvo acompañado por un aumento en las alícuotas de los encajes medios, tanto en moneda nacional como extranjera, para atenuar los efectos monetarios expansivos de la supresión de los encajes marginales.

## 5. Mercado de trabajo e indicadores sociales

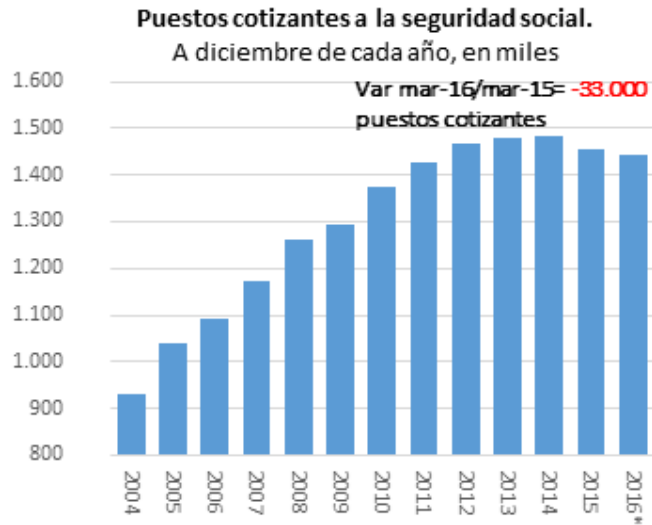
En la última década Uruguay logró alcanzar importantes niveles de crecimiento económico que le permitieron sostener un mercado de trabajo dinámico con altas tasas de empleo y tasas de desempleo históricamente bajas. Sin embargo, un contexto internacional y regional menos favorable ha generado desaceleración en el nivel de actividad doméstica y repercusiones negativas en el mercado laboral.

En este contexto, la tasa de empleo cerró 2015 en 59% lo que significa una pérdida de 28.200 empleos. En tanto, la tasa de desempleo se ubicó en 7,5% en el promedio de 2015, siendo el registro anual más alto desde 2009. A su vez, la información disponible sobre el primer trimestre de 2016 confirma el menor dinamismo del mercado laboral con una tasa de empleo de 58,9% y una tasa de desempleo de 7,9%.

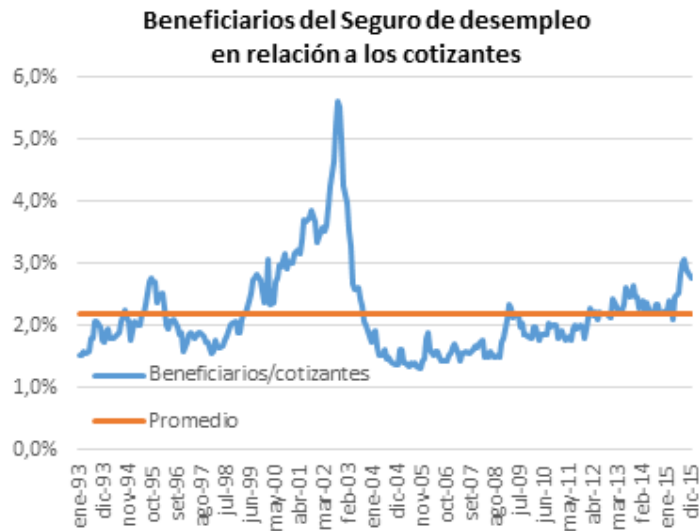




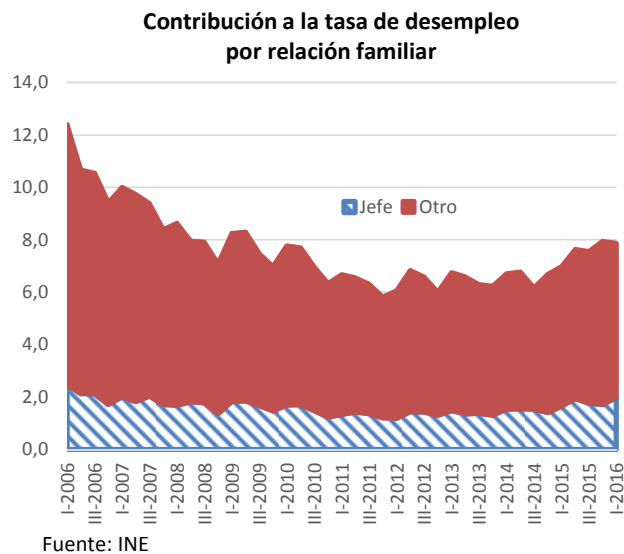
La caída del empleo se acompañó de pérdidas en el total de puestos cotizantes al Banco de Previsión Social (BPS) lo que implicó una reversión de la tendencia positiva registrada durante la pasada década. En diciembre de 2015 se registró un total de 1.454.000 puestos cotizantes al BPS. Los datos disponibles a marzo de 2016 indican que continúa la tendencia a la baja en el número de cotizantes.



El aumento de trabajadores desocupados implicó un incremento de beneficiarios de seguro de desempleo. En efecto, en el promedio de 2015 38.550 trabajadores percibieron dicho beneficio, esto es un 15% más que en 2014. A su vez, se observa una leve tendencia al alza en la relación beneficiarios del seguro y puestos cotizantes al BPS.



A pesar del aumento del número de desempleados, del análisis de contribución a la tasa de desempleo según relación familiar surge que el incremento en el desempleo responde principalmente a “otro” integrante del hogar distinto al “jefe”, figura asociada al principal perceptor de ingresos del hogar.



Las condiciones de trabajo, por otro lado, comienzan en parte a reflejar las dificultades del mercado laboral recién mencionadas. Así, la cantidad de trabajadores que no tienen restricciones laborales se mantuvo constante en

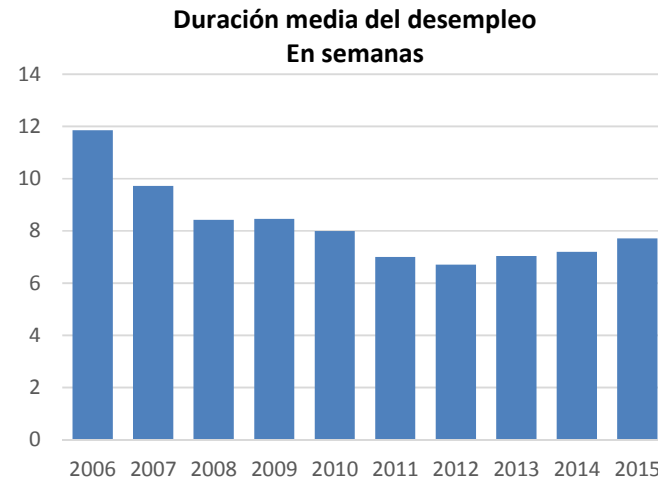
2015. Al igual que en 2014, el 25,9% de los trabajadores es subempleado y/o no realiza aportes a la seguridad social.



Fuente: INE.

Nota: Las restricciones definidas por el INE son el subempleo y no registro a la seguridad social

La duración media del desempleo, esto es lo que en promedio se espera que esté un trabajador desempleado buscando trabajo hasta poder conseguir un nuevo empleo, registró un leve aumento en 2015 pasando de 7 semanas en 2014 a 8 en 2015.



Fuente: INE

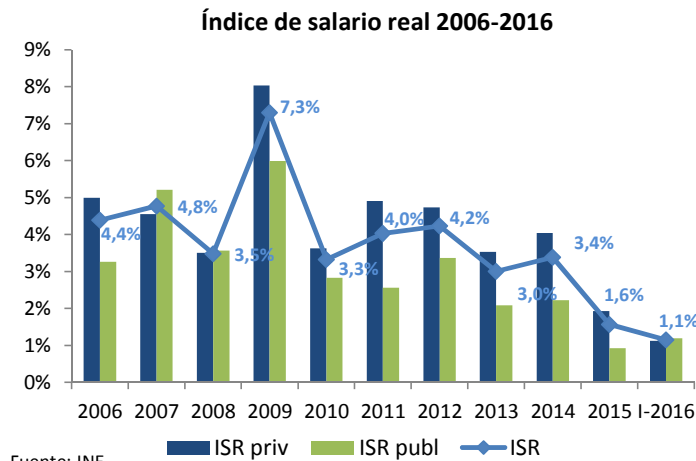
Un indicador que suele emplearse para reflejar las condiciones laborales es la proporción de ocupados que trabajan más de 48hs a la semana. La

importancia de este indicador se vincula al daño a la salud que puede provocar las horas de trabajo excesivas, a lo que se suma la interferencia con la vida familiar además de que suele relacionarse con una remuneración por hora insuficiente. Como se observa en el siguiente cuadro, la proporción de ocupados en esta condición se redujo casi 7 puntos porcentuales entre 2006 y 2015.

Año	Porcentaje de ocupados que trabajan	
	Más de 48hs semanales	Más de 60hs semanales
2006	27,3	10,8
2007	26,9	10,2
2008	26,5	9,6
2009	25,9	9,3
2010	24,5	9,0
2011	23,6	8,3
2012	21,3	7,5
2013	20,6	6,8
2014	20,1	6,8
2015	19,5	6,3

Fuente: MTSS 2006-2012, MEF 2013 en adelante

Las remuneraciones, por su parte, continúan creciendo aunque de forma más moderada que en los últimos años. En este sentido, el Índice de Salario Real que difunde el Instituto Nacional de Estadística registró un incremento general de 1,6% en 2015 respecto a 2014; mientras que para el caso de los trabajadores privados el incremento fue de 1,9% y para los públicos 0,9%.



Dentro de los factores que han favorecido los aumentos de salarios se destaca el rol de los Consejos de Salarios (CCSS). Más precisamente, se viene desarrollando la Sexta Ronda de CCSS desde julio de 2015 con resultados positivos para la primera etapa (61 subgrupos).

En efecto, a marzo de 2016 todos los grupos cuyos convenios vencieron en junio 2015 tienen un nuevo acuerdo colectivo y la gran mayoría (72%) lo alcanzaron por consenso. Además, los acuerdos recogieron los lineamientos propuestos por el Poder Ejecutivo los cuales, dado el actual contexto internacional, permiten dotar de consistencia a las políticas macroeconómicas.

En este sentido, se destaca que el 87% de los convenios tienen una vigencia de tres años. El 95% de los acuerdos utilizaron ajustes nominales por todo concepto y en todos los casos se prevén correctivos al final del convenio que aseguran la no pérdida de salario real.

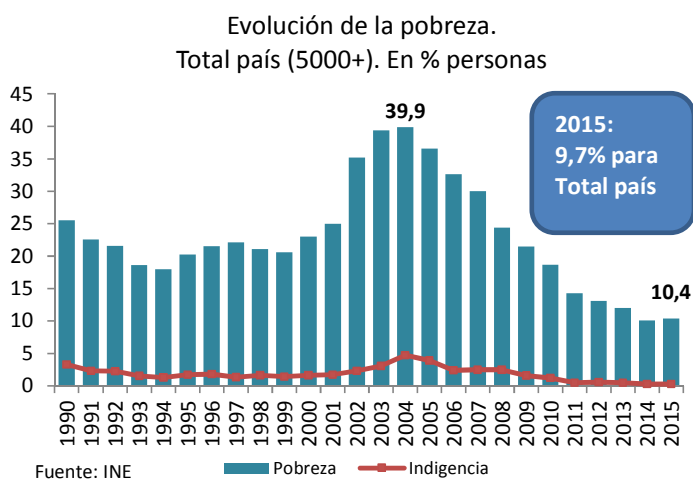
El 82% de los acuerdos firmados incluyeron una cláusula gatillo que prevé un ajuste si en el primer año de vigencia del convenio la inflación supera el 12% y si posteriormente la inflación medida en años móviles supera este umbral se realiza un ajuste inmediato por la diferencia.

Los aumentos pactados estuvieron en casi todos los casos en el entorno planteado en los lineamientos. El 26% de los acuerdos definieron los aumentos correspondientes a los sectores en problemas, 19% a los sectores medios y 13% a los sectores dinámicos. En cuanto al 42% restante de los acuerdos, los aumentos promedio otorgados fueron de 9,3% para el primer año y 8% para los dos siguientes.

El 40% de los convenios previeron aumentos adicionales para los salarios más bajos. La mayoría de ellos usaron las franjas y los aumentos adicionales previstos en los lineamientos (3,5% anual adicional para salarios hasta \$12.000 y 2,5% para los salarios entre \$12.000 y \$14.000 para 40 horas semanales).

El mercado de trabajo juega un papel sumamente relevante para explicar tanto los niveles de pobreza como la desigualdad agregada, ya que alrededor del 80% de los ingresos de los hogares corresponden a ingresos por trabajo, sean estos por trabajo dependiente o independiente.

El análisis de pobreza que se realiza tradicionalmente en Uruguay es a través del enfoque de ingresos, en donde se mide si el ingreso per cápita del hogar es suficiente para cubrir las necesidades alimentarias y no alimentarias consideradas mínimas. La incidencia de la pobreza medida a través de este método disminuyó significativamente en los últimos años alcanzando en el 2015 una estimación puntual de 9,7% a nivel total país, y 10,4% si se considera únicamente el total país urbano.



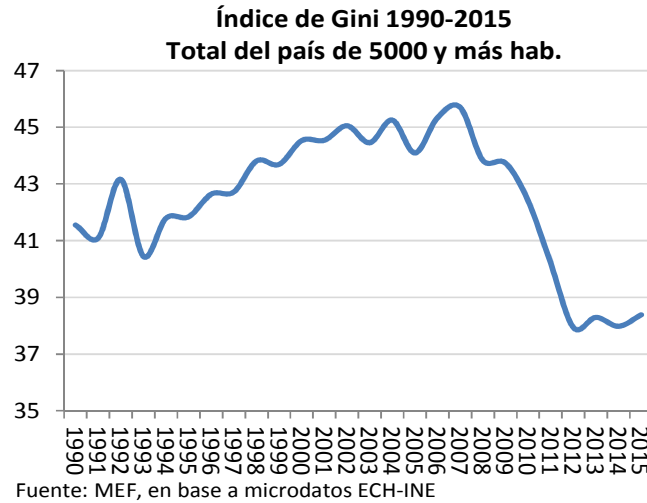
Para analizar la pobreza, no solo interesa medir la proporción de población por debajo de la línea de pobreza (incidencia), sino también la intensidad de la pobreza medida como la distancia promedio de los ingresos de los hogares pobres a la línea de pobreza ponderado por la incidencia de la pobreza (brecha); y la desigualdad de ingresos entre las personas por debajo de la línea (severidad).

En el año 2004 la brecha se estimó en 10,1% mientras que en 2015 este indicador se estima en 1,6%. Por su parte, la severidad de la pobreza registró una caída de 8 puntos para el mismo periodo.

La distribución de ingresos, por su parte, medida a través del Índice de Gini muestra un leve retroceso en el año 2015. La evolución de este indicador guarda estrecha relación con la implementación de políticas públicas explícitas que promuevan mejoras en la distribución del ingreso.

En Uruguay han existido prolongados períodos de crecimiento económico acompañados de una tendencia persistente al aumento de la concentración

del ingreso, tal como sucedió entre mediados de los ochenta y fines de los noventa. Este fenómeno se profundizó durante las crisis de los años 1982 y 2002, las que han sido funcionales a la concentración de la riqueza. Por el contrario, y como consecuencia de las políticas de inclusión social y de redistribución del ingreso implementadas por las dos últimas administraciones, el crecimiento económico de los últimos años fue acompañado por una marcada reversión de los procesos de concentración del ingreso.



El sistema tributario ha sido un instrumento clave para incidir sobre la distribución del ingreso. La búsqueda de una mayor equidad –conjuntamente con el logro de la eficiencia tributaria y de estímulos a la inversión productiva – constituyeron los objetivos centrales de la reforma tributaria implementada en 2007 y de los ajustes posteriores realizados a la misma.

El grado de progresividad del sistema tributario define las preferencias de la sociedad en cada momento por la equidad. Un sistema tributario es más progresivo si la carga impositiva crece con el nivel de ingresos de los contribuyentes, es decir, si el peso de los impuestos es cada vez mayor a medida que se alcanzan niveles de ingresos más elevados.

En este sentido, cabe destacar que se prevé que el Índice de Gini mejore un poco más de medio punto a través de las nuevas modificaciones que se propone introducir el Poder Ejecutivo al Impuesto a la Renta de las Personas Físicas en el marco de amplio plan de consolidación fiscal<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> El capítulo sobre “Modificaciones del IRPF-IASS y su impacto redistributivo” profundiza en este punto.