

Uruguay 2002: contagio, crisis bancaria y perspectivas¹

Fernando Antía *

La economía uruguaya atraviesa por una profunda crisis que afecta a la sociedad, principalmente a través de su impacto en el empleo, la emigración y los ingresos reales de los hogares. Este proceso se agudizó ya en los primeros meses del año, cuando los efectos de la acentuación de la crisis argentina golpearon a la economía uruguaya, debilitada desde los puntos de vista productivo, fiscal y financiero como resultado de los tres años de recesión que le había tocado vivir. El estallido de la crisis argentina a fines del año pasado, afectó a la economía uruguaya a través de su efecto sobre las exportaciones de bienes y servicios y las expectativas de los agentes económicos, pero principalmente lo hizo a través de su impacto sobre el sistema bancario.

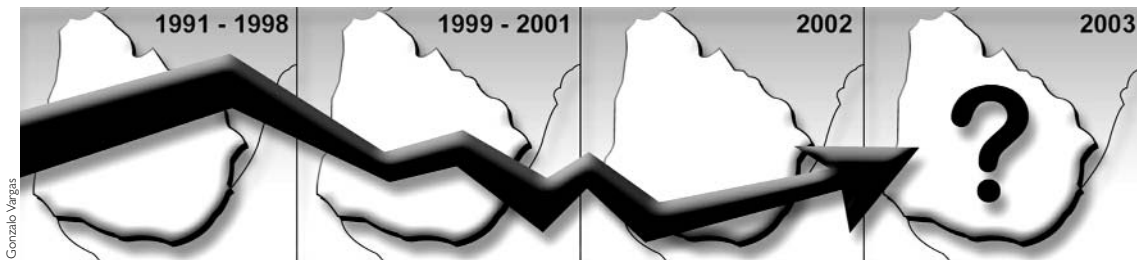
El persistente retiro de depósitos bancarios de los argentinos, verificado desde febrero, erosionó la liquidez de los bancos de plaza y la posición de las reservas internacionales del Banco Central de Uruguay -BCU-. La corrida se extendió luego a los depósitos de residentes y afectó cada vez más a los bancos públicos. El país perdió la calificación *investment grade* y el riesgo-país creció vertiginosamente. Ante la pérdida de las reservas internacionales, el 20 de junio pasado el gobierno abandonó la política de estabilización de “ancla cambiaria” que aplicaba desde diciembre de 1990. La pronunciada devaluación del pe-

so que se verificó en los meses siguientes, impulsó la inflación, agudizó la recesión, golpeó a los deudores en dólares y afectó la situación patrimonial de los bancos acreedores. Todo ello aceleró aún más la corrida bancaria y la pérdida de reservas internacionales.

En estas condiciones, el gobierno dispuso un feriado bancario que se extendió desde el 30 de julio hasta el 2 de agosto. Mientras ello sucedía, se conseguía un nuevo acuerdo *stand-by* con el FMI y se definía una nueva estrategia para enfrentar la crisis bancaria, ésta contó con los apoyos del Departamento del Tesoro de Estados Unidos y del FMI. En el marco de ese nuevo acuerdo, el gobierno obtuvo un cuantioso financiamiento que permitió la reapertura del sistema bancario. En la actualidad, si bien la corrida parece haberse detenido, las perspectivas económicas del país se ven afectadas por las secuelas de la crisis bancaria, por el elevado endeudamiento estatal, por la fuerte dependencia de los organismos financieros internacionales y por la incertidumbre existente respecto al desempeño económico de los países vecinos.

¹ Este artículo se apoya en los Informes periódicos de Coyuntura del Instituto de Economía. Se consideró la información disponible hasta el 15 de noviembre de 2002.

* Economista, coordinador del Área de Coyuntura del Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la Universidad de la República y profesor agregado de Economía Monetaria en esa Facultad.



Genzalo Vargas

A continuación, se presta atención a la evolución de la economía uruguaya en la última década, se repasa en las condiciones que llevaron a la agudización de la crisis en 2002 y se discuten las perspectivas de corto plazo. El artículo se organiza en seis apartados: en el primero, se revisan las principales tendencias de la economía uruguaya en los 90; en el segundo, se analizan los factores que llevaron a la agudización de la crisis económico-financiera en los primeros meses del año en curso; en el tercero, se presta atención a la crisis bancaria de 2002; en el cuarto, se hace referencia al apoyo otorgado al gobierno uruguayo por Estados Unidos y el FMI para superar la crisis, y se reflexiona respecto al alcance de este aparente giro; en el quinto, se presentan las previsiones respecto a la evolución de la economía uruguaya al cabo de 2002. Finalmente, en el último apartado se analizan las perspectivas económicas para el 2003.

Principales tendencias de la economía uruguaya en la última década

En los años 90, pueden distinguirse dos etapas muy diferentes en lo que tiene que ver con el desempeño de la economía uruguaya. Una primera, de crecimiento, que se extendió entre 1991 y 1998 en la que el PIB se expandió casi ininterrumpidamente, y una segunda, a partir de 1999, en la que la economía se contrajo.

La fase de crecimiento (1991-1998)

En ese lapso, la economía uruguaya creció el 4,4% acumulativo anual (a.a.) y la inflación

se redujo marcadamente. El crecimiento de la economía se vio impulsado por la expansión de la demanda interna y por el incremento de las exportaciones de bienes y servicios a los países vecinos. Los puntos débiles de este crecimiento fueron: la pérdida de competitividad extrarregional, resultante del encarecimiento en dólares de los precios de los bienes no transables, y la persistencia de una elevada tasa de desempleo (10% en 1998).

Las causas fuerza que impulsaron esta fase de crecimiento fueron:

- El fuerte ingreso de capitales del exterior (entre 1991 y 1998 se verificó una cuantiosa transferencia de recursos hacia América Latina y Uruguay).
- El crecimiento de las economías de la región, especialmente de Argentina (en ese lapso la economía argentina creció 5,5% a.a. y la brasileña 2,8% a.a.). Ese comportamiento de las economías vecinas fue influido en buena medida, por la aplicación de sendos planes de estabilización del ancla cambiaria.
- La apertura unilateral de las economías vecinas y la constitución del Mercosur, que dieron fuerte impulso al comercio intrarregional.
- La aplicación en Uruguay desde 1991, de un plan de estabilización de ancla cambiaria, que expandió el gasto interno a través de diversos mecanismos, entre los que sobresalen: la reducción de la inflación, el aumento del crédito, la mejora de las expectativas de los agentes económicos, el abaratamiento de los bienes importados y el efecto riqueza, resultante del aumento del valor de los activos.

La fase recesiva (1999-2001)

La economía uruguaya entró en una persistente y poco profunda recesión (el PIB se contrajo 7,1% en el trienio), las finanzas públicas se debilitaron y la *ratio* deuda pública/PIB creció pronunciadamente (véase cuadro final).

Las causas fuerza que determinaron la recesión fueron:

- Contracción del ingreso de capitales del exterior hacia América Latina. Ésta afectó negativamente a Uruguay a través de sus resultados en las economías vecinas, pues la economía uruguaya mantuvo un fluido acceso al financiamiento externo hasta 2001, inclusive.
- La marcada pérdida de competitividad bilateral con Brasil (en 1999 se verificó una maxidevaluación con muy baja inflación en ese país) y la lentitud en su ritmo de crecimiento que tomó la economía brasileña (creció sólo 6,8% en el trienio).
- Recesión y deflación en Argentina (la economía argentina cayó 8,1% en el trienio).
- El fortalecimiento del dólar frente al euro, que afectó negativamente la competitividad en Europa y contribuyó a la caída de los precios de las materias primas medidos en dólares.
- El deterioro de los términos del intercambio (por la caída de los precios internacionales de los productos agropecuarios y el aumento del precio del petróleo).
- La lentitud en el ritmo de crecimiento que tomara la economía mundial (en especial en el 2001).
- La sequía en la primavera / verano 1999/2000 y el exceso de lluvias en el 2001, con el consiguiente efecto negativo sobre el sector agropecuario.
- La epidemia de aftosa en abril de 2001, que afectó negativamente la producción y las exportaciones de carne vacuna.

La agudización de la crisis económico-financiera en el 2002

En los primeros meses del 2002 se agudizó la crisis de la economía uruguaya. Ello se puso en evidencia por la pérdida de la calificación *investment grade* (en febrero); en el pronunciado incremento de la prima de riesgo-país (pasó de 217 puntos básicos en diciembre de 2001 a 2.191 puntos básicos en octubre); en la caída vertical de la producción (el PIB del primer semestre cayó 7,8%); en el deterioro de las finanzas públicas (el déficit fiscal en los doce meses terminados en julio ascendió a 4,5% del PIB), y en una crisis de confianza que determinó una formidable corrida contra los depósitos bancarios.

Causas de la agudización de la crisis uruguaya

En Uruguay, la principal causa de la agudización de su proceso crítico radicó en la *profundización de la crisis argentina*, verificada a fines de 2001. La combinación en Argentina de dificultades políticas, *default* de la deuda externa, “corralito”,² pesificación asimétrica de depósitos y créditos bancarios, maxidevaluación y falta de apoyo del FMI, determinaron una pronunciada caída de la actividad



La principal causa de la agudización del proceso crítico de la economía uruguaya radicó en la profundización de la crisis argentina. La combinación en ese país de dificultades de distinta índole determinaron una pronunciada caída de la actividad económica, con el consiguiente deterioro de la situación social.

2 En el Río de la Plata se denominó “corralito” a la inmovilización de los depósitos bancarios que impuso el gobierno de De la Rúa en diciembre de 2001 y que en los primeros meses de 2002, fue renovada y ampliada por el gobierno de Duhalde.

económica, con el consiguiente deterioro de la situación social. En el primer semestre del año, el PIB argentino cayó casi en un 15% y se estimaba que en el 2002 lo hiciera en un 12%.³

Canales de transmisión de la crisis argentina:

- Canal comercial: dado el peso de Argentina en las exportaciones de bienes y servicios de Uruguay (casi 30% del total en 2001) y la significación del comercio de frontera, el impacto que tuvo la crisis argentina en la uruguay fue muy pronunciado. Las exportaciones de bienes a Argentina cayeron casi en un 70% en el primer semestre, las exportaciones turísticas a Argentina se redujeron a la mitad y el saldo del comercio de frontera se volvió fuertemente negativo.
- Canal de expectativas: los agentes económicos intuyeron que si a la economía argentina le iba mal, lo propio le iba a suceder a la economía uruguaya. Ello determinó una pronunciada contracción del gasto doméstico, que agudizó la recesión.
- Canal financiero: fue el canal de transmisión más gravitante y derivó en una crisis bancaria de la entidad.

La crisis bancaria de 2002

En los primeros nueve meses de 2002 se produjo una formidable fuga de capitales. Se retiraron más de 6.000 millones de dólares de los depósitos constituidos en el sistema bancario, casi 46% del total existente a fines de 2001. Los depósitos de no residentes cayeron en un 65% y los de residentes casi en un 30%.

3 Caídas similares de la actividad económica se registraron en Indonesia en 1997 (el PIB se contrajo 13,5%) y en Chile en 1982 (la caída del PIB fue 14,1%).

Causas

Análisis más detenidos de la crisis bancaria uruguaya del 2002⁴ sostienen que las principales causas de la corrida que condujeron a la crisis bancaria estuvieron dadas por:

- El efecto “contagio” de la crisis argentina (temor al “corralito” y caída de bancos argentinos radicados en el país).
- La elevada exposición del sistema bancario al “riesgo argentino” (concentración de pasivos y activos bancarios en Argentina).
- La debilidad y vulnerabilidad del sistema bancario (extendida dolarización de depósitos y créditos e ineficacia de la red de seguridad).
- Las fallas en la supervisión del BCU (supervisión global y supranacional insuficiente, incapacidad de detectar fraudes, errores en el otorgamiento de licencias bancarias).
- Las debilidades y errores de la conducción político-económica (falta de entendimiento nacional, debilidad de la coalición de gobierno y pérdida de credibilidad de las autoridades).
- El debilitamiento de los bancos estatales (por aumento de la morosidad y deterioro de las finanzas públicas).

La gestión de la crisis bancaria

- La estrategia inicial (desde febrero hasta mayo): consistió en mantener las ventanillas abiertas y pagar (salvo Banco Galicia-Uruguay, cuya actividad se suspendió en febrero), con la esperanza de que la corrida se detuviera. Se suponía que las medidas de ajuste fiscal adoptadas en febrero y mayo y el apoyo concedido por el FMI en marzo, cambiarían las expectativas. Pero no ocurrió así.

4 Fernando Antía, 2002, “La crisis bancaria de 2002 y las perspectivas de corto plazo de la economía uruguaya”: *Boletín Técnico N° 14*. Montevideo: Colegio de Contadores, Economistas y Administradores del Uruguay (setiembre), pp. 71-80

-
- Segunda estrategia (desde el 17 de junio hasta el 30 de julio): se estimó que la concreción de un nuevo acuerdo con el FMI (el segundo del año) y la creación del Fondo de Fortalecimiento del Sistema Bancario (FFSB), que habría de operar como un “hospital de bancos”, permitirían recuperar la confianza de los depositantes. La nueva estrategia tampoco logró torcer las expectativas. Las causas posibles para el desenlace de esta situación son: falta de credibilidad, fallas en la comunicación y la percepción de que los recursos del FFSB eran inciertos y podrían ser insuficientes.
 - Estrategia actual (entre el feriado bancario –30 de julio– y la actualidad): ante el debilitamiento tanto del sistema bancario como de las reservas internacionales del BCU, el gobierno decretó un feriado bancario para detener la corrida. En el transcurso de esta medida se obtuvo el apoyo del FMI como del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Ese apoyo se plasmó en un nuevo acuerdo *stand-by* (el tercero del año), en el incremento del financiamiento concedido por los organismos financieros internacionales y en la concesión de un “crédito puente” de 1.500 millones de dólares por parte del Tesoro de Estados Unidos. Esos recursos permitieron poner en marcha un Fondo de Estabilidad del Sistema Bancario (FESB), creado por ley, que otorgó respaldo a los depósitos transaccionales constituidos en los bancos públicos y en los bancos con problemas.
 - Los bancos en dificultades deberían ser liquidados o recapitalizados. El BCU dispuso la suspensión de actividades de cuatro bancos con problemas de liquidez.
 - El cese del apoyo oficial a los restantes bancos (de capital extranjero y cooperativas), que deberán obtener el respaldo integral de sus accionistas o cesar sus actividades.

En agosto, luego de la reapertura del sistema bancario bajo las nuevas reglas de juego, la salida de depósitos se volvió lenta (494 millones de dólares). En septiembre, la salida de depósitos fue mucho menor (50 millones de dólares) y en octubre se produjo un incremento de depósitos, por primera vez en el año (52 millones de dólares). Ello sugiere que se estaría superando la crisis de confianza que afectó al sistema bancario durante los primeros meses del año.

No obstante, cabe esperar que en un futuro próximo se verifique una profunda reestructura del sistema bancario, tendiente a adaptarlo al menor volumen de negocios postcrisis. En el marco de esa reestructura se verificará un proceso de achicamiento del sistema bancario, al cabo del cual casi seguramente habrán menos instituciones, menos sucursales y menos funcionarios bancarios. A su vez, habrá cierta afectación de la confianza en los bancos públicos (por la reprogramación de los depósitos) y una pronunciada iliquidez del conjunto del sistema bancario, con la consiguiente restricción crediticia.

Cambio de actitud del gobierno de los Estados Unidos y del FMI frente a la crisis regional

En los primeros días de agosto pasado parece haberse verificado un cambio en la actitud del gobierno republicano de Estados Unidos que, en una postura de abandono de su oposición anterior a los “rescates” del FMI, dio luz verde al “salvataje” del sistema financiero uruguayo y, asumió incluso, un papel protagónico al conceder un “crédito puente” para posi-

Los principales componentes de la estrategia actual son los siguientes:

- La reprogramación a tres años de los depósitos a plazo fijo en moneda extranjera en los bancos públicos (BROU y BHU).
- El cese de la asistencia a los bancos privados en dificultades (sólo se proveyó asistencia para cubrir las cuentas corrientes y las cajas de ahorro en los bancos públicos y en los privados con problemas de liquidez).

bilitar la reapertura de los bancos luego del feriado bancario.

Por otra parte, el financiamiento que proporcionaría el FMI a Uruguay en el período abril 2002- marzo 2004 sumaría 2.800 millones de dólares que equivalen a casi siete veces la cuota de Uruguay en ese organismo, en circunstancias en que

El cambio de actitud del gobierno de Estados Unidos y del FMI frente a Uruguay y Brasil es un elemento de importancia en el marco de la crisis de financiamiento que enfrenta la región. La verdadera magnitud y significación de ese (aparente) giro dependerán de que este cambio de actitud se extienda a la Argentina.



de acuerdo a la normativa del FMI, el financiamiento total que se otorga a un país miembro en el marco de un acuerdo plurianual, no debería superar en tres veces la cuota.⁵ Al sumarse al financiamiento del FMI, al que se comprometieron el Banco Mundial y el BID, el paquete global de asistencia financiera concedido a Uruguay asciende a 3.900 millones de dólares. Se ha señalado que el cuantioso financiamiento que otorgarían los organismos financieros multilaterales a Uruguay refleja un trato preferencial en relación con el dispensado a otros países miembros de esos organismos. Es posible que sin desmedro de otras posibles explicaciones, éste signifique un reconocimiento de que Uruguay sufrió intensamente el “efecto contagio” de la crisis argentina, cuya profundidad fue, en parte, consecuencia de la falta de apoyo financiero del FMI a ese país.

Pocos días después de la concreción del

acuerdo *stand-by* con Uruguay, el FMI hizo público un acuerdo con Brasil en cuyo marco otorgaría un cuantioso apoyo financiero a ese país entre setiembre de 2002 y 2003 (30.000 millones de dólares). La particularidad de esta operación radica en el hecho de que fue previamente “consensuada” con los cuatro candidatos que disputaron la presidencia en las elecciones que se realizaron en octubre. Ello tendió a reducir las incertidumbres económico-financieras propias de un proceso de transición política, en circunstancias en que éstas se manifestaban con especial virulencia ante el crecimiento de la candidatura de Luis Inácio Lula da Silva, que era visto con particular aprensión por ciertos agentes financieros que temían que un eventual gobierno izquierdista condujera al país al *default*.

El cambio de actitud del gobierno de Estados Unidos y del FMI en los episodios de Uruguay y Brasil constituye un elemento de importancia en el marco de la crisis de financiamiento que enfrenta la región. No obstante, la verdadera magnitud y significación de ese (aparente) giro dependerán de que este cambio de actitud se extienda a la Argentina. Como se sabe, en los últimos diez meses el FMI, institución en la que el gobierno de Estados Unidos ejerce una influencia decisiva, se ha negado a brindar asistencia financiera a ese país, ha argumentado que el gobierno argentino no ha formulado un “programa económico-financiero sustentable”. Algunos analistas han vinculado ese proceder al propósito del gobierno de Estados Unidos de imponer una especie de “sanción ejemplar” a los gobernantes argentinos que declararon el *default* de la deuda externa con acreedores privados y adoptaron otras decisiones que violaron los contratos financieros y afectaron los derechos de propiedad (corralito y pesificación asimétrica). Una mayor disposición para ayudar a Argentina por parte del gobierno de Estados Unidos y el FMI podría ser un elemento clave para la futura evolución de la economía vecina y, por ende, para la economía uruguaya y la región como un todo.

5 Importa señalar que si bien el financiamiento otorgado a Uruguay ha sido cuantioso, fue muy inferior al que se otorgó a Turquía, país que en febrero pasado firmó un acuerdo *stand-by* de tres años de duración por un monto de 13,5 veces su cuota en ese organismo.

Perspectivas de muy corto plazo (“cierre” de 2002)

No se esperan variantes de importancia en la economía internacional en lo queda de 2002. En el ámbito regional se estima que la economía argentina podría continuar mejorando levemente y que, superada la incertidumbre electoral y el “temor” a Lula, lo propio tenderá a ocurrir con las variables financieras brasileñas. Sin embargo, no se espera una recuperación de las exportaciones de bienes y servicios uruguayos hacia los países vecinos en lo inmediato.

Pese a la previsible dificultad para cumplir las metas fiscales establecidas con el FMI, se estima que el desvío respecto de lo programado no será muy grande y que el acuerdo del gobierno uruguayo con el FMI seguirá en pie. A su vez, se considera que pese a las dificultades, el gobierno no dejará de cumplir con los pagos de la deuda pública.

Evolución previsible de las principales variables al cabo de 2002

- Se registrará una fuerte caída de la actividad económica. La reducción del PIB se ubicaría casi en un 9%.
- La actividad de casi todos los sectores productivos caerá bruscamente. El único sector productivo cuya actividad crecería sería el agropecuario.
- La tasa de desempleo media anual crecerá y se ubicaría en casi 17%. El crecimiento del desempleo sería amortiguado por la reducción de la oferta de trabajo, que deriva del “efecto desaliento” y del aumento de la emigración.
- La cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzaría un superávit de aproximadamente 0,8% del PIB.
- La inflación (diciembre a diciembre) podría situarse en aproximadamente 30% y la devaluación en torno al 100%.
- El poder de compra de los salarios y las jubilaciones caería pronunciadamente (11%).

- El déficit fiscal consolidado alcanzaría aproximadamente, al 4% del PIB.
- La *ratio* deuda pública bruta/PIB aumentaría significativamente de 53% a fines de 2001 a casi 90% del PIB a fines de 2002. Ello se debería a la sensible caída del PIB en dólares resultante de la devaluación, pues la deuda pública en dólares crecería moderadamente.

Perspectivas para 2003

El desempeño de la economía internacional sería sólo algo mejor que el del año en curso. Sin embargo, pueden esperarse algunos efectos favorables de la economía internacional sobre la economía uruguaya: las tasas internacionales de interés descenderían, el dólar se depreciaría levemente frente al euro y se incrementarían los precios de las materias primas agropecuarias expresados en la moneda estadounidense. Por otra parte, existen expectativas por los resultados de las negociaciones en curso para la apertura de algunos mercados extrazona (Norteamérica, China y Unión Europea) a los productos uruguayos. Éstas resultan clave para sortear el creciente proteccionismo agrícola de las economías desarrolladas. Finalmente, existe preocupación por la posibilidad de que se desate una guerra en el Golfo Pérsico que empuje al alza el precio del petróleo, aunque no se prevé una recesión a escala mundial.

Se espera un mejor desempeño de las economías vecinas con respecto al muy negativo de 2002. Se supone que el crecimiento de la economía brasileña se acelere y pueda ubicarse entre 2% y 3%. La moneda brasileña se apreciaría moderadamente. Se considera que la economía argentina se recuperaría levemente en el 2003. El PIB argentino crecería entre 2% y 4%, según la evolución de las variables políticas y de la eventual mejora de la relación con el FMI; por su parte, el tipo de cambio real argentino (al menos) se reduciría ligeramente.

Principales indicadores económico-financieros de Uruguay (en %)					
	1999	2000	2001	2002(*)	2003(*)
PBI (variación anual)	-2.8	-1.4	-3.1	-9.0	-2.0
Importaciones (variación anual)	-5.8	0.1	-7.7	-26.0	-5.0
Demanda interna (variación anual)	-2.7	-3.2	-3.2	-14.5	-7.5
Inversión Bruta Interna (variación anual)	-9.8	-13.0	-7.7	-28.0	-10.0
Consumo total (variación anual)	-1.3	-1.4	-2.5	-12.5	-7.0
Exportaciones (variación anual)	-7.4	6.4	-8.8	-13.5	12.0
PBI (millones de U\$S)	20,914	20,085	18,661	13,000	12,000
IPC (variación dic-dic)	4.2	5.1	3.6	29.0	30.0
IPC (variación promedio)	5.7	4.8	4.5	14.4	31.4
Devaluación (variación dic-dic)	7.6	7.3	12.9	100.0	26.0
Devaluación (variación promedio)	8.3	6.8	10.0	60.4	55.3
Salario real (var. promedio anual)	1.5	-1.2	-0.3	-11.0	-17.0
Tasa de desempleo (promedio anual)	11.3	13.6	15.3	16.8	16.8
Balanza cuenta corriente (en % del PBI)	-2.5	-5.7	-2.5	0.8	4.0
Resultado fiscal consolidado (en % del PBI)	-4.0	-7.5	-5.8	-4.0	-2.3
Deuda neta del sector público (en % del PBI)	27.0	59.0	66.0	73.0	80.0
Deuda bruta del sector público (en % del PBI)	40.8	72.0	79.5	87.0	94.5

Supuestos acerca de la política económica

- Se supone que el gobierno conservará el respaldo parlamentario durante el 2003.
- Se considera que el acuerdo con el FMI continuará vigente y que el gobierno obtendrá los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones financieras.
- Se presume que tenderá a adoptarse un régimen cambiario de “flotación sucia”, para otorgar mayor estabilidad a la cotización cambiaria.
- La política de ajuste fiscal se apoyará en el incremento de la presión tributaria dispuesto en 2002 y en la previsible reducción del gasto público real, fundamentalmente a través de la licuación de salarios públicos y pasividades por la inflación.
- Se considera que lo más probable sea que

el gobierno logre reabrir los bancos suspendidos.

Evolución previsible de las principales variables en 2003

- El PIB medio anual se contraería aproximadamente en un 2% en 2003. No obstante, se prevé que comenzaría a recuperarse en el transcurso de la primera mitad del año próximo, impulsado por la expansión de las exportaciones y, en menor medida, por la sustitución de importaciones.
- La demanda interna caería significativamente en términos reales. El gasto público real se reduciría sensiblemente y el consumo privado volvería a contraerse marcadamente. Los únicos componentes dinámicos podrían ser la expansión de la inver-

-
- sión, estimulada por la concesión de obras públicas y, eventualmente, cierto incremento de la inversión en el sector productor de bienes transables.
- Las exportaciones de bienes aumentarían en términos reales. Los factores que las impulsarían serían el alza del tipo de cambio real, la mejora de los precios internacionales de varios productos de exportación y el incremento de la oferta agropecuaria.
 - Las exportaciones de servicios experimentarían una recuperación moderada en términos reales, luego de la pronunciada caída de 2002.
 - Se prevé un significativo superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que podría ascender a 4% del PIB.
 - Persistiría el elevado desempleo y volvería a reducirse significativamente el ingreso real de los hogares, particularmente el poder de compra de los perceptores de ingresos fijos. Se estima que el salario real se contraerá aproximadamente en un 17%.
 - La devaluación sería muy inferior a la registrada en 2002 y podría ubicarse en un 25% aproximadamente, mientras que la inflación podría ser similar a la del año en curso (30%). Sin embargo, los precios al consumidor expresados en dólares se reducirían apreciablemente, en promedio.
 - Se considera que el déficit fiscal podría superar levemente el establecido en el acuerdo con el FMI y ubicarse entre 2% y 2,5% del PIB.
 - La *ratio* deuda pública/PIB se ubicaría en 95%.

- La gradual recuperación de la confianza de los agentes residentes provocaría cierto aumento de los depósitos bancarios.
- El incremento de la captación bancaria permitiría alcanzar una leve recuperación del crédito bancario. No obstante, persistirían la restricción crediticia y el costo del crédito se mantendría en niveles elevados.

En resumen, de cumplirse la hipótesis de que en el 2003 no tenga lugar una recesión mundial, que continúe vigente el acuerdo con el FMI y que el gobierno mantenga el respaldo político interno, la actividad económica volvería a contraerse en un 2% en promedio aproximadamente, aunque la economía comenzaría a recuperarse lentamente durante la primera mitad del año. Sin embargo, persistiría el elevado desempleo y caería significativamente el ingreso real de los hogares. El desempeño del PIB podría verse afectado positiva o negativamente de acuerdo con la evolución de algunos factores clave; entre ellos destacan: la disposición de los organismos financieros multilaterales para continuar apoyando al país y, eventualmente, para incrementar el financiamiento concedido, la magnitud de la recuperación de las economías vecinas, el alcance de la apertura de los mercados extrarregionales y la disponibilidad de financiamiento para las actividades productivas. A mayor plazo, la mejora de la solvencia fiscal intertemporal y la consiguiente reducción de la elevada *ratio* deuda/PIB, dependerán del mantenimiento de una política de austeridad fiscal, por un lado, y, fundamentalmente, de la reanudación del crecimiento económico, por otro.