



**Instituto de Economía**

Facultad de Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República - Uruguay

## Uruguay en democracia: treinta años de evolución económica (1985-2015)

---

Gabriela Mordecki

**INSTITUTO DE ECONOMÍA**

Serie Documentos de Trabajo

Agosto, 2017

DT 08/2017

ISSN: 1510-9305 (en papel)

ISSN: 1688-5090 (en línea)

Forma de citación sugerida para este documento: Mordecki, G. (2017).“Uruguay en democracia: treinta años de evolución económica (1985-2015)”. Serie Documentos de Trabajo, DT 08/2017. Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y Administración, Universidad de la República, Uruguay.

## Uruguay en democracia: treinta años de evolución económica (1985-2015)

Gabriela Mordecki

### Resumen

Luego de más de una década de dictadura (junio-1973/febrero-1985), en marzo de 1985 el nuevo gobierno democrático retomó las riendas de la economía uruguaya, que venía de sufrir una profunda crisis que tocó fondo en 1982. A partir de allí se redefinió la política monetaria, fiscal, salarial, y se ingresó con gran esperanza en una nueva senda de crecimiento. Sin embargo, las condiciones internacionales y regionales limitaron enormemente el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica, y se llegó a 1989 con estancamiento del PIB, elevada inflación y déficit fiscal. En esas condiciones, a partir de 1990 un nuevo gobierno de corte neoliberal estableció un plan de estabilización de los precios con ancla cambiaria, flexibilización del mercado laboral y medidas para lograr el equilibrio fiscal. La política de estabilización provocó una fuerte apreciación de la moneda, lo que sumado a la creación del Mercosur y la aplicación de las políticas de Convertibilidad en Argentina y Plan Real en Brasil generó una fuerte dependencia comercial con los países de la región. Luego de la devaluación de Brasil de enero de 1999, la economía uruguaya comenzó a contraerse, y se precipitó hacia otra profunda crisis luego que Argentina abandonara la Convertibilidad en diciembre de 2001. La crisis se agravó debido a la corrida bancaria que se generó y que duró hasta agosto de 2002, cuando un feriado bancario y un cambio en el equipo económico lograron frenarla, con duras medidas de cierre de bancos y congelamiento de depósitos. En consecuencia, las condiciones de vida de los uruguayos se deterioraron rápidamente, con elevado desempleo, fuerte aumento de la pobreza, que obligó a la emigración y a la búsqueda de estrategias de supervivencia. La economía comenzó a crecer en 2003, y en 2005 el nuevo gobierno de izquierda, por primera vez en el poder, realizó reformas estructurales (tributaria, de la seguridad social, de la salud, del mercado laboral, etc.) y con condiciones internacionales favorables retomó el crecimiento que se ha prolongado por más de una década, y propició mejoras en los indicadores sociales y del mercado laboral, aunque en los últimos años aparecieron algunos desequilibrios macroeconómicos, como la inflación por encima del rango-meta y elevado déficit fiscal. Así, en este artículo analizamos el impacto de las diferentes políticas aplicadas y los resultados obtenidos en Uruguay, en el contexto de la cambiante coyuntura internacional y regional.

Palabras clave: política económica, crecimiento económico, Uruguay.

Código JEL: E61, E63, N16

---

Gabriela Mordecki es docente e investigadora del Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República. [gabriela@iecon.ccee.edu.uy](mailto:gabriela@iecon.ccee.edu.uy)

## Uruguay in democracy: thirty years of economic evolution (1985-2015)

Gabriela Mordecki

### Abstract

After more than a decade of dictatorship (June-1973/Feb-1985), in March 1985 the new democratic government takes charge of the Uruguayan economy, which had suffered a deep crisis that bottomed out in 1982. From there the monetary, fiscal, wage policy was redefined, and entered with great hope in a new growth path. However, international and regional conditions greatly limited economic growth and macroeconomic stability, and comes to 1989 with GDP stagnation, high inflation and fiscal deficit. Under these conditions, since 1990 a new neoliberal government established a stabilization plan with exchange rate anchor, labor market flexibility and tried to achieve fiscal balance. The stabilization policies generated a strong currency appreciation, that combined with the Mercosur's creation and Argentinean convertibility policy and Brazil's "Plan Real" generated a high regional dependence. After Brazilian devaluation of January 1999, the Uruguayan economy began to shrink, and rushed to another deep crisis after Argentina abandoned convertibility in December 2001. These facts led to a bank run that lasted until August 2002, when a 3-day bank holiday and a change in the economic team managed to stop it, with tough measures: banks closures and deposit freeze. The living conditions of Uruguayans rapidly deteriorated, with high unemployment, sharp increase in poverty, which implied migration and different survival strategies. The economy began to grow in 2003, and in 2005 the left-wing party, for the first time in power, made structural reforms (tax, social security, health, labor market, etc.) and with favorable international conditions, the economic growth continued for more than a decade. At the same time, promoted social and labor market improvements, although in recent years appeared some macroeconomic imbalances, such as inflation above the target range and high fiscal deficit. Thus, in this paper we analyze the impact of different economic policies implemented and the results obtained in Uruguay, in the context of the changing international and regional situation.

Key words: economic policy, economic growth, Uruguay.

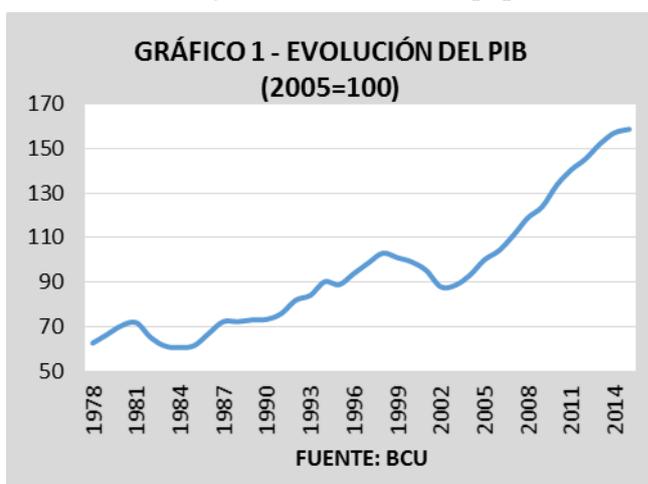
JEL: E61, E63, N16.

## 1. Introducción

El presente trabajo intenta realizar un análisis de la evolución económica de Uruguay a partir de 1985 hasta 2015, a la luz de las diferentes políticas económicas aplicadas a lo largo del período. Se analizan los diferentes momentos atravesados por la economía uruguaya, los fenómenos a los que dieron respuesta las políticas económicas instrumentadas y los principales objetivos alcanzados. Por tanto, el estudio se realiza distinguiendo los objetivos perseguidos y las políticas efectivamente instrumentadas por los diferentes equipos económicos que dirigieron al país en ese lapso. Asimismo, se intenta analizar en que medida los resultados alcanzados respondieron a las políticas aplicadas, en el marco de la cambiante evolución de la economía internacional y es especial la regional, donde Argentina y Brasil son determinantes.

Luego de más de una década de dictadura (junio-1973/febrero-1985), en marzo de 1985 el nuevo gobierno democrático retomó las riendas de la economía uruguaya, que venía de sufrir una profunda crisis que tocó fondo en 1982. A partir de allí se redefinió la política monetaria, fiscal, salarial, y se ingresó con gran esperanza en una nueva senda de crecimiento, intentado resolver los problemas heredados de la crisis de 1982-1984 así como el fuerte endeudamiento que se generó en el período. Sin embargo, las condiciones internacionales y sobre todo regionales, con creciente inestabilidad en Argentina y Brasil, limitaron enormemente el crecimiento y la estabilidad macroeconómica, y se llegó a 1989 con estancamiento del PIB, elevada inflación y un abultado déficit fiscal.

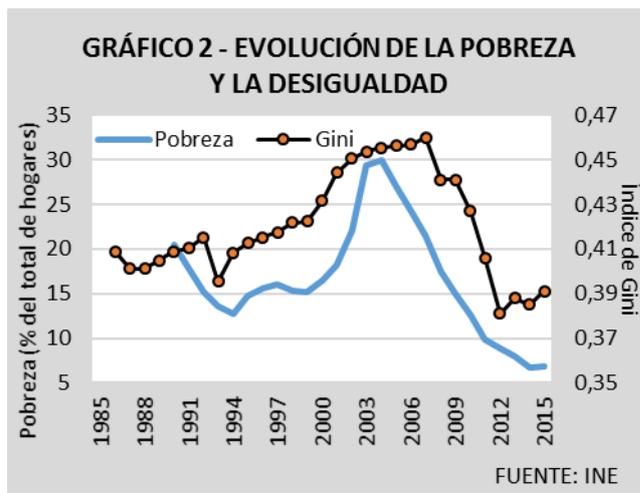
En esas condiciones, a partir de 1990 un nuevo gobierno de corte neoliberal estableció un plan de estabilización de los precios con ancla cambiaria, flexibilización del mercado laboral y medidas para lograr el equilibrio fiscal. La política de estabilización provocó una fuerte apreciación de la moneda, lo que sumado a la creación del Mercosur y la aplicación de las políticas de Convertibilidad en Argentina y algo más adelante el Plan Real en Brasil, generó una fuerte dependencia comercial con los países de la región. Luego de la devaluación de Brasil de enero de 1999 la economía uruguaya comenzó a contraerse, y se precipitó hacia otra profunda crisis luego que Argentina abandonara la Convertibilidad en diciembre de 2001. La crisis se agravó debido a la corrida bancaria que se generó y que duró hasta agosto de 2002, cuando un feriado bancario y un cambio en el equipo económico logró frenarla, con duras medidas de



cierre de bancos y congelamiento de depósitos. En consecuencia, las condiciones de vida de los uruguayos se deterioran rápidamente, con elevado desempleo, fuerte aumento de la pobreza, que obligó a la emigración y a la búsqueda de estrategias de supervivencia. La caída de la actividad económica durante la recesión y crisis fue profunda, de casi 15% en los cuatro años, con impactos negativos en el contexto macroeconómico: fuerte devaluación de la moneda, aceleración de la inflación, caída de los salarios reales e importantes déficits fiscales.

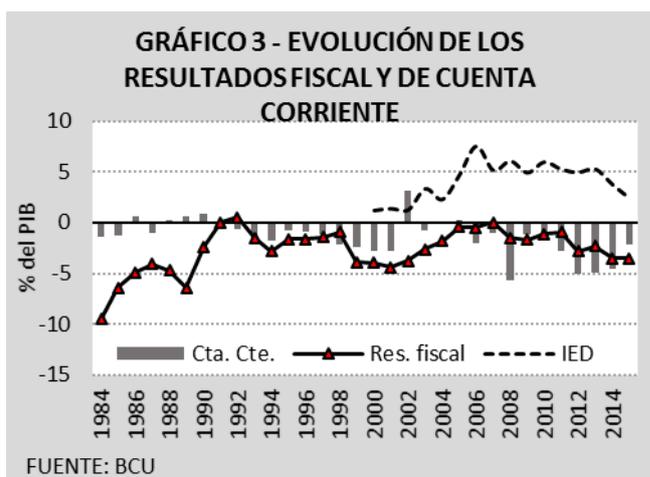
Desde 2003 la economía uruguaya retomó el crecimiento (Gráfico 1), y si bien fue moderado en el primer año, con condiciones internacionales favorables, alcanzó tasas elevadas en los años siguientes, completando un período de 13 años de crecimiento ininterrumpido, con una tasa de crecimiento acumulativa anual cercana a 5%. Este sustancial crecimiento permitió implementar, a partir de 2005, políticas que buscaban atender problemas sociales urgentes, así como el fortalecimiento de áreas clave como la educación, la salud y la seguridad. Así, el nuevo gobierno de izquierda, por primera vez en el poder, llevó adelante diversas reformas estructurales (tributaria, de la seguridad social, de la salud, del mercado laboral, etc.).

El mercado de trabajo, que en su peor momento llegó a registrar una tasa de desempleo de 20,4% (setiembre de 2002), se recuperó notablemente en los años siguientes de expansión económica. El crecimiento de la tasa de empleo en esos años evidencia un incremento significativo del número de ocupados por encima del aumento del número de activos, lo cual provocó una constante caída del desempleo, cuya tasa se ubicó en su mínimo histórico de 5,7% en diciembre de 2012.<sup>1</sup> A partir de 2005 al aumento del empleo se sumó la recuperación del salario real, que acumuló un crecimiento superior a 50% entre 2005 y 2015, por lo que el salario recuperó el poder de compra perdido en la crisis y en diciembre de 2015 se encontraba 18% por encima del máximo nivel alcanzado previo a la crisis. Estas mejoras del mercado de trabajo se dieron en el marco de la reinstalación de los Consejos de Salarios a partir de 2005, cuando también se establecieron una serie de políticas sociales, primero de emergencia y luego de más largo plazo, para atender los problemas de pobreza más estructurales.



El crecimiento económico, conjuntamente con las políticas vinculadas al mercado de trabajo, las reformas estructurales y las políticas sociales, resultaron en una importante mejora en la calidad de vida de los uruguayos. Mejoró la calidad del empleo, descendió la pobreza y la indigencia, disminuyó la desigualdad, y Uruguay mostró un mejor desempeño en la mayoría de los indicadores internacionales de competitividad, transparencia, calidad de vida, etc. (Gráfico 2).

<sup>1</sup>Se trata de tasas de desempleo referidas al país urbano de localidades de más de 5.000 habitantes.



Sin embargo, en algunos frentes la política económica no logró sus objetivos, o solo los logró parcialmente, quedando al descubierto algunas debilidades estructurales de la economía uruguaya. Por un lado, el incremento de los precios al consumo se ubicó en los últimos años del período de análisis por encima del rango meta de inflación establecido por el Banco Central del Uruguay (BCU). En el frente fiscal, el déficit que había ido disminuyendo luego de la crisis de 2002, se mantuvo bajo control hasta fines de 2011, aunque

con un leve incremento en los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 como consecuencia de la crisis internacional. Pero a partir de 2012 se observa un fuerte deterioro del resultado primario, fundamentalmente debido al magro desempeño de las empresas públicas y los crecientes egresos derivados de los diversos planes sociales, ante un escenario de crecimiento económico menos dinámico. Por su parte, la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, que se había equilibrado en 2003 y 2004, tras haber sido superavitaria en 2002 por la caída de las importaciones, se volvió deficitaria a partir de 2005. Pero a diferencia del déficit de los '90, cuando el déficit en cuenta corriente reflejaba un boom de consumo, este déficit era el reflejo del importante ingreso de Inversión Extranjera Directa (IED), y el financiamiento del déficit tanto del sector privado como del sector público, mostrando una evolución paralela de los llamados "déficits gemelos", como puede observarse en el Gráfico 3.

A partir de este análisis intentamos contribuir al estudio de la economía uruguaya y su desempeño reciente brindando elementos para entender mejor su funcionamiento. De esta forma, en la sección 2 se repasan los principales antecedentes del estudio del tema en Uruguay, en la sección 3 se analizan las condiciones de las economías internacional y regional en el período de estudio, en la sección 4 se explicitan los objetivos perseguidos en los diferentes sub-períodos y los resultados obtenidos y en la sección 5 se realizan algunas reflexiones finales.

## 2. Antecedentes

El estudio de la evolución de la economía nacional vinculado a la política económica y sus efectos ha sido una preocupación constante y objeto de estudio de diversos autores. En nuestro país, muchos economistas han analizado el impacto de las medidas de política en la economía del país. En lo que hace referencia a la aplicada en Uruguay en los últimos años, podemos citar varios autores.

El libro de Notaro (1984) "La política económica en el Uruguay, 1968-1984" recoge estudios anteriores y sistematiza la información sobre las políticas económicas aplicadas en ese período, colocándolas en el contexto económico y político de cada momento. El estudio comienza con la política de estabilización aplicada en 1968, la congelación de precios y salarios, analiza los impactos sociales de las medidas adoptadas, la espiral de precios-salarios que provocó la aceleración inflacionaria que derivó en la aplicación del citado plan. Luego se analiza el fracaso de esta política, la agudización de los problemas económicos y sociales que derivaron

en el golpe de estado que inició un período de aplicación de políticas liberales. Del año 1974 a 1978, se aplicó una política caracterizada como de “intervencionismo reestructurador”, que derivó en una aceleración inflacionaria y en la aplicación de un nuevo plan de estabilización, en este caso basado en el tipo de cambio, conocido como “la Tablita”, de 1978 a 1982. Este plan fracasó en su intento de controlar la inflación, lo que sólo se logró en los primeros años y que tuvo que ser abandonado abruptamente, provocando una profunda crisis en la economía uruguaya y derivando en un período de transición hacia el régimen democrático desde 1983 a 1984.

El análisis de las políticas económicas aplicadas en el primer gobierno luego del restablecimiento de la democracia fue realizado por Macadar (1992) en el libro: “Restauración democrática y política económica”. Este período también se analiza en el trabajo de Antía (2001) “La economía uruguaya en 1985-2000: Políticas económicas, resultados y desafíos”. En el primero se analiza la política económica aplicada en el período, condicionado por la recuperación de la democracia y la salida de un período de crisis muy profunda. Como resultado de las políticas aplicadas y del contexto regional favorable de los primeros años de este período, se logró dinamizar a la economía con recuperación del poder de compra de los salarios, pero derivó al final en una fuerte aceleración inflacionaria que motivó la aplicación de una política de estabilización a partir de 1990, en el gobierno siguiente.

El trabajo de Antía antes mencionado, realiza un exhaustivo análisis de la evolución de la economía uruguaya en el período 1985-2000. En el mismo se examina el contexto internacional y regional y se describe el proceso de construcción del MERCOSUR. Asimismo, se efectúa un estudio de las políticas económicas implementadas en cada período de gobierno y los impactos de las mismas. En resumen, se afirma que las políticas aplicadas en el período se destacan por su gradualismo y por la influencia del “Consenso de Washington”, en el marco del cual fueron llevadas adelante. Entre los resultados obtenidos en el período se destacan la profundización de la apertura externa y de la integración regional, un crecimiento económico más acelerado que en las tres décadas anteriores, la diversificación de las exportaciones, la pronunciada reducción de la inflación y la relativa estabilidad en la distribución del ingreso. Al final, el autor reflexiona sobre algunos de los temas externos y desafíos internos que influirían en el desempeño de la economía en el futuro próximo.

Por último, en “Crisis, recuperación y auge: 15 años de política económica en Uruguay (2000-2014) Mordecki (Coord., 2015) realiza un seguimiento de las políticas económicas, así como la descripción de las reformas estructurales implementadas en el período. Además, las políticas se enmarcan en el contexto de la evolución de las economías internacional y regional, y se visualizan sus impactos a través de los resultados obtenidos en la evolución de la economía uruguaya.

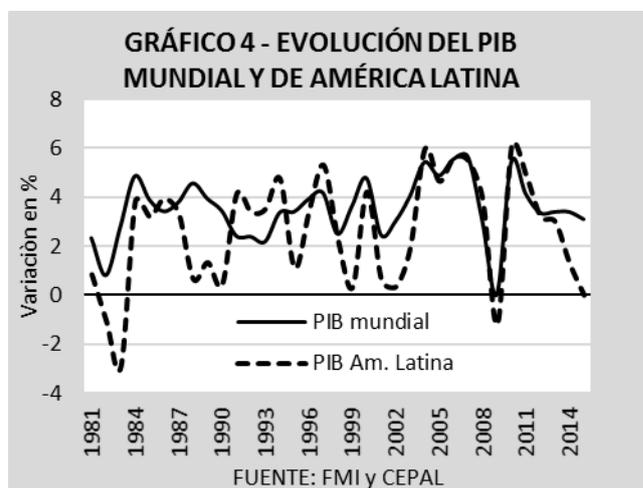
Asimismo, otros centros de investigación, tanto públicos como privados realizan un seguimiento de las políticas económicas aplicadas por el gobierno y sus impactos. En este sentido cabe señalar los informes realizados por el Centro de Investigaciones Económicas (CINVE) y por el Banco Central del Uruguay (BCU).

### 3. Marco internacional y regional

La economía uruguaya es el típico caso de economía pequeña y abierta, pero además está situada entre dos grandes vecinos: Argentina y Brasil, que por su tamaño exponen a la economía uruguaya a fuertes shocks regionales, y además muchas veces magnifican los shocks internacionales. Masoller (1998) estudia el impacto de los shocks regionales en el PIB uruguayo, lo que también estudia Voelker (2004), analizando la dependencia comercial de la economía uruguaya. Desde un punto similar se analiza el impacto de Argentina y Brasil en la evolución del PIB uruguayo en Lanzilotta et al. (2003).

Así, para poder comprender el devenir de la política económica y sus efectos en la economía uruguaya es fundamental tener presente lo que sucedió tanto en la economía internacional como en las de Argentina y Brasil, lo que se desarrolla en las siguientes subsecciones.

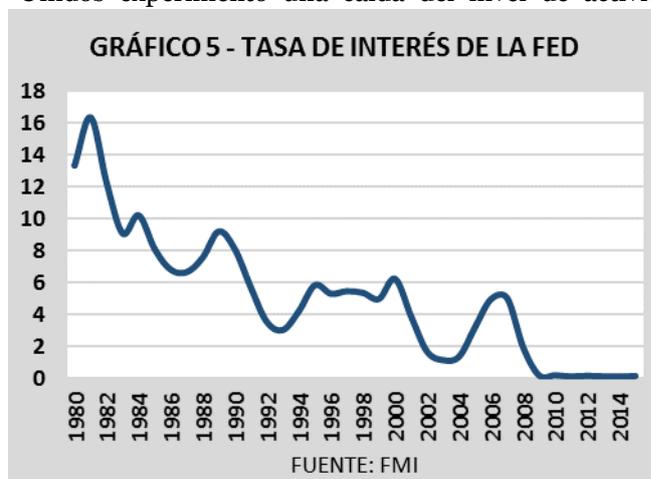
#### 3.1 Economía internacional



De acuerdo con Antía (2001), las condiciones que enfrentó el primer gobierno democrático que se instaló en 1985 fueron de fuertes desequilibrios macroeconómicos que provenían de la crisis que enfrentó el país en 1982-83, pero el marco internacional al principio del período fue marcadamente favorable, con la disminución de las tasas de interés internacionales, la mejora de los términos del intercambio –resultante de la baja del precio del petróleo y del aumento de los precios de las materias primas no petroleras–, y la depreciación internacional del

dólar que se verificó desde 1985.

La década de los noventa comenzó con un enlentecimiento del crecimiento de las economías industrializadas, luego de varios años de expansión (Gráfico 4). En 1991 Estados Unidos experimentó una caída del nivel de actividad, luego de ocho años de crecimiento ininterrumpido. Como consecuencia de este comportamiento de la economía estadounidense, a partir de octubre de 1990 comenzaron a reducirse las tasas de interés (Gráfico 5). Los países europeos también experimentaron dificultades.



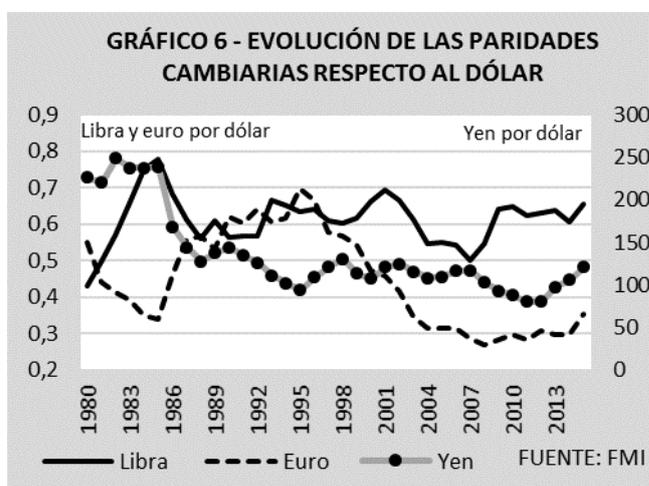
Los países de América Latina y el Caribe, luego de una década de estancamiento, en 1991 experimentaron un crecimiento en promedio de 3%. Ese mismo año se llevó adelante el llamado “Plan Brady”

de refinanciación de la deuda externa (ver por ejemplo Carsten y Gándara, 1990). Esto implicó una fuerte salida de divisas en un primer momento, pero en ese año se produjo una fuerte desaceleración de la inflación en la región, y, por primera vez, desde que se desencadenó la crisis de la deuda en 1982, la región recibió una transferencia positiva de recursos del extranjero.

Por lo anterior y contrariamente a lo sucedido en el período 1982-90, América Latina recibió un flujo positivo de recursos en los primeros años de la década del noventa, como consecuencia de la reducción de los pagos netos de utilidades e intereses al extranjero y del ingreso de capitales del exterior. Esto determinó un cuadro de exceso de oferta de divisas que presionó a la baja los tipos de cambios reales en buena parte de los países de la región. En esas circunstancias, la balanza comercial de América Latina se tornó deficitaria en 1992, luego de más de una década de superávits.

Al promediar la década, los países desarrollados continuaron con el ciclo expansivo que se inició en 1994, aunque a un ritmo algo menor que el verificado el año anterior. Este comportamiento se debió al enlentecimiento del crecimiento de Estados Unidos y a la persistencia de la recesión en Japón.

Las economías de América Latina enlentecieron drásticamente su crecimiento en 1995, debido a la crisis mexicana (“efecto tequila”)<sup>2</sup> y a su impacto sobre Argentina, aunque los efectos negativos no se propagaron a otros países (Ffrench-Davies, 1997). Al mismo tiempo se dio un incremento de las tasas de desempleo y una caída de los salarios reales. El ingreso de capitales a América Latina cayó significativamente en ese año y cambió su composición: se redujo fuertemente la participación en inversiones de cartera (bonos y acciones) a favor de las inversiones directas y los préstamos oficiales. Los países de América Latina lograron recuperarse rápidamente de esta crisis, retornando a las altas tasas de crecimiento.



A mediados de 1997 se produjo una fuerte crisis en los países del sudeste asiático, que comenzó en los países menos desarrollados de esta área (Tailandia, Filipinas, Singapur y Vietnam), que se vieron obligados a devaluar sus monedas como respuesta a ataques especulativos contra las mismas, lo que se puede apreciar en el Gráfico 6 a través de la depreciación del yen durante esos años. El efecto de la crisis se transmitió a través de las fuertes caídas de las bolsas de valores, primero en Hong Kong, luego en Europa y Estados Unidos y por último

en San Pablo y Buenos Aires.

Durante 1998, y en particular a partir de la moratoria rusa en agosto, se agudizó la crisis financiera internacional originada en el Sudeste asiático a mediados de 1997, la cual se manifestó en una fuerte inestabilidad cambiaria y bursátil. No obstante, desde setiembre de

<sup>2</sup> Así se denominó al efecto que produjo en la economía internacional la crisis económica originada en México en 1994. Esta derivó de la falta de reservas internacionales, causando la devaluación del peso mexicano durante los primeros días de la presidencia de Ernesto Zedillo.

1998, básicamente a partir de las rebajas de las tasas de interés dispuestas por la Reserva Federal de Estados Unidos, los mercados internacionales comenzaron a recuperarse.

Sin embargo, a pesar de este mejoramiento del funcionamiento de los mercados financieros internacionales, luego de la crisis rusa de agosto de 1998 comenzó a reducirse la afluencia de capitales financieros privados hacia América Latina (Calvo, 1998). Ello se manifestó tanto en la reducción del financiamiento otorgado por los bancos privados como en el que se obtiene a través de emisiones de valores en los mercados internacionales. Por otra parte, las primas de “riesgo-país”, medidas por el margen entre las tasas de los títulos de los países latinoamericanos y sus similares del gobierno de Estados Unidos, experimentaron en 1998-1999, a pesar de las fuertes oscilaciones, un incremento respecto de los valores registrados con anterioridad. En contraste, la inversión extranjera directa hacia América Latina mantuvo el dinamismo anterior, particularmente en el caso de la orientada a Argentina y Brasil.

Al finalizar la década, el producto mundial creció a un ritmo superior al del año anterior y superando incluso las tasas del período 1994-1997. Durante el año 2000 continuó la recuperación del ritmo de crecimiento iniciada en 1999, impulsada por la expansión de la economía estadounidense, por un mejor desempeño del esperado en Asia, América Latina y Rusia y el mantenimiento del dinamismo de las economías europeas.

Los precios del petróleo sufrieron diversos shocks a lo largo de estos diez años, pero en el año 2000 recuperaron los altos valores que habían experimentado como consecuencia de la Guerra del Golfo Pérsico en 1990. Los precios de las materias primas no petroleras también experimentaron altibajos, cayendo al inicio de la década, recuperándose en los años siguientes y volviendo a caer luego, presentando un magro crecimiento en el año 2000.

El ritmo de crecimiento de la economía mundial se enlenteció durante 2001, en parte debido a la política monetaria restrictiva implementada por la Reserva Federal (FED) en el año 2000,<sup>3</sup> que desestimuló la demanda doméstica, asociada a la inversión en tecnología y al incremento del consumo de las familias. En este contexto los atentados del 11 de setiembre de 2001 deterioraron aún más la confianza de los consumidores, acentuando el enlentecimiento del ritmo de crecimiento de la economía. A lo anterior se sumaron en 2002 los escándalos bursátiles que estallaron hacia mediados de año involucrando a algunas de las mayores corporaciones estadounidenses (Enron, WorldCom, Xerox, Adelphia, entre otras). La pérdida de dinamismo de la economía mundial, la disminución del comercio internacional y la reducción de la disponibilidad de financiamiento externo repercutieron directamente en la evolución económica de América Latina y el Caribe. A su vez, el costo del financiamiento continuó incrementándose pese a la caída de las tasas de interés internacionales a partir de 2001,<sup>4</sup> mientras que la inversión se redujo por el progresivo agotamiento de los procesos de privatizaciones y por las menores reinversiones de utilidades.

Sin embargo, a partir de 2003 y durante cinco años consecutivos, la economía mundial creció a tasas superiores al promedio de los 30 años anteriores (mayores a 4% anual). Durante el período 2003-2004 el crecimiento estuvo impulsado por las economías de Estados Unidos y Asia (principalmente China), mientras que la Eurozona mantuvo un ritmo particularmente

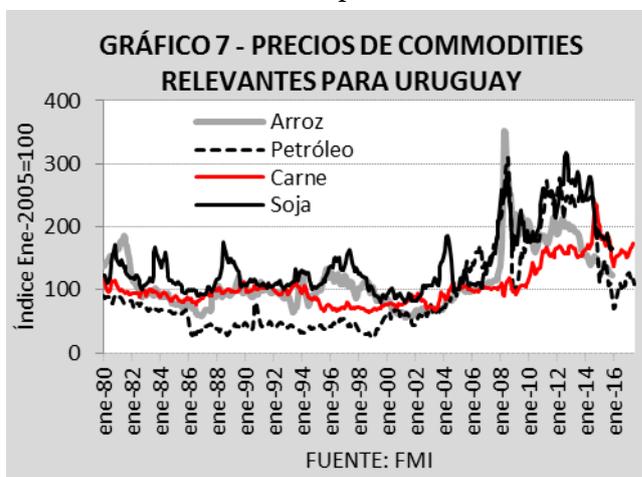
---

<sup>3</sup>Con el objetivo de evitar un recalentamiento de la economía la Reserva Federal determinó en 2000 tres incrementos consecutivos de la tasa de interés de los fondos federales, que pasó de 5,5% a 6,5% anual.

<sup>4</sup>Entre 2001 y 2004 descienden las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, manteniéndose en niveles bajos durante el período, incluso alcanzando tasas reales negativas. A su vez, las tasas de interés de corto plazo del resto de las economías desarrolladas siguen, a partir de 2001, el mismo rumbo que las de la Reserva Federal; entre ellas se destaca la evolución de las tasas del Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra.

lento, en tanto Japón se recuperaba gradualmente. A partir de 2003 se revirtieron las condiciones externas bajo las que había tenido lugar el comportamiento negativo de las economías latinoamericanas en el año precedente. Particularmente el dinamismo de la economía internacional y la mejora de la relación de los términos de intercambio determinaron un incremento sustancial de las exportaciones, que fueron el motor de la reactivación, lo que permitió que la región mantuviera saldos de cuenta corriente positivos. En 2004 la demanda interna también contribuyó a estimular el crecimiento, fundamentalmente por el componente de inversión privada. El desempleo, aunque se redujo, continuó siendo elevado y las condiciones sociales no mejoraron, en la medida en que la pobreza se mantuvo prácticamente en el mismo nivel.

En lo que atañe a la situación financiera internacional, si bien desde mediados de 2004 se registró una tendencia al alza de las tasas de interés de corto plazo, esto no impactó en las tasas de largo plazo, lo que generó condiciones favorables para el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. A su vez, el crecimiento de la liquidez internacional favoreció la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes, que se dio en paralelo a la



reducción de los spreads de la deuda soberana de esos países. En consonancia con la expansión de la demanda, el volumen de comercio mundial creció en el período por encima de la producción mundial. Los precios de las commodities mantuvieron una tendencia alcista desde 2003, dado este escenario de aumento del flujo comercial (Gráfico 7). El precio del petróleo en estos dos años creció casi en forma ininterrumpida, luego de haber caído tras la guerra de Irak. Dicho ascenso respondió a una

elevada demanda y a una oferta limitada.

A partir de 2005 la economía mundial continuó en el ciclo de expansión iniciado en 2003, verificando tasas de crecimiento superiores a 4,5% anual hasta 2007 inclusive. Si bien fue en ese año que comenzaron a hacerse evidentes los síntomas de la crisis inmobiliaria estadounidense, el impacto sobre la economía real comenzó en 2008, luego del cierre de Lehman Brothers (Verick e Islam, 2010). La crisis se intensificó notoriamente en 2009, con efectos generalizados y afectando a diferentes regiones del mundo. Esto provocó una contracción de 0,6% en la actividad económica mundial. En contrapartida, las economías de China e India se destacaron por impulsar el crecimiento de estos años y apenas se desaceleraron en la crisis, lo que condujo a la hipótesis del desacople de crecimiento entre las economías desarrolladas y las economías emergentes.

Las economías emergentes, aunque en diferente medida entre regiones y países, sintieron a partir de setiembre de 2008 los impactos de la crisis internacional a través de la disminución de los flujos comerciales y de la retracción de la afluencia de capitales externos. A pesar de ello, en su mayoría, retomaron rápidamente la senda de crecimiento económico y comenzaron a expandirse con firmeza desde el segundo trimestre de 2009, tras uno o dos trimestres de caída consecutiva en sus niveles de producción.

Las economías latinoamericanas, por su parte, crecieron de forma sostenida hasta 2008, y debido a los impactos de la crisis mundial registró una contracción del producto de 1,7%

en 2009. A pesar de ello, la fortaleza demostrada por las economías de América Latina ante la crisis, en particular las del Cono Sur –con tasas de caída del producto moderadas, efectos negativos poco significativos sobre el mercado de trabajo y una rápida y sólida recuperación–, provocó un rápido retorno de los capitales.

En marzo de 2010 la economía mundial estaba recuperándose del shock sufrido en 2008, cuando se desató una nueva crisis en varios países europeos debido a la imposibilidad de hacer frente a sus deudas,<sup>5</sup> lo que conllevó a una segunda oleada de dificultades, en este caso con epicentro en la Eurozona. Ello provocó nuevos y continuos episodios de importante volatilidad financiera, que continuaron en los años siguientes y recién comenzaron a superarse a partir del segundo semestre de 2012. Sin embargo, la debilidad que caracterizaba a la periferia de la Zona Euro en 2012 amplió su zona de influencia, afectando también a los países centrales, incluidos Francia y Alemania.

Como forma de hacer frente a la crisis, la política monetaria en las economías avanzadas se tornó marcadamente expansiva a los efectos de intentar impulsar el crecimiento económico. Efectivamente, las tasas de interés de referencia, que se habían reducido significativamente por la crisis en 2008-2009, se mantuvieron a partir de 2010 en niveles históricamente bajos y fueron tendiendo a cero. Dado que las tasas ya se encontraban en niveles mínimos, la FED debió recurrir además a otras formas de afectar el precio del dinero a fin de incentivar el crédito y la liquidez de la economía y continuar estimulando la actividad económica. En este sentido, anunció en 2010 el lanzamiento de la segunda etapa del “*quantitative easing*” (QE), que consistía en la recompra de deuda por 600.000 millones de dólares; y a partir de setiembre de 2013 se reforzó con la recompra mensual de 40.000 millones de deuda hipotecaria y de 45.000 millones de deuda pública. Esta política se mantuvo hasta fines de 2014. Recién a fines de 2015 la Reserva Federal anunció la primera suba de tasas de interés en casi una década, de un cuarto de punto porcentual, fijándolas entre 0,25% y 0,50%.

Los países emergentes, por su parte, luego del impacto de la crisis de 2008-2009, retomaron el crecimiento en 2010. Sin embargo, comenzaron a experimentar fuertes presiones inflacionarias que los obligaron a tomar medidas contractivas, lo que sumado al menor crecimiento de las economías centrales enlenteció su crecimiento en los años siguientes.

La economía china, por su parte, tuvo un papel fundamental en el fuerte ascenso de los precios de los *commodities*, al convertirse en el principal demandante de materias primas a nivel global, tanto de minerales como de alimentos y otras materias primas industriales. El modelo económico de China de las últimas décadas se basó en las exportaciones industriales, y tuvo además en las inversiones su gran motor de crecimiento económico (que superaba el 40% del PIB). El PIB creció a tasas promedio superiores al 10 % por más de una década, impulsando el crecimiento mundial, sobre todo a partir de la crisis de 2008-2009 de la economía mundial. Sin embargo, China está cambiando su modelo de crecimiento, sobre todo hacia los servicios, lo que provocó un enlentecimiento del crecimiento económico y un enfriamiento de la demanda de materias primas por parte de este país, con el impacto a la baja en sus precios.

### 3.2 Argentina

Luego del regreso a la democracia, en 1983, la economía argentina tuvo que hacer frente a las consecuencias de la crisis dejada por la dictadura, en un contexto de fuerte proceso inflacionario, llegando a la hiperinflación, que los diversos planes implementados no lograron

---

<sup>5</sup>Básicamente en los países llamados PIGS, por sus iniciales en inglés: Portugal, Irlanda, Grecia y España.

dominar, obligando a la renuncia del presidente.<sup>6</sup> En 1990 la inflación anual superó 1.000%. Al mismo tiempo la economía estaba estancada y salía de enfrentar serios problemas políticos. De esta forma, en los primeros meses de 1991 comenzó a aplicarse el Plan de Convertibilidad, llevado adelante por el Ministro de Economía D. Cavallo. Para llevar adelante este plan se promulgó una ley que estableció una paridad fija de un peso igual a un dólar.

En los años siguientes, el Plan de Convertibilidad se fue afianzando, la inflación cayó en forma pronunciada, hasta situarse en valores alrededor del 1% al promediar la década. Al mismo tiempo se produjo un acelerado crecimiento económico, con una tasa media de 7,4% en el cuatrienio 1991-1994. Sin embargo, este proceso fue acompañado por el incremento de la tasa de desempleo de la economía, que en 1994 ya era superior al 11%. Al mismo tiempo se produjo una importante reforma estructural, que terminó en la privatización de la gran mayoría de las empresas públicas, lo que se tradujo en el significativo incremento de la inversión extranjera directa.

Paralelamente, se produjo una abrupta caída de la competitividad de la economía medida por el tipo de cambio real, conjuntamente con un creciente déficit comercial, que sin embargo fue fácilmente financiado por el fluido ingreso de capitales, en su mayoría proveniente de la inversión extranjera directa.

A fines de 1994, el impacto de la crisis financiera mexicana (el “efecto tequila”) produjo crecientes dificultades en las finanzas argentinas. Se produjo una pérdida de confianza por parte de los tenedores de activos financieros, lo que se manifestó en una persistente salida de capitales que afectó a la baja las cotizaciones de los títulos públicos y de las acciones privadas, lo que determinó una significativa reducción de los depósitos del sistema bancario y estableció nuevos límites a las posibilidades de financiamiento externo de la economía argentina.

En 1996, superada la crisis, la economía volvió a crecer, pero algunos de los problemas que emergieron con la crisis no lograron superarse. Se constató en este año una tasa de desempleo récord de 17,5%, lo que agudizó los problemas sociales que ya se habían agravado con la crisis del año anterior. Paralelamente, comenzó a deteriorarse la situación externa, aunque en ese año todavía se verificó un leve superávit, a partir de allí el déficit comercial fue creciente. En lo relativo a las cuentas públicas, también el déficit comenzó a incrementarse. Como consecuencia de estos hechos se produjo un debilitamiento del presidente, que había sido reelecto el año anterior y las circunstancias políticas lo obligaron a prescindir del ministro Cavallo a mediados de 1996.

A fines de 1997, la “crisis asiática”, conjuntamente con la moratoria decretada por Rusia a mediados de 1998 exacerbó la desconfianza en los “mercados emergentes”, desencadenó un movimiento de descenso generalizado de las bolsas y una reducción de la afluencia de capitales extranjeros a esos mercados. América Latina, y Brasil en particular, se convirtieron en el epicentro de la crisis. Argentina no pudo desligarse de los problemas generados por la crisis internacional, no sólo por el “efecto contagio” hacia todos los mercados emergentes, sino también por las fuertes vinculaciones comerciales de la economía argentina con la brasileña.

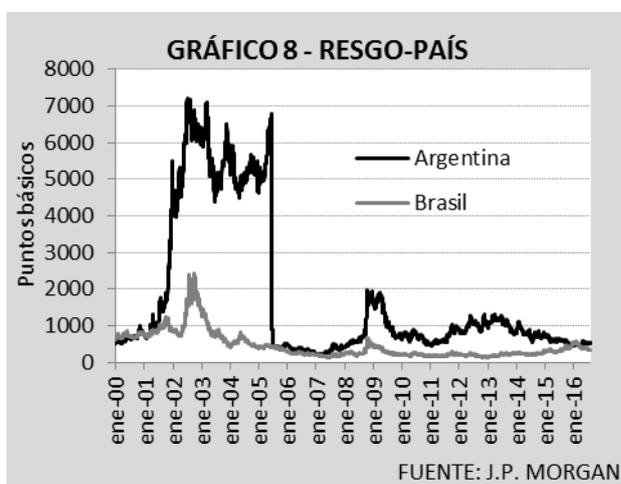
La economía argentina se vio seriamente afectada por la crisis brasileña que se inició a fines de 1998. Particularmente, la devaluación en Brasil de enero de 1999 empeoró la competitividad externa del país, la que también fue profundamente alterada por el deterioro de

---

<sup>6</sup>En ese momento el presidente de Argentina era Raúl Alfonsín, primer presidente democrático luego de la dictadura militar (1976-1983).

los términos de intercambio. A pesar de que 1998 terminó con un incremento del PIB argentino cercano al 4%, a partir del último trimestre comenzó a verificarse una recesión.

En este negativo contexto, el 10 de diciembre de 1999 asumió un nuevo gobierno. A fines de ese año, el incremento del déficit fiscal impactó en las condiciones internacionales de acceso al crédito (la prima de riesgo-país alcanzó y aun superó a la de Brasil, Gráfico 8), y obligó al gobierno entrante a implementar un severo ajuste fiscal. La economía argentina sufrió una grave crisis de confianza que comprometió la reactivación de la actividad económica, lo que, entre otras razones provocó, el estancamiento de la economía durante el año 2000. El gobierno realizó varios ajustes fiscales, tratando de cerrar la brecha fiscal, e implementó diversas medidas para mejorar la competitividad, pero no fueron suficientes. A fines de 2001 se experimentó una corrida sobre el sistema financiero que el gobierno intentó detener restringiendo el retiro de fondos de los bancos (a esta medida se le denominó “el corralito”) e imprimiendo un control de cambios.



Sin embargo, el presidente debió renunciar, ante fuertes presiones,<sup>7</sup> y luego de varios cambios presidenciales y de decretar el no pago de la deuda (default), en enero de 2002 se determinó el fin de la convertibilidad, devaluando la moneda 40% para las transacciones comerciales. El gobierno definió una reprogramación de los depósitos de ahorro y plazo fijo en los bancos y una “pesificación” de los créditos bancarios a un peso por dólar y se procuró la renegociación de los contratos de los servicios públicos, cuyas tarifas estaban

en dólares. No obstante, en poco tiempo debió dejar flotar el dólar, registrándose una significativa devaluación del peso argentino.

Como consecuencia de la gran caída de la actividad económica, el desempleo, que en octubre de 2001 era de 19%, continuó aumentando y se situó en mayo de 2002 en 21,5%. Los indicadores de pobreza e indigencia en el mismo período se deterioraron considerablemente respecto del año anterior. La proporción de hogares por debajo de la línea de pobreza ascendía en mayo de 2002 a más de 50%, y los hogares por debajo de la línea de indigencia alcanzaban a casi 25% del total. Por su parte, los salarios reales experimentaron una notable reducción, ya que los aumentos nominales fueron muy inferiores a la inflación del período. La crítica situación social, a raíz de la caída del empleo y de los ingresos salariales, acentuó las presiones recesivas e impidió la reactivación económica.

A diferencia de los años precedentes, en el período 2003-2004 la economía argentina experimentó una notable recuperación: el PIB aumentó 8,8% en 2003 y 9% en 2004, debido fundamentalmente al crecimiento de la demanda interna y, en menor medida, al incremento de la externa. De acuerdo con Weisbrot y Sandoval (2007), si bien la fuerte devaluación que acompañó a la crisis permitió un fuerte aumento de las exportaciones y un descenso de las importaciones, el impacto sobre la economía en su conjunto del sector externo fue de seis meses.

<sup>7</sup>El presidente era Fernando de la Rúa, que había asumido en diciembre de 1999, dejando al país sumido en una de las peores crisis de su historia.

La fuerte recuperación de la economía argentina se apoyó en el crecimiento del consumo y sobre todo de la inversión.

El crecimiento de la actividad económica y los cuantiosos ahorros fiscales jugaron a favor del gobierno argentino en las negociaciones que se llevaron adelante durante la mayor parte de 2004 en torno al canje de la deuda pública declarada en default a fines de 2001. Si bien estaba previsto lanzar la oferta de canje en noviembre de 2004, complicaciones de último momento –básicamente la renuncia del Bank of New York como agente colocador en Estados Unidos– obligaron al gobierno a posponer la fecha de lanzamiento del canje para enero de 2005.

En el período 2005-2009, la economía argentina, continuando con el dinamismo iniciado en 2003, creció a tasas elevadas hasta 2008 inclusive, y en 2009 experimentó una profunda desaceleración como consecuencia de la crisis internacional, sumada a dificultades internas que complicaron aún más su situación.

El impulso de la demanda interna explicó en mayor medida este crecimiento. Las mejoras en el mercado laboral, tanto en términos de empleo como de ingresos, sostuvieron el aumento del consumo privado en el período, que creció 37% en los cinco años. La política monetaria privilegió la competitividad por sobre la inflación, y procuró sostener un tipo de cambio nominal alto. Sin embargo, Argentina en estos años se volvió un ejemplo de política económica inconsistente. Si bien la política de tipo de cambio real competitivo (Frenkel, 2008) fue efectiva en los primeros años de recuperación luego de la crisis, con capacidad ociosa y contexto internacional favorable, cuando estos factores comenzaron a cambiar, esta política generó creciente inflación, con fuerte crecimiento salarial y costos productivos en aumento.



verdadero crecimiento de los precios, lo que llevó a que aparecieran diversas mediciones de la inflación por parte de algunas provincias y del sector privado (Gráfico 9).

La situación se complicó a partir de marzo de 2008. La incertidumbre pautada por el conflicto político entre el agro y el gobierno elevó la demanda de divisas provocando presiones al alza en el tipo de cambio.<sup>8</sup> A partir de ese momento el BCRA comenzó a intervenir en el mercado con una posición vendedora y las reservas internacionales que llegaron a superar los 50.000

Durante estos años la inflación fue un tema de debate público. Primero, en 2005, se aceleró el crecimiento de los precios internos, que superaron ampliamente la meta oficial, lo que llevó al gobierno a tomar diversas medidas para controlarlos. Luego, a partir de 2007 se cuestiona al gobierno por su “intervención” en la medición del Índice de Precios al Consumo (IPC) elaborado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), y muchos agentes comenzaron a considerar que la inflación oficial subestimaba el

<sup>8</sup>El conflicto entre el gobierno y el campo, que abarcó gran parte del año 2008, se generó por los cambios en la normativa que intentó imponer el gobierno a partir de mediados de marzo respecto a las retenciones a las exportaciones de algunos cultivos. Los productores rurales, en protesta contra esos anuncios, realizaron reiteradas paralizaciones de actividades y diversos cortes de rutas, distorsionando la libre circulación de bienes y personas. El conflicto, que duró algo más de cuatro meses, culminó cuando el Poder Ejecutivo se vio obligado a derogar el sistema de retenciones móviles luego de que el Congreso de la Nación resolviera no ratificar el sistema.

millones de dólares a principios de 2008 alcanzaron un mínimo de 24.900 millones de dólares a fines de 2015.

La economía argentina se recuperó rápidamente de la crisis 2008-2009, pero no logró superar algunos de sus problemas. En 2010, el gobierno argentino debió enfrentar un nuevo canje de deuda, logrando que el total de bonos canjeados llegara al 93%. Sin embargo, los restantes tenedores de bonos entablaron demandas y embargos a los fondos del gobierno fuera del país. En 2012, la corte estadounidense falló a favor de los fondos demandantes (también conocidos como “Fondos Buitre”) dictando que Argentina debería pagar a estos fondos el total adeudado antes, o al mismo tiempo, de que se efectuase el pago de los fondos canjeados. A comienzos de 2014 la República Argentina apela el fallo en la Corte Suprema, pero esta apelación es denegada por la corte estadounidense a mediados de ese año. Este conflicto generó una fuerte presión sobre el stock de reservas internacionales, generando mayor vulnerabilidad macroeconómica.

Por su parte, el resultado del sector público empeoró a partir de 2011, volviéndose negativo luego del pago de intereses, lo que implicó que, dada la restricción al acceso a los mercados voluntarios de deuda internacionales, el sector público no financiero tuviera que recurrir al financiamiento intra-sector público y a la emisión monetaria. En el marco de una significativa fuga de capitales, de fuertes presiones inflacionarias –que hacen más atractivo el ahorro en moneda extranjera–, de reducción del saldo de la balanza comercial, de disminución de las reservas internacionales y de restricciones al acceso al financiamiento externo voluntario, el gobierno fue ampliando a lo largo de 2011 la lista de productos sujetos a licencias no automáticas de importación, lo que llevó una desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones. Además, al finalizar el año 2011 se implementaron medidas restrictivas para la compra de dólares, intentado frenar la fuga de capitales. Ello implicó la reaparición del mercado negro del dólar (el llamado “dólar blue”), generándose una brecha entre el valor oficial y el del blue que era cercana al 60% a fines de 2015.

### 3.3 Brasil

Brasil, al igual que otros países de América Latina, sufrió en los años 80 el impacto de la suba de las tasas de interés, la baja en la inversión extranjera y crecimiento del endeudamiento externo. Esto generó problemas crecientes en la economía, con bajo crecimiento en los últimos años de la década, pero fundamentalmente una inflación creciente, que a pesar de diferentes planes de estabilización no logró controlarse.<sup>9</sup>

En los primeros años de la década de los noventa, Brasil continuó enfrentando un fuerte proceso inflacionario. El promedio de la inflación en el período 1990-1995 fue superior al 1.000% anual, a pesar de que continuaron los intentos por controlarla, pero sin éxito durante

---

<sup>9</sup>En febrero de 1986 fue lanzado el “Plan Cruzado I”, con congelamiento de precios y salarios. Ante su fracaso, en noviembre de 1986 se lanza el “Plan Cruzado II”, con la liberación de los precios, y fuerte aumento de la inflación. Luego de la renuncia del ministro de economía, Dilson Funaro, asume Luiz Carlos Bresser Pereira e instrumenta el plan que se llamó “Plan Bresser” en junio de 1987 con una vuelta al congelamiento, pero solo de algunos precios, como alquileres y salarios, pero también fracasó. En enero de 1988, Maílson da Nóbrega asume el ministerio de economía e implementa el “Plan Verano”, con una nueva moneda, el cruzado nuevo, y la vuelta al congelamiento de los precios, pero tampoco tuvo éxito. Fernando Collor de Melo asume la presidencia de Brasil en marzo de 1990 y al otro día lanza el llamado “Plan Brasil Nuevo” pero conocido como “Plan Collor I”, con congelamiento de depósitos, al mando de la ministra Zélia Cardoso de Mello, y el cruzado nuevo se reemplaza por el cruzeiro y se instrumentan nuevos congelamientos, pero 1990 termina con una inflación de 1.198%. El 1º de febrero se implementa el “Plan Collor II” con una reforma financiera y nuevo congelamiento de precios y salarios, pero termina con la destitución del presidente en setiembre de 1992. En octubre de ese año asume el vicepresidente, Itamar Franco, y en mayo de 1993 nombra a Fernando Henrique Cardoso como ministro de economía, que al mes siguiente anuncia un plan económico en etapas, el “Plan Real” que concluye en junio de 1994 con la creación de una nueva moneda, el real, que finalmente logra reducir la inflación a un dígito en algunos meses.

esos años. Con relación al crecimiento económico, la economía brasileña enfrentó una fuerte recesión en 1990, lo cual fue seguido de dos años de estancamiento. La recuperación económica recién comenzó a partir de 1993, impulsada por el crecimiento del consumo y la inversión privados y por la persistencia del dinamismo exportador. En junio de ese año, Fernando Henrique Cardoso fue nombrado ministro de Economía, lo que generó expectativas favorables en los agentes.

A partir del 1º de julio de 1994, Cardoso puso en práctica el llamado “Plan Real” de estabilización económica. A través del mismo se implantó una nueva moneda, el real, cuya paridad con el dólar se estableció por un período indefinido en un valor máximo de un dólar. Además, se congelaron todos los contratos en reales y las tarifas públicas por un año, así como los contratos salariales, aunque quedó abierta la posibilidad de que las partes negociaran incrementos salariales, siempre que los mismos no se trasladaran a los precios.

Como consecuencia de la puesta en marcha de este plan, la inflación comenzó a reducirse en forma drástica, a pesar de que en 1994 aún la inflación fue elevada, la misma se debió al incremento de los precios verificado en los primeros seis meses de 1994, con anterioridad a la aplicación del plan. El PIB volvió a incrementarse en 1994, aunque el desempleo también aumentó. A pesar de que se incrementaron las exportaciones, las importaciones lo hicieron en mayor medida, lo que sumado al pago de intereses y a la remesa de utilidades, resultó en un pequeño déficit en cuenta corriente, el que se tornó creciente en los años siguientes. Mientras que la afluencia de capitales internacionales se mantuvo, ello no fue un problema, ya que los déficits se financiaban a tasas moderadas, pero sobre todo después de la crisis asiática de 2007 las condiciones de financiamiento para los países emergentes cambiaron drásticamente. A ello se sumó a la pérdida de competitividad que experimentó la economía como consecuencia del propio plan de estabilización, de la misma forma que había ocurrido al inicio de la convertibilidad en Argentina y del plan de estabilización en Uruguay.

A partir de fines de 1997 la economía brasileña comenzó a atravesar dificultades, debido a la crisis de confianza, resultante del “contagio” de la crisis de las economías asiáticas. Esa crisis amenazó la estabilidad monetaria y obligó al gobierno a subir sensiblemente las tasas de interés y a realizar un ajuste fiscal de envergadura. Sin embargo, los resultados fueron buenos. La inflación continuó cayendo, situándose próxima al 5% anual y se constató un nuevo incremento del nivel de actividad de la economía. No obstante, el déficit en cuenta corriente continuó creciendo, así como el déficit fiscal.

Al promediar 1998, el agravamiento de la inestabilidad del mercado financiero internacional colocó a la economía y a la política económica brasileña en una situación sumamente comprometida a pocas semanas de las elecciones nacionales.

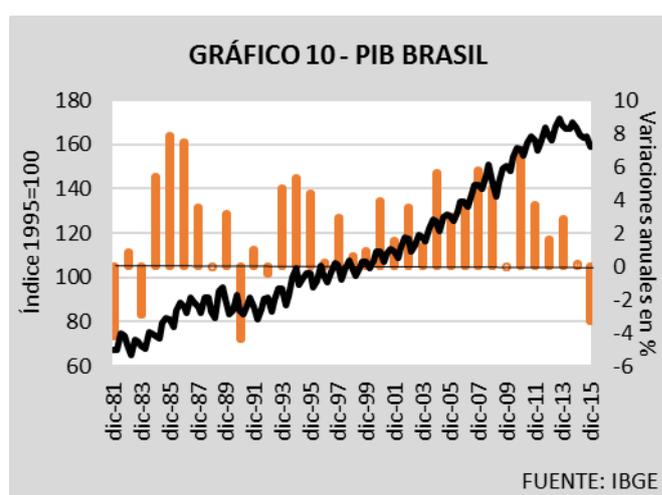
El escepticismo en relación con el Plan Real se tradujo en una fuerte huida de capitales que llevó a la pérdida de cuantiosas reservas internacionales. A mediados de setiembre la estimación de las pérdidas de reservas ascendía a más de 25.000 millones de dólares. Paralelamente, la prima de riesgo-país creció considerablemente y diferentes agencias evaluadoras de riesgo soberano bajaron la calificación de la deuda brasileña.

Ante la grave situación que afectaba a la economía brasileña a fines de 1998, y luego de la moratoria rusa, el gobierno de F. H. Cardoso intentó, una vez reelecto, implementar un paquete de medidas fiscales orientado a renovar la confianza en la economía brasileña. Sin embargo, esas medidas no provocaron los efectos positivos esperados por el gobierno. La lentitud y las dificultades para aprobar algunas de las leyes propuestas al Congreso, por una parte, y la percepción de los inversores internacionales de que las medidas de ajuste propuestas

no serían suficientes, por otra, causaron una creciente pérdida de reservas a partir de fines de 1998. Esta sangría de reservas, necesaria para sostener el valor del real, se hizo insostenible a comienzos de enero. Entonces se decidió en un primer momento ampliar la banda cambiaria, para luego (dos días más tarde) decretar la libre fluctuación del tipo de cambio.

No obstante, la situación pareció modificarse a mediados de marzo como consecuencia de un nuevo acuerdo con el FMI, de la mejora en la relación entre el gobierno federal y los gobernadores de los diversos estados y de la aprobación en el Congreso de algunas medidas orientadas a reducir el déficit fiscal. Este acuerdo permitió implementar un programa adaptado a las nuevas condiciones económicas. Con la concreción del acuerdo, Brasil consiguió apoyo financiero del FMI, aunque también colaboraron un conjunto de países industrializados y el Banco Mundial.

A pesar de que algunos indicadores macroeconómicos parecieron mejorar a partir del segundo trimestre de 1999, la economía brasileña aún distaba de encontrarse a salvo de nuevos shocks especulativos y en una senda segura de crecimiento. La inflación se mantuvo controlada, y no se produjo el temido rebrote inflacionario, en lo relativo a precios minoristas, porque los mayoristas experimentaron un incremento mayor. En lo que respecta al nivel de actividad, la economía continuó prácticamente estancada en 1999, lográndose un leve incremento del PIB.



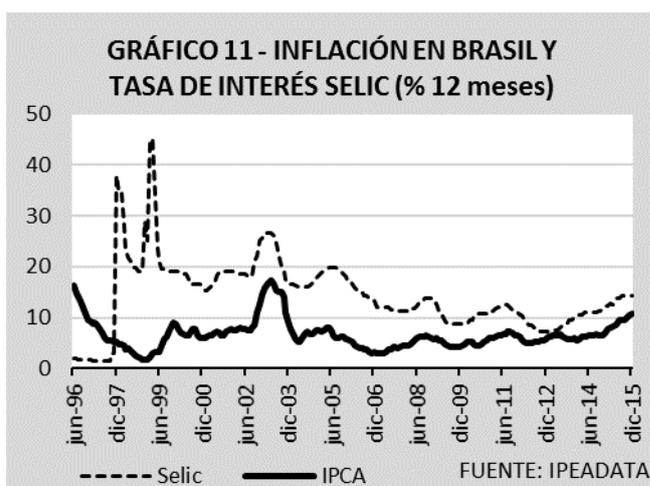
La economía brasileña consolidó en el año 2000 el dinamismo que ya experimentaba desde fines de 1999 (Gráfico 10). A pesar de la inestabilidad financiera de los Estados Unidos, la crisis argentina y la elevación de los precios del petróleo, la mayoría de los indicadores de la economía brasileña indicaban un buen desempeño. Ello contribuyó a consolidar la confianza de los agentes internos y externos en la solidez de la economía brasileña. La política económica continuó basándose en la continuidad del ajuste fiscal, la

consolidación de los regímenes de metas de inflación y de tipo de cambio fluctuante. Sin embargo, en los primeros meses de 2002, se sintieron los efectos adversos de la incertidumbre preelectoral sobre la tasa de interés y la inversión, la continuación de la crisis en Argentina y la falta de dinamismo de la demanda externa limitaron la reactivación de la economía brasileña.

En 2003 asume por primera vez un presidente de un partido de izquierda, Luiz Inácio Lula da Silva, y la volatilidad en el ámbito financiero-especulativo provocada por la desconfianza e inseguridad que suscitaba el cambio político ocurrido en esas elecciones, sumada a la amenaza de un rebrote inflacionario, obligaron al gobierno a mantener una política tanto monetaria como fiscal restrictiva. Estas medidas de política económica y la incertidumbre que afectó negativamente las expectativas de los agentes deprimieron la demanda interna y detuvieron el crecimiento económico en la primera mitad de ese año. Por su parte, la caída del ritmo inflacionario permitió que el gobierno flexibilizara la política monetaria en la segunda mitad de 2003, lo cual implicó una gradual pero continua reducción de las tasas de interés hasta agosto de 2004, estimulando al sector privado a realizar nuevas inversiones. Así, el PIB creció levemente en 2003 (1,2%), pero mostró un importante dinamismo en 2004 (5,7%).

En el período 2005-2009 la economía brasileña se destacó por su estabilidad económica y financiera, aunque su dinamismo fue menor al de la economía argentina. Así es que la tasa de crecimiento promedio anual para el período hasta 2008 inclusive fue de 4,6%. Los efectos de la crisis internacional sobre las variables macro impactaron negativamente entre el último trimestre de 2008 y el segundo trimestre de 2009, lo que llevó a que el PIB brasileño se contrajera levemente en 2009. Sin embargo, los capitales volvieron rápidamente al país en 2009 y a partir de ese momento el Bovespa registró fuertes aumentos, y las reservas internacionales en poder del Banco Central volvieron a aumentar, aunque no a las tasas registradas en 2006 y 2007, cuando las reservas más que se triplicaron.

La política monetaria durante este período fue contractiva y tuvo como objetivo controlar la inflación, a través de las subas sucesivas de la tasa de interés *Selic* (Gráfico 11).<sup>10</sup>



En 2009 el Banco Central de Brasil (BCB) flexibilizó la política monetaria con el objetivo de estimular el crecimiento de la actividad económica en un contexto de menores presiones inflacionarias y de recesión económica consecuencia de la crisis internacional. Así, redujo la tasa de interés Selic a 8,75% en julio de 2009, nivel históricamente bajo. Teniendo en cuenta que la recuperación de la economía en la segunda parte del año fue moderada, el COPOM decidió mantener la tasa en ese nivel en las reuniones celebradas de agosto en adelante. Si bien la tasa de interés real se ubicó en un nivel relativamente bajo para Brasil, continuó estando entre las más elevadas del mundo.



La valorización del dólar a nivel internacional y el egreso de capitales ante la inestabilidad de la economía mundial hicieron que el real se depreciara (Gráfico 12).

<sup>10</sup>La tasa Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custodia), es la tasa de política monetaria de Brasil. Es una tasa para operaciones por un día u *overnight*.

<sup>11</sup>El BCB incrementó significativamente sus activos frente al resto del mundo; en diciembre de 2004 se ubicaban en 52.935 millones de dólares, mientras que en diciembre de 2009 eran 239.054 millones de dólares.

En materia fiscal, el gobierno mantuvo una política tendiente a alcanzar elevados superávits primarios del sector público y cada año logró que los saldos superaran las metas establecidas. Es así que, excepto en 2009, el superávit primario se situó por encima del 3% del PIB. Ello permitió que el déficit global luego del pago de intereses se fuera reduciendo a lo largo del período y pasara de 2,8% del PIB en 2005 a 2% en 2008. Sin embargo, en 2009, en el marco de una política fiscal que asumió un carácter fuertemente expansivo para afrontar la crisis, las finanzas públicas de Brasil mostraron un fuerte deterioro y el déficit fiscal luego del pago de intereses se ubicó en 3,3% del PIB.

A partir de 2010 Brasil experimentó un marcado dinamismo luego de que el PIB cayera en 2009, pero la aceleración de la inflación obligó a sus autoridades a elevar la tasa de política monetaria (*Selic*) y a implementar otras medidas contractivas adicionales (monetarias y fiscales) para evitar mayores presiones sobre los precios internos. Ello, sumado a los nuevos problemas de la economía mundial, generó un freno al crecimiento económico a partir de 2011. Sin embargo, ante la desaceleración de la economía y, en particular, de la industria manufacturera, el gobierno de Dilma Rousseff, que había asumido a comienzos de 2011, cambió el sesgo de la política económica volviéndola expansiva a partir de setiembre de 2011. La política económica en el período se orientó a enfrentar la crisis y a estimular el crecimiento. Así, el Banco Central de Brasil redujo en varias oportunidades la tasa *Selic* de referencia desde 12,5% hasta un mínimo de 7,25%, al tiempo que el gobierno aplicó un amplio programa de estímulos fiscales. Sin embargo, no se logró evitar que tanto en 2012 como en 2013 esta economía registrara un magro crecimiento. Así, en 2013, ante la continuidad de las presiones inflacionarias, el gobierno se rindió en su intento de bajar las tasas de interés y la política monetaria volvió a cambiar de signo. Desde entonces, aun ante un estancamiento de la actividad económica en 2014, el gobierno continuó elevando la tasa de referencia con el fin de reencaminar la inflación y recuperar la confianza de los mercados financieros.

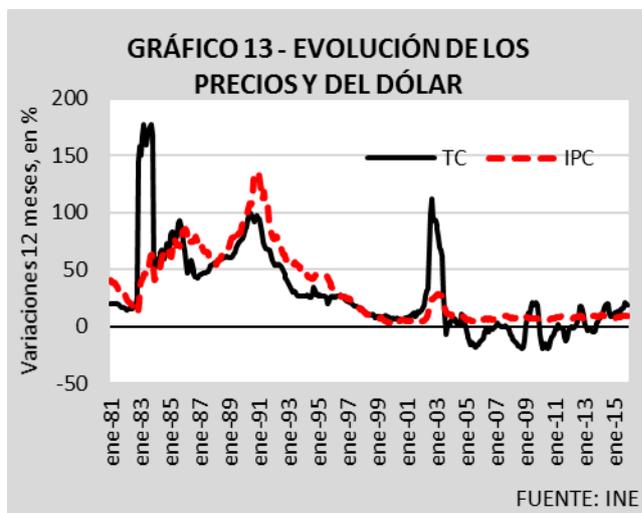
Del lado de la demanda, el escaso crecimiento de los últimos años estuvo liderado por el consumo privado. Por otra parte, la necesidad de infraestructura para llevar adelante el Mundial de Fútbol de 2014, llevó a que el gobierno firmara importantes contratos de concesión con el sector privado en materia de carreteras, aeropuertos y ferrocarriles, por lo que la inversión contribuyó a sostener el magro crecimiento de 2013-2014.

A lo largo de los últimos tres años, la política fiscal se caracterizó por medidas orientadas a estimular el crecimiento a través de la reducción de impuestos y la exoneración de aportes a la Seguridad Social, mientras el gasto público siguió creciendo, lo que condujo a la paulatina reducción del superávit primario y el consecuente deterioro de las finanzas públicas. Este proceso se exacerbó en 2015, ante los crecientes problemas políticos que enfrentó el gobierno de Rousseff.<sup>12</sup> De esta forma el año cerró con una caída de 3,85% del PIB y un déficit fiscal equivalente a cerca de 9% del PIB.

---

<sup>12</sup>La presidenta Dilma Rousseff fue destituida por el Senado de Brasil el día 31 de agosto de 2016, declarada culpable del delito de responsabilidad en el maquillaje de las cuentas fiscales y la firma de decretos económicos sin aprobación del Congreso de Brasil.

#### 4. Principales objetivos perseguidos y resultados obtenidos



volvió a crecer en los años siguientes, hasta alcanzar su máximo a principios de 1991 (Gráfico 13). Los principales objetivos de la política económica en este período fueron los vinculados al crecimiento económico y al mercado de trabajo y en segundo lugar a la inflación. La generación de empleo y el apoyo a los sectores productivos fueron el principal objetivo de este gobierno.

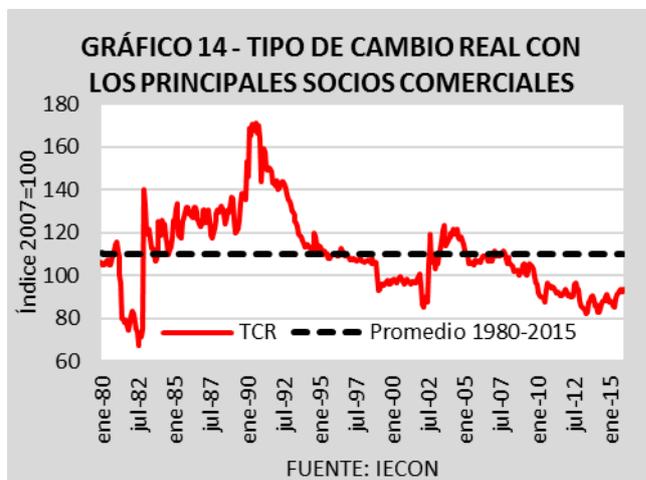
El inicio de la década de 1990 coincidió con el segundo gobierno democrático, de corte más liberal que el precedente, y como respuesta a la fuerte aceleración inflacionaria de los años anteriores aplicó un plan de estabilización que abarcó prácticamente toda la década, el cual tuvo efectos profundos en diversos ámbitos de la economía uruguaya. A ello se sumaron otros elementos que también introducían nuevas presiones inflacionarias para los años siguientes: el elevado déficit fiscal y la reforma jubilatoria aprobada junto con las elecciones de 1989. Esta última imponía un régimen de ajustes anuales de las jubilaciones y pensiones sobre la base del índice medio de salarios. En las nuevas condiciones, el gobierno perdió grados de libertad para la definición de la política fiscal y el principal objetivo de política económica perseguido en la década pasó a ser el control inflacionario. Para ello se estableció una política basada en el ancla cambiaria, con una banda de flotación para el dólar con una pendiente predeterminada, que se fue ajustando a la baja de manera de moderar la devaluación del peso y que ello impactara frenando el proceso inflacionario.

Este objetivo se enmarcó dentro de una política de reformas estructurales pautada por el “Consenso de Washington”, que articulaban el corto con el mediano plazo, y según Williamson (1990, 2003) comprendía diez medidas.<sup>13</sup>

De acuerdo con el “Consenso de Washington”, la liberalización y estabilización de la economía mediante instrumentos ortodoxos, conjuntamente con la reforma del Estado iban a llevar a un mayor crecimiento económico.

<sup>13</sup>Las diez medidas eran: 1) imponer la disciplina presupuestaria a fin de eliminar el déficit fiscal; 2) modificar las prioridades del gasto estatal para eliminar los subsidios y aumentar los gastos en educación y salud; 3) aplicar una reforma fiscal de base amplia y tasas moderadas; 4) los tipos de interés debían estar determinados por el mercado y debían ser positivos en términos reales; 5) el tipo de cambio debía estar determinado por el mercado; 6) el comercio debía liberalizarse y orientarse hacia el exterior, no siendo prioritaria la liberalización de flujos de capital; 7) la inversión directa no debía sufrir ninguna restricción; 8) las empresas estatales debían privatizarse; 9) las actividades económicas debían desregularse y 10) los derechos de propiedad debían recibir más garantías.

Desde este punto de vista se sostenía que la disciplina fiscal y monetaria, conjuntamente con la liberalización, desregulación, apertura externa y privatización de la economía, eran los instrumentos apropiados para lograr simultáneamente la estabilidad y el crecimiento económico.



A pesar de que en los primeros años de la década se aplicó una política aperturista unilateral, en el año 1991 se firmó el tratado de Asunción, que dio origen al MERCOSUR, lo que implicó un cambio en el proceso iniciado desde la liberalización comercial unilateral hacia la apertura regional, aunque la misma recién se hizo efectiva a partir de 1995, con muchas excepciones.

Una vez que la inflación bajó de los dos dígitos, a fines de la década del 90, el gobierno trató de atender el problema del “atraso cambiario”

generado por el plan de estabilización aplicado. De esta forma, a fines de la década, en el bienio 1999-2000, la política de corto plazo trató de conciliar dos objetivos: la mejora de la competitividad y la preservación de la estabilidad (Gráfico 14).

Así, desde 1991 hasta 1998 la economía uruguaya experimentó un período de crecimiento económico, con una interrupción en 1995 por el “efecto tequila”. A partir de 1999, y luego de la devaluación de Brasil en enero de ese año, la economía uruguaya entró en una fase contractiva. En ese contexto es que se delinear las medidas de política económica del gobierno que entra en funciones en el año 2000.

Los objetivos centrales de la política económica de corto plazo dispuesta por el gobierno de Jorge Luis Batlle que inició su gestión en marzo de 2000 apuntaron, en primer lugar, a salvaguardar la estabilidad macroeconómica, preservar la baja inflación y recuperar la competitividad de la economía nacional. Sin embargo, el empeoramiento de las condiciones internacionales y regionales a partir de marzo de 2001 y la irrupción de la epidemia de aftosa a finales de abril determinaron la necesidad de realizar importantes ajustes en la política económica.<sup>14</sup> Así, dado el deterioro del nivel de actividad, se aceptó un déficit fiscal más elevado y se dispuso acelerar el ritmo de devaluación. En la misma línea, se adoptó un mecanismo para refinanciar las deudas del sector agropecuario con el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), se tomaron medidas para reducir la presión tributaria sobre el sector productor de bienes transables, se aumentó moderadamente la protección de la producción doméstica y se adoptaron otras medidas tendientes a inducir la reactivación de la actividad económica.

Pero la situación continuó agravándose y durante 2002 el país padeció una aguda crisis bancaria.<sup>15</sup> Las debilidades de la economía, de las finanzas públicas y del sistema político, las

<sup>14</sup> A fines de abril de 2001 un brote de fiebre aftosa se propagó por todo Uruguay y afectó a casi 1 millón de cabezas de ganado. El mal paralizó las zonas rurales y la industria cárnica, obligó a los productores –que ya enfrentaban dificultades financieras– a solventar costos más altos, disminuyeron los ingresos y se incrementó la incertidumbre, generándose un importante déficit fiscal.

<sup>15</sup>Para más detalle ver Porto, L. (2002). Uruguay 2002: Para entender la crisis bancaria.

flaquezas del sistema financiero<sup>16</sup> y las estafas y fraudes en dos importantes instituciones bancarias<sup>17</sup> se conjugaron para potenciar el “efecto contagio” de la crisis argentina, y determinaron que persistiera durante los primeros nueve meses del año una formidable corrida de depósitos que involucró a los agentes no residentes y a los residentes (Gráfico 15).



Durante el año 2002 se produjo una profundización de la crisis que el país venía experimentando desde 1999, por lo que el gobierno se vio obligado a cambiar bruscamente la política económica instrumentada hasta el momento, dejando de lado el objetivo del combate inflacionario, para hacer frente a la crisis del sistema financiero que provocó una crisis de Balanza de Pagos y puso en primer plano el objetivo de equilibrio externo y el cierre de la brecha fiscal, frente al de estabilización.

A comienzos de ese año, ante el pronunciado deterioro de la economía argentina se dispuso una aceleración del ritmo devaluatorio y la ampliación de la banda de fluctuación, y estableció que durante el primer semestre del año el ritmo de devaluación sería de 2,4% mensual, equivalente a 33% anual y que la amplitud de la banda de fluctuación sería de 12%.

Promediando 2002 se produjo el agravamiento de la crisis bancaria, la agudización de la salida de capitales, la aceleración de la pérdida de reservas internacionales del Banco Central y la profundización de la crisis fiscal. En estas condiciones, el gobierno abandonó el 20 de junio de 2002 el régimen de “paridad cambiaria deslizante con banda de fluctuación” que se venía aplicando desde 1991 y adoptó un régimen de “flotación limpia” del tipo de cambio. Luego del relevo del equipo económico a fines de julio, el gobierno decretó un feriado bancario que se extendió entre el 30 de julio y el 5 de agosto y durante ese lapso definió una nueva estrategia de gestión de la crisis bancaria y negoció con el FMI (y el Tesoro de Estados Unidos) los términos de un nuevo acuerdo stand-by, en sustitución del que se había acordado en junio.

En lo referente al deterioro del frente fiscal, en 2001 el gobierno dispuso un conjunto de medidas tendiente a mejorar la posición competitiva de los sectores productivos a través de la reducción de la carga tributaria que recaía sobre el trabajo y la tierra, creando un nuevo impuesto de 3% la enajenación de bienes industriales, nacionales e importados, afectados por el IVA y/o el IMESI (COFIS, Contribución para el Financiamiento de la Seguridad Social). Se redujeron los aportes patronales de la construcción y el agro durante 2001 y se eliminaron para los puestos de trabajo creados después del 31 de agosto de 2000. Con el fin de mejorar la posición competitiva de los productores agropecuarios también se extendió a 2001 la reducción de 25% en la Contribución Inmobiliaria Rural y la exoneración de los aportes patronales rurales a la Seguridad Social. Además, se intentó abatir los costos de la energía y crear condiciones que aliviaran la situación financiera del sector agropecuario (refinanciación a 20 años de las deudas del sector con el Banco de la República, BROU).

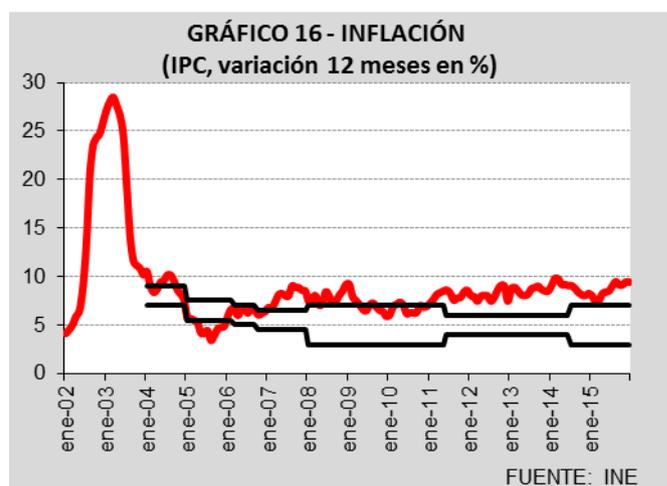
<sup>16</sup>Fallas de la regulación prudencial, elevada dolarización, alta exposición al riesgo argentino, ausencia de una red de seguridad apropiada y de un prestamista de última instancia en moneda extranjera.

<sup>17</sup> El Banco Comercial y el Banco Montevideo.

En 2002, y dado el agravamiento de la situación económica del país, el gobierno aplicó sucesivos ajustes fiscales, con el objetivo de reducir el abultado déficit. El mismo se vio incrementado debido a la caída de la recaudación, efecto de la recesión económica. Además de reducir devoluciones de impuestos a las exportaciones, no ajustar salarios públicos y jubilaciones por la creciente inflación, el gobierno incrementó el Impuesto a las Retribuciones Personales (IRP). Más adelante, se otorgó al Poder Ejecutivo la facultad, a través de la Ley de Rendición de Cuentas, para prorrogar más allá del 1º de enero de 2004 los aumentos del IRP, que en principio quedarían sin efecto en esa fecha.

Desde 2003 la economía uruguaya retomó el crecimiento, y si bien fue moderado al principio, alcanzó tasas elevadas en los años siguientes, completando un período de doce años de crecimiento ininterrumpido, con una tasa de crecimiento acumulativa anual de 5%. Este sustancial y prolongado crecimiento permitió introducir políticas sociales que buscaban atender problemas sociales urgentes, así como el fortalecimiento de áreas clave como la educación, la salud y la seguridad. Asimismo, se instrumentaron reformas estructurales en el ámbito fiscal y en la salud cuyo impacto se extiende más allá del período de análisis.

El mercado de trabajo, que en su peor momento llegó a registrar una tasa de desempleo de 20,4% en setiembre de 2002, se recuperó notablemente en los años siguientes de expansión económica. El crecimiento de la tasa de empleo en esos años evidencia un incremento significativo del número de ocupados por encima del aumento del número de activos, lo cual provocó una constante caída del desempleo, cuya tasa se ubicó en su mínimo histórico de 5,7% en diciembre de 2012.<sup>18</sup> A partir de 2005 al aumento del empleo se sumó la recuperación del salario real, que acumuló un crecimiento de 54% entre 2005 y 2015, por lo que el salario recuperó el poder de compra perdido en la crisis y a diciembre de 2015 se encontraba 18,3% por encima del máximo nivel alcanzado previo a la crisis. Estas mejoras del mercado de trabajo se dieron en el marco de la reinstalación de los Consejos de Salarios a partir de 2005, cuando también se establecieron una serie de políticas sociales, primero de emergencia y luego de más largo plazo, para atender los problemas de pobreza más estructurales.



El crecimiento económico, conjuntamente con las políticas vinculadas al mercado de trabajo, las reformas estructurales y las políticas sociales, resultaron en una importante mejora en la calidad de vida de los uruguayos. Mejoró la calidad de las ocupaciones, descendió la pobreza y la indigencia, disminuyó la desigualdad, y Uruguay mostró un mejor desempeño en la mayoría de los indicadores internacionales de competitividad, transparencia, calidad de vida, etc. (Cuadros 1 y 2).

<sup>18</sup>Se trata de tasas de desempleo referidas al paísurbano de localidades de más de 5.000 habitantes.

**CUADRO 1**  
**INCIDENCIA DE LA POBREZA EN URUGUAY**  
**Hogares en % del total**

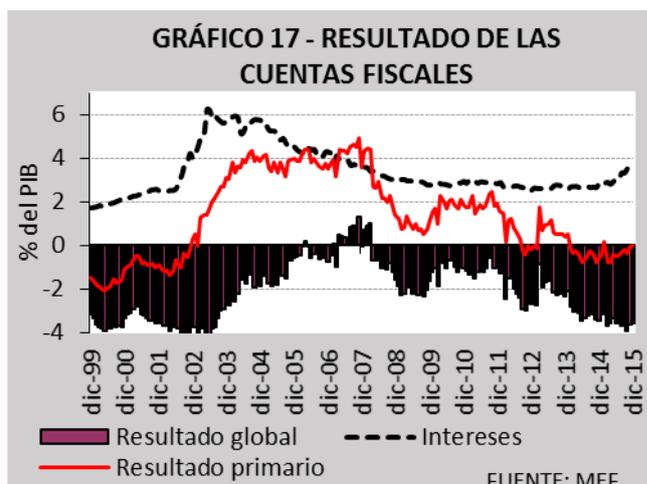
	Total país	Total país (5.000 y más hab.)	Montevideo	Interior		
				Localidades de más de 5.000 hab.	Localidades de menos de 5.000 hab.	Zona rural
2002	-	22,1	21,3	22,9	-	-
2003	-	29,4	28,6	30,3	-	-
2004	-	29,9	28,9	31	-	-
2005	-	27,1	27,6	26,6	-	-
2006	24,2	24,2	24,5	23,9	32,6	16,0
2007	21,2	21,5	22,0	21,0	27,4	11,8
2008	17,4	17,5	19,0	16,1	23,7	8,5
2009	14,7	15,1	17,1	13,1	18,4	6,4
2010	12,6	12,6	14,6	10,8	16,4	4,6
2011	9,5	9,8	11,6	8,1	11,9	4,6
2012	8,4	8,9	11,3	6,7	7,0	2,9
2013	7,8	8,0	10,4	5,7	8,5	2,4
2014	6,4	6,7	8,5	4,9	6,4	2,2
2015	6,4	6,8	8,7	5,0	5,6	2,0

FUENTE: INE

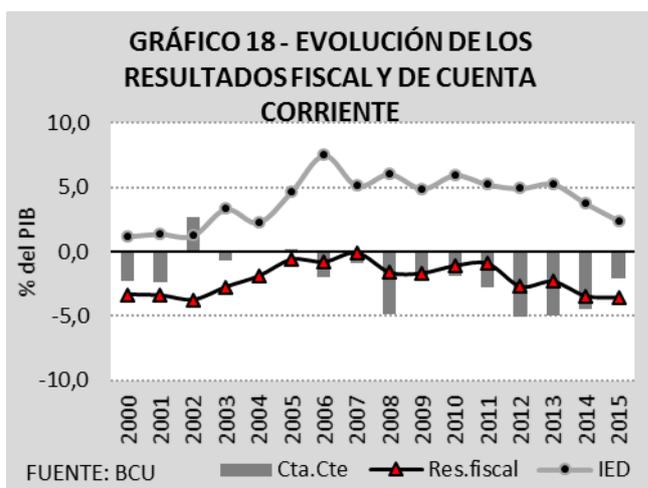
**CUADRO 2**  
**ÍNDICE DE GINI**

	Total país	Total país (5.000 y más hab.)	Montevideo	Interior		
				Localidades de más de 5.000 hab.	Localidades de menos de 5.000 hab.	Zona rural
2006	0,455	0,457	0,455	0,422	0,386	0,414
2007	0,456	0,460	0,462	0,420	0,381	0,395
2008	0,439	0,441	0,445	0,406	0,377	0,383
2009	0,438	0,441	0,443	0,413	0,359	0,383
2010	0,425	0,427	0,433	0,392	0,353	0,382
2011	0,403	0,406	0,409	0,370	0,319	0,356
2012	0,379	0,381	0,385	0,355	0,355	0,326
2013	0,384	0,388	0,398	0,355	0,329	0,322
2014	0,381	0,385	0,394	0,356	0,331	0,312
2015	0,386	0,391	0,397	0,362	0,345	0,321

FUENTE: INE



en los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009 como consecuencia de la crisis internacional. Pero a partir de 2012 se observa un fuerte deterioro del resultado primario, fundamentalmente debido al magro desempeño de las empresas públicas y los crecientes egresos derivados de los diversos planes sociales, ante un escenario de crecimiento económico menos dinámico (Gráfico 17). En los últimos años del período de análisis, si bien el resultado primario deja de empeorar, el peso de los intereses comienza a subir, impulsado por el incremento del dólar a partir de mediados de 2013. Dado que aproximadamente la mitad de la deuda pública está nominada en esta moneda, su incremento genera un sobre costo para el fisco.



Por su parte, la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, que se había equilibrado en 2003 y 2004, tras haber sido superavitaria en 2002 por la caída de las importaciones, se volvió deficitaria a partir de 2005. Este déficit reflejó el fuerte ingreso de Inversión Extranjera Directa (IED), y el financiamiento del déficit tanto del sector privado como del sector público, mostrando una evolución paralela de los llamados “déficits gemelos”, como puede observarse en el Gráfico 18.

## 5. Reflexiones finales

La economía uruguaya en los últimos treinta años pasó por diversas etapas. Luego de la recuperación democrática se vivió un primer período de crecimiento, impulsado por la situación internacional favorable, pero en los últimos años de la década de los 80, los problemas de bajo crecimiento y alta inflación volvieron. Los 90 representaron un giro liberal en la política económica, con la flexibilización del mercado laboral, al tiempo que se aplicó un plan de estabilización de ancla cambiaria, que logró luego de varias décadas llevar la inflación a un dígito. Sin embargo, la política aplicada tuvo fuertes consecuencias en cuanto a la

desindustrialización de la economía, el incremento de la dependencia regional y el deterioro de los indicadores sociales. Todo desembocó en una nueva crisis que hizo eclosión en 2002, pero que comenzó a gestarse en 1999.

En los años 2000 la economía uruguaya pasó de atravesar una de las mayores crisis económicas de su historia a registrar una década de crecimiento ininterrumpido, con tasas que superaron ampliamente la media histórica. Los factores externos sin duda contribuyeron a explicar tanto una como otra situación. Pero los cambios generados por las políticas económicas posteriores a la crisis, junto con las reformas implementadas a partir de 2005, implicaron fuertes transformaciones de la economía uruguaya.

La crisis de 2002 encontró a Uruguay con una economía que acababa de estabilizar sus precios internos, pero se mantenía fuertemente vulnerable a los shocks externos, y con una alta dependencia de la región tanto en lo comercial como en lo financiero, a lo que se sumaba un régimen de tipo de cambio fijo que le otorgaba poca flexibilidad a la economía y obligaba a que los ajustes se procesaran más bruscamente. A su vez, los elevados niveles de endeudamiento en moneda extranjera –a nivel de gobierno y del sector privado– magnificaron los problemas generados por el ajuste del tipo de cambio. La crisis evidenció carencias en la regulación del sistema financiero y la falta de instrumentos para proteger a los pequeños ahorristas.

La devaluación de Brasil en enero de 1999 y la detonación de la crisis en Argentina en diciembre de 2001 hicieron que las exportaciones de bienes y servicios se vieran perjudicadas por problemas de competitividad, por trabas no arancelarias y por los desempeños cada vez más negativos de las economías regionales más relevantes para Uruguay. Asimismo, los problemas del sistema bancario argentino repercutieron en el uruguayo, lo que derivó en la suspensión y posterior liquidación de cuatro bancos y una cooperativa de intermediación financiera. Las expectativas de productores y consumidores locales se vieron fuertemente deterioradas, lo que contribuyó a generar un contexto macroeconómico incierto e inestable, que desencadenó una corrida bancaria, la pérdida de activos de reserva y finalmente el abandono del régimen de tipo de cambio fijo con bandas de flotación para adoptar un régimen de tipo de cambio flexible. Las finanzas públicas se debilitaron ante el desplome de los niveles de actividad y el Estado enfrentó crecientes dificultades para acceder al crédito externo, y se vio obligado a realizar un ajuste fiscal forzoso. Como resultado, entre 1999 y 2002 la economía cayó 15%, alcanzó un nivel de deuda pública que superó el 100% del PIB, el desempleo marcó tasas de 20% y la pobreza alcanzó al 31% de la población.

A partir de ese momento la economía uruguaya pasó de atravesar una de las mayores crisis económicas de su historia a una década de crecimiento ininterrumpido con tasas que superaron ampliamente la media histórica. Los factores externos sin duda contribuyeron a explicar tanto una como otra situación. Pero, los cambios generados por las políticas económicas posteriores a la crisis, conjuntamente con las reformas implementadas a partir de 2005 implicaron fuertes transformaciones de la economía uruguaya.

La salida de la crisis fue posibilitada por un adecuado manejo de la deuda que evitó que Uruguay entrara en cesación de pagos, pese a que en algunos momentos esta era la opción recomendada por el FMI. Además, a diferencia de los años previos, a partir de 2003 el contexto regional e internacional se revirtió, generando influencias sumamente favorables, lo que contribuyó a poner fin a la recesión económica que padeció el país entre 1999 y 2002. Tras la implementación de las reformas del sistema bancario y financiero, se logró reinstaurar la estabilidad del sector, aunque con un sistema bancario más pequeño y más concentrado. Ello, junto con una mayor estabilidad macroeconómica, la disminución de riesgo país y la mejora de la competitividad constituyeron la base para el inicio de un nuevo período de crecimiento.

Durante gran parte de este período, a nivel internacional se verificó una disparidad en los ritmos de crecimiento de los países, con los desarrollados creciendo a un ritmo mucho menor al de los países emergentes, aunque esta brecha fue disminuyendo en los últimos años del período, en la medida que se redujo el dinamismo de estos últimos. La expansión estuvo apoyada en el fuerte dinamismo de los países como China e India, cuyo crecimiento impulsó una mayor demanda de productos primarios que impulsó el alza en los precios de las commodities exportadas por Uruguay. A su vez, durante este período se vivió una situación financiera internacional favorable con importantes flujos de capital hacia los mercados emergentes, tanto en forma de inversión extranjera directa como en actividades especulativas, estimulados por las bajas tasas de interés reinantes consecuencia de la política monetaria expansiva aplicada en los países desarrollados. Además, la mejora de las economías vecinas, y el alza de los precios impulsaron el incremento de la demanda externa, mientras se recuperaba la deprimida demanda interna consecuencia de los altos niveles de desempleo y la caída de los salarios y pasividades reales.

Así, entre 2003 y 2015 la economía uruguaya transitó por un ciclo expansivo, que se vio enlentecido en 2008 y 2009 por la irrupción de la crisis de las hipotecas en Estados Unidos, cuando se contrajo la actividad económica mundial. En este contexto el gobierno que asumió en 2005 se propuso atender la emergencia social e implementar un ambicioso programa de reformas estructurales, además de realizar un manejo de las finanzas públicas que encauzara los niveles de endeudamiento hacia una trayectoria sostenible en el largo plazo.

A través del manejo prudente del gasto, la reestructuración de la deuda pública, el crecimiento de la economía por encima de los niveles previstos y una mayor eficiencia de los organismos recaudadores el gobierno logró mantener el déficit fiscal por debajo de 2% a lo largo de 2004-2011. Sin embargo, la capacidad de maniobra de las finanzas públicas y el manejo del gasto discrecional se redujeron a partir de allí, debido a la profundización de las reformas estructurales implementadas (Sistema Integrado de Salud, Plan de Equidad, y reforma de la Seguridad Social), que significaron un aumento de los gastos “permanentes” del sector público. Las consecuencias fiscales de este aumento se fueron haciendo más evidentes a medida que estas reformas se fueron consolidando y abarcando a mayores grupos de población, con lo que el déficit fiscal se fue deteriorando paulatinamente. A ello se sumó el peor resultado de las Empresas Públicas, motivado fundamentalmente por el fuerte incremento de las inversiones. Este deterioro de las cuentas públicas dejó menores márgenes de maniobra para enfrentar escenarios más adversos y eventualmente implementar políticas contra-cíclicas.

Por otra parte, la política monetaria – cambiaria se encaminó hacia un régimen de objetivos de inflación, con tipo de cambio flexible. Aunque la inflación se mantuvo por debajo del 10%, sólo en pocas ocasiones logró ubicarse dentro del rango meta, establecido por el Banco Central. Ello evidencia la existencia de presiones inflacionarias persistentes, explicadas tanto por factores de oferta (elevados precios de importación, problemas climáticos, etc.) y fundamentalmente de demanda, con la economía creciendo por encima de su PIB potencial.

En materia financiera, la evolución favorable de la economía se vio acompañada por una tendencia decreciente del riesgo país, lo que favoreció la entrada de capitales, aunque recién a principios de 2013 se recuperó el grado inversor. Sin embargo, se mantuvo el bajo peso de los depósitos de no residentes en relación a los niveles previos a la crisis y la dolarización tanto de los depósitos como del crédito mostró una tendencia decreciente. Ello redujo las vulnerabilidades del sistema financiero y de la economía que le permitieron sobrellevar en 2008-2009 la crisis sufrida por la economía internacional.

El crecimiento de la actividad económica fue acompañado por un muy buen desempeño del mercado de trabajo. El salario real resultó 51% superior en el promedio de 2014 con respecto

al de 2004 y 18% respecto al de 1998, favorecido por el éxito de las rondas de los Consejos de Salarios, así como por el aumento de la formalización y del salario mínimo nacional. Otros indicadores que evidencian la evolución positiva del mercado de trabajo en esos años fueron las tasas de empleo y de actividad, las cuales crecieron acompañadas por un importante descenso de la tasa de desempleo, que alcanzó niveles históricamente bajos. Además, con el aumento de la demanda de trabajo se logró beneficiar a grupos de activos más vulnerables (mujeres y jóvenes) y mejorar la calidad del empleo. Las mejoras en el mercado de trabajo, junto con las políticas sociales implementadas, lograron reducir significativamente los indicadores de pobreza e indigencia y, en menor medida, los de desigualdad. A su vez, impulsaron la demanda interna, motor del crecimiento de los últimos años.

Uno de los aspectos que distinguió este período, fue el crecimiento del peso de la inversión en el PIB. Este crecimiento estuvo impulsado en gran medida por el aumento de la inversión extranjera directa. Parte de esta inversión se dirigió a nuevos sectores de producción y tuvo por efecto modificar la matriz productiva (aparecieron las plantas de celulosa y las plantaciones de soja en gran escala) que también se reflejó en las exportaciones. Sin embargo, se mantuvo la concentración de las mismas en productos de origen primario. No obstante, uno de los logros del período en materia de comercio exterior ha sido la diversificación de mercados con menor exposición a la región.

En una primera instancia el crecimiento del PIB fue facilitado por el aprovechamiento de la capacidad ociosa que había dejado la crisis. No obstante, a lo largo del período se registró un incremento de la productividad total de factores, que permitió expandir el PIB potencial de la economía uruguaya. Sin embargo, en los últimos años el crecimiento se desaceleró alcanzando tasas de crecimiento tendientes a la media histórica. Retomar mayores tasas de crecimiento requerirá de mayores inversiones a nivel de capital físico y capital humano, por lo que mejorar las condiciones de la infraestructura y la calificación de los trabajadores, actuales y futuros, y constituyen los principales desafíos para expandir así el PIB y alcanzar un desarrollo sostenible.

En suma, en los treinta años analizados Uruguay recuperó su economía luego de la dictadura, estabilizó los precios y liberalizó la economía en los 90. Luego de atravesar una de las mayores crisis económicas de su historia en 2002, logró aprovechar un escenario internacional favorable para realizar reformas estructurales de significación y mejorar sus indicadores sociales. En el proceso parece haber logrado una mayor independencia de la región, obteniendo buenos resultados aun en años en que los países vecinos atravesaron desequilibrios macroeconómicos y estancamiento de sus economías. No obstante, los años venideros demostrarán si este “desacople” es posible.

---

## 6. Bibliografía

---

- Antía, F. (2001). La economía uruguaya en 1985-2000: Políticas económicas, resultados y desafíos. Instituto de Economía, Series documentos de trabajo, D.T. 4/01. Montevideo.
- Calvo, G. (1998). Understanding the Russian virus, with special reference to Latin America. Universidad de Maryland.
- Carsten, T.E. y Gándara, G. (1990). El Plan Brady y la negociación de la deuda mexicana. Comercio Exterior, vol. 40, núm. 4, México, abril de 1990, pp. 303-308.
- Ffrench-Davies, R. (1997). El efecto tequila, sus orígenes y su alcance contagioso. Desarrollo Económico, Vol. 37, No. 146 (Jul.- Sep., 1997), pp. 195-214.
- Frenkel, R. (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. Revista de la CEPAL N° 96, diciembre 2008, pp. 189-199.
- Instituto de Economía (1992-2012). Informe de Coyuntura. Varios números. Facultad de C. Económicas y Administración, Universidad de la República.
- Instituto de Economía (2001). El Uruguay del siglo XX. Tomo I: La economía. Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Lanzilotta, B., Llambí, C. y Mordecki, G. (2003). La influencia regional sobre la economía uruguaya – Un análisis de los últimos veinte años. Series documentos de trabajo del Instituto de Economía, D.T. 1/03.
- Macadar, L. (1992). Restauración democrática y política económica. Uruguay 1985-1989. Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Mordecki, G. (coord.) (2015). Crisis, recuperación y auge: 15 años de política económica en Uruguay (2000-2014). Montevideo, Instituto de Economía, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración, Universidad de la República.
- Masoller, A. (1998). Shocks regionales y el comportamiento de la economía uruguaya entre 1974 y 1997. Revista de Economía del Banco Central del Uruguay, Segunda Época Vol. V N° 1, pp. 141-214.
- Mundell, R. A. (1962). The appropriate use of monetary and fiscal policy under fixed exchange rates. IMF Staff Papers 9.1: 70-79.
- Notaro, J. (1984). La política económica en el Uruguay, 1968-1984. CIEDUR, Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Porto, L. (2002). Uruguay 2002: Para entender la crisis bancaria. Ediciones de la Banda Oriental, Montevideo.
- Verick, S. e Islam, I. (2010). The Great Recession of 2008-2009: causes, consequences and policy responses. IZA Discussion papers, IZA DP No. 4934.

- Voelker, J. (2004). Shocks regionales, dependencia comercial y desempeño sectorial de la economía uruguaya. *Revista de Economía del Banco Central del Uruguay, Segunda Época* Vol. XI N° 1, pp. 281-334.
- Weisbrot M. y Sandoval, L. (2007). *La recuperación económica argentina Políticas y resultados*. Center for Economic and Policy Research, CEPR, octubre 2007, Washington DC.
- Williamson, J. (1990). What Washington Means by Policy Reform. Capítulo 2 de *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Editado por John Williamson.
- Williamson, J. (2003). The Washington Consensus and Beyond. *Economic and Political Weekly*, Vol. 38, No. 15, pp. 1475-1481.

**INSTITUTO DE ECONOMÍA**

---

**Serie Documentos de Trabajo**

Agosto, 2017  
DT 08/2017



**Instituto de Economía**

Facultad de Ciencias Económicas y de Administración  
Universidad de la República - Uruguay

© 2011 iecon.ccee.edu.uy | instituto@iecon.ccee.edu.uy | Tel: +598 24000466 | +598 24001369 | +598 24004417 | Fax: +598 24089586 | Joaquín Requena 1375 | C.P. 11200 | Montevideo - Uruguay