

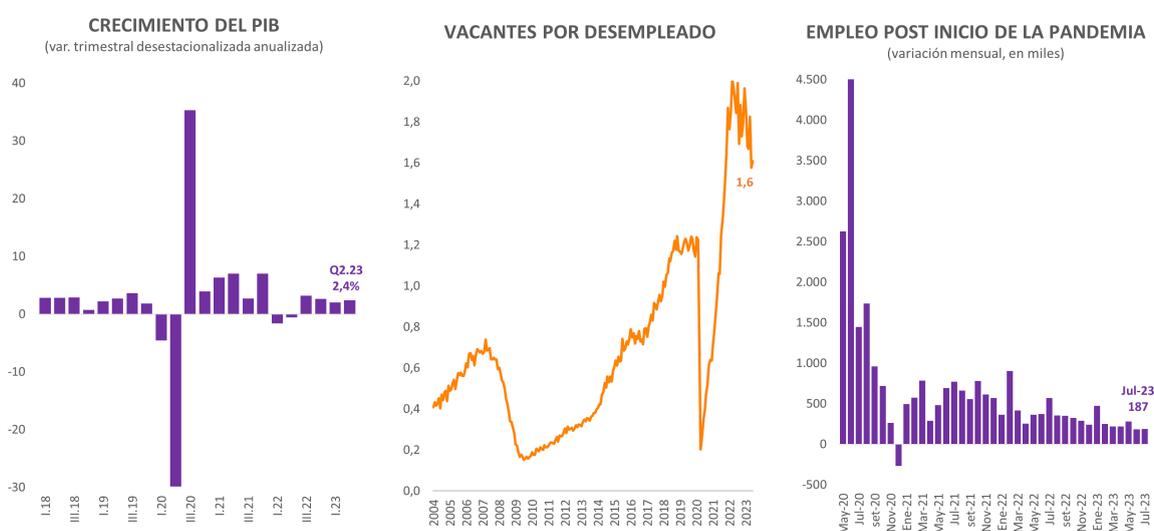


## 1. Escenario externo: señales mixtas para Uruguay.

El contexto externo redujo su sesgo desfavorable en los últimos meses, consolidándose una menor probabilidad sobre escenarios de cola negativos para la economía global en 2023 y 2024. De acuerdo con el informe de Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés), **el Fondo Monetario Internacional (FMI) corrigió al alza su perspectiva de crecimiento global para 2023 desde 2,8% en abril a 3,0% en julio, mientras que mantuvo su estimación para 2024 en 3,0%**. Ello está respaldado por cierta mayor resiliencia de los sectores de servicios, en detrimento de los manufactureros y el comercio de bienes. No obstante, en perspectiva, el crecimiento esperado para el bienio es bajo respecto a la media anual histórica (3,8% entre 2000 y 2019).

En el caso de **Estados Unidos, se han disipado los riesgos de recesión o estanflación en el corto plazo**, tal como sugerían algunos análisis a fines de 2022.

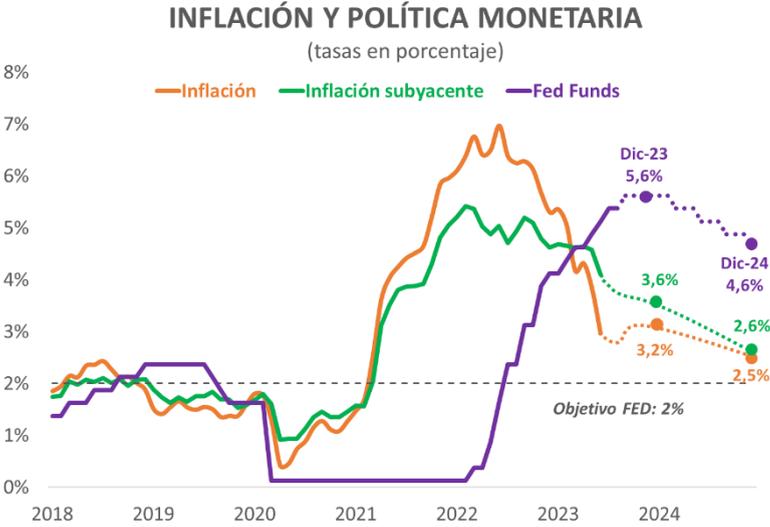
Por un lado, los datos observados del primer y segundo trimestre y estimaciones a tiempo real para el tercero (como las implícitas en el *nowcast* de la FED de Atlanta), suponen un rango de crecimiento moderado de entre 1,5% y 2,5% para 2023, abonando la teoría de un aterrizaje suave de su economía. Ello, sumado a un mercado laboral que se encuentra aún robusto y tirante. Lo sugieren las sorpresas positivas en los datos de creación de empleo (con clara tendencia de desaceleración suave), la baja tasa de desempleo (3,5%) y la históricamente alta relación entre desempleados y vacantes (en torno a 1,6).



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED).

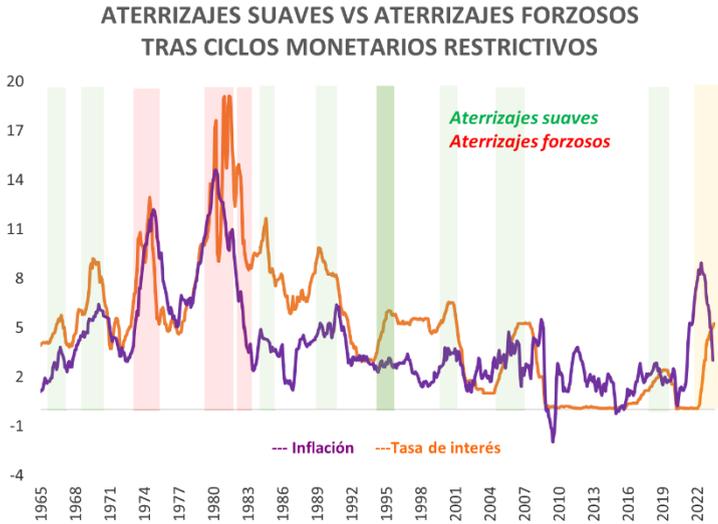
Por otro lado, el escenario de desinflación se consolida a diferentes velocidades. La inflación general cede con mayor fuerza por la reversión del shock al alza en los precios de la energía y los alimentos tras la invasión de Rusia a Ucrania en 2022. Mientras tanto, la dinámica de la inflación subyacente, que se enfoca en la evolución del precio de los servicios, aún aporta dudas sobre si efectivamente la desinflación convergerá al objetivo de 2% anual, o en su defecto, Estados Unidos convivirá por un tiempo con niveles (¿tolerables?) del 3%-4%.

Por su parte, los episodios de stress en el sistema bancario de marzo y abril fueron más bien acotados y puntuales, sin alternar la estabilidad financiera. A ello se le suma la aprobación de una salida consensuada para elevar el techo de la deuda.



Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED).

Con todo, el escenario base incorporado en las expectativas del mercado supone un cambio en el sesgo de la política monetaria (con una pausa en el último trimestre de 2023 y posterior descenso a partir de la segunda mitad de 2024 de la tasa de interés) por parte de la Reserva Federal (FED), aunque cierta mantención de la etapa contractiva por algún tiempo más, conforme un proceso desinflacionario que no está exento de riesgos y será más data dependiente de lo habitual.



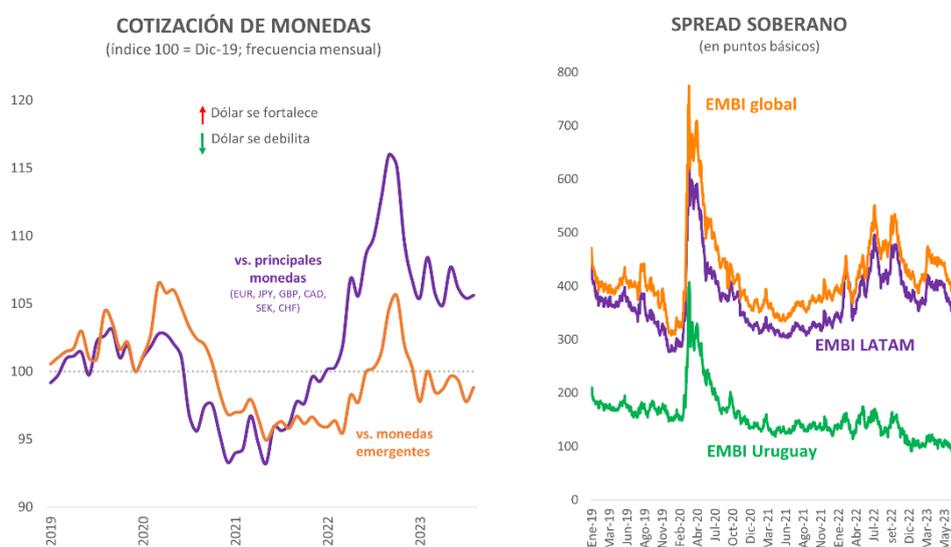
Fuente: FRED y Landings hards and soft: The FED 1965-2020 (A. Blinder)

Hasta el momento, pese a que la FED subestimó el problema en 2021, el ratio de sacrificio de la suba de la tasa de interés en términos de actividad y desempleo parece más bien bajo, con expectativas de inflación ancladas y las externalidades de la ganancia de credibilidad experimentada a lo largo de las

últimas décadas. De hecho, un trabajo de Alan Blinder (ex vicepresidente de la FED entre 1994-96) presentado hace algunos meses, argumentó que los casos de éxito de desinflación de la FED en los últimos cincuenta años habían sido más bien la regla que la excepción.

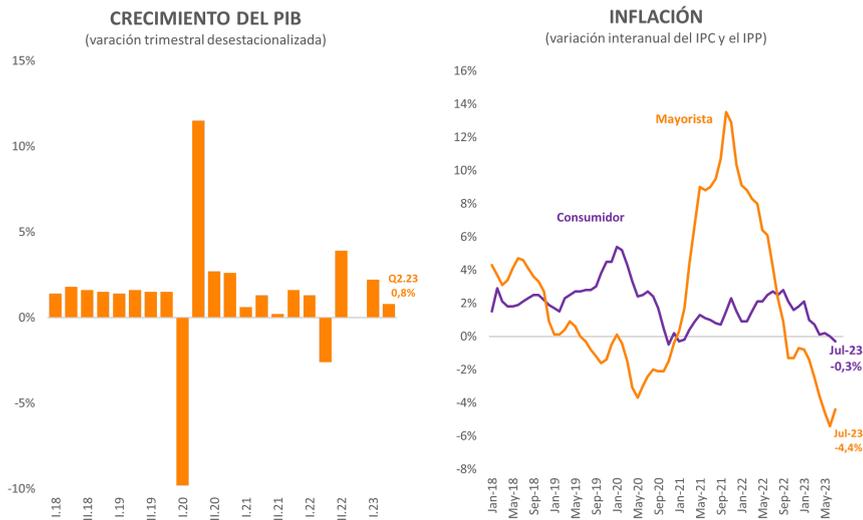
En este escenario, desde octubre de 2022 ha tenido lugar un incremento de los precios de los activos y el descenso de los niveles de volatilidad medidos a través del índice VIX, indicadores coincidentes con un contexto de menor riesgo, dando lugar a que “lo peor habría pasado”. Ello es consistente, como se ha observado, con cierta debilidad del dólar en el mundo (excepto versus el yuan), y mejores condiciones financieras para países emergentes (principalmente con fundamentos macro sólidos) dado el inminente fin al ciclo de suba de tasas y la disminución de los spreads soberanos.

Es importante mencionar que entre mediados de 2021 y setiembre de 2022, la relativa apreciación del dólar respecto a las principales monedas de países desarrollados fue mucho más pronunciada que respecto a las monedas emergentes y en particular las monedas latinoamericanas. Ello respondió a las mejoras de los términos de intercambio y la recepción de flujos de capitales que estas experimentaron en la fase de recuperación post-pandemia.



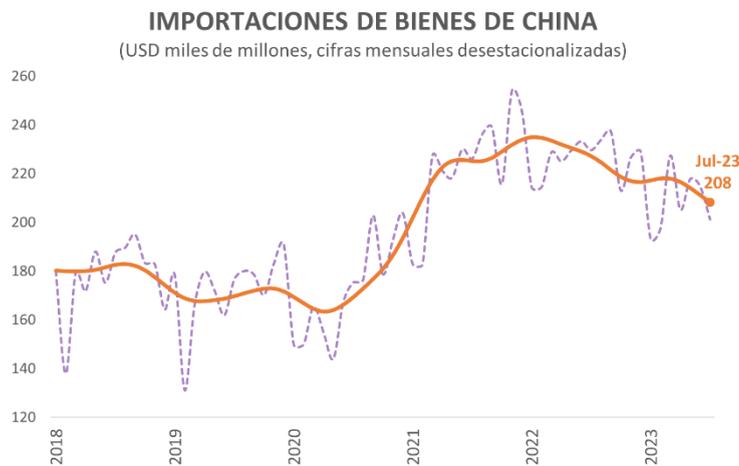
Fuente: JP Morgan e Investing.

**En el caso de China, los datos del segundo trimestre no confirmaron el buen desempeño observado en el primero.** La economía creció apenas 0,8% trimestral respecto a los primeros tres meses del año (equivalente a una tasa anualizada de 3,2%). Se observó cierta debilidad de la demanda interna y una agudización de las dificultades en su sector inmobiliario, lo cual derivó en presiones deflacionarias a nivel mayorista y minorista. Esto último representa un factor que contribuye a la desinflación global, pero es una señal de debilidad para la demanda externa.



Fuente: Investing.

En este sentido, la intensa depreciación del yuan (a contramano de la mayoría de las monedas), la caída en el margen en el precio del cobre (indicador líder de su actividad industrial y comercio de bienes con el resto del mundo) y la caída de las importaciones de bienes son señales sugerentes con un crecimiento más débil.



Fuente: Estadísticas de Aduana de China.

Asimismo, es atendible la distinción entre lo cíclico y lo tendencial. En tendencia, por razones demográficas y de cambios en su modelo de crecimiento (más intensivo en consumo), el mismo converge a una tasa más baja (en un rango de 4% - 5%) que en los años previos a la pandemia. En el ciclo, China tiene capacidad para apuntalar políticas de demanda expansivas, que le permitan alcanzar un crecimiento superior al 5%. De hecho, ha comenzado a flexibilizar sus políticas fiscales y monetarias con ese fin, aunque su potencia no es igual a otros períodos precedentes. En esta línea, el FMI espera un crecimiento de 5,2% en 2023 (con cierto efecto de rebote por el bajo nivel de 2022) y convergencia a 4,5% en 2024.

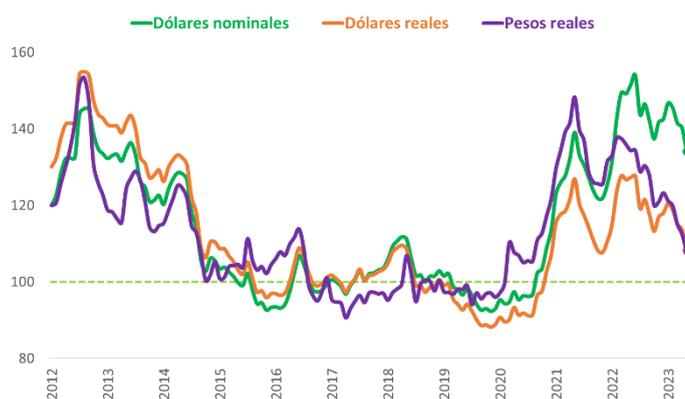
Lo anterior es consistente con un escenario donde la demanda externa para países agroexportadores debería experimentar cierta recuperación en los últimos meses de 2023 en comparación con los volúmenes comercializados en igual período de 2022, aunque muy por debajo de los niveles de 2021.

Por su parte, en un escenario de recuperación cíclica sinuosa y crecimiento estructural más bajo, es esperable cierta normalización, como se ha visto, de los precios de las materias primas relevantes para Uruguay, revirtiéndose un ciclo alcista que la pandemia impulsó y la guerra reafirmó; siendo un elemento adicional de desinflación en el mundo. ¿Hacia qué niveles?

En términos nominales, los precios se ubican muy por encima del promedio del quinquenio 2015-19 (+34%), aunque dado la alta inflación del dólar, en términos de poder adquisitivo, la brecha es menor (+8%). Por su parte, considerando los precios en pesos deflactados por IPC de Uruguay, el efecto a la baja observado en los últimos meses fue más pronunciado por la apreciación del tipo de cambio real y la brecha respecto a los valores de 2015-2019 también es de 8%. Ello supone que la ecuación de costos relevantes para el sector agroexportador (insumos en dólares y costos locales en pesos) se ha visto deteriorada por ambos lados.

#### ÍNDICE ÚNICO DE COMMODITIES PARA URUGUAY (IUCU)

(índice 100 = promedio 2015-2019\*)



Fuente: Elaboración propia en base a INALE, INAC, FMI, FRED y Uruguay XXI.

(\*) Índice ponderado incluye arroz, carne bovina, celulosa, lácteos, madera, soja y trigo.

De este modo, **las señales del escenario extrarregional son mixtas: moderada mejora en las condiciones financieras pero mayor debilidad de la demanda externa y menores precios de las materias primas.** En el fondo, ni 2022 fue extremadamente positivo ni 2023-24 terminará será extremadamente negativo. No obstante, en el balance de riesgos existen algunos elementos que podrían cambiar las condiciones repentinamente tales como una intensificación de la guerra entre Rusia y Ucrania, sorpresas negativas en el proceso de desinflación, mayores episodios de stress bancario en Estados Unidos o una desaceleración más pronunciada de la economía china.

Conjeturando, en una mirada hacia adelante, parecen existir mayores fundamentos para una reversión del ciclo que comenzó en 2020, que para su continuidad. Aunque, la ocurrencia de cisnes negro como la pandemia, shocks de magnitud como fue la Gran Crisis de 2009-09 o eventos geopolíticos, los pueden hacer cambiar drásticamente. En este caso, la diferencia podría estar en que, las fragilidades estructurales de la economía pre-pandemia (bajo crecimiento potencial, altos niveles de deuda

soberana y corporativa, desigualdades e inequidades sociales, escasez alimentaria, cambio climático, etc) lejos de resolverse, se agudizaron.

## 2. Escenario regional: Brasil mejor, Argentina peor (¿y rebote?).

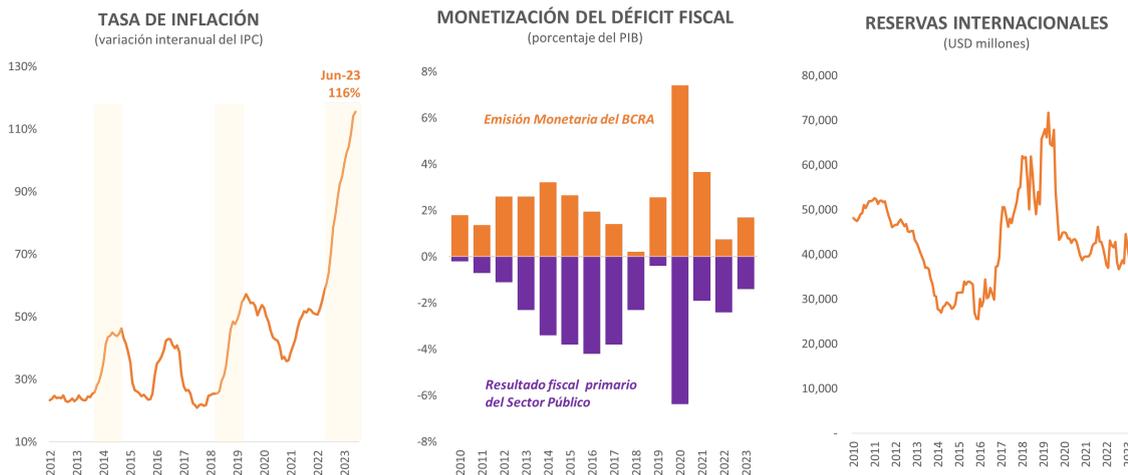
En lo regional, por el lado de **Brasil**, el escenario ha ido cambiando desde **neutral a positivo dada su reactivación y la apreciación del real**. Las expectativas de crecimiento para 2023 se han corregido al alza en 1,3 p.p. desde marzo, en sintonía con una política monetaria exitosa en su proceso de desinflación y un nuevo marco fiscal que ha sido bien internalizado por el mercado. Asimismo, el rally de precios de los activos y la intensa apreciación del real suponen una buena evaluación de la gestión económica del nuevo gobierno, en tanto mantuvo, en lo sustancial, las reformas pro-mercado de sus antecesores. Ello constituye una señal positiva para la demanda externa desde el vecino norteamericano, quién se ubica transitoriamente como el principal destino de las exportaciones de bienes uruguayas hacia el resto del mundo (tras la reducción de la demanda china).



Fuente: BCB y encuestas de expectativas de mercado.

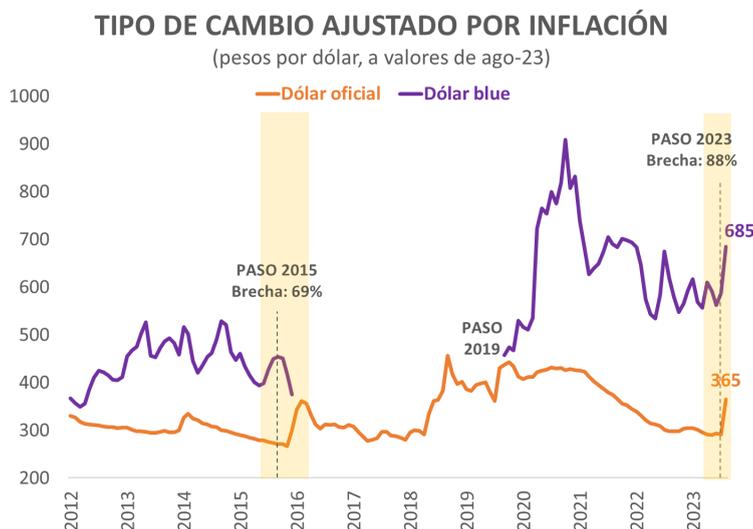
Por otro lado, **casi como un calco de 2015 y 2019, Argentina llega al ciclo de elecciones presidenciales 2023 con importantes desequilibrios macroeconómicos**: caída en el nivel de actividad, financiamiento monetario del déficit fiscal, inflación crónica (aquí la innovación es que superó los dos dígitos), escasez de reservas internacionales, sin acceso al mercado internacional de deuda, múltiples tipos de cambio y distorsión de sus precios relativos. También con un importante rally de los precios de los activos locales, augurando un cambio de ciclo. ¿Cuánto de ello es expectativa y cuánto responde a fundamentos?

Las elecciones PASO del 13 de agosto determinaron un escenario de tercios, generándose mayor incertidumbre de cara a la primera vuelta de octubre. Ello supone en el corto plazo un mayor aumento de las variables nominales.



Fuente: INDEC, IPC San Luis, BCRA, Ministerio de Economía de Argentina.

En este escenario surgen varias interrogantes y conjeturas. En primer lugar, **¿Argentina logrará encausarse?** A diferencia de las anteriores oportunidades, el nivel de punto de partida de los desequilibrios es peor y por tanto el espacio para comenzar a resolverlos es mayor. La (buena) gestión macroeconómica es condición necesaria: un plan de estabilización creíble que combine un ancla nominal (el tipo de cambio) y real (un ajuste fiscal), tras una unificación del mercado cambiario y un reacomodo de los precios relativos de las tarifas. Pero no suficiente: dependerá de la gobernabilidad que tenga el nuevo presidente para llevar adelante reformas pro crecimiento, la relación de fuerzas en el Congreso, la economía política del ajuste y su timing de aplicación con elecciones de medio término en dos años. También del viento externo, que puede dificultar aún más este proceso.



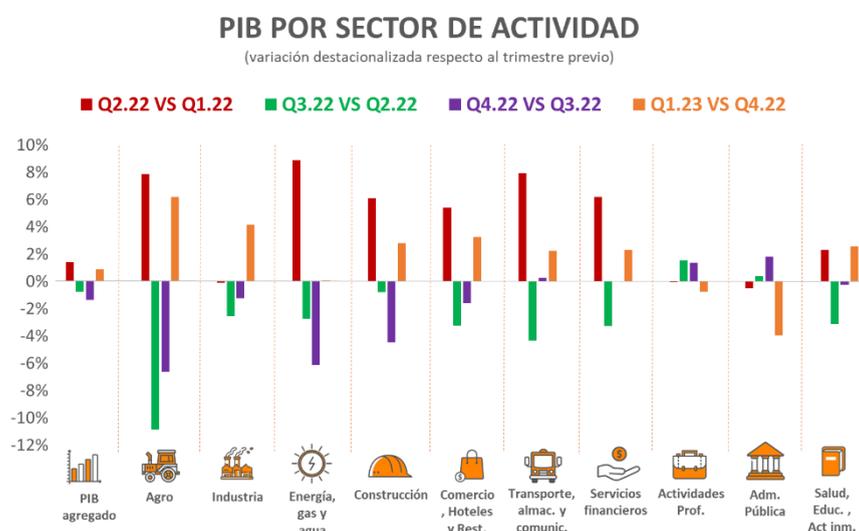
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, IPC San Luis, BCRA, y Ámbito Financiero.

En segundo lugar, suponiendo que los precios de los activos anticipan una reactivación y las políticas logran cierto éxito, **¿se reducirá la brecha de precios relativos con Uruguay?** Probablemente la diferencia excepcional que hizo transables a los no transables se aminore, pero hay que internalizar que el vecino será significativamente una economía más empobrecida y barata. Actualmente, el PIB per cápita de Uruguay es 40% superior al del Argentina cuando hace 12 o 15 años era similar.

### 3. Uruguay: entre shocks y resiliencia.

En los últimos meses, la economía uruguaya ha estado afectada por shocks heterogéneos. Primero, la debilidad de la demanda de China y la reversión del ciclo de precios de los commodities. Segundo, la inestabilidad nominal de Argentina y la diferencia de precios relativos. Tercero, la sequía y su impacto en la producción agropecuaria, la generación de energía y el consumo metropolitano de agua potable.

En el primer trimestre, la economía uruguaya dejó atrás la fase de contracción observada en el segundo semestre de 2022. El PIB desestacionalizado creció 0,9% respecto al trimestre previo, observándose crecimientos generalizados tanto desde el punto de vista sectorial como desde los componentes de la demanda agregada.



Fuente: Elaboración propia en base a BCU.

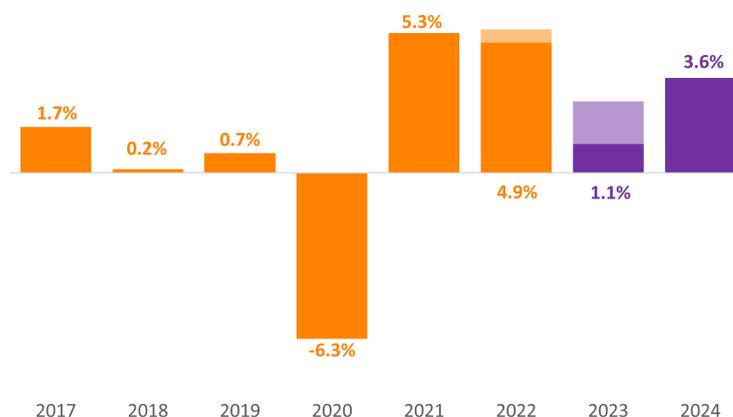
En el segundo trimestre, la actividad habría sufrido una pequeña contracción debido al impacto de la sequía en la cosecha de soja (que se estimó en aproximadamente un tercio de lo que fue en la zafra 2021-22), el menor consumo asociado a servicios del agro y la disminución de las exportaciones de bienes medidos en volumen (con particular afectación en la carne bovina y la soja).

En el segundo semestre del año, se espera un mayor dinamismo de la actividad en sintonía con un crecimiento sostenido del consumo privado y la dinámica positiva de la inversión pública y privada, a pesar del fin de las obras de UPM 2 y su infraestructura conexas. Ambos factores apuntalarán el crecimiento en 2023 y 2024.

De esta forma, en el promedio de 2023, estimamos un crecimiento moderado de 1,1%. En este sentido, la sequía le restó 0,5 p.p. al crecimiento de 2022 y le restaría 1,6 p.p. al de 2023. Por su parte, en 2024 se espera un rebote de la actividad con un crecimiento esperado de 3,6% tras la reversión del shock de oferta de la sequía y cierta normalización de la demanda de China.

## CRECIMIENTO REAL DEL PIB

(variación anual del IVF)



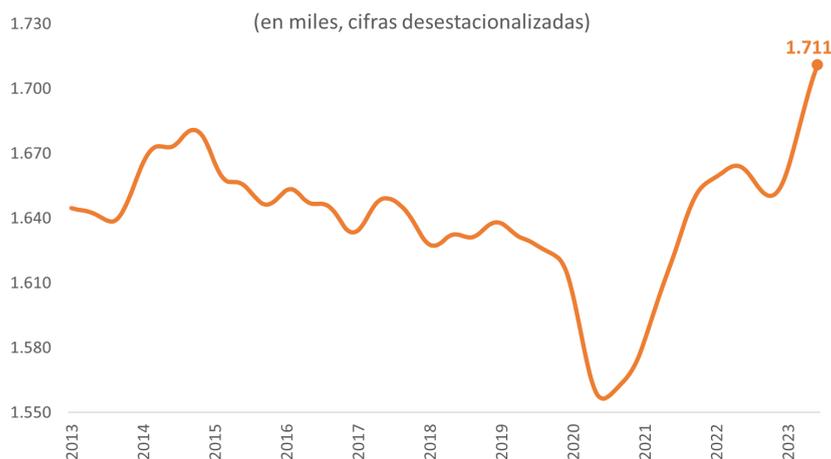
Fuente: BCU y estimaciones propias 2023 y 2024.

Finalmente, es importante notar que el impacto del cierre previsto para la refinería de ANCAP restará aprox. 0,4 p.p. del PIB entre 2023 y 2024, aunque sus impactos dependerán de su posible retraso en el inicio de las obras (previstas a partir de setiembre) y/o una mayor extensión respecto de lo contemplado (un trimestre) por conflictos sindicales.

Por otro lado, **el mercado de trabajo continúa mostrando señales de dinamismo desde el cuarto trimestre de 2022, tanto en la creación desestacionalizada de empleo como en el aumento de la participación laboral superando los niveles pre-pandemia.** Al respecto, el número de ocupados alcanzó niveles históricamente elevados en valor absoluto, superando el millón setecientas mil personas con trabajo. De este modo, no sólo se recuperó la totalidad del empleo perdido durante la pandemia (60 mil) sino que más que se compensó la pérdida de puestos de trabajo acaecida en el quinquenio previo (53 mil).

## NÚMERO DE OCUPADOS

(en miles, cifras desestacionalizadas)

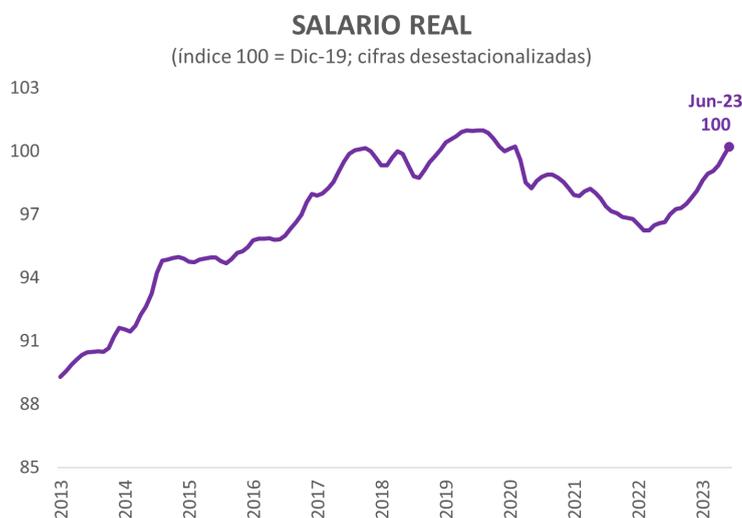


Fuente: Elaboración propia en base a INE.

En 2021-22, la creación de empleos se concentró mayoritariamente en los sectores de servicios y la construcción. Asimismo, se observaron cambios en su composición, con un sesgo favorable en el interior del país, hacia ocupaciones de mayor calificación, de relativo mayor nivel educativo y menores niveles de informalidad.

Mientras tanto, en 2023, se recuperaron empleos en rubros intensivos en mano de obra como la industria, el comercio y el transporte tras procesar ajustes de productividad en los años previos. Asimismo, el desempleo se ubica en torno al 8% y la tasa de desempleo ampliado (U-6) alcanza el 17% de la PEA.

Por su parte, **el salario real comenzó su fase de recuperación en el segundo semestre de 2022**, y dado la desinflación observada en los últimos meses, los elevados incrementos nominales (en torno a 10,5%) y los correctivos por inflación de la 9na ronda de negociación salarial, **se ubica en términos desestacionalizados muy próximos a los niveles de fines de 2019.**



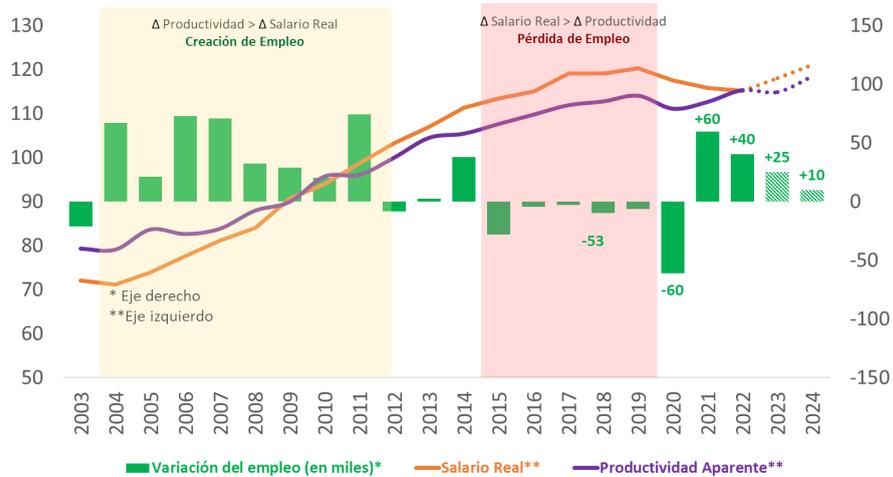
Fuente: Elaboración propia en base a INE.

En este escenario, es más que plausible el cumplimiento del compromiso del gobierno de recuperar al final del período la totalidad del salario real perdido durante la pandemia, el cual se vio postergado por la sorpresa inflacionaria derivada de la invasión de Rusia a Ucrania. Ello será generalizado a todos los sectores de actividad, con excepción de los rubros vinculados al turismo (hotelería, gastronomía) y algunas actividades fuertemente afectadas por la crisis sanitaria. A su vez, ello derivará en una recuperación real de las pasividades en 2023 y 2024.

En este sentido, es importante mencionar que **en los últimos años se habría observado cierta corrección del desvío entre los niveles productividad aparente de la economía y la evolución de los salarios reales.** Al respecto, la caída moderada (en torno a 4 p.p.) del salario real entre 2020 y 2022 derivada de un acuerdo tripartito y a razón de un contexto macroeconómico particular, posibilitó una recomposición de los márgenes de rentabilidad de muchas empresas; lo que a la postre posibilitó la recuperación del empleo como se ha observado hasta el momento.

## PRODUCTIVIDAD VS SALARIOS REALES

(índice 100 = promedio 2003-2022)

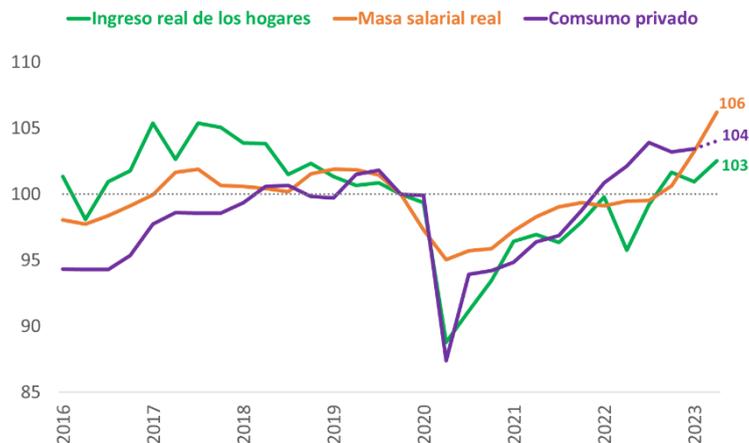


Fuente: Elaboración propia en base a INE y BCU.

Con todo, **la masa salarial también alcanzó niveles históricamente elevados y crece al influjo del empleo y la recuperación salarial, contribuyendo a una mejora sustantiva en el ingreso de los hogares.** Ello junto a la debilidad del tipo de cambio, impulsará el consumo de los hogares, componente del PIB más rezagado en la recuperación post-pandemia.

## INDICADORES DE CONSUMO

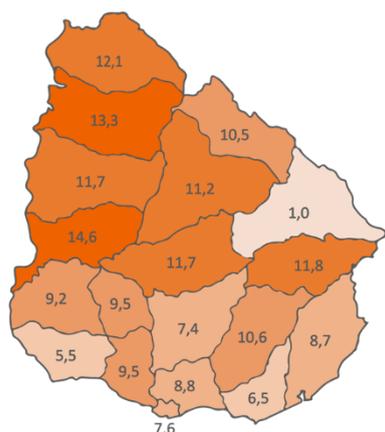
(índice 100 = Q4.19)



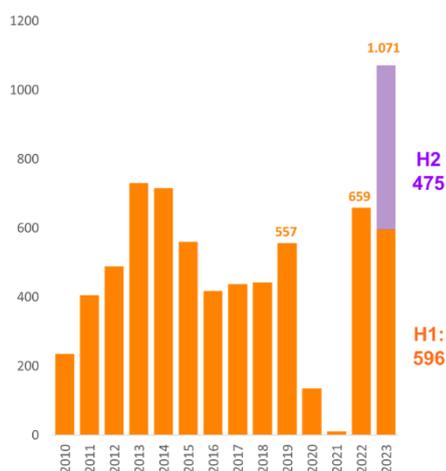
Fuente: Elaboración propia en base a INE y BCU.

No obstante, **una parte de ese incremento del consumo se "fuga" hacia Argentina dado el aumento del poder adquisitivo de los uruguayos en el vecino país.** Ello ya no sólo se observa a nivel fronterizo sino desde todo el resto del país (con afectación en las tasas de desempleo en los departamentos del litoral), constituyendo una fuente de dificultad para el comercio formal en rubros como supermercados y farmacias.

**TASA DE DESEMPLEO POR DPTO**  
(porcentaje de la PEA; abr.23-jun.23)



**GASTO DE URUGUAYOS EN ARGENTINA**  
(en USD millones corrientes)



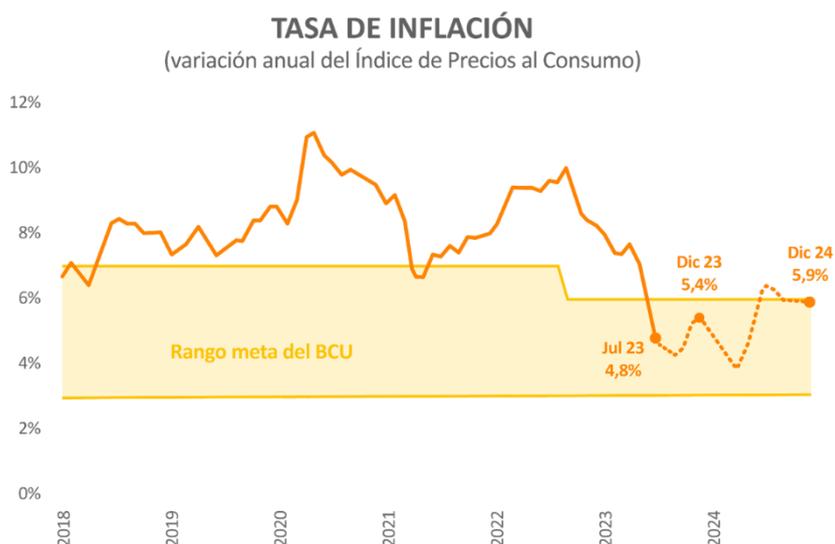
Fuente: INE y Ministerio de Turismo.

Para contextualizar, el gasto de uruguayos en Argentina alcanzó solamente en el primer semestre de 2023 los USD 596 millones, apenas USD 63 millones por debajo de lo observado en todo el 2022. De hecho, bajo un supuesto conservador que considere que el gasto del segundo semestre se mantenga constante respecto a igual período del año anterior, se superarían los USD 1.000 millones en 2023, un 50% más en términos reales que en 2019. La contracara está en la recaudación impositiva que se resiente, incluso algo más allá de lo que sugeriría la desaceleración cíclica observada desde mediados de 2022. De hecho, en 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).

Este desvío de consumo hacia Argentina también quita “presión” a los precios domésticos. En este sentido, en línea con otros países de la región y el mundo, **Uruguay ha experimentado un importante proceso de desinflación desde 10% en setiembre de 2022 a 4,8% en julio de 2023** para el caso de la inflación general y subyacente, su menor valor desde noviembre de 2005.

Ello se debe principalmente a tres factores adicionales. En primer lugar, la desinflación del componente transable dado la debilidad del tipo de cambio y la reversión de los precios internacionales de las materias primas. En segundo lugar, cierta moderación del componente no transable vinculado particularmente a los servicios locales. En tercer lugar, la reversión de precios de las frutas y verduras tras el shock de oferta derivado de la sequía en los primeros meses del año.

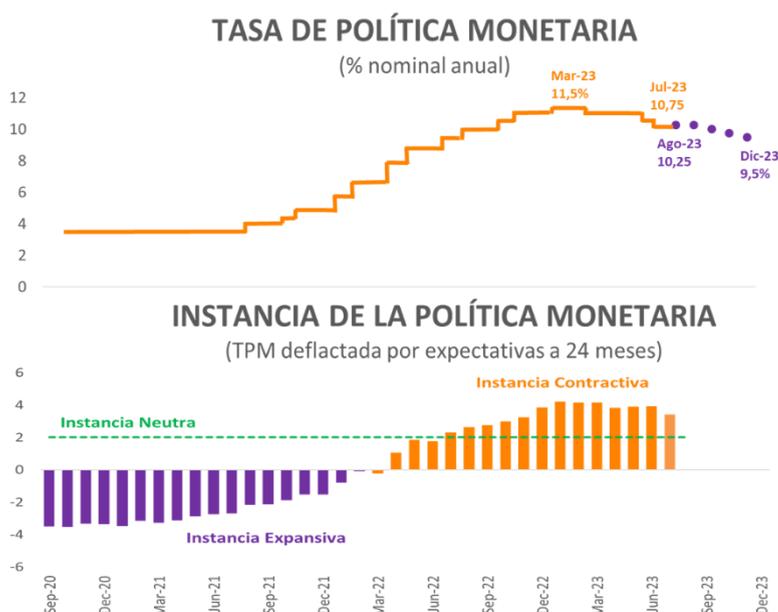
De este modo, nuestra estimación es que **la inflación cerrará 2023 dentro del rango meta (en 5,4%) por primera vez desde 2017**. La mayor interrogante estará en su “nuevo nivel”, esto es, si efectivamente la misma convergerá al 4,5%-6% o volverá a su mal llamada “zona de confort” entre el 7%-8%. Desde nuestro punto de vista, **existen fundamentos externos e internos para que la inflación permanezca en el rango meta la mayor parte de 2024**, cerrando en 5,9%. El mayor desafío estará en bajar un escalón las expectativas, convalidando menores ajustes nominales de precios y salarios en el futuro. De hecho, la inflación esperada por el gobierno para los próximos 12 meses (implícitas en las pautas salariales del sector privado) es de 7,1%, la cual podría verse sobrestimada a la luz de los desarrollos recientes. Ello debería abrir la posibilidad de una eventual redefinición de las pautas salariales, determinando ajustes nominales por inflación esperada más bajos respecto al escenario inicial.



Fuente: INE y estimaciones propias desde agosto de 2023.

Asimismo, las sorpresas desinflacionarias registradas en los últimos meses tienen efectos contrapuestos. Por un lado, aceleran la recuperación del salario real. Por otro lado, tensionan al alza la evolución del gasto público del gobierno en términos reales en 2023, revirtiendo parcialmente el efecto contrario derivado de las sorpresas inflacionarias de 2022.

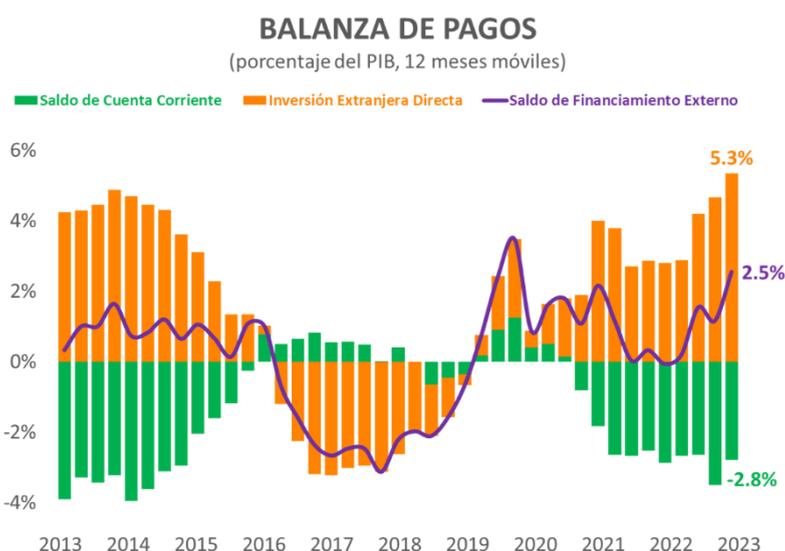
En este escenario de desinflación, disminución moderada de las expectativas y una brecha del PIB negativa por el shock de la sequía, el Banco Central del Uruguay (BCU) comenzó a disminuir la tasa de política monetaria (TPM) conforme sugiere una regla de política monetaria a la Taylor. Al respecto, según estimaciones propias, es esperable que 2023 cierra con una disminución de la TPM de 200 puntos básicos, desde su máximo valor nominal (11,5%) en marzo a 9,5%. De este modo, **si bien la instancia de la política monetaria se mantendría contractiva a lo largo de 2023, tendería a ser neutra en 2024.**



Fuente: BCU e INE. Estimaciones propias desde agosto de 2023.

Como sugiere la evidencia, **la disminución de la TPM ha tenido impactos acotados en el tipo de cambio nominal**, más aun, cuando la misma viene siendo internalizada en los precios de mercado (letras de regulación monetaria). Si bien la política monetaria contractiva reforzó la apreciación real, no generó comportamientos espurios en el mercado de divisas por parte de los principales agentes institucionales: AFAPs, bancos comerciales e inversores de activos financieros del gobierno. Así lo demuestran los datos de tenencia de LRM y Notas del Tesoro por parte de agentes no residentes, la participación en moneda extranjera de los bancos y la participación de activos en moneda extranjera del Fondo de Ahorro Previsional (FAP). A pesar de algunos análisis que lo sugerían, esto no tuvo lugar porque Uruguay no fue el único país que subió las tasas de interés y por tanto los diferenciales de tasas respecto a otros emergentes no fueron atractivos para este tipo de operaciones como en otras oportunidades (ej. 2016-17).

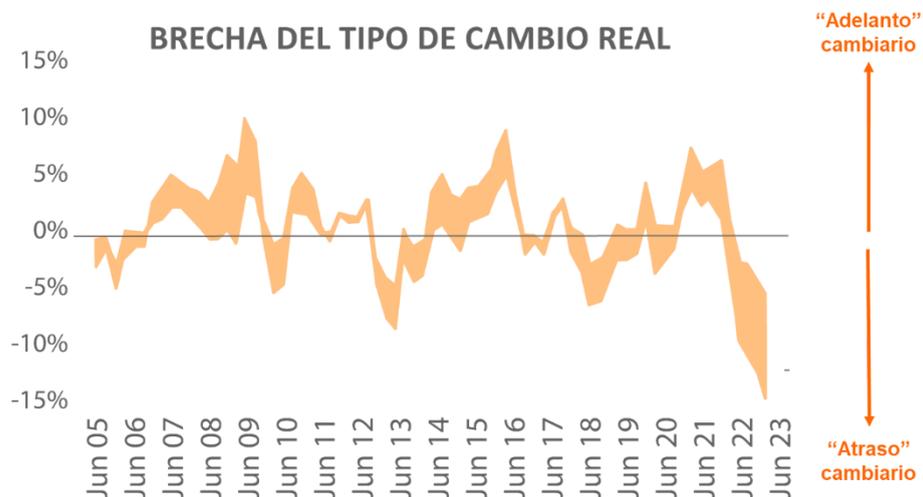
Más bien, **la apreciación del tipo de cambio real estuvo vinculada a fundamentos genuinos derivado de un masivo ingreso de dólares a la economía**. En primer lugar, la inversión extranjera directa (IED) más que compensó el déficit de cuenta corriente, generando un saldo de financiamiento externo de 2,5% del PIB en el año móvil a marzo de 2023. La IED se ubicó en niveles históricamente elevados de la última década (5,4% del PIB), mientras que la cuenta corriente si bien ha sido persistentemente deficitaria, se ha mantenido estable en términos del PIB (en torno a 3% del PIB).



Fuente: BCU.

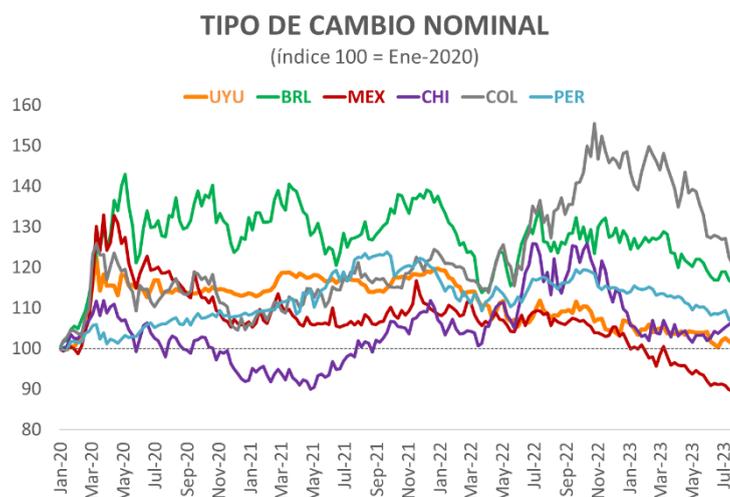
Por su parte, las exportaciones de bienes alcanzaron niveles elevados en perspectiva histórica, y se ubican un escalón por encima de los registros previos a la pandemia. A su vez, se destaca el excepcional dinamismo de las exportaciones de servicios no tradicionales que alcanzaron los USD 3.000 millones en 2022.

La medición del desalineamiento cambiario más genuina es respecto a sus fundamentos y no respecto a un promedio histórico, dado que estos cambian a lo largo del tiempo. En este contexto, **el tipo de cambio real tendió a ubicarse entre 10% y 15% por debajo de sus fundamentos**, según la amplitud de las estimaciones del BCU recogidas en su Informe de Política Monetaria (IPoM), **convalidando una situación de “atraso” cambiario desde mediados de 2022, tras un período de “adelanto” cambiario registrado en el bienio previo**.



En este contexto, **los datos del mercado laboral, la cuenta corriente y de inversión extranjera directa han mostrado “resiliencia” a los shocks y el desalineamiento cambiario.** No puede obviarse que el desalineamiento constituye una señal de preocupación para los sectores que venden al exterior y/o compiten con producción importada. Sin embargo, tampoco es válido augurar que se resuelva con una depreciación del tipo de cambio (vía intervenciones en el mercado) o una baja sustantiva de la tasa de interés por parte del BCU. En cualquier caso, no debería simplificarse la evolución del tipo de cambio real a las “ganancias” o “pérdidas” de competitividad, dado que se estaría subestimando la agenda de reformas pendientes sobre las que Uruguay necesita urgentemente actuar para mejorar sus condiciones de acceso y competencia en el mundo.

La tendencia del tipo de cambio nominal evolucionó en sintonía con el resto de monedas regionales, con excepción del primer semestre de 2022, período de fuerte crecimiento de las exportaciones. También se destaca la menor volatilidad relativa del peso uruguayo, en una región que tendió a deteriorarse y donde muchos países vieron rebajadas sus calificaciones crediticias o sufrieron ciertas situaciones de inestabilidad política.

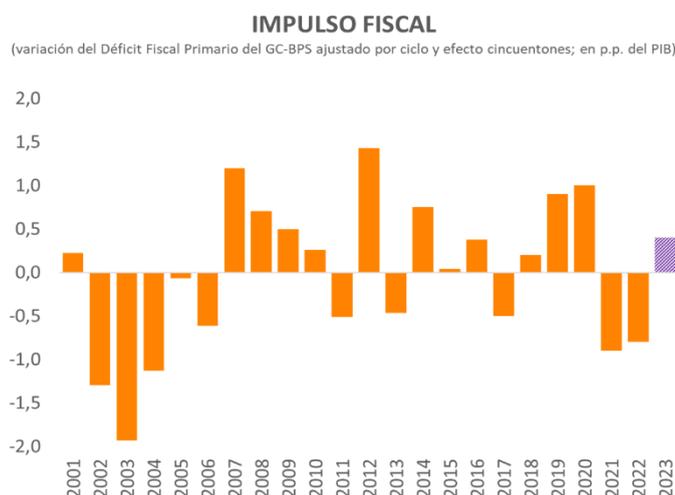


En cuanto a las finanzas públicas, la política fiscal fue inequívocamente contracíclica entre 2020 y 2022. **Según estimaciones propias de impulso fiscal** (calculada como la variación anual del resultado fiscal primario del GC-BPS ajustado por el ciclo económico y el efecto cincuentones), **la política fiscal fue expansiva en 2020 y contractiva en 2021 y 2022**. Ello rompió con una tendencia de prociclicidad observada en los períodos previos, en particular entre 2010-14 donde el impulso fiscal fue de 1,7 p.p. del PIB y de 1,0 p.p. en 2015-19.

Entre 2020 y 2022 se cumplieron los tres pilares de la nueva regla fiscal: el Resultado Fiscal Estructural (RFE), el tope de crecimiento del gasto real del GC-BPS y el tope de endeudamiento neto en dólares. Ello estuvo seguido de una mejora de la calificación crediticia por parte de todas las agencias que evalúan a Uruguay y la disminución del riesgo país a niveles bajos en términos históricos.

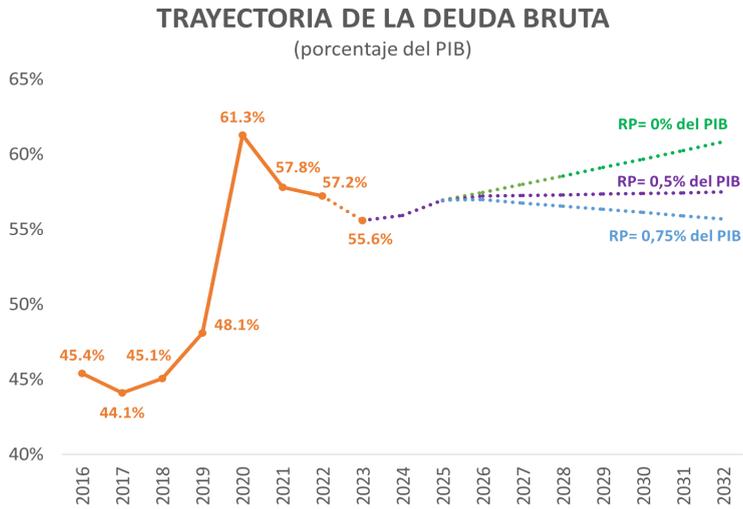
No obstante, **desde setiembre de 2022 se observaron señales de deterioro en el resultado fiscal efectivo** asociadas a múltiples factores. En primer lugar, la caída en términos reales de la recaudación de la DGI por la desaceleración cíclica, el desvío de consumo hacia Argentina y el efecto a la baja del tipo de cambio en la recaudación en pesos reales de impuestos que gravan el consumo de bienes y servicios comercializados en dólares. En segundo lugar, una aceleración de la inversión del GC en el último trimestre de 2022. En tercer lugar, el efecto negativo de la sorpresa desinflacionaria sobre los salarios, pasividades y transferencias reales. A ello se le suman los incrementos de gasto dispuestos en la Rendición de Cuentas de junio de 2022 con asignaciones a partir de 2023 y las medidas de alivio tributario donde se dispusieron rebajas en el IRPF y el IASS.

Con todo, **en 2023 el impulso fiscal sería de 0,4 p.p. del PIB, por lo que la política fiscal se volvería moderadamente expansiva**. De hecho, el MEF anticipó en la Rendición de Cuentas un deterioro del RFE. En este escenario, el mayor desafío está en evitar un deterioro adicional del resultado fiscal estructural en el año electoral y para ello será clave el cumplimiento de la regla, y la necesidad de retomar el proceso de ajuste revirtiendo en 2024 el impulso fiscal estimado para 2023.



Fuente: Elaboración propia en base a MEF y BCU.

Finalmente, pese al mayor déficit efectivo y estructural (en torno a 1% del PIB), **el ratio de deuda sobre PIB, volverá a disminuir en 2023, afectado positivamente por la apreciación del tipo de cambio real** que aumentó significativamente el PIB en dólares a cerca de USD 80 mil millones en 2023. No obstante, estimaciones propias suponen que estabilizar dicho cociente en el mediano plazo se requiere un superávit primario estructural de entre 0,5% y 0,75% del PIB, considerando una tasa de crecimiento de largo plazo de 2,4% (estimaciones del CED sobre las cuales se enviaron insumos al Comité de Expertos del PIB potencial).



Fuente: Elaboración propia en base a MEF, UGD y BCU.

## 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:** débil demanda de China, brecha cambiaria con Argentina, sequía, parada de la refinería de ANCAP y fin de UPM2.
- **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.

# CED

CONOCÉ MÁS EN [WWW.CED.UY](http://WWW.CED.UY)

¡SEGUINOS EN LAS REDES!

