CENTRO DE ESTUDIOS
PARA EL DESARROLLO

Desayuno de Coyuntura

¿Cómo está la economía uruguaya?

Shocks, resiliencia y desafíos para la política económica 2023 - 2024.

15 de agosto de 2023

Anahí Acevedo, Hernán Bonilla, Deborah Eilender, Agustín Iturralde,
Ignacio López, Emilia Panizzolo e Ignacio Umpiérrez.

Contenido

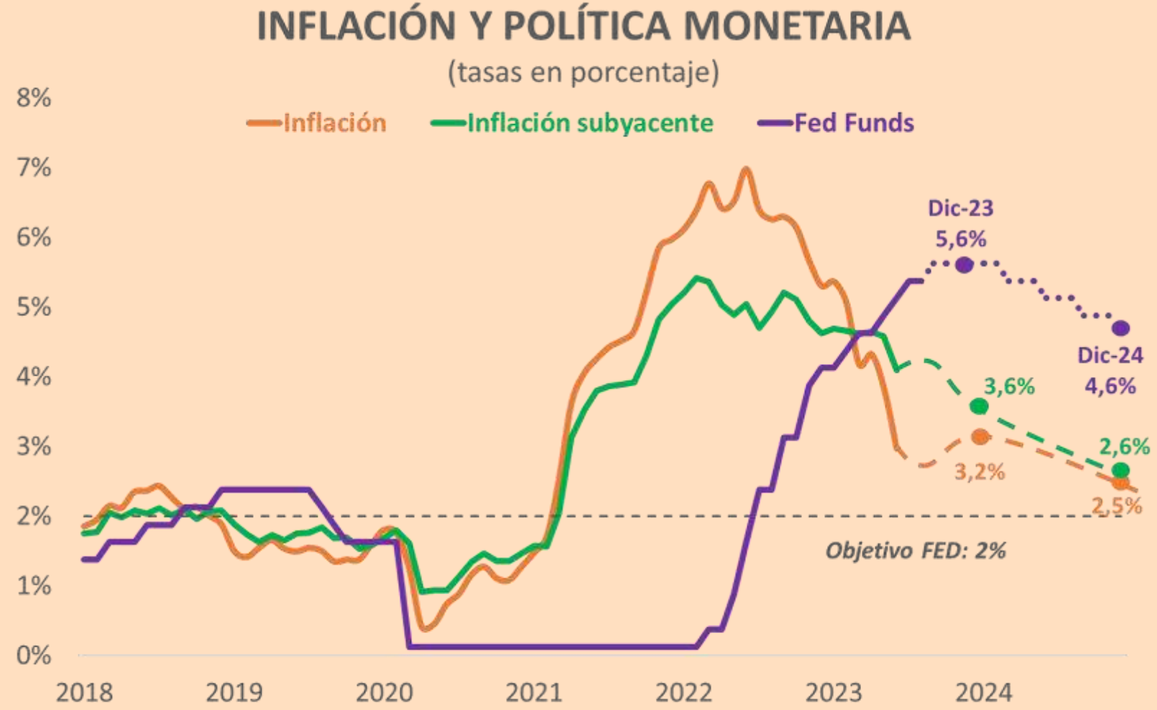
1. Señales extrarregionales son mixtas

2. Región: Brasil mejor, Argentina peor (¿y rebote?)

3. Uruguay: entre shocks y resiliencia

1. Señales extrarregionales son mixtas

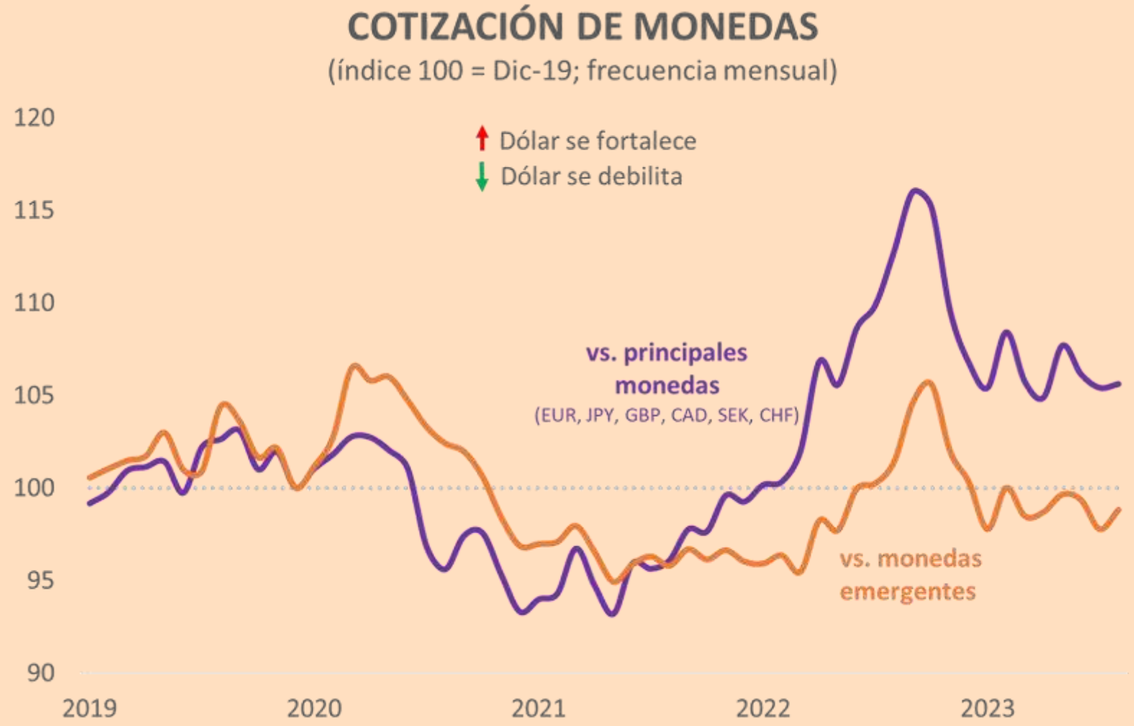
Se disipan riesgos de recesión; *soft landing* es cada vez más probable.



Fuente: Reserva Federal de St. Louis y FED.

- **Aterrizaje suave:** crecimiento moderado (1,5% - 2,5% en 2023) por dinamismo del consumo y servicios.
- **Mercado laboral robusto y tirante:** creación de empleo continúa firme, desempleo en niveles históricamente bajos (3,5%) y recuperación salarial real.
- **Desinflación se consolida:** ¿convergerá al 2% o rango tolerable de 3%-4% en el corto plazo?
- **Fin del sesgo restrictivo de la política monetaria:** tasa de interés comenzará a bajar en 2024, aunque continuarán altas.

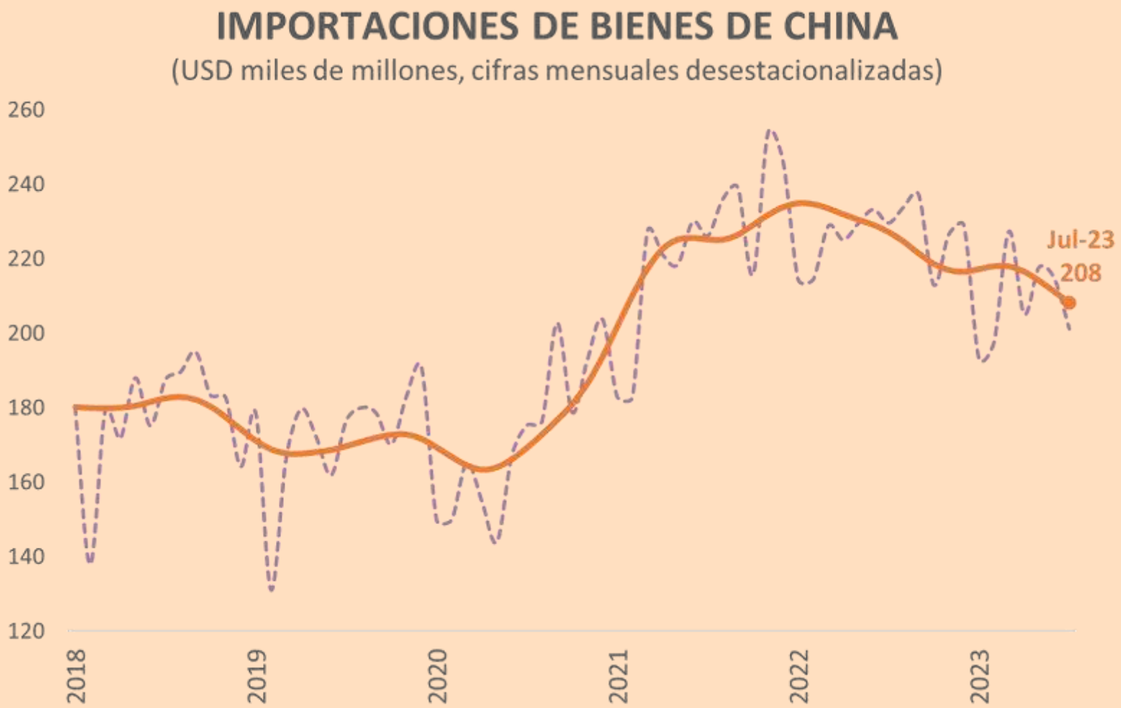
Mejora moderada de condiciones financieras para emergentes.



Fuente: Investing.

- **Activos:** rally de precios en primer semestre de 2023 anticipa que “lo peor habría pasado”.
- **Dólar:** desde oct-22 se debilita a nivel global con excepción de China. En ciclo 2021-2022 monedas LATAM se depreciaron menos que desarrolladas y otras emergentes.
- **Riesgo:** caída de spreads soberanos e inminente fin de ciclo de subas de tasas suponen menores costos de financiamiento para emergentes.

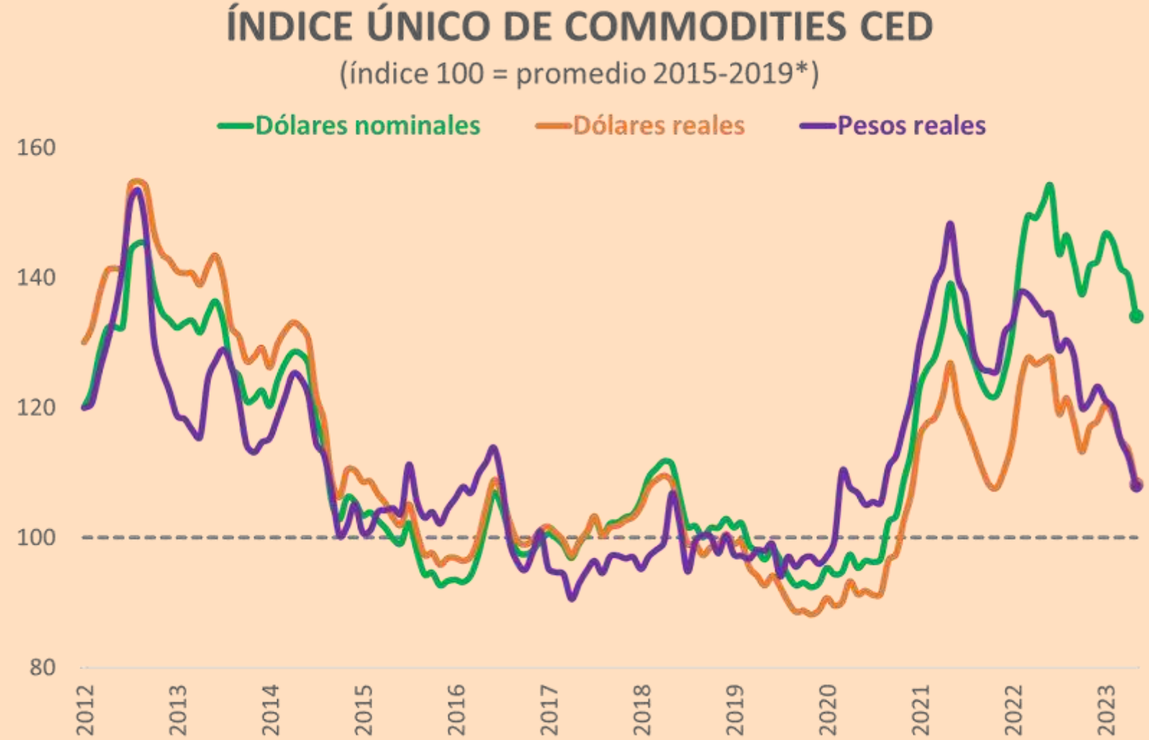
Señales positivas de inicio de año no se confirman.



Fuente: Aduana de China.

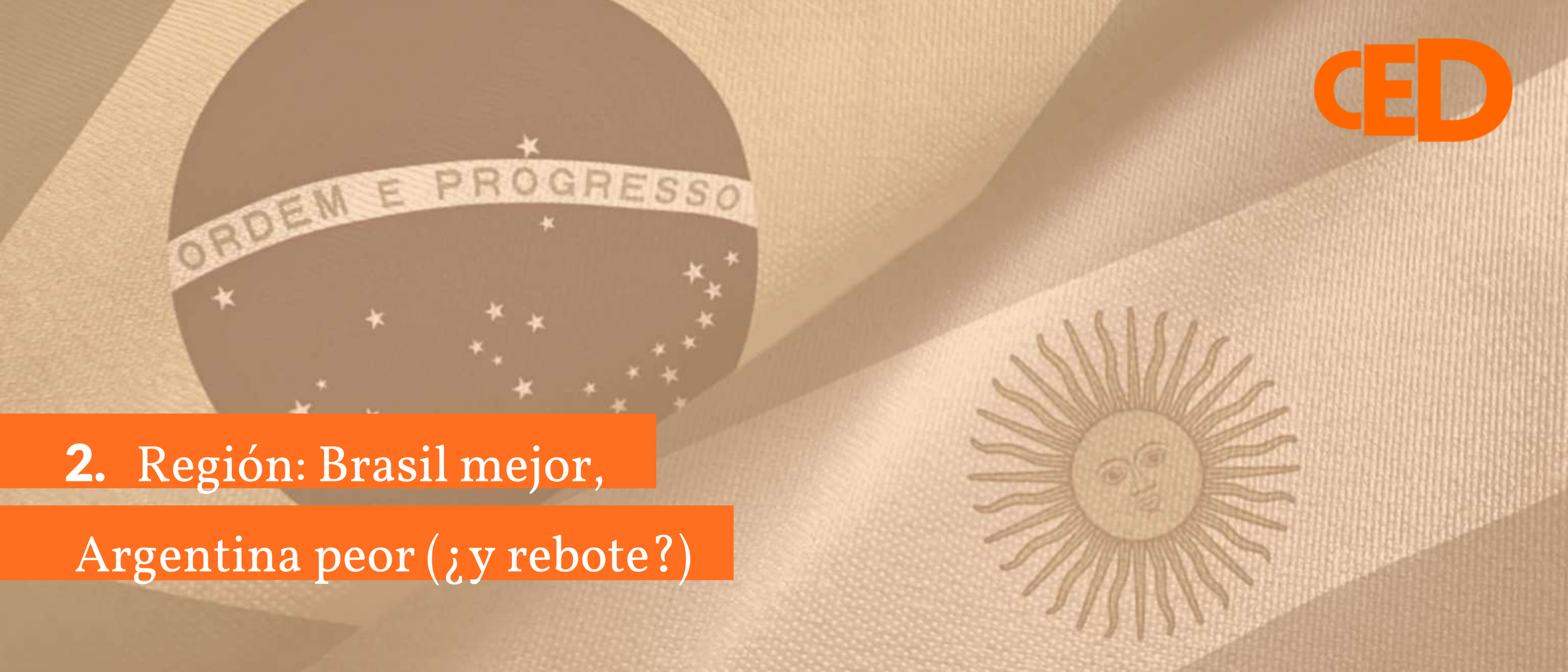
- **Crecimiento débil:** demanda interna se enlentece y problemas en sector inmobiliario continúan sin resolverse. Estimaciones para 2023 contemplan efecto rebote (+5,2%) y convergencia en 2024 a 4,5%.
- **Presiones deflacionarias:** contribuye a desinflación global pero es una señal de debilidad para la demanda externa.
- **Políticas macro:** ciclo expansivo fiscal y monetario tiene menos potencia que en otras oportunidades.
- **Demanda externa:** importaciones caen aunque se espera cierta reactivación en los últimos meses del año.

Reversión del ciclo de commodities en proceso.



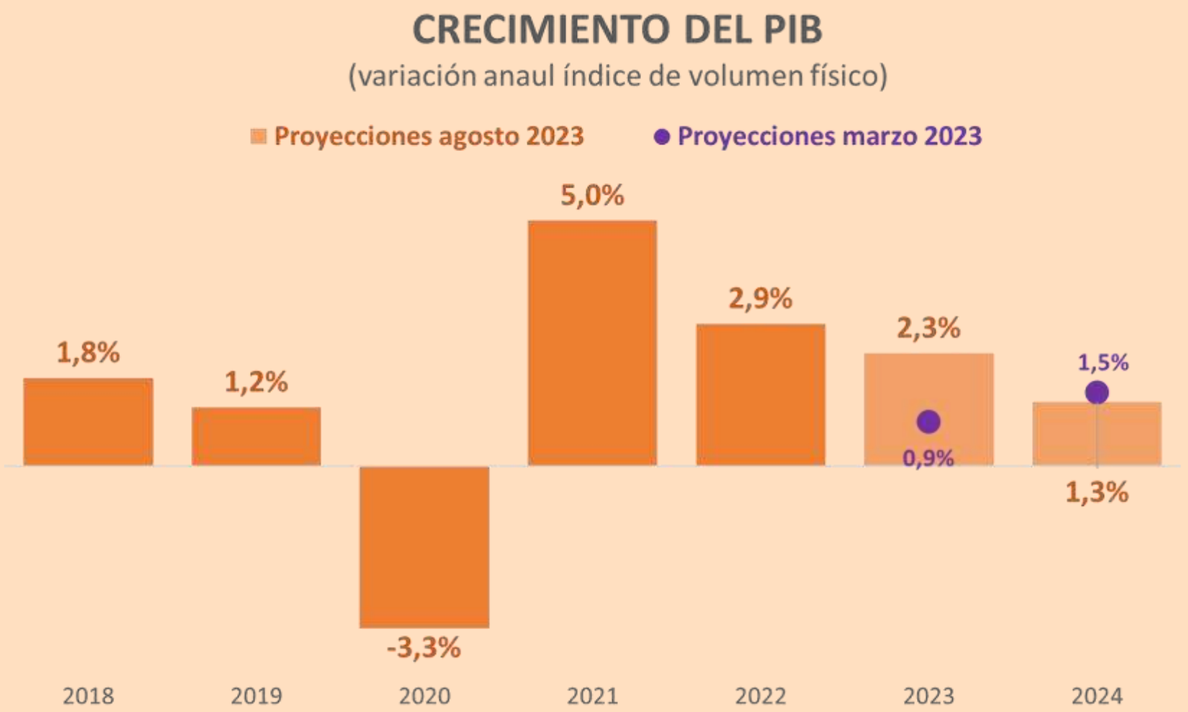
- **Precios en USD nominales:** continúan en niveles históricamente elevados en relación al ciclo 2015-19 (+34%).
- **Precios en USD deflactados por IPC de EEUU:** considerando la inflación del dólar, brecha es menor (+8%).
- **Precios en pesos deflactados por IPC de Uruguay:** efecto a la baja en últimos meses fue más pronunciada por apreciación real (+8%).
- Ecuación de costos relevantes para sector agro-exportador uruguayo se ha visto deteriorada por ambos lados.

Fuente: Elaboración propia en base a BCU, Bevsa, FMI, FRED, INAC, INALE, INE, Uruguay XXI.
Índice ponderado incluye arroz, carne bovina, celulosa, lácteos, madera, soja y trigo.



2. Región: Brasil mejor, Argentina peor (¿y rebote?)

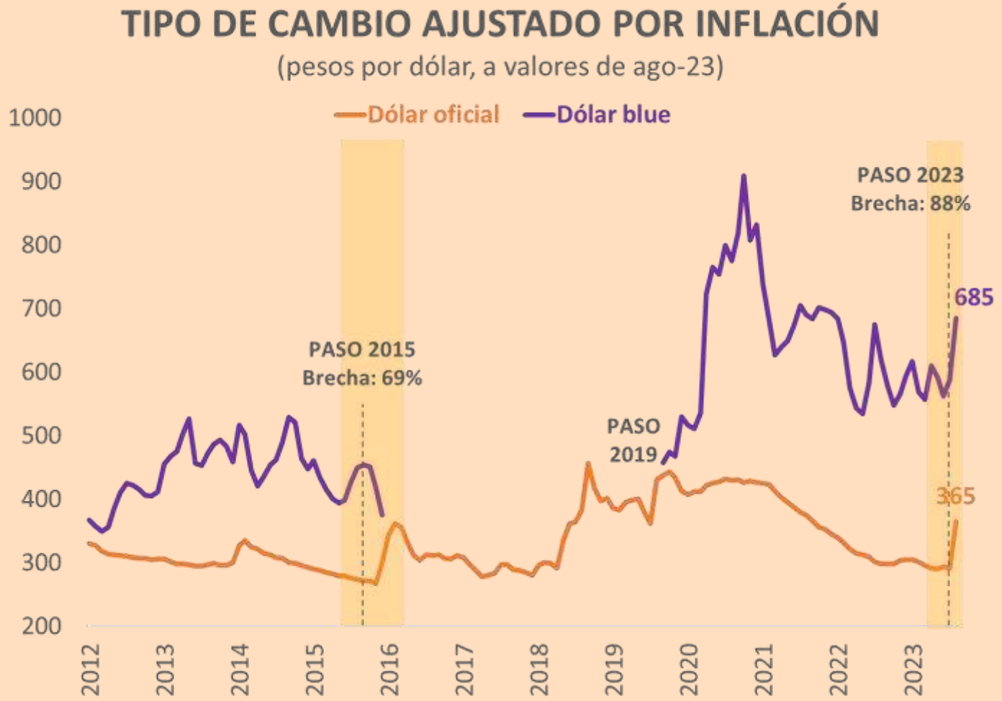
Escenario de neutral a positivo; transitoriamente es el principal mercado.



Fuente: Banco Central de Brasil y encuesta de expectativas de mercado del BCB.

- **Perspectivas de crecimiento se corrigen al alza:** buena señal para las exportaciones de bienes de Uruguay.
- **Política monetaria exitosa**: inflación convergió rápidamente al objetivo de 3%.
- **Nuevo marco fiscal:** pese a mayor flexibilidad, modificaciones a la regla fiscal fueron bien recibidas por el mercado.
- **Apreciación del real y rally de los precios de los activos:** Hasta el momento, gestión de Lula mantiene reformas pro-mercado de antecesores.

Más incertidumbre y ajuste nominal; nuevo gobierno deberá ser pragmático.



Fuente: Elaboración propia en base a Estadísticas San Luis, INDEC, Investing.

- **Plan "llegar" no funcionó e inestabilidad nominal se profundizará:** mayor inflación y devaluación; ¿cuál será el precio de equilibrio del dólar?
- **Escenario electoral incierto** y relación de fuerzas en el Congreso no asegura gobernabilidad al ganador.
- **Eje de la discusión se movió a la derecha con escenarios posibles de "convertibilidad" o "dolarización"**.
- En el corto plazo, **brecha de precios relativos con Uruguay no se reducirá**.

3. Uruguay: entre shocks y resiliencia

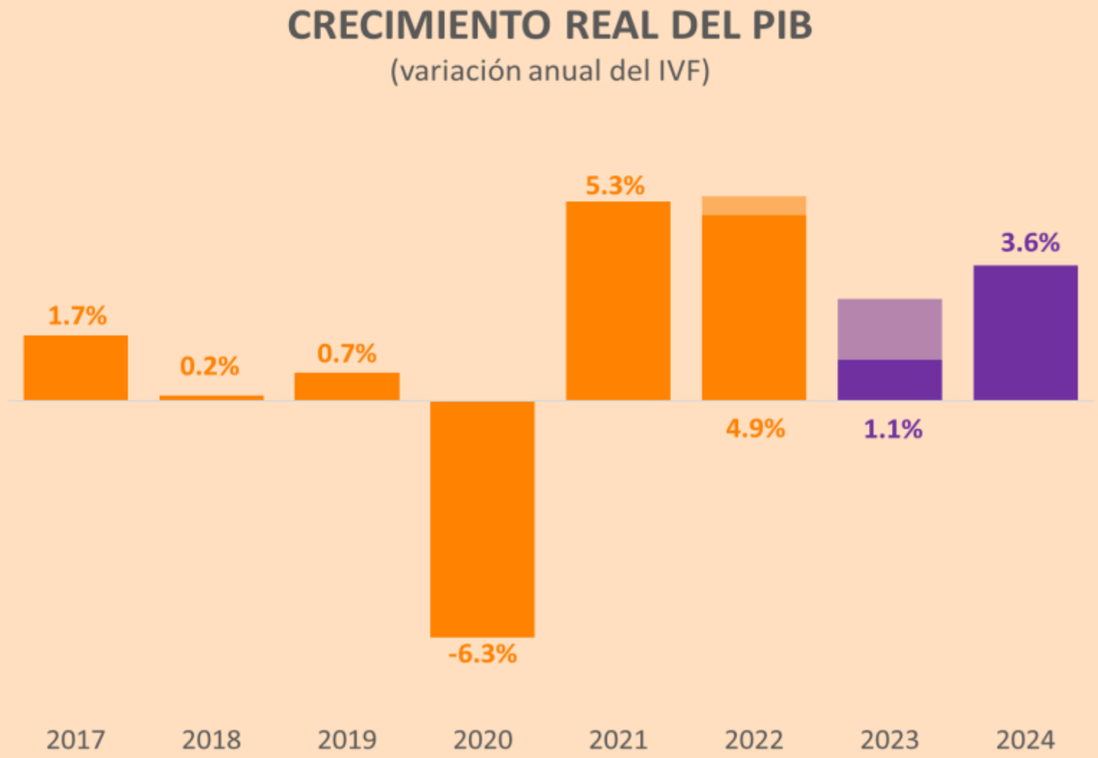
Economía uruguaya afectada por shocks heterogéneos.

Debilidad de la demanda de China y reversión del ciclo de precios de los commodities.

Inestabilidad nominal de Argentina y diferencia de precios relativos.

Sequía afecta generación de energía, producción agropecuaria y consumo metropolitano de agua potable.

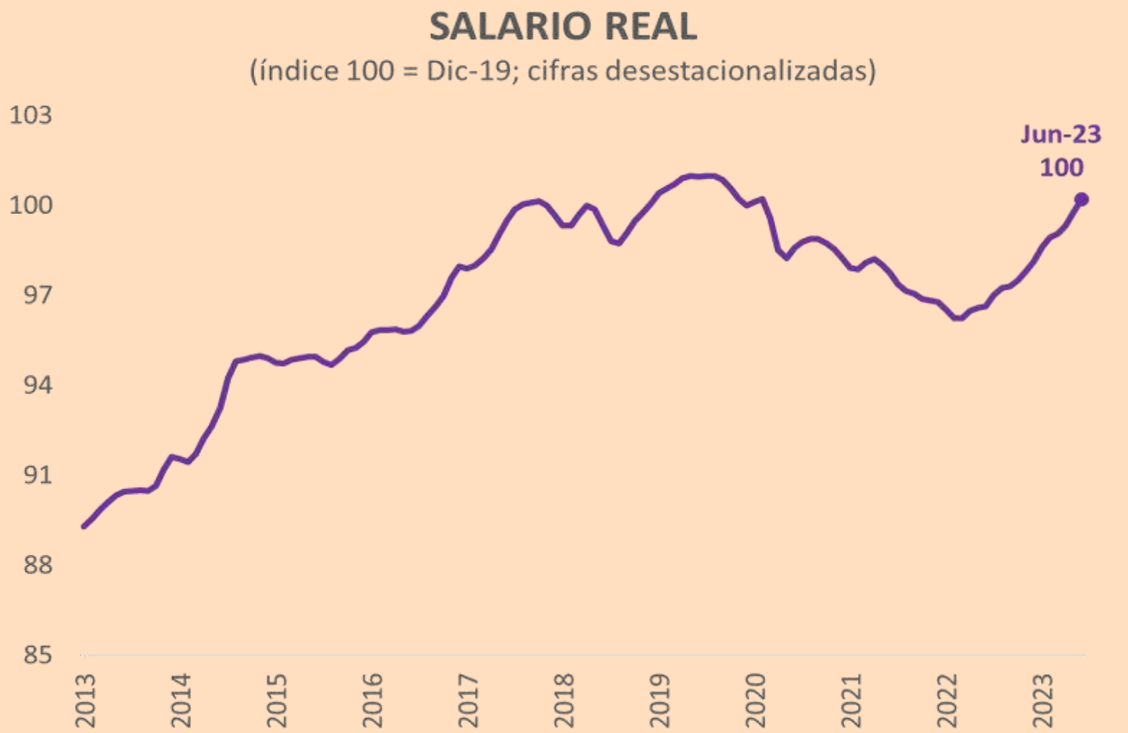
Crecimiento moderado en 2023; rebote en 2024: de “menos a más”.



Fuente: BCU y estimaciones CED para 2023 y 2024.

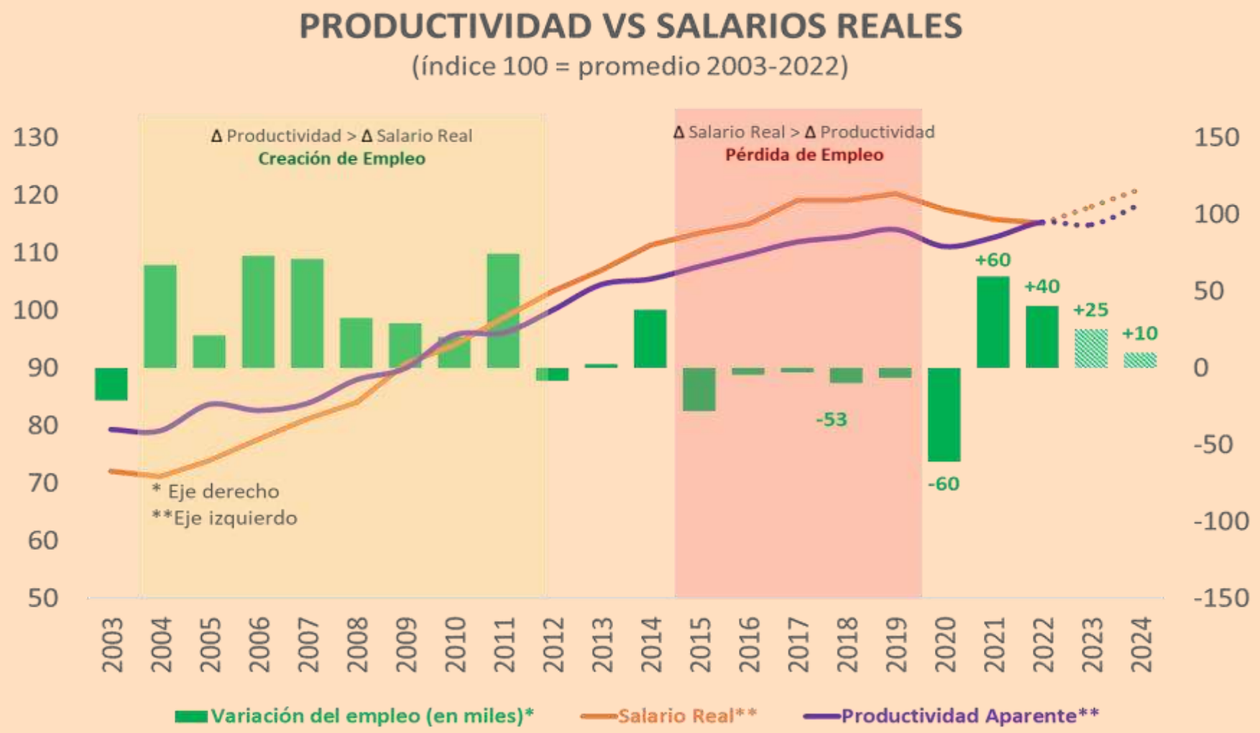
- **1T.23: economía dejó atrás “recesión” técnica.**
- **2T.23: actividad habría caído** por menor producción de soja y consumo de servicios asociados al agro.
- **Sequía:** restaría 2,1 p.p. de crecimiento en 2022-23 (0,5 en 2022 y 1,6 en 2023). Efecto rebote en 2024.
- **Parada de la refinería de ANCAP:** mayor extensión a la prevista hace que parte del efecto transitorio sobre el PIB (0,4 p.p.) se capture en 2024.
- **Crecimiento 2023-24 estará impulsado por el consumo privado y la inversión no UPM.**

Mercado laboral dinámico y salario real al alza impulsarán consumo privado.



Fuente: Elaboración propia en base a BCU e INE.

Corrección del desvío productividad-salarios reales fue clave para el empleo.



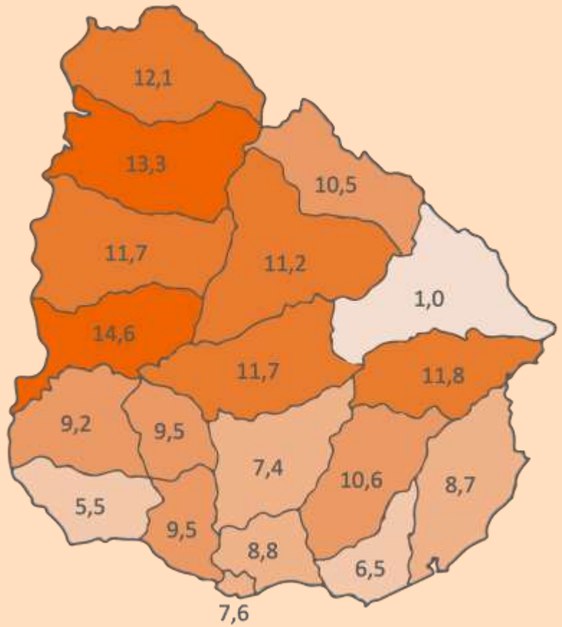
- Caída del salario real en 2020-22 permitió **recomposición de la rentabilidad empresarial**.
- **2021-2022**: creación de empleo estuvo apuntalada por servicios (particularmente de mayor calificación) y construcción.
- **2023**: se recuperan rubros intensivos en mano de obra como industria, comercio y transporte tras ajustes de productividad en los años previos.
- **Hacia adelante, es necesario que la negociación salarial recoja la evolución de la productividad de la economía, que es baja.**

Fuente: Elaboración propia en base a BCU e INE.

Sin embargo, parte del consumo se “fuga” a Argentina con impactos diversos.

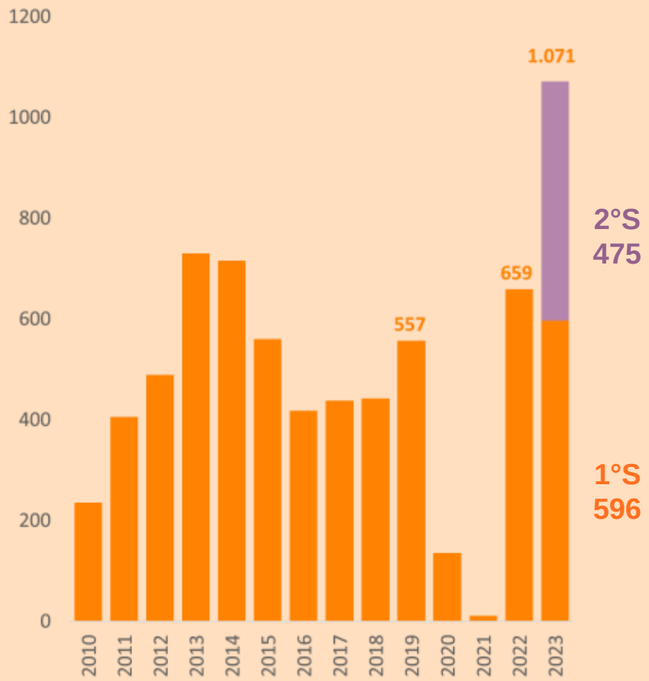
TASA DE DESEMPLEO POR DPTO

(porcentaje de la PEA; abr.23-jun.23)



GASTO DE URUGUAYOS EN ARGENTINA

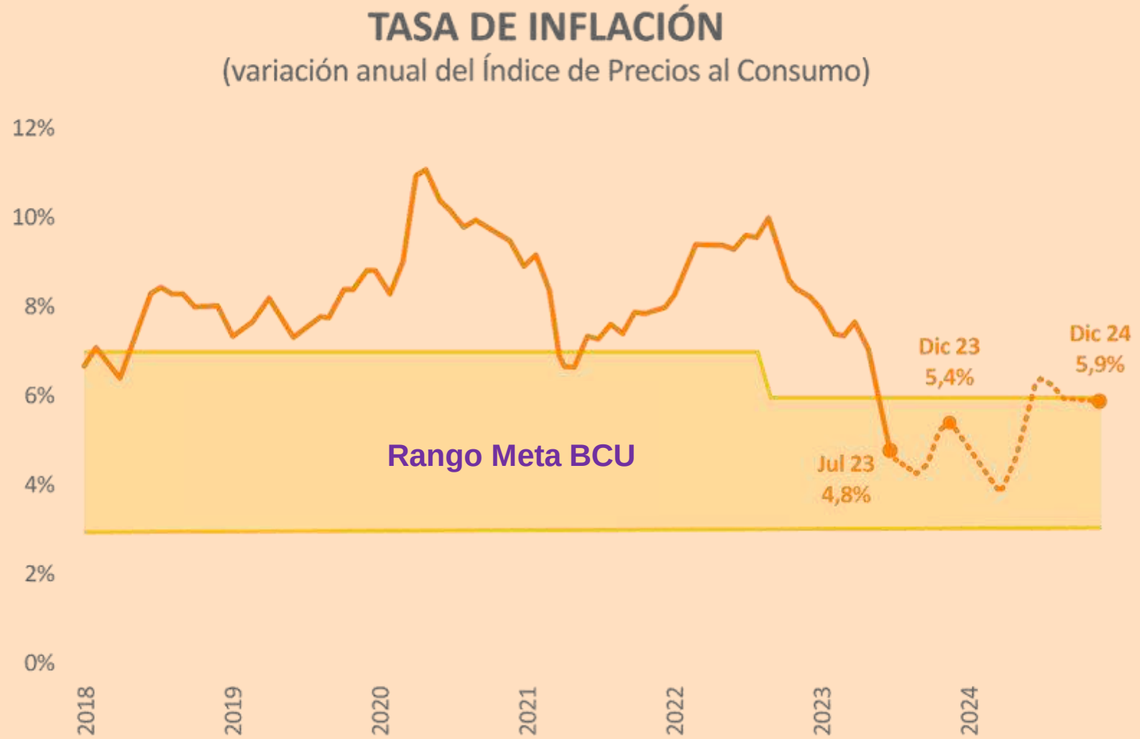
(en USD millones corrientes)



Fuente: Ministerio de Turismo e INE.

- **Frontera:** afectación en supermercados-farmacias, y altas tasas de desempleo respecto a la media nacional (entre 4 y 6 p.p.).
- **Desvío de consumo desde todo el país:** capacidad de compra de uruguayos en Argentina aumenta y gasto superará los USD 1.000 en 2023 (+50% vs 2019 en términos reales).
- **Caída de la recaudación de la DGI**: 2023 será la 2da vez en veinte años que el PIB y los ingresos reales de la DGI varíen con distinto signo (anterior en 2019).

Inflación en el centro del rango meta: ¿cuál será su nuevo nivel?



Fuente: INE y estimaciones CED ago-23 en adelante.

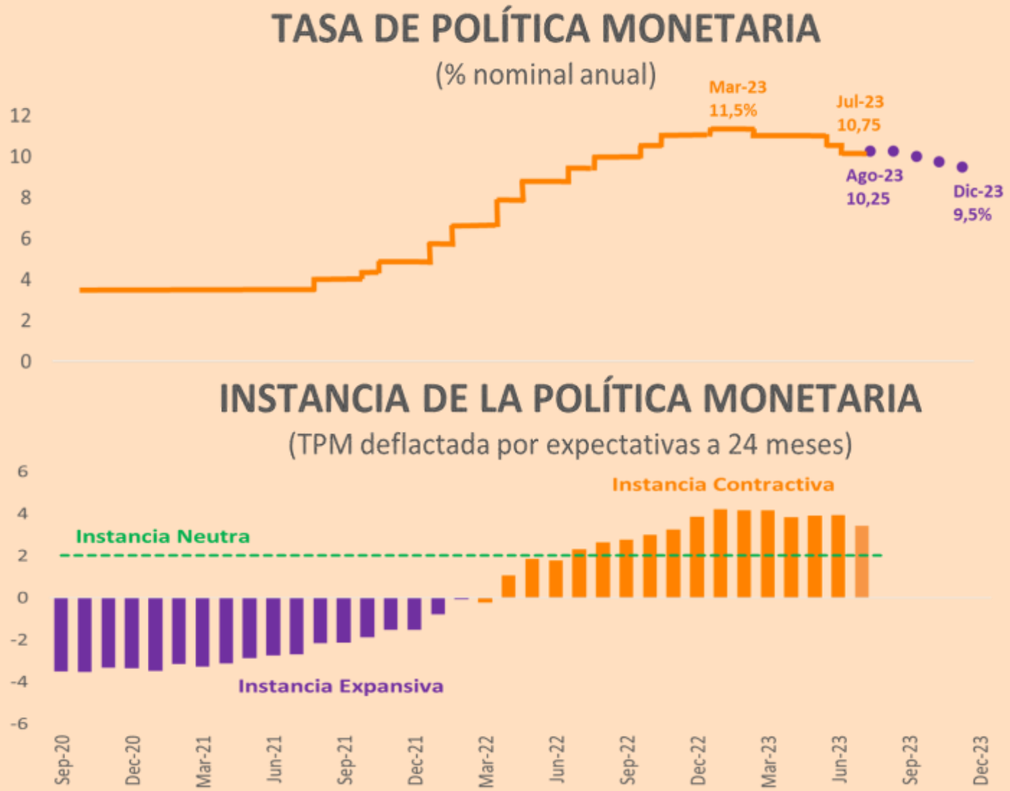
- **Inflación cerraría 2023 dentro del rango meta y hay fundamentos externos e internos para que permanezca en él la mayor parte de 2024**:

  - Desinflación global y caída de precios transables.
  - Moderación de precios no transables.
  - Reversión del shock de oferta en frutas y verduras.
  - Efecto desvío de consumo hacia Argentina.

- **Sorpresa desinflacionaria** de 2023 acelera recuperación salarial pero tensiona al alza evolución del gasto real del gobierno. **¿Pautas salariales quedaron largas?**

- **Desafío hacia adelante estará en bajar un escalón las expectativas, convalidando menores ajustes nominales de precios y salarios.**

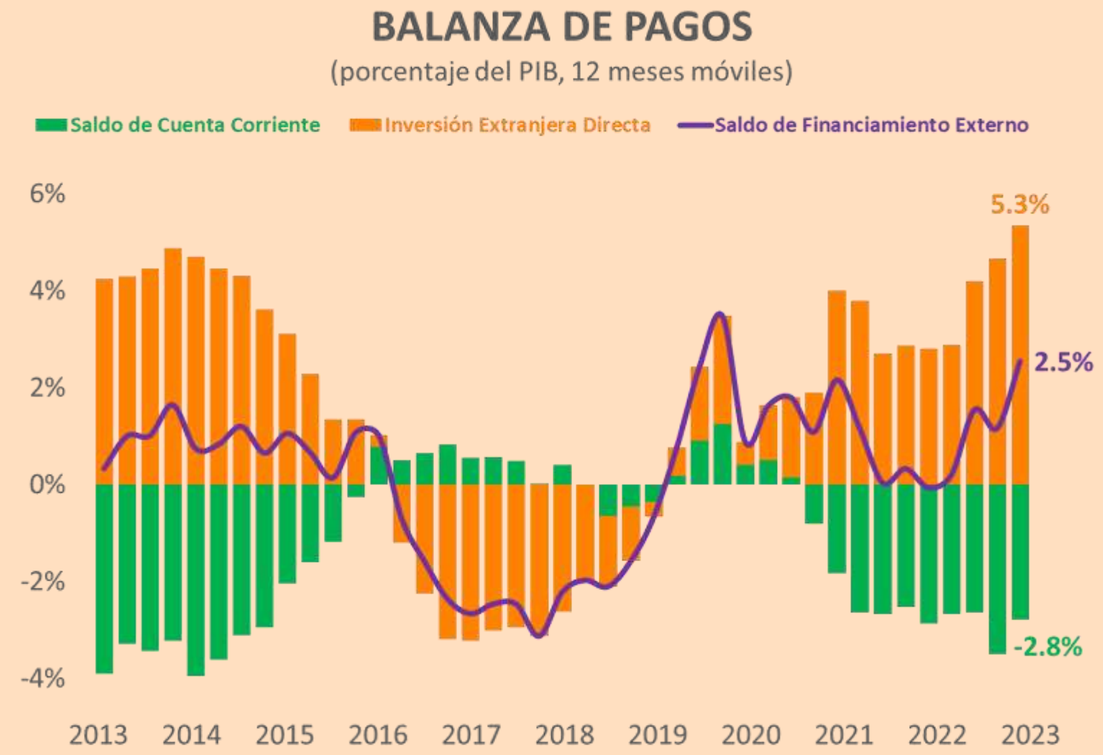
BCU baja la tasa de interés y política monetaria será neutra en 2024.



Fuente: BCU, BEVSA y estimaciones CED desde ago-23 en adelante.

- **Recorte de tasas de interés sería de 200 pbs en 2023**.
- Política monetaria aún es contractiva pero tenderá a ser neutra en 2024.
- **Gestión inflacionaria mejoró sustancialmente desde 2020:** Uruguay dejó de ser el peor de la clase en Latam en materia inflacionaria.
- **Efecto de la baja de la tasa en el tipo de cambio nominal es muy acotado.**
- **Política monetaria** reforzó apreciación real pero **no generó movimientos espurios en el mercado de divisas**.

Apreciación cambiaria tuvo lugar por ingreso genuino y masivo de dólares.



Fuente: BCU (datos hasta el primer trimestre de 2023).

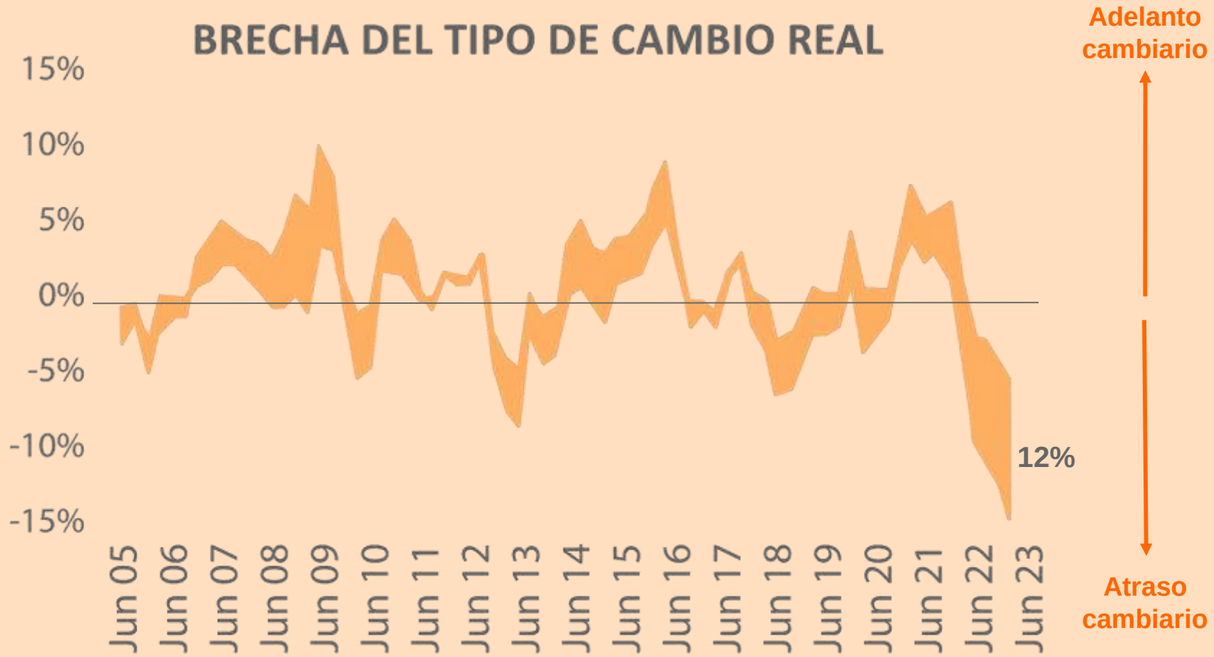
Inversión Extranjera Directa
USD 4.000 millones

Exportaciones de bienes
USD 14.200 millones

Turismo receptivo
USD 3.000 millones

Exportaciones de servicios no tradicionales
USD 3.100 millones

Desalineamiento cambiario preocupa pero no son los 90s.

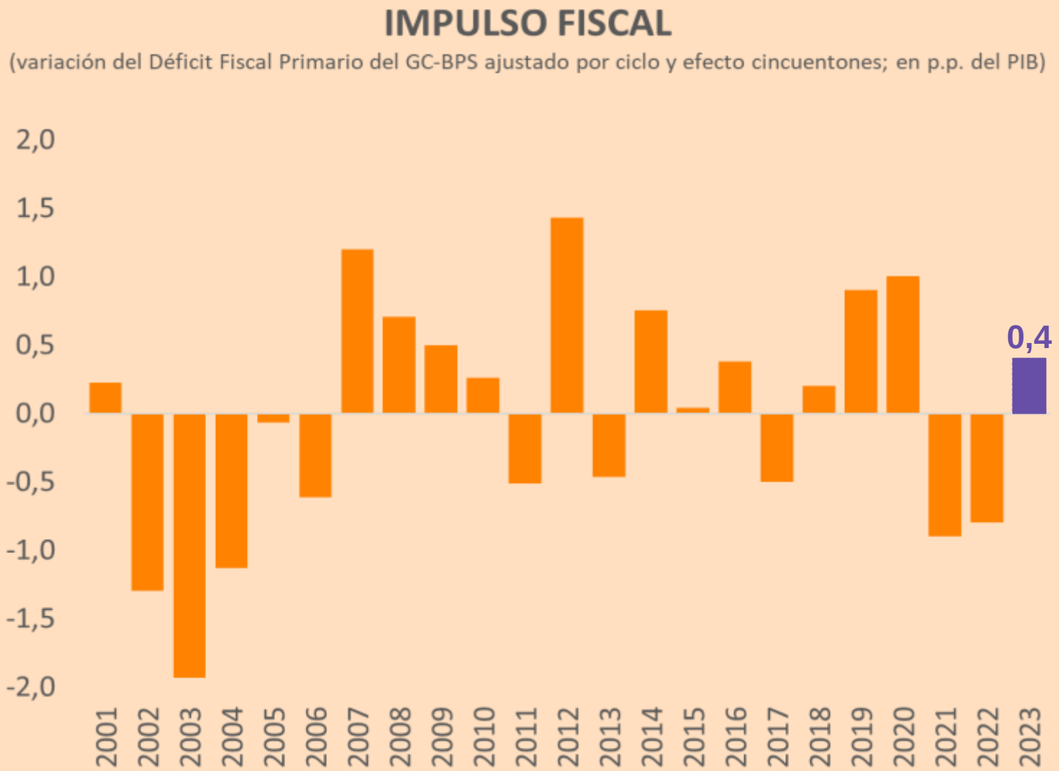


Fuente: BCU (extraído del Informe de Política Monetaria del segundo trimestre de 2023).

- **Comparación del TCR con el promedio histórico aporta poca información** porque los fundamentos de la economía han cambiado en las últimas décadas.
- **Mercado laboral, IED y cuenta corriente "resilientes" al desalineamiento**.
- Situación no es comparable al período pre 2002:

  Tipo de cambio: flotación
  Deuda: parcialmente desdolarizada
  Resto del mundo relevante: China y EEUU
  Sistema financiero: sólido
  Políticas macro: regla fiscal y manejo de TPM

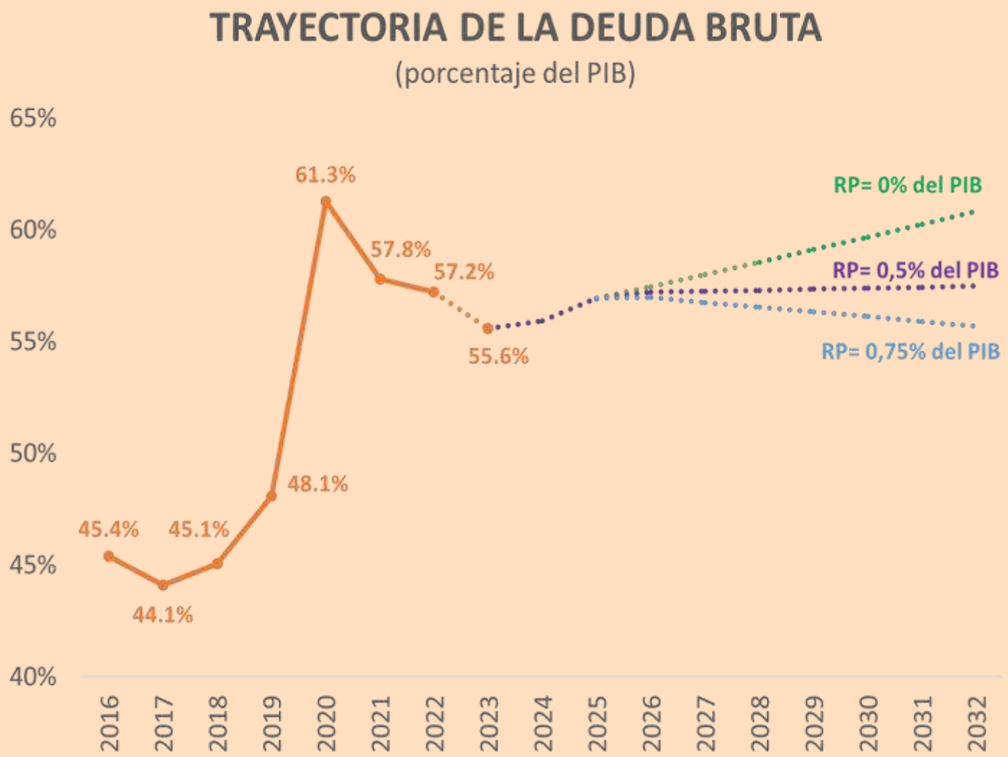
¿Cuál es la instancia de la política fiscal?



Fuente: Estimaciones propias en base a MEF y BCU.

- **Política fiscal ha sido inequívocamente contracíclica: expansiva en 2020 y contractiva en 2021-22**.
- **En 2023, será levemente expansiva** con deterioro del resultado fiscal estructural (RFE): ¿contracíclica?
- **Mejoras históricas del grado inversor y bajo riesgo país** son elementos indiscutibles de la nueva regla fiscal.
- **Desafío está en evitar deterioro adicional del RFE en año electoral y continuar reforzando la institucionalidad.**

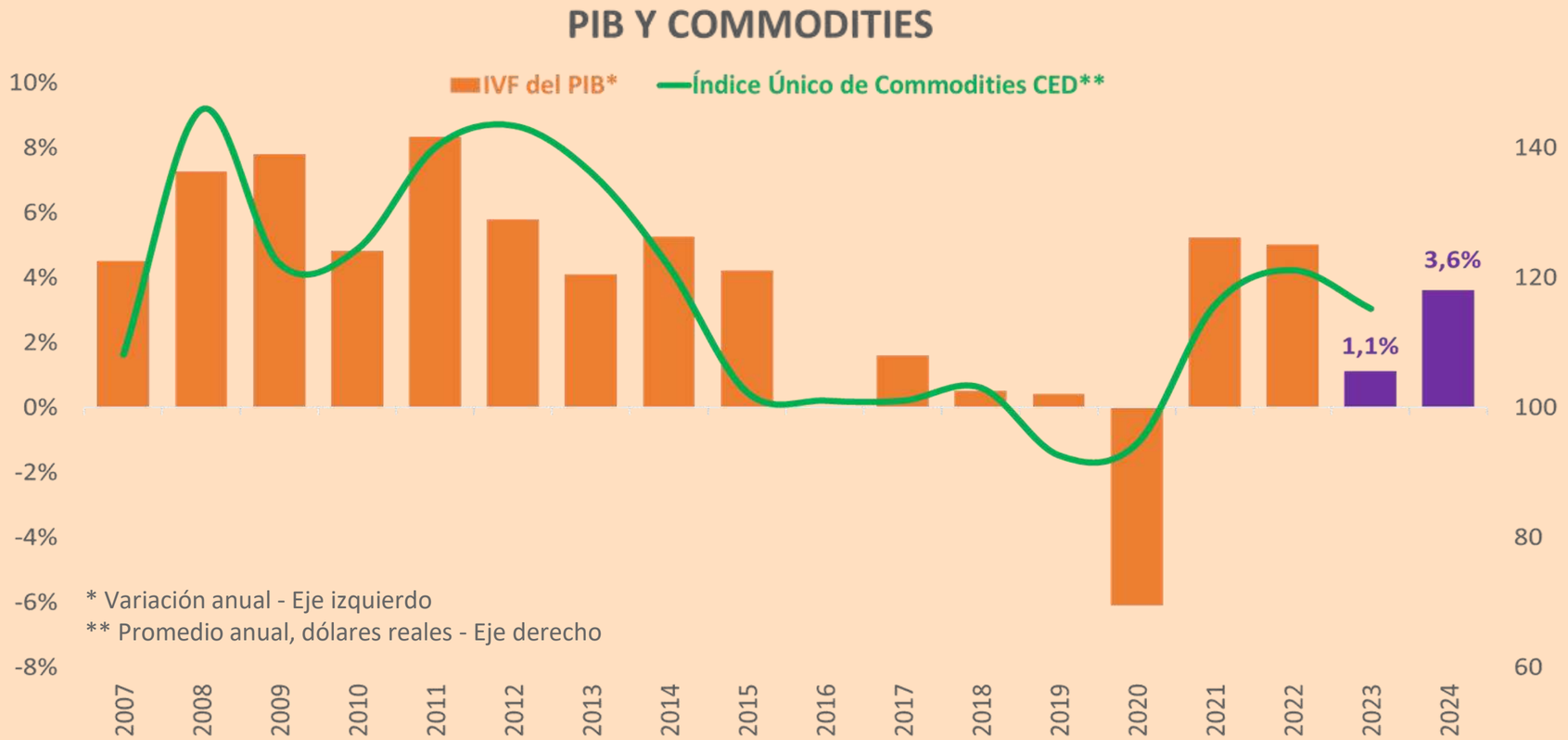
Disminución de la deuda/PIB es transitoria por apreciación del TCR.



Fuente: MEF y estimaciones propias desde 2023 en adelante.

- Trayectoria de la **deuda en 2022-23 está afectada positivamente por la caída del tipo de cambio real**.
- **Para estabilizar deuda/PIB en mediano plazo se requiere un superávit primario estructural de entre 0,5% y 0,75% del PIB.**
- Uruguay debe aspirar a alcanzar tres escalones por encima del grado inversor y para ello es clave converger hacia un nivel de deuda más bajo, en línea con países con similar calificación crediticia.

Uruguay mantiene dependencia de los ciclos externos.



Fuente: BCU, Bevsa, FMI, FRED, INAC, INALE, INE, MEF, Uruguay XXI.

En resumen…

- **Señales desde el resto del mundo son mixtas**: EEUU mejor a lo esperado y en China recuperación es débil; mejora moderada de condiciones financieras pero impactos a la baja en precio de los commodities.
- **Región positiva por Brasil y negativa por Argentina:** inestabilidad nominal de Argentina genera afectación en la frontera y desvío de consumo desde todo el país. Es conveniente internalizar los efectos como algo más duradero que transitorio.
- **Uruguay afectado por varios shocks y efectos transitorios:** debil demanda de China, brecha cambiaria con Argentina, sequía, parada de la refinería de ANCAP y fin de UPM 2.
- **Crecimiento moderado en 2023 (1,1%) y rebote en 2024 (3,6%)** impulsado por consumo privado e inversión pública-privada.
- **Mercado laboral, cuenta corriente y inversión extranjera directa muestran "resiliencia"** a los shocks y el desalineamiento cambiario estimado por el BCU entre 10% y 15%.
- **Inflación cerrará 2023 dentro del rango meta:** hay motivos externos e internos para pensar que la inflación encontrará un nuevo nivel entre 4,5% y 6%. Desafío estará en bajar "escalón" expectativas y convalidar menores ajustes nominales de salarios.
- **Política fiscal dejó de ser contractiva y es moderadamente expansiva en 2023:** desafío está en evitar deterioro adicional de las cuentas públicas en el año electoral.

¡Muchas gracias!

Descargá la presentación
e informe completo
en nuestra página web

www.ced.uy

Seguinos en la redes:

@ceduruguay

Centro de Estudios para el Desarrollo

@ced_uy

@ceduruguay