

Situación Uruguay

2024



El Un buen momento para afrontar las reformas necesarias

Adriana Haring / Juan Manuel Manias / Marcos Dal Bianco
Junio 2024

A nivel global, un aterrizaje muy suave que reduce el margen para recortes de las tasas de interés

El crecimiento global se moderará en los próximos trimestres y se recuperará en 2025. En EEUU, esperamos un crecimiento de 2,2% para 2024 y de 2,3% en 2025. En la Eurozona la recuperación cíclica ganará impulso y crecerá 0,7% este año y 1,6% en 2025. Por su parte China este año reducirá la expansión de la actividad hasta 4,6% desde 5,2% en 2023 a pesar de los crecientes estímulos y luego a 4,2% en 2025.

En este contexto, el BCE ha comenzado a reducir las tasas de interés. No obstante, la FED está esperando más de lo anticipado para iniciar su ciclo de flexibilización, ya que la actividad económica y el mercado de trabajo todavía dan signos de robustez, mientras que la inflación está mostrando resiliencia en el entorno de 3% anual (por encima de su target de 2%).

En el mapa de riesgos se destaca la inflación, porque si la actividad no pierde el dinamismo se pone en peligro la convergencia al 2%. Además, en el contexto geopolítico se podrían generar nuevos shocks de oferta que frenarían la moderación de la inflación. Estos factores reducirían el margen para la disminución de las tasas de interés.

Escenario político en Uruguay: no esperamos cambios sustanciales de política

A diferencia de otros países de la región, la polarización política en Uruguay es muy poca. El humor social actual no favorece un cambio político significativo pero pese a que la confianza en la economía y la buena evaluación del gobierno son altas, el presidente no es reelegible.

Por esto es que independientemente del resultado de las elecciones en octubre, y lo prematuro de las encuestas disponibles, nuestro escenario base incorpora el sostenimiento (y compromiso de cumplimiento) de la regla fiscal, la reforma del sistema previsional aunque con posibles ajustes menores y la continuidad de la política internacional.

A medida que avance el proceso electoral hay dos cuestiones de especial seguimiento. El primero es el referente a los liderazgos de los partidos políticos: todos los líderes actuales son nuevos y ninguno ha sido líder de su partido. El otro punto a monitorear es el plebiscito para la reforma del sistema de seguridad social, la probabilidad de que se apruebe es muy baja (aunque no nula) y a pesar que sería de alto impacto no está en el radar de los mercados

Con todo, la fuerte cultura política uruguaya da sólidos argumentos para apostar por su capacidad de mantener un equilibrio incluso ante desafíos significativos y resolverlos.

Actividad: a pesar de retomar el crecimiento en 2024 es evidente la necesidad de reformas para aumentar la expansión

La actividad económica ha estado virtualmente estancada en los últimos años y solo registró rebotes de relevancia tras sufrir previamente shocks fuertes, como los efectos devastadores de la pandemia en primer lugar y de la sequía más recientemente.

En 2023 el magro crecimiento de 0,4% obedeció a una serie de eventos que afectaron a diversos sectores. La severa sequía afectó tanto a la producción agropecuaria, donde el costo de la misma fue de unos USD 1.880 millones (3% del PIB) como a la generación hidroeléctrica, que obligó a recurrir a más generación térmica (más costosa y de menor valor agregado) y a mayores importaciones. Otro factor que ralentizó el crecimiento fue la parada técnica de la destilería de ANCAP para su mantenimiento.

Durante el primer trimestre de 2024 el desempeño económico estuvo algo por debajo de lo esperado. El PIB subió 0,6% interanual, si bien recupera el sector agropecuario y energía eléctrica, la industria siguió sin reaccionar lastrada aún por el cierre de la refinería de Ancap, al igual que la Construcción por la finalización de UPM2. Tampoco los rubros relacionados con el turismo mostraron mejoras relevantes.

Para lo que resta del año esperamos que la economía se siga dinamizando, tanto por la recuperación del agro y energía que deberían mostrar un 2T24 con crecimientos muy significativos al compararlos con el 2T 2023 que fue el más castigado. Para todo el año esperamos el rebote del nivel de actividad hasta 3,2% para todo 2023.

Desde el punto de vista de la demanda, esperamos una disminución en la inversión tras la finalización de las obras de UPM y FFCC, que estará más que compensada con el buen impulso de las exportaciones (soja, celulosa, carnes, entre ellas) mientras que el consumo privado debería impulsar el crecimiento motorizado por la recomposición de los ingresos.

Para 2025 estimamos que la actividad se expandirá 2,7%, por un repunte del consumo privado, aunque no deja de ser un registro por debajo del PIB potencial de Uruguay (2,8% según los últimos cálculos del MEF) lo que deja en claro la necesidad de reformas para conseguir crecer de manera sustentable.

A pesar de estos desvíos en las cifras parciales de 2024, los niveles de deuda pública se mantienen sostenibles, y el costo de la misma es bajo. De hecho, las agencias calificadoras mantienen la nota crediticia de Uruguay en un nivel por encima del mínimo del grado inversor y ha alcanzado recientemente el valor más bajo de riesgo soberano de su historia. Al cierre de 2023, la deuda pública bruta de Uruguay representa 69% del PIB, si bien continúa descendiendo desde 2020 todavía se encuentra en niveles superiores a los de pre pandemia.

La creación de empleo se estanca en 2024

Una mayor caída en la tasa de empleo que de la tasa de actividad ha determinado que la tasa de desempleo subiera durante los primeros meses de este 2024, llegando al 9% en el mes de abril. Hacia adelante vemos una leve mejora en los indicadores del mercado laboral respecto de las últimas cifras conocidas en la medida en que se dinamice el nivel de actividad y ello requiera más empleos. Apuntamos a una tasa de desempleo del 8,5% para

fin de 2024 mientras los salarios volverían a crecer en términos reales este año alrededor del 1,5%. inversiones de la empresa Obras Sanitarias del Estado. Por último, el aumento previsto en los salarios reales, tras tres años consecutivos de caída, revertirá la baja real del gasto en salarios y pasividades que se dio en 2022.

Se esperan mejores resultados en materia de comercio exterior

En 2023 Uruguay se enfrentó a una baja de la demanda externa (con China su principal socio comercial) y caídas en los precios de los commodities, situación que, sumado a la restricción de oferta que impuso la sequía, hizo que las exportaciones se retrajeran en un 13% respecto de 2022 y totalizaron USD 11.518 millones. Las importaciones de bienes, por su parte, tampoco mostraron un buen desempeño, cayendo un 3,8% en el año y alcanzando a los 10.614 millones, dando cuenta de la menor actividad y del fin de la obra de UPM2 que redujeron significativamente las importaciones de bienes de capital que fueron requeridas para su construcción.

Si bien para este año se espera la recuperación de la soja, uno de los principales productos de exportación, y el resto de los cultivos de verano (maíz, sorgo, girasol), 2024 marcará el hito que la celulosa por primera vez superará a la carne como el principal producto de exportación.

Para 2024 esperamos un crecimiento de las exportaciones en torno a 15% respecto de 2023 y una leve baja de las importaciones, principalmente las relacionadas con la energía una vez que se normalice la generación local. Para 2024 el crecimiento esperado de las exportaciones será menor ya que no tendremos un nuevo impulso similar al de celulosa una vez que UPM2 exporte a su máxima capacidad. Las importaciones seguirán creciendo levemente conforme el nivel de actividad así lo permita.

Vale subrayar el protagonismo que van ganando las exportaciones de servicios, que según informes de Uruguay XXI representaron 30% de las exportaciones totales de 2023. Dentro de los servicios tradicionales se destaca el turismo, que mostró una situación inédita en los últimos años pues el récord de turismo emisoro determinó una balanza deficitaria de unos USD 187 millones gracias a un tipo de cambio real bilateral muy favorable para Uruguay en particular por el devaluación en Argentina de dic23. Este resultado comenzó a revertirse durante el 1T24, con el "encarecimiento" de Argentina y esperamos que esta tendencia continúe durante el resto del año terminando por revertir el saldo negativo en turismo.

La cuenta corriente experimentará una mejora en 2024 con un déficit en torno a 2,1% del PIB (desde 3,6% en 2023) y una mejora adicional hasta -1,7% del PIB en 2025.

Nuevo cumplimiento de la institucionalidad fiscal en 2023, pero con algunas luces amarillas en 2024

Las autoridades anunciaron el cumplimiento de la regla fiscal durante 2023, a pesar de haber aumentado gastos y reducido impuestos, e hilvanó este logro por cuarto año consecutivo permitiendo que Uruguay obtenga una mejora en la calificación crediticia de su deuda soberana, la más alta en términos históricos y por encima del nivel requerido para el Grado Inversor.

En 2023 el resultado de la administración central fue de -3,3% del PIB; que, luego de corregir esta cifra por factores extraordinarios y considerando que el PIB estuvo afectado por la sequía (ubicándose por debajo del nivel potencial), el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) informó que el déficit estructural fue de 2,7% del PIB que

es precisamente la meta que tenía estipulada en la regla fiscal en la última rendición de cuentas para 2023. El gasto de la administración central cayó 0,4% en términos reales (el tope era de 2,1%) y el endeudamiento, fue de USD 2.424 millones, por debajo del nuevo límite considerando la ampliación de la cláusula de salvaguarda por la emergencia hídrica.

Para 2024, el MEF modificó la meta de resultado estructural pasando de un déficit de 2,6% del PIB que se establecía en la Rendición de Cuentas de 2022 hasta el actual déficit estructural de 2,9% del PIB justificando tal cambio por la menor inflación esperada respecto de aquel escenario y el impacto que esto tiene sobre la recaudación nominal. Además se estableció un límite al crecimiento del gasto primario real del 2,8% (nuevo PIB potencial, que hasta 2023 fue de 2,1%) y un tope de endeudamiento neto del Gobierno Central de USD 2.300 millones.

En los primeros meses del año se advierte un deterioro de las cuentas públicas tanto del gobierno central como en el consolidado. En abril, medido en últimos 12 meses, el Gobierno Central+BPS¹ registró un déficit de 3,5% del PIB (en diciembre de 2023 había sido de -3,2% del PIB) mientras que el gobierno consolidado registró un déficit de 4,2% del PIB, 5 décimas más que lo logrado al cierre de 2023. Aquí un punto que no debemos dejar de considerar y es que este año es particular ya que la “institucionalidad fiscal” se enfrenta por primera vez a un año electoral que como sabemos históricamente suele ser más expansivo en términos fiscales.

Además de revisar el resultado estructural para 2024, el gobierno modificó la previsión de déficit para el Gobierno Central + BPS desde 2,7% del PIB hasta 3%, argumentando menores niveles de inflación de los existentes al realizar las previsiones anteriores. Lo cierto es que una menor inflación juega en contra de la recaudación nominal pero también se podrían registrar aumentos del gasto en términos reales con Por el momento nuestras previsiones para el resultado global consolidado es que al cierre del año alcanzará un déficit de 3,6% (excl FSS²), esto es una mejora respecto de diciembre de 2 décimas, con mejoras para 2025. Estos resultados, si no se modifican los parámetros de la regla fiscal para este año en la próxima rendición de cuentas dificultará el cumplimiento de la regla fiscal para este año.

Inflación y política monetaria: los precios en el rango objetivo pero las expectativas todavía no validan la baja como sostenible

El compromiso de la autoridad monetaria en encauzar la inflación al centro del rango objetivo está empezando a mostrar resultados. Desde mediados de 2023 la inflación, medida en variaciones interanuales se ubicó dentro del rango objetivo, alcanzando un mínimo de 3,7% que hay que ir hasta agosto de 2005 para encontrar un registro menor. Esperamos una aceleración que dejará una inflación acumulada de 5,5% este año y 5% en 2025, logrando ubicarse en el rango meta de 3%/6%.

Las expectativas relevadas que se han mostrado sumamente rígidas en los últimos años, han comenzado a mostrar una incipiente convergencia hacia el centro del rango objetivo pero todavía se ubican en el techo de 6% para el horizonte relevante de política monetaria definido en 24 meses.

¹ Banco de Previsión Social

² Excluido el Fondo de Seguridad Social

En este escenario el BCU mantendrá la tónica contractiva, pero esperamos que se mantenga en pausa hasta el último trimestre del año para recién entonces retomar la senda de recortes y dejar la TPM en 8,25% a fin de este año.

Tipo de cambio, ¿cuánto de atraso y cuánto de fundamentos?

La estabilidad del peso sobresale entre las monedas de la región, en los últimos 12 meses registró la variación más baja respecto al dólar. Esta característica se mantendrá al menos durante este año a pesar que para la segunda parte del año esperamos una leve aceleración de la tasa de depreciación del peso que alcanzará un tipo de cambio de UYU/USD 40 a diciembre de 2024. Esta aceleración del tipo de cambio está guiada por una menor tasa de interés real positiva que se ubicará por debajo del promedio del primer semestre en la misma dirección empuja la postergación del inicio del recorte de la FED llevará.

Como hemos apuntado en ocasiones anteriores la fortaleza del peso tiene un componente desde la política monetaria al mantener un sustancial diferencial de la tasa de interés con las de referencia intencional en combinación con una política cambiaria de no intervención, más allá de episodios de elevada volatilidad. Pero también hay un componente, muy relevante, que está sostenido desde los fundamentos macroeconómicos, tal como los captura el Grado de Inversión y los niveles mínimos registrados por el riesgo país.

Conclusiones

La Esperamos que la economía uruguaya retome la senda del crecimiento en 2024 y 2025, con la recuperación del sector agrícola y del consumo privado a medida que se recuperan los salarios reales por una desaceleración de la inflación.

Nos encontramos en un año particular en el que votará gran parte de la población mundial. También se vota en Uruguay pero a diferencia de la mayoría de las otras geografías, cruzadas por fuertes polarizaciones, aquí no esperamos cambios sustanciales en el devenir político y económico del país por la fortaleza institucional, solidez macroeconómica y fundamentalmente la madurez política y de consenso de la sociedad uruguaya. Son justamente estas las condiciones que generan una gran oportunidad para encarar las reformas necesarias para aumentar la productividad y transitar un sendero de mayor crecimiento sustentable

Tabla 1. **URUGUAY: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**

	2021	2022	2023	2024p	2025p
PBI (% a/a)	5,6	4,7	0,4	3,2	2,7
Inflación (% a/a, fdp)	8,0	8,3	5,1	5,5	5,0
Inflación (% a/a, promedio)	7,7	9,1	5,9	5,1	4,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	44,3	38,9	39,3	40,0	42,2
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	43,6	41,2	38,8	39,1	41,2
Consumo Privado (% a/a)	3,2	5,7	3,6	2,5	2,9
Consumo Público (% a/a)	5,2	2,5	-0,2	-2,2	1,2
Inversión (% a/a)	19,3	5,7	-2,7	-19,2	3,0
Tasa de desempleo (% fin fdp)	7,0	7,9	7,8	8,5	8,2
Resultado Fiscal Global (% PIB)	-4,0	-3,4	-3,8	-3,6	-2,9
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,4	-3,9	-3,6	-2,1	-1,7

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Avenida Córdoba 111, piso 25 (C1054AAA) - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 / Fax: (+54) 11 4346 4416
www.bbvarresearch.com