

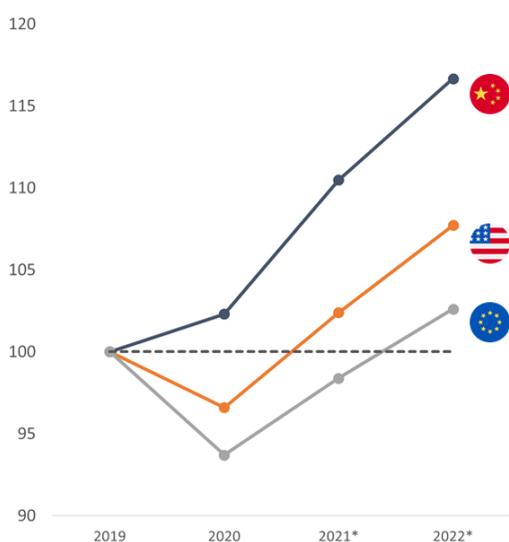
## Perspectivas para 2022 y los desafíos de la política económica

De cara al 2022, los mayores retos de la economía uruguaya radican en consolidar los motores de la recuperación en un contexto más desafiante que en 2021 así como en la necesidad de apuntalar un conjunto de reformas estructurales (en materia de inserción internacional, regulación laboral, seguridad social, desdolarización, entre otras) que permitan aumentar la tasa de crecimiento potencial de la economía. Ya no basta con crecer acumulando factores, sino combinándolos mejor. A continuación, destacamos algunas de los desafíos para el próximo año.

- **Un escenario externo para países emergentes algo menos benigno que hace algunos meses:**

Por un lado, se destaca que la economía global crecerá en 2022 en el entorno de 5% promedio anual, muy por encima del promedio histórico de los últimos años y con importantes empujes de los principales socios comerciales extra-región de Uruguay: China, Estados Unidos y Europa.

**PIB en niveles para las principales economías**  
(2019 = 100; promedios anuales)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (Proyecciones WEO Oct/21)

Lo anterior, es consistente con un escenario de alto dinamismo de la demanda externa y precios internacionales de las materias primas en niveles elevados, aunque algo menores a los registrados en 2021. En particular, se destaca las buenas perspectivas de precios para la carne y los lácteos dada las particularidades de dichos mercados, la gradual normalización de los precios de los granos y la firmeza del precio del petróleo en un contexto de mayor volatilidad.

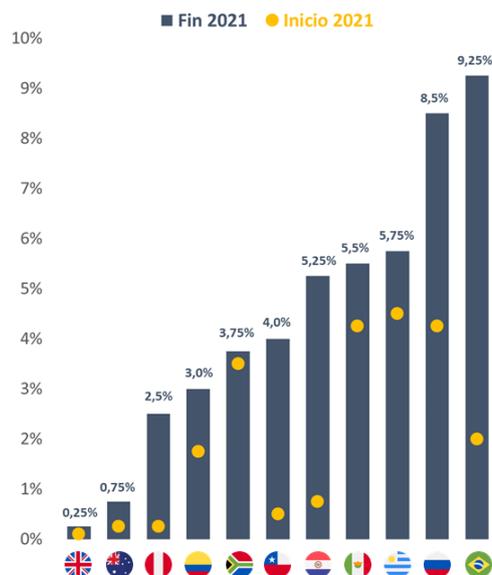
**Índice de Precios de Commodities**  
(100=2016)



Fuente: Fondo Monetario Internacional

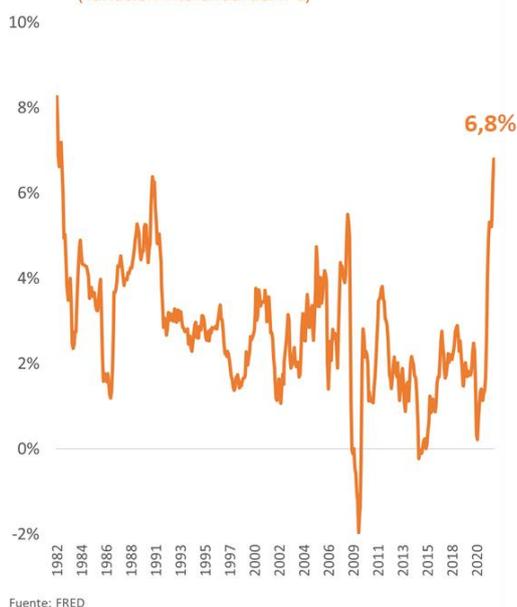
No obstante, el balance de riesgos de ha deteriorado. Al respecto, **se destaca la persistencia del fenómeno inflacionario en Estados Unidos y el resto del mundo desarrollado/emergente.** Dicho aumento de las presiones inflacionarias tiene origen en las imperantes restricciones de oferta y la escasez de inventarios, la generación de cuellos de botella a nivel logístico, el incremento de los precios de la energía y los combustibles, la firmeza de los precios de los alimentos y la alta liquidez de los hogares que se canaliza en un crecimiento a gran ritmo de la demanda, la cual no puede ser absorbida por la oferta.

**Tasa de política monetaria**  
(países desarrollados y emergentes seleccionados)



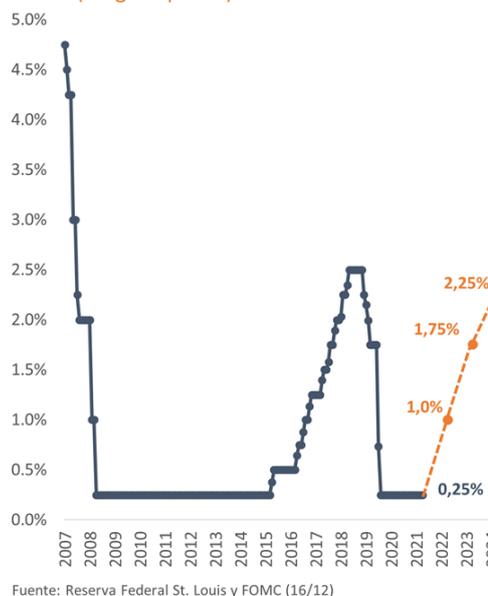
En particular, **la Reserva Federal de Estados Unidos prevé aumentar en tres oportunidades la tasa de interés en 2022 y acelerar el ritmo del “tapering”, consolidando condiciones de financiamiento menos laxas para las economías emergentes, así como un moderado fortalecimiento del dólar a nivel global.**

**Inflación en Estados Unidos**  
(variación interanual del IPC)



Dicho fenómeno inflacionario ha obligado a los bancos centrales a llevar adelante un proceso de normalización monetaria más rápido de lo previsto con incrementos en las tasas de política monetaria de referencia y retiro de estímulos no convencionales como los programas de inyección de liquidez.

**Tasa de Fondos Federales**  
(rango superior)



### Desempeño global de las monedas

(100=Ene-20; frecuencia semanal)



Fuente: Investing

No obstante, es importante notar que la paulatina reversión del actual escenario de alta liquidez tenderá a impactar con mayor fuerza en aquellos países con importantes desequilibrios macroeconómicos y/o con inestabilidad socio-política. Por dicho motivo, el cuidado de las finanzas públicas, la estabilización del ratio deuda-producto, la promoción de reglas de juego claras y creíbles para los inversores, así como la solidez político-institucional son condiciones más que necesarias para amortiguar dichos posibles impactos.

- **Región inestable: incertidumbre política y aterrizaje forzado en 2022**

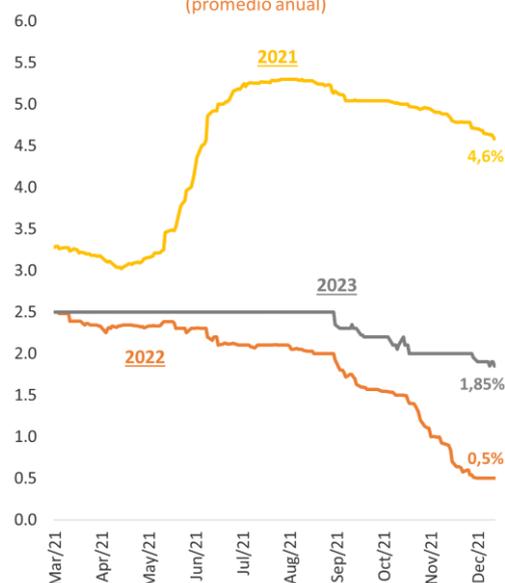
La situación regional también será otro de los desafíos a sortear para la economía uruguaya en 2022.

Por un lado, la economía brasileña (segundo socio comercial de Uruguay en materia de exportaciones de bienes y de turismo) tendrá un mediocre crecimiento en 2022 en el entorno de 0,5% promedio anual según la mediana de expectativas del mercado relevadas por el Banco Central de Brasil.

Dicha situación se sustentaría en la mayor restrictividad de la política monetaria para combatir la inflación y consecuentemente el endurecimiento de las condiciones financieras internas y las crecientes turbulencias en los mercados en un contexto de gran incertidumbre fiscal y política de cara a las elecciones presidenciales, la cual se prevé polarizada entre el retorno de Lula y la continuidad de Bolsonaro en el gobierno.

### Perspectivas de crecimiento del PIB

(promedio anual)



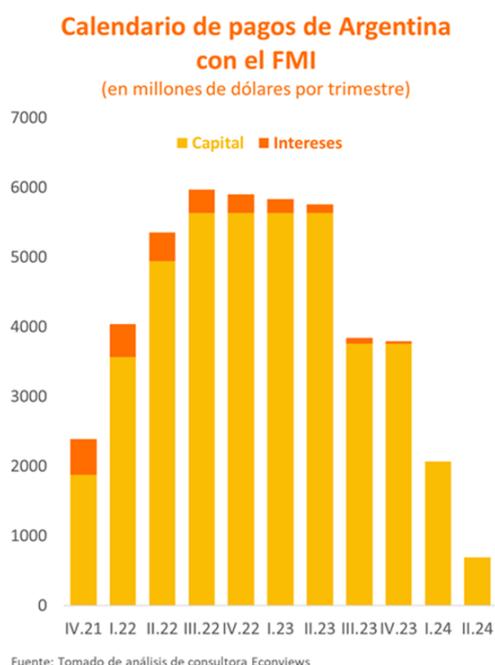
Fuente: Encuesta de Expectativas del Banco Central de Brasil

De hecho, en el balance de riesgos, hay mayores sesgos a la baja que al alza en las perspectivas de crecimiento, por lo que no es de descartar que la economía brasileña pueda sufrir una recesión el próximo año o ingresar en un escenario estanflacionario, de estancamiento económico y alta inflación que tensionaría aún más el espacio de actuación de la política económica.

Por otro lado, la economía argentina tendría un tímido crecimiento de 2,5% en 2022. Al respecto, gran parte de las perspectivas están ligadas a la posibilidad de un nuevo acuerdo con el Fondo

Monetario Internacional (FMI) a los efectos de cancelar el préstamo Stand By otorgado por el organismo en 2018 que suponen pagos por casi USD 20 mil millones de dólares.

Si bien los acuerdos con el organismo internacional no necesariamente deben tener aprobación parlamentaria, tanto gobierno como FMI pretenden que tenga amplio apoyo político. Por lo tanto, las negociaciones estarán muy marcadas por la economía política llevada adelante por el gobierno (ya sin mayorías en el Congreso) y la predisposición o no de la oposición para respaldar el plan económico.



Al respecto, podrían conjeturarse diversas hipótesis y escenarios, aunque la incertidumbre es elevada dada la fragmentación política y la complejidad de la situación económica.

Un **primer escenario** podría contemplar la posibilidad de un **acuerdo en el corto plazo**, aunque **con riesgos latentes de que no se cumplan las metas fijadas** para reducir los desequilibrios macroeconómicos. En este escenario será clave la articulación a la

interna de la propia coalición de gobierno, parte de la cual tendrá incentivos a desviarse (y radicalizarse) con miras en la instancia electoral de 2023.

Un **segundo escenario**, menos probable, resulta de un **acuerdo entre oficialismo y oposición para la puesta en marcha de un plan económico creíble y sostenible** que implique un ajuste fiscal y una aceleración del ritmo de devaluación del dólar (crawling peg) para reducir la brecha cambiar y fortalecer las reservas del BCRA.

Un **tercero escenario**, podría contemplar directamente la **posibilidad de un default** con el organismo en tanto no se llegue a un acuerdo o las negociaciones se prolonguen por todo el 2022. El mismo podría exacerbar la incertidumbre y generar mayores problemas en la posición de reservas del BCRA, con posibilidad de una devaluación más brusca y niveles de inflación más elevados.

En síntesis y como derivada en Uruguay, el **factor incertidumbre e ingresos de nuestros vecinos** será una de las limitantes para la llegada de turistas en la próxima temporada de verano, principalmente de **argentinos de ingreso medio**. No obstante, el efecto podría mitigarse en parte por **aquel turismo de más alto ingreso** alentado por retomar los viajes luego de muchos meses de restricciones y con la posibilidad de tener estadías más largas.

Por su parte, **las diferencias de precios relativos con nuestros vecinos** ayudan poco a las perspectivas del turismo, aunque en el contexto actual donde las decisiones de consumo no responden a la lógica estrictamente económica (hay factores

sanitarios) podrían pesar menos que en otras circunstancias.

En concreto, la diferencia de precios relativos con Brasil y Argentina es la más grande de los últimos 20 años, ubicándose en 42% y 54% respectivamente.



Esta situación merece destacar tres factores: i) parece comenzar a transformarse en un fenómeno más estructural que coyuntural (y por tanto impone con mayor urgencia la necesidad de avanzar en reformas micro que actúen sobre el nivel de precios) y, ii) es más bien un síntoma de que ellos se “abataron” mucho producto de la situación macroeconómica inestable de los últimos años que de Uruguay se “encareció” demasiado; iii) no parece razonable pedirle a la política monetaria que actúe subordinadamente para mitigar esas brechas cambiarias.

- **Los desafíos de la política económica en Uruguay en medio del debate de la LUC y la necesidad de apuntalar reformas**

A nivel interno, la economía uruguaya llega al 2022 transitando un sólido proceso de recuperación tras un segundo semestre de 2021 sin restricciones sanitarias y con un

alto nivel de inmunización ante el COVID-19.

En ese sentido, los motores de la recuperación han sido:

1. El gran momento que atraviesan las exportaciones de bienes (particularmente, agroindustriales), favorecidas por los altos niveles de precios, pero también por mayores volúmenes colocados.
2. El dinamismo de la inversión privada asociada a las obras de UPM 2 y su infraestructura conexas; así como al desarrollo de diversos proyectos de inversión promovidos en la órbita de la COMAP y la mejora del clima de negocios a nivel empresarial.
3. La paulatina recuperación del consumo privado en un contexto de retorno a los niveles de empleo prepandemia, mayor confianza de los consumidores y gran incidencia positiva del comercio y los servicios ya sin restricciones de oferta.

En este sentido, el mayor desafío de cara al 2022 es consolidar dicho proceso de recuperación en un contexto externo algo menos benigno, una región inestable y en medio del debate político por la LUC tal como comentábamos anteriormente.

En materia de política económica, la agenda de objetivos también podría ser objeto de tensiones.

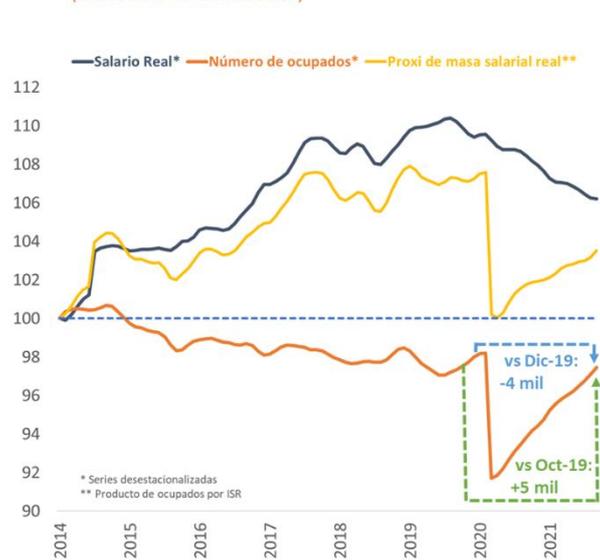
En primer lugar, el crecimiento de la actividad generó un impacto positivo en la generación de puestos de trabajo. En concreto, 2021 finalizará con niveles de empleo similares a los registrados a fines de 2019, aunque con indicadores de

calidad del empleo más deteriorados que en aquel entonces.

Por cada punto de crecimiento se habrían creado unos 10 mil puestos de trabajo en términos promedio anual, con lo cual para 2022 el objetivo de generar 30 mil empleos adicionales es una meta plausible, aunque ambiciosa dado el comienzo de un proceso de recuperación salarial y los desafíos estructurales que afronta el mercado laboral en Uruguay.

### Empleo, salario real y masa salarial

(índice 100 = enero de 2014)



Fuente: Elaboración propia en base a INE

### Población activa con problemas de empleo

(en miles, series desestacionalizadas)



Fuente: Elaboración propia en base a INE

En esa línea, desde el CED creemos que en 2022 uno de los focos de la agenda de reformas debe estar puesto en modificaciones que vuelvan menos rígida la regulación laboral, ajustes en la negociación colectiva de modo que se internalicen mayores heterogeneidades y mejoras en los procesos de re-capacitación, entre otros elementos.

En segundo lugar, **la convergencia hacia un equilibrio primario de las cuentas públicas** también implicará disyuntivas de política.

### Resultado Fiscal Sector Público Consolidado

(porcentaje del PIB; excluye efecto cincuentones)

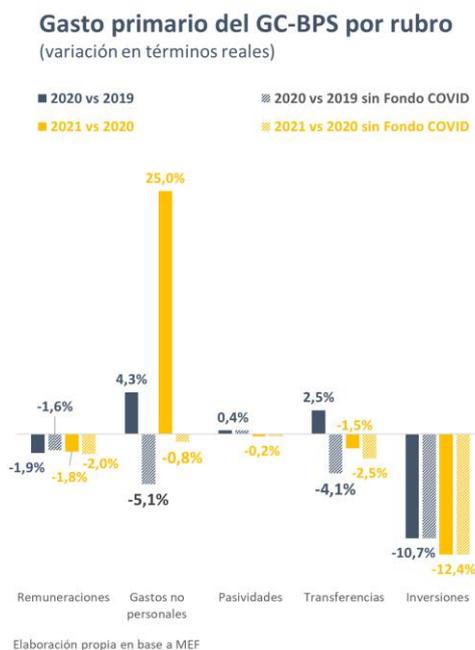


Metas Presupuesto 2020-2024 expresadas como % del PIB metodología base 2016=100  
Fuente: Elaboración propia en base a MEF

Durante la pandemia el gobierno llevó adelante una eficaz estrategia de gasto gradual y focalizado, lo cual permitió que los recursos pudieran mantenerse en el tiempo. Por otro lado, también tuvo lugar una reducción del gasto más estructural, aunque en cierta forma vinculado a una caída en términos reales de los salarios y las pasividades. Por su parte, las inversiones del sector público también se vieron disminuidas, por lo que el margen para continuar disminuyendo el desequilibrio fiscal por el lado del gasto será más acotado.

Asimismo, un hecho estilizado de la economía uruguaya, es el aumento del gasto público en los ciclos políticos-electorales. En ese sentido, el referéndum

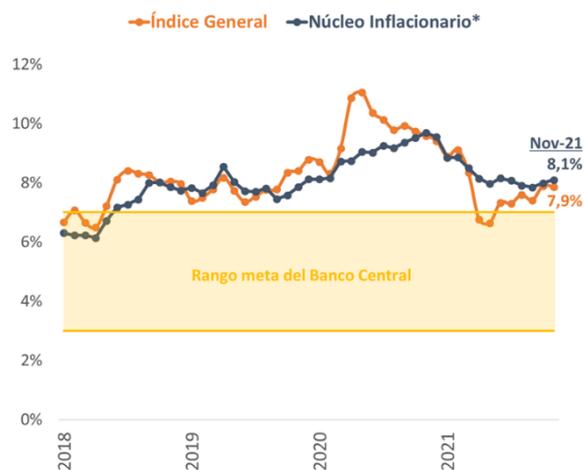
contra la LUC supone un desafío adicional en dicha materia.



Por último, en 2021 se disipó la amenaza de pérdida del grado inversor, en parte por la mejora del resultado fiscal, la creación de la nueva institucionalidad fiscal, las mejores perspectivas en materia de crecimiento y el buen manejo de la deuda del Gobierno Central. Dichas señales por parte de las calificadoras de riesgo volverán a ser testeadas el año próximo con la aprobación de la reforma de la seguridad social, la cual constituye otras de las reformas clave del 2022 y generará debates a la interna de la coalición de gobierno.

En tercer lugar y último lugar, **el proceso desinflacionario anunciado como objetivo por las autoridades del Banco Central** es otro de los elementos que marcarán la agenda de la política económica en 2022. En 2021, la inflación cerrará nuevamente por encima del rango meta y el núcleo inflacionario (representación más genuina de las presiones inflacionarias en la economía) en el entorno del 8% anual.

### Inflación en Uruguay (variación interanual del Índice de Precios al Consumo)



\* Representa el 70% de la canasta del IPC; excluye Frutas y Verduras, Carne y Pescado, Tabaco, Electricidad, Combustibles, Servicios de Telefonía, Agua corriente y Juegos de Azar.  
Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadística

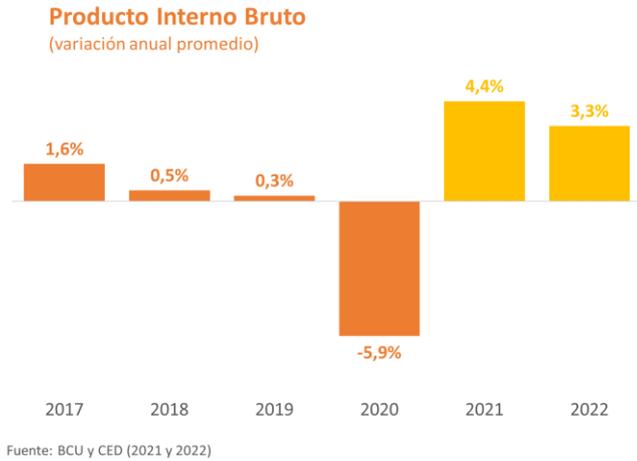
En un contexto donde la inflación en el mundo está aumentando, quizás podría ser uno de los objetivos con mayor probabilidad de renuncia. Sin embargo, el compromiso de las autoridades de gobierno por recuperar el salario real perdido durante la pandemia implica que el proceso desinflacionario tenga una relevancia mayor.

Asimismo, en un escenario donde la inflación a nivel global ha estado más vinculada a factores externos y de oferta que de demanda interna, la suba de tasas tiene limitada capacidad de acción para frenar los embates inflacionarios, pero gran poder para el anclaje de las expectativas de los agentes.

En esa línea, el Banco Central ha comenzado una política de normalización monetaria con subas graduales de la tasa de interés que en el fondo apuntan a ratificar con acciones su compromiso desinflacionario y construir credibilidad para romper con la rigidez a la baja de las expectativas empresariales (fijadores de precios).

- **Perspectivas de crecimiento**

Bajo este escenario, estimamos que la economía uruguaya crecerá en el entorno de 4,4% en 2021 y algo superior al 3% en 2022.



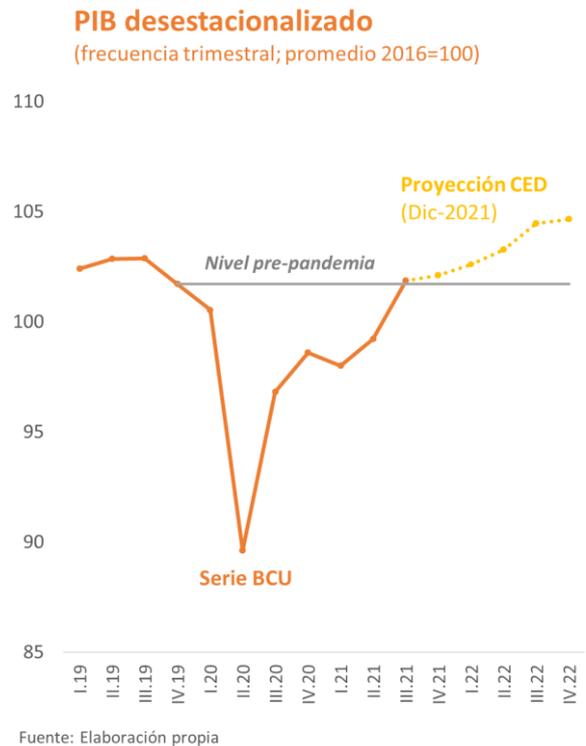
Dicha estimación se fundamenta en un contexto internacional todavía favorable desde el punto de vista real que seguirá apuntalando la demanda externa y un mayor dinamismo de los sectores no transables vinculados a los servicios. Por su parte, si bien difícilmente la temporada turística alcance niveles de 2019, ayudará a impulsar el crecimiento en el primer trimestre del año.

Asimismo, la concreción de inversión en la órbita de la COMAP, así como la puesta en marcha de la planta de UPM hacia fines de 2022, darían un impulso adicional al crecimiento en el último tramo del año.

Uno de los mayores desafíos se concentra en seguir afianzando la recuperación del consumo privado, lo cual guardará estrecha relación con las expectativas sobre la marcha de la economía de los consumidores, la evolución del tipo de cambio y principalmente la dinámica de los salarios reales.

Por su parte, la situación regional será una vez más una de las limitaciones del crecimiento económico de Uruguay.

En términos desestacionalizados, la economía seguiría su trayectoria de crecimiento, aunque a ritmo más moderado que el observado desde el segundo trimestre de 2021.



Los principales riesgos a la baja están relacionados con una reversión del escenario sanitario actual que derive en restricciones a la movilidad, así como en un endurecimiento mayor a lo internalizado en los mercados de la política monetaria por parte de los bancos centrales que enlentezca el ritmo de crecimiento global.

Como cierre, reafirmamos que gran parte del empuje de la economía uruguaya tiene que ver con el manejo sanitario y el grado de inmunidad de la población, por lo que mantener dicho status seguirá siendo condición más que necesaria para apuntalar el crecimiento económico.