

**BOLETÍN MACROECONÓMICO N°37**

# **Uruguay ante un cambio de ciclo: perspectivas y desafíos**

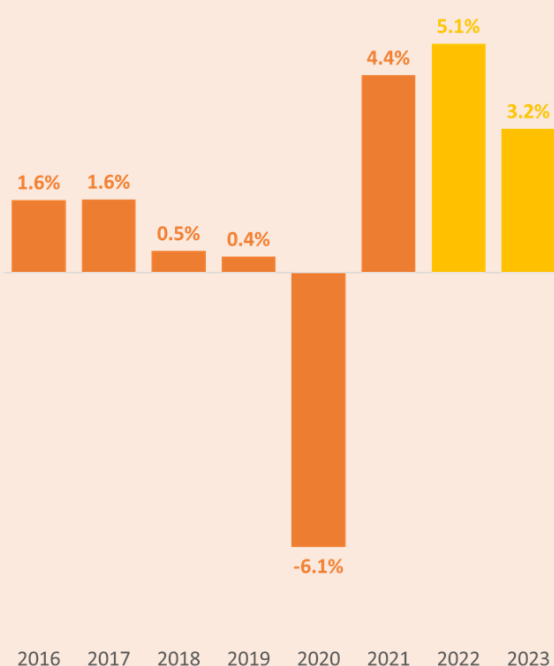


El pasado miércoles 17 de agosto tuvo lugar nuestro 2do Desayuno de Coyuntura donde expusimos las principales novedades y perspectivas sobre el escenario internacional (ver [Boletín N°36](#)) y de Uruguay. A continuación, repasamos los principales contenidos de la situación económica de nuestro país y los desafíos de la política económica para lo que queda del período de gobierno.

- **PERSPECTIVAS 2022-2023**

Según nuestras estimaciones, en el promedio de 2022 la economía uruguaya crecería 5,1% impulsada por el dinamismo del sector agroexportador y de la inversión privada; y con un crecimiento más moderado del consumo privado.

**IVF PIB**  
(variación anual)



Fuente: BCU. Proyecciones CED

Por el lado de la inversión se destaca el aporte de las obras de UPM 2 y su infraestructura conexas, así como los aportes sustantivos de la construcción de edificios dado las modificaciones al régimen de vivienda promovida y la

adquisición de maquinaria y equipos vinculada al agro.

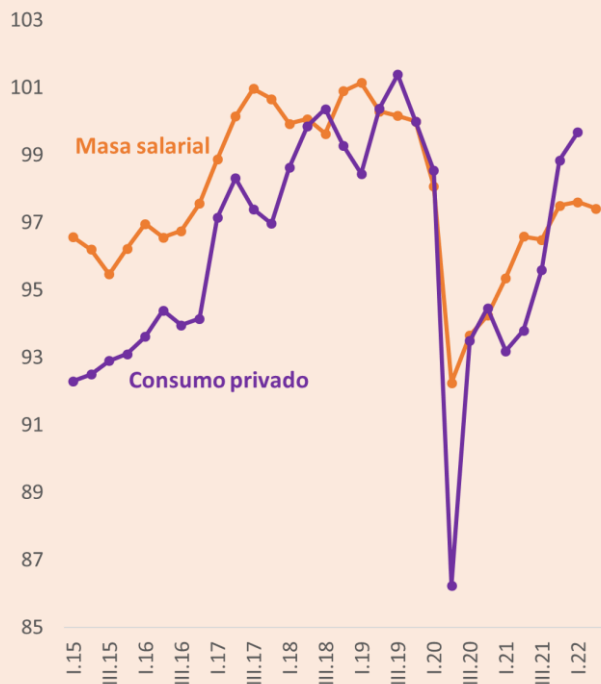
En cuanto al sector externo, 2022 se encamina a superar el record de exportaciones de bienes del año anterior. En este sentido, se destacan los buenos precios internacionales y la todavía elevada demanda externa relevante. Por su parte, hay mejoras evidentes en los propios procesos productivos tanto en el sector de la ganadería como de la agricultura con mejoras en los márgenes y mayores apuestas a la inversión en tecnología. En particular, se observa un gran dinamismo de la cadena cárnica, láctea, forestal y arrocera, sumado a una mayor diversificación de cultivos de invierno y una muy buena zafra de soja. En esta línea, los buenos precios internacionales están siendo acompañados por volúmenes de producción pujantes y en ascenso.

Por su parte, las exportaciones de servicios estarán apuntaladas por aquellos no tradicionales globales (software, empresariales, creativos) y operaciones de trading; en detrimento de las exportaciones de turismo aún afectadas por la pandemia y limitadas por la diferencia cambiaria con la región (ver [Boletín N° 34](#)).

Por otro lado, el consumo privado será el menos dinámico de los componentes de la demanda, aún afectado por la postergación de la recuperación salarial dado la mayor inflación observada en lo que va del año. Si bien en el primer trimestre ya se habían recuperado los niveles pre-pandemia, su evolución tenderá a desacelerarse en lo que resta del año, en sintonía con una masa salarial que muestra algunas señales de enfriamiento.

## MASA SALARIAL Y CONSUMO PRIVADO

(índice 100=IV.19; datos desestacionalizados)



Fuente: Elaboración propia en base a BCU e INE

En 2022, la creación promedio de empleos cerrará en el entorno de 30 mil, alcanzando niveles de 2015-2016 y recuperando parte de la pérdida registrada en el quinquenio 2015-2019; aunque en términos desestacionalizados se observa cierta desaceleración en la recuperación.

## NÚMERO DE OCUPADOS

(en miles; cifras desestacionalizadas)

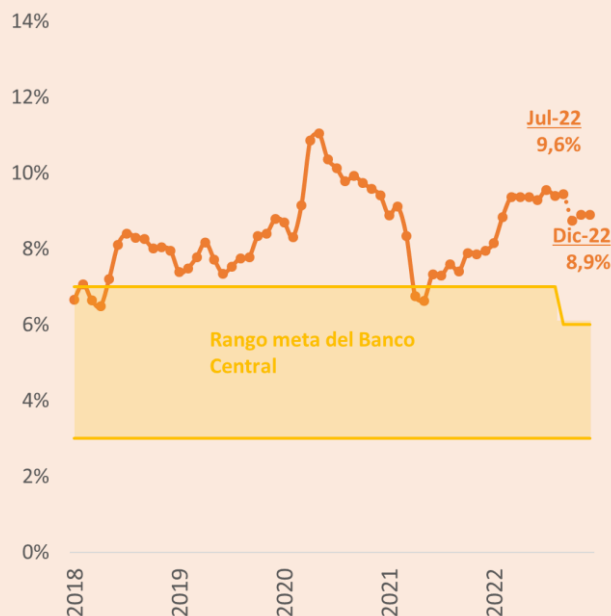


Fuente: Elaboración propia en base a INE

Por otra parte, con una inflación entorno al 9% a fin de año, el salario real a nivel agregado cerrará cercano al empate, con importantes heterogeneidades sectoriales.

## INFLACIÓN EN URUGUAY

(variación interanual del Índice de Precios al Consumo)



Elaboración propia en base a Instituto Nacional de Estadística. Proyección CED

### • ¿IMPULSOS TRANSITORIOS O PERMANENTES?

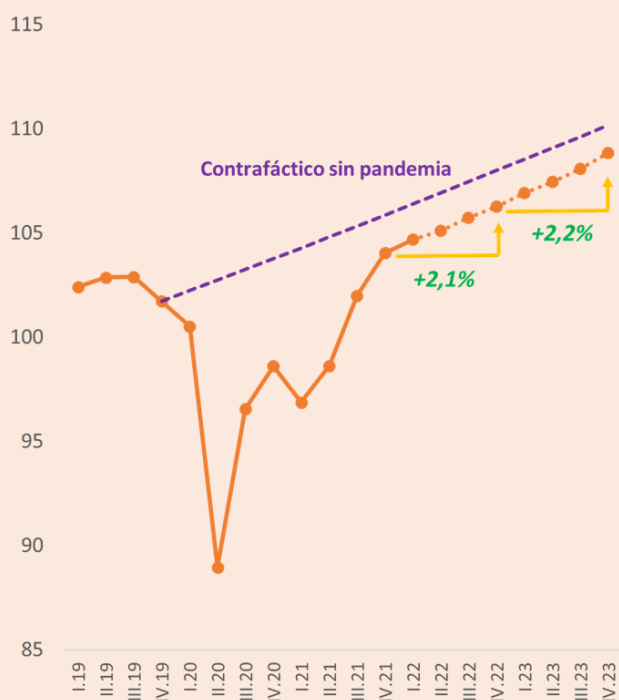
Es pertinente mencionar, que la proyección de crecimiento para 2022 tiene implícito un efecto de arrastre estadístico del año 2021.

En términos desestacionalizados, la economía crecería a lo largo del año (punta a punta), 2,1% en línea con la tasa de crecimiento potencial de consenso.

Para 2023, también se considera un efecto de arrastre menor a un punto porcentual y un crecimiento genuino a lo largo del año de similar magnitud (2,2%). En términos promedio anual, el crecimiento estimado es de 3,2%.

## PIB DESESTACIONALIZADO

(índice 2016=100)



Fuente: BCU. Proyecciones CED

En este caso, hay fundamentos que ambiguos sobre la evolución de los determinantes del crecimiento.

Desde la óptica de la inversión, la construcción de UPM dejará de ser un impulso al crecimiento. Sin embargo, se ha anunciado la concreción de múltiples proyectos de inversión pública y público-privada comprometidos en el Presupuesto 2020-2024 (obras viales, portuarias y aeropuertos), así como la puesta en marcha del plan de regularización de asentamientos. Adicionalmente, hay muchos proyectos promovidos por la COMAP que no han visto la luz; todo lo cual podría compensar parcialmente el fin de la inversión de la segunda planta de celulosa.

A nivel de exportaciones, la normalización prevista de los precios internacionales de las materias primas, así como la desaceleración de las economías relevantes para Uruguay, suponen cierto desimpulso externo para la producción agroindustrial. Cuánto del enorme crecimiento de dicho sector es cíclico y

cuánto responde a una lógica más estructural, determinará en última instancia la sensibilidad de las exportaciones de bienes a un cambio de ciclo externo.

Por último, el consumo privado continuaría por una senda de crecimiento acotado, en consonancia con un mercado laboral con dificultades estructurales para seguir generando empleo más allá del ciclo favorable ([ver Boletín N° 31](#)) No obstante, en 2023 la recuperación salarial prevista, así como las eventuales rebajas impositivas podrían dar cierto impulso.

En este sentido, el mayor determinante de la capacidad de consumo será la dinámica inflacionaria y la evolución del tipo de cambio. Allí nuevamente se visualizan efectos ambiguos. Por un lado, la paulatina reversión del escenario externo debería ayudar a moderar la inflación transable, en particular alimentos y bebidas. Por otro lado, los correctivos y la inercia salarial podrían presionar aún más la inflación no transable por encima del umbral de 8,5%, en un contexto de presiones inflacionarias subyacentes que no ceden y se ubican por encima del 9%.

Asimismo, los fundamentos para el tipo de cambio migrarán hacia una cierta depreciación real en consonancia con una menor productividad relativa del sector transable, reversión de los precios internacionales y menor gasto/PIB; lo cual permitirá acompañar el giro externo, aunque con potenciales efectos adversos para la desinflación.

En definitiva, la cuestión de fondo será internalizar cuáles impulsos son más permanentes y cuáles más transitorios. El ciclo que comenzó en la segunda mitad de

2020 y se extenderá por al menos algunos trimestres más pondrá a prueba una vez más dicha capacidad, aunque cómo señala la evidencia los mismos son transitorios y no permanentes.

En este sentido, la economía uruguaya se encamina a crecer a tasas del orden de 0,5% trimestral desestacionalizado (la misma que previo a la pandemia tal como se observa en el gráfico anterior), lo que determina crecimientos anuales en torno al 2%, cifra insuficientemente baja para poder satisfacer expectativas legítimas de bienestar material que la sociedad uruguaya demanda.

### • DESAFÍOS Y POTENCIALES TENSIONES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

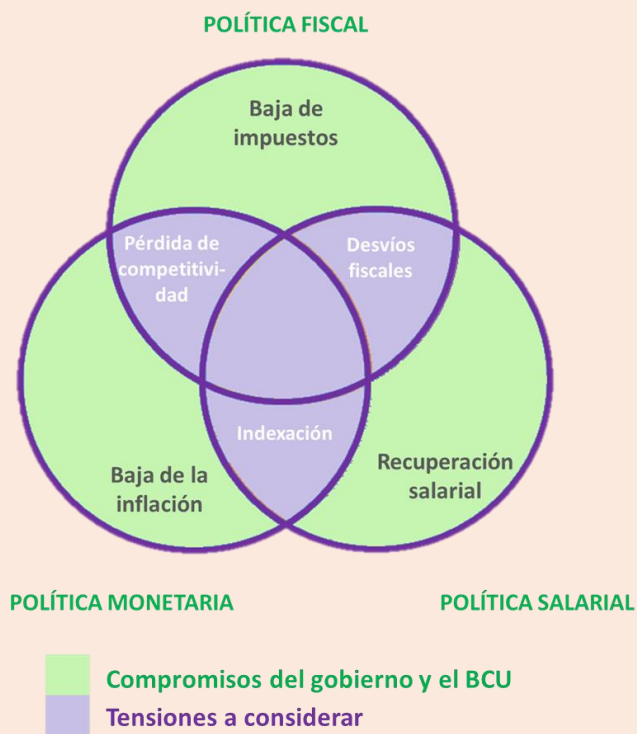
En este contexto, llevar adelante los compromisos políticos manteniendo los equilibrios macro será un trabajo de sintonía fina.

De cara al 2023, los grandes puntos de discusión de la política económica se centrarán en tres aspectos (en verde):

- La baja de impuestos del IRPF y el IASS comprometida por el Presidente en marzo pasado;
- La 10ma Ronda de Consejos de Salarios con mesas de negociación que abarcan más del 65% del empleo del país y tendrán implícito el compromiso del gobierno de recuperar toda la pérdida salarial para 2024;
- La política monetaria llevada adelante por el Banco Central en

línea con su objetivo de converger hacia una inflación de entre 3% y 6%, partiendo del desvío respecto al techo del rango meta más elevado desde inicios de la pandemia y con cierto desanclaje de expectativas.

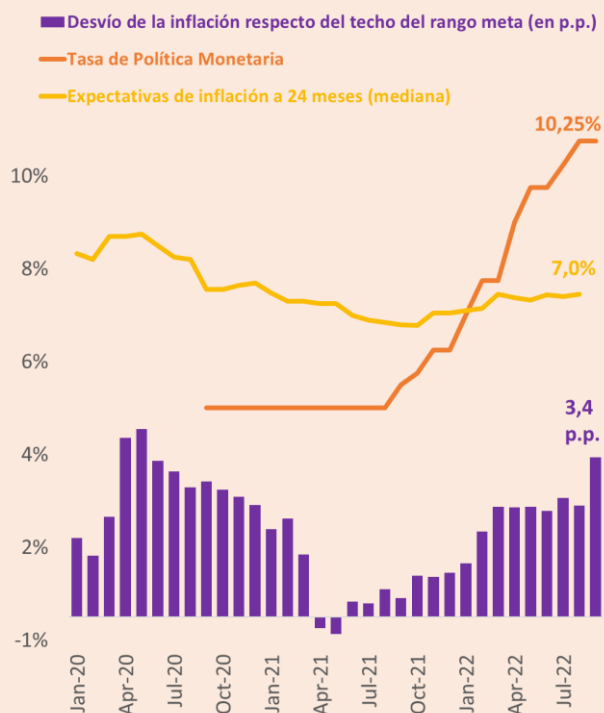
Llevar adelante todos los compromisos tiene implícito algunas potenciales tensiones a considerar (en violeta):



- Una rebaja sustantiva de impuestos (a modo de ejemplo, revertir totalmente el ajuste fiscal del año 2017) podría tensionarse con el compromiso de bajar la inflación por la vía de una política monetaria muy restrictiva (grandes aumentos en la tasa de interés sin lograr anclaje de expectativas).

La combinación de políticas fiscales muy expansivas y políticas monetarias muy restrictivas podrían inducir cierta apreciación real, que impida el deslizamiento necesario del tipo de cambio para mitigar la reversión del escenario externo.

## INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA



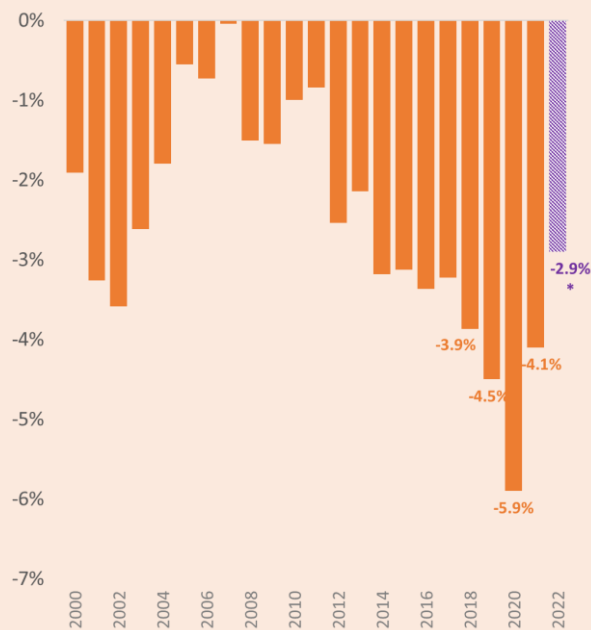
Fuente: BCU e INE.

- Una rebaja sustantiva de impuestos combinada con una aceleración salarial nominal (a modo de ejemplo, adoptando cláusulas de recuperación por crecimiento del PIB), podría eventualmente propiciar desvíos de las metas fiscales.

La rebaja de impuestos implica (en primera instancia) una merma de ingresos y la propia endogeneidad de salarios públicos y pasividades podrían presionar las cuentas fiscales por el lado del gasto (además de revertir parcialmente la mejora observada); en un contexto financiero global que, aunque hoy no presente grandes complejidades para Uruguay, será más restrictivo.

## RESULTADO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

(% del PIB; excluye efecto cincuentones)



Fuente: MEF y BCU. (\*) Dato a junio de 2022

- Una aceleración salarial nominal combinada con una política monetaria muy restrictiva sin anclaje de expectativas podría profundizar los problemas estructurales de indexación, complejizando la propia desinflación de la economía.

Lo anterior no implica que necesariamente tenga lugar, sino más bien, plantea posibles trade off en la medida que exista un sesgo marcado hacia alguno de los objetivos o las políticas llevadas adelante se vuelvan procíclicas.



**CED**



**BOLETÍN MACROECONÓMICO**  
2022

**PUBLICACIÓN QUINCENAL  
SEGUINOS EN [WWW.CED.UY](http://WWW.CED.UY)**

