

The logo for BBVA Research, featuring the text "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Uruguay 1S18

Mayo 2018

Creando Oportunidades

Índice

- 01** Entorno global: Se mantiene el ritmo de crecimiento, pero se intensifica el riesgo proteccionista
- 02** Uruguay: desacelera su crecimiento pero se espera que repunte la inversión

Mensajes clave

- El crecimiento global se mantiene robusto, pero aumenta la incertidumbre. Las medidas proteccionistas de EE.UU. suponen un riesgo
- La región mantiene la recuperación en medio de turbulencias externas pero el fortalecimiento del USD aumenta el riesgo para activos latinoamericanos
- Revisión a la baja del crecimiento en Uruguay por efecto de la sequía sobre el sector agropecuario y la generación hidroeléctrica. El consumo privado desacelera por menor ritmo de aumento de salarios reales
- Sin cambios en las previsiones fiscales, cobra relevancia el desafío de reducir el gasto primario no previsional para lograr la meta fiscal de -2,5% del PIB en 2019.
- Pese al buen desempeño de las exportaciones, las cuentas externas se deteriorarán fundamentalmente por mayores importaciones ante el mayor dinamismo de la inversión
- El peso uruguayo mantiene su fortaleza a pesar de la mayor volatilidad regional, mientras que la inflación seguirá estable en niveles próximos al límite superior del rango meta del BCU

01

Entorno global

Se mantiene el ritmo de crecimiento,
pero se intensifica el riesgo proteccionista

Crecimiento global robusto, pero mayor incertidumbre

01

El ritmo de expansión global continúa...

...gracias a la recuperación de la inversión y del comercio

02

Las políticas económicas alargan la recuperación cíclica

El impuesto fiscal de EE.UU. puede apoyar al resto de áreas

03

Mayor volatilidad financiera

El inusual entorno de baja volatilidad ha quedado atrás

04

Normalización de la política monetaria de los bancos centrales algo más rápida

de lo previsto en la Fed, mientras que el BCE ya ha dado los primeros pasos

05

Efecto incierto de las medidas proteccionistas de EE.UU.

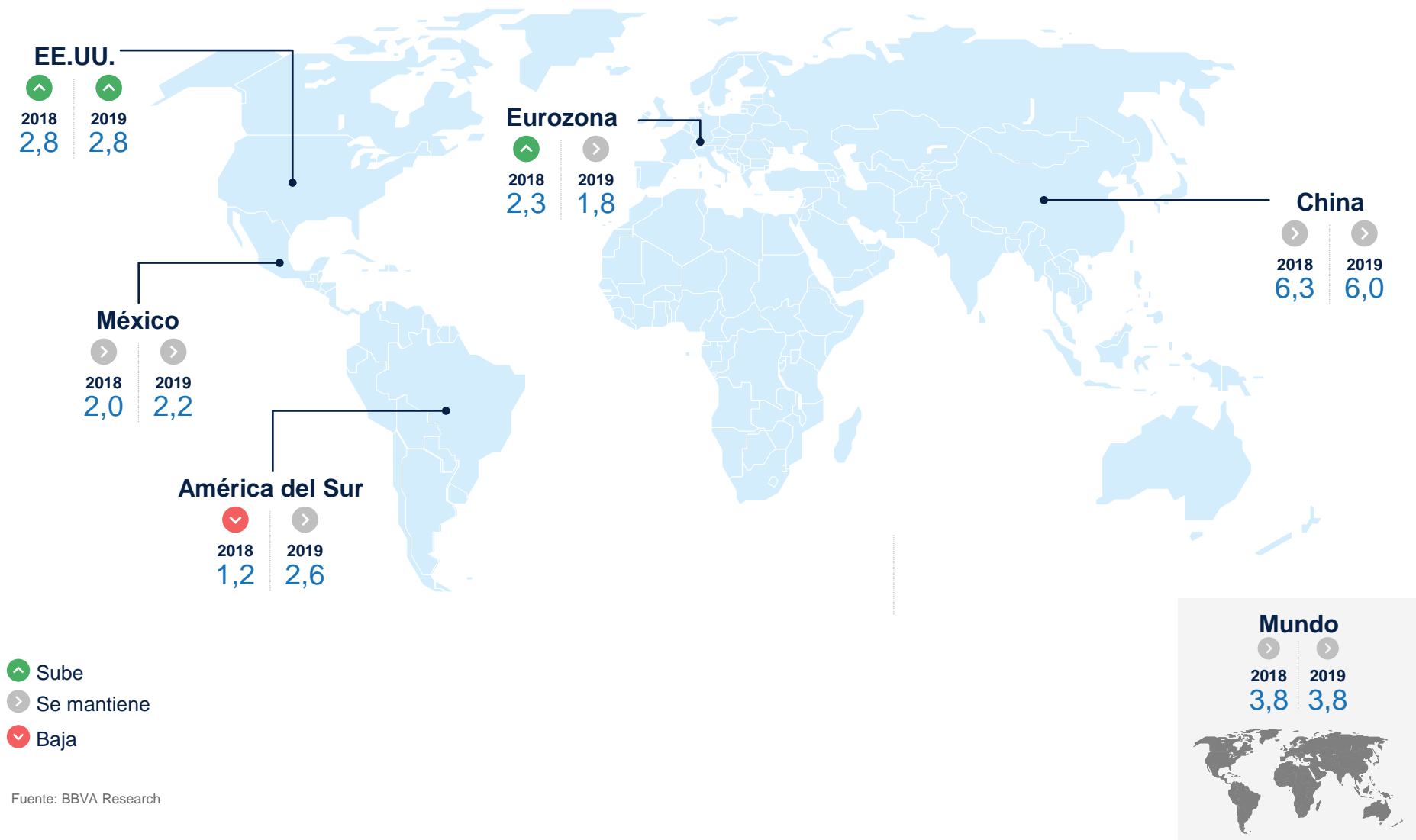
El efecto directo de lo ya aprobado no es muy grande, pero puede presagiar medidas más agresivas

06

Riesgos globales

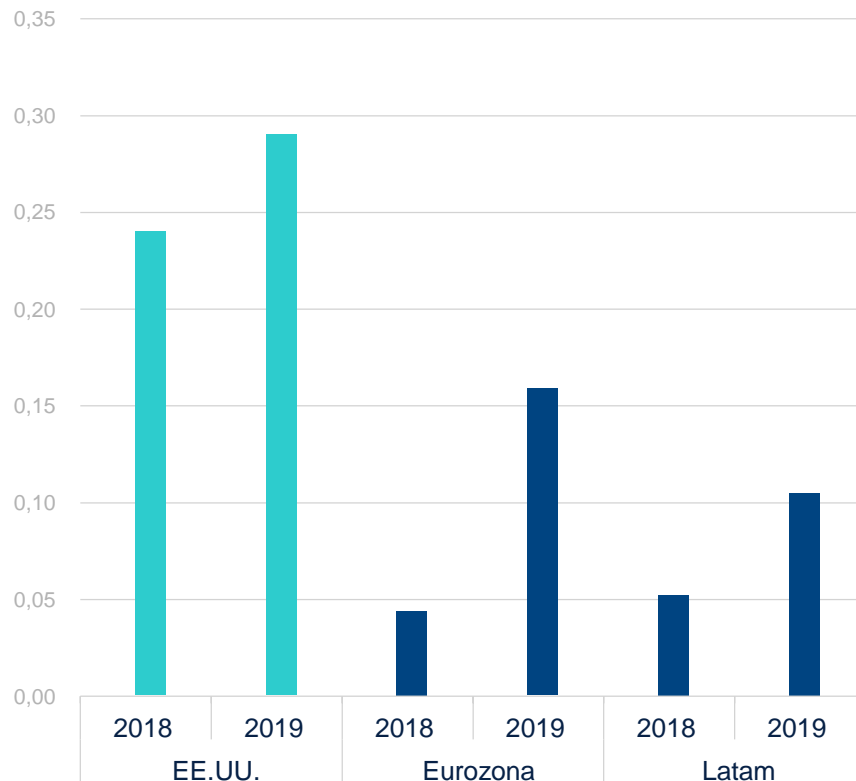
Aumentan en el corto plazo por posible escalada del proteccionismo y endurecimiento de las condiciones financieras globales

Revisión al alza en EE.UU. y a la baja en América del Sur



El mayor crecimiento en EE.UU. puede apoyar el avance en otras áreas

Impacto del estímulo fiscal en EE.UU. sobre el crecimiento (pp)



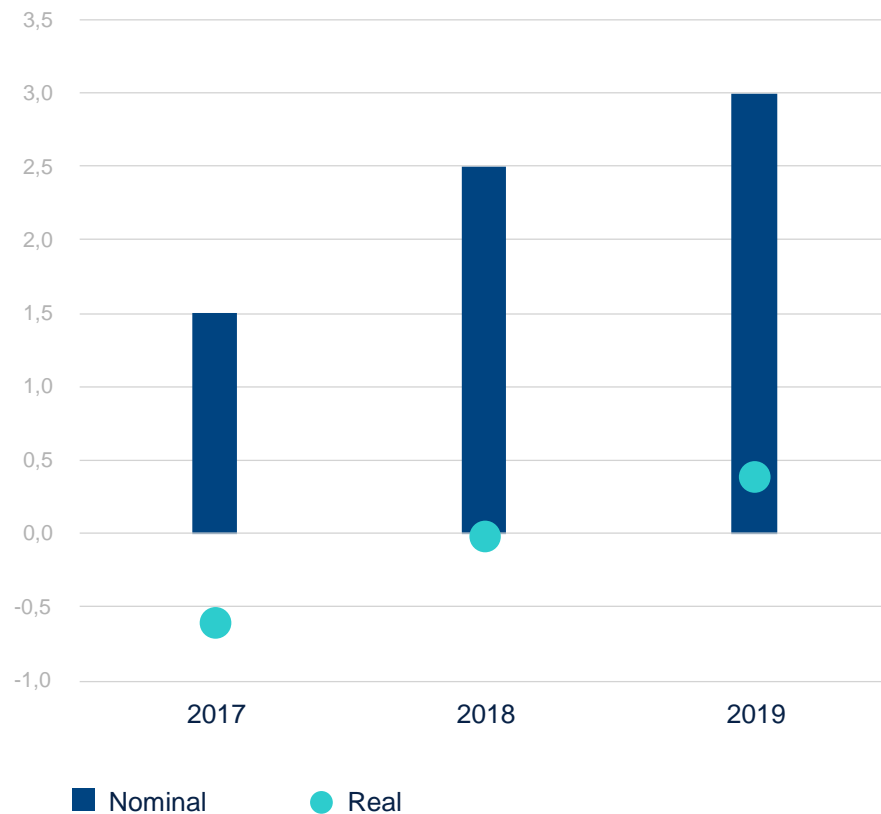
Fuente: BBVA Research

- Efecto moderado del nuevo estímulo fiscal en el corto plazo en una economía en pleno empleo y sin medidas que sustenten un aumento significativo del crecimiento potencial
- El efecto más significativo se observaría en 2019, sobre todo en la zona euro
- Este apoyo compensaría algunos vientos de frente en otras áreas (incertidumbre política en América Latina o aumento de la volatilidad global)

Los aumentos de la tasa Fed se aceleran por el mayor dinamismo económico

EE.UU.: Tasa de interés de intervención

(%)

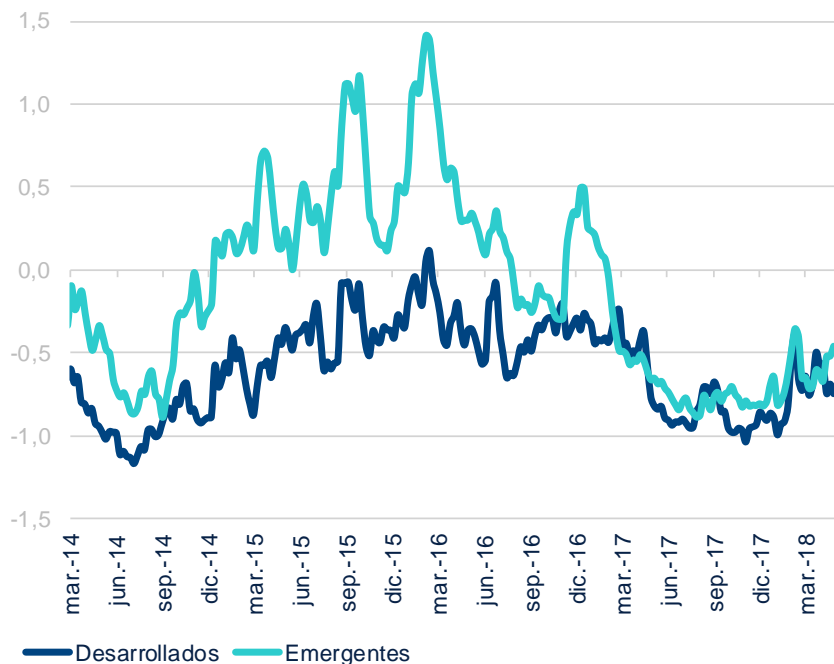


- La Fed subirá las tasas en 75 puntos básicos más este año y otros 50 en 2019
- Las condiciones monetarias seguirán siendo laxas, con las tasas de interés reales próximos a cero

Las tensiones financieras empiezan a reflejar un entorno menos complaciente con inversores más cautelosos

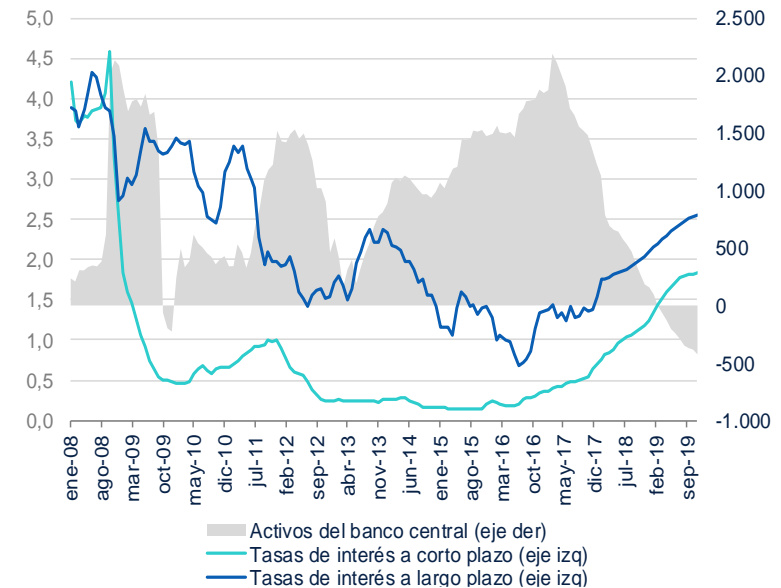
- Los bancos centrales reducirán sus balances y las tasas de interés suben gradualmente y los *shocks* de volatilidad pueden ser más frecuentes y persistentes
- El temor a un repunte de la inflación (EE.UU.) y el anuncio de medidas proteccionistas ha provocado un aumento de la volatilidad y una revaloración del riesgo emergente que debilita los flujos y resulta en depreciación de las monedas, suba de la prima de riesgo y caída de las bolsas

Indicador BBVA de tensiones financieras (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

Condiciones financieras globales* (% y variación en MM de dólares)



(*) Tasas de interés a corto y largo plazo, rendimiento medio bono alemán y americano a 3 meses y 10 años. Incluye los activos en los balances de la Fed, BCE, BoE y BoJ

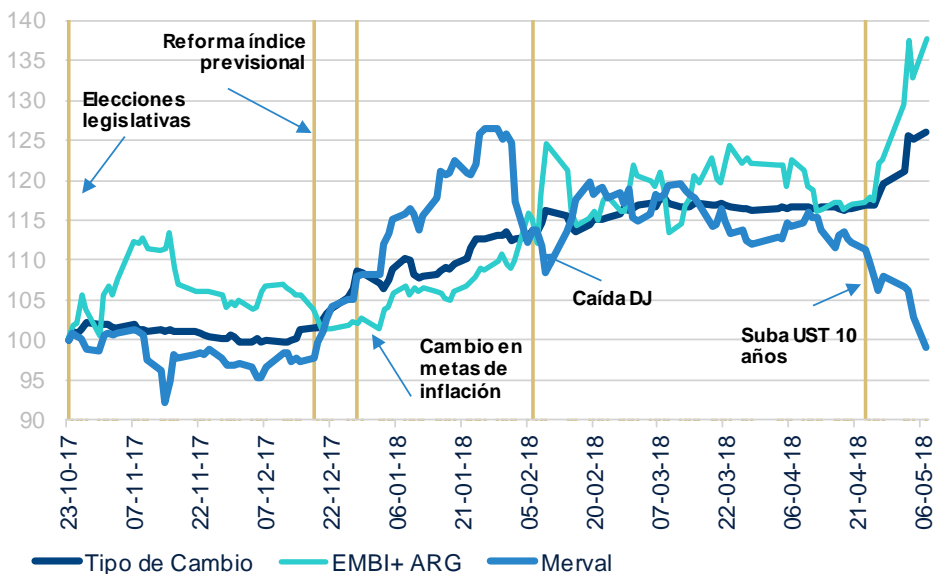
Fuente: BBVA Research, Fed, BCE, BoE y BoJ

Afectando de forma diferencial a los países más expuestos al financiamiento externo como Argentina

- El riesgo país, que había caído más de 100 bp en 2017, subió más de 90 bp en 2018, lo que sumado al incremento de la tasa del UST10y encarece significativamente el financiamiento del déficit fiscal.
- El rápido deterioro del déficit en cuenta corriente pone en duda la sostenibilidad de la deuda externa que dependerá crucialmente de cumplir con las metas fiscales y de aumentar la IED a niveles similares a la región

Indicadores de mercado

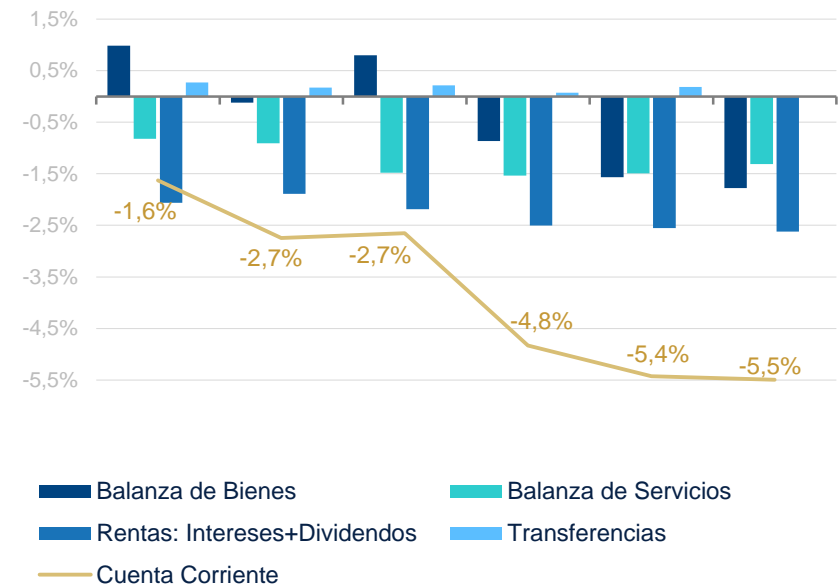
(base oct-2017 = 100)



Fuente: BBVA Research y Haver

Cuenta corriente de Argentina

(% del PIB)

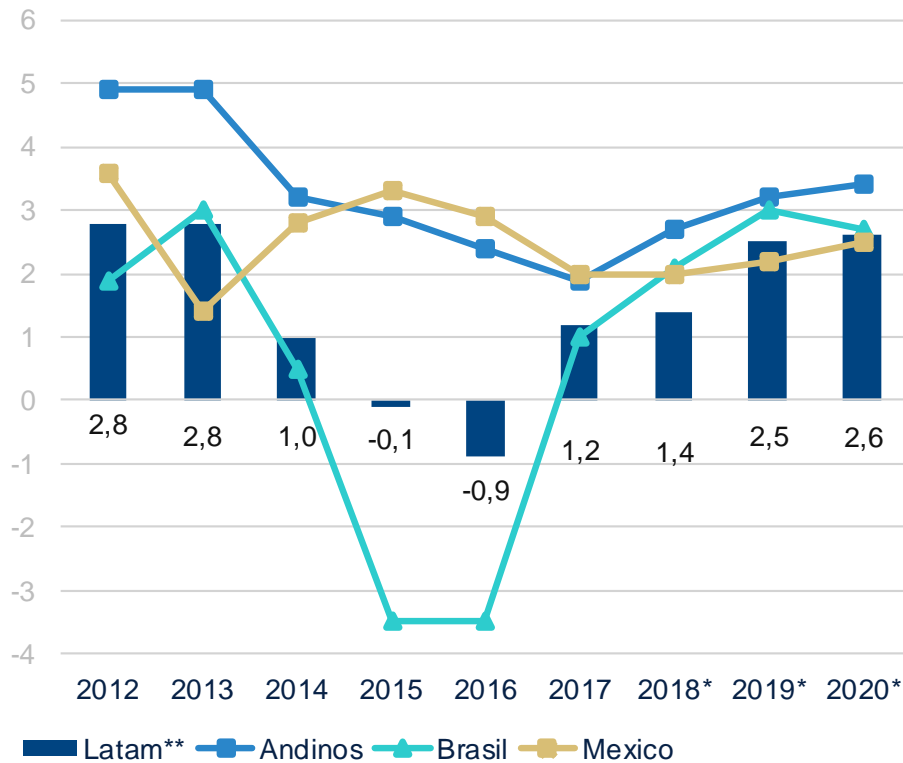


Fuente: INDEC y BBVA Research

La confianza continúa mejorando en América Latina apuntalando el crecimiento, a pesar de algunos shocks negativos externos

Latam: crecimiento del PIB

(% a/a)



■ Aumento del crecimiento en 2018 y 2019, seguirá apoyado en dos factores:

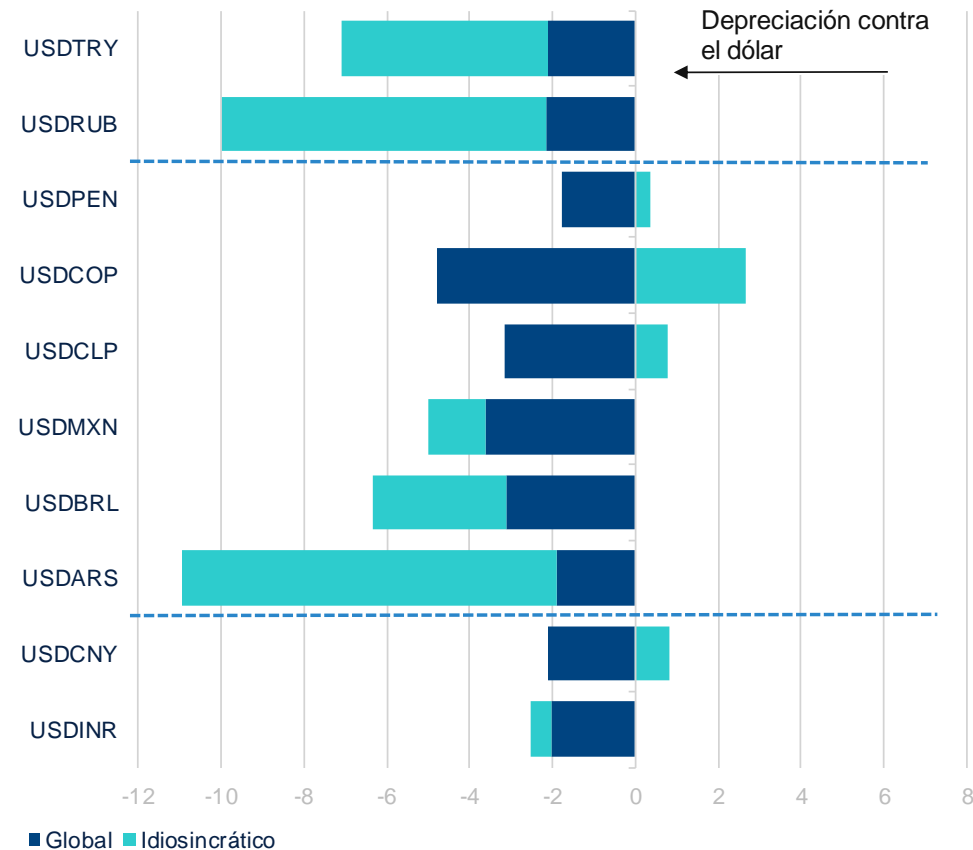
- El sector externo: con un mayor crecimiento mundial y mayores precios de las materias primas
- El impulso de la inversión, privada y pública

■ Crecimiento será menor que el de otras regiones emergentes como Asia o Europa del Este

Las depreciaciones esperadas de los tipos de cambio en 2018 y 2019 en la mayoría de países se han acelerado

Tipos de cambio frente al dólar

(Var. % desde 1 abril a la fecha)



Fuente: BBVA Research

■ Depreciación de los tipos de cambio hacia adelante, en un contexto de:

- Aumento de las tasas de interés por parte de la Fed, frente al fin del ciclo de bajadas en Latam
- Moderación de los precios de las materias primas

■ Excepción en Argentina, donde la mayor presión inflacionaria y el mayor déficit externo impulsará a una depreciación más rápida que en el resto de la región

■ En México el peso podría apreciarse si no se materializan los riesgos relativos a la negociación del NAFTA y las elecciones

Principales riesgos externos al alza, salvo China ...

01 

Proteccionismo e impacto sobre los flujos comerciales globales

02 

Ritmo de salida de los estímulos de la Fed (subidas agresivas de tasas ante un aumento transitorio de la inflación)

03 

Apalancamiento y desaceleración brusca en China

... y se mantienen los riesgos internos, con heterogeneidad por países

04  

Ruido político: riesgo al alza en Perú, Brasil, Colombia y México; a la baja en Chile y Argentina

05  

Retraso de la inversión, privada y pública. Riesgo al alza en Perú y Argentina por la mayor volatilidad cambiaria y ajuste fiscal

06 

Incapacidad de impulsar reformas y potenciar la productividad



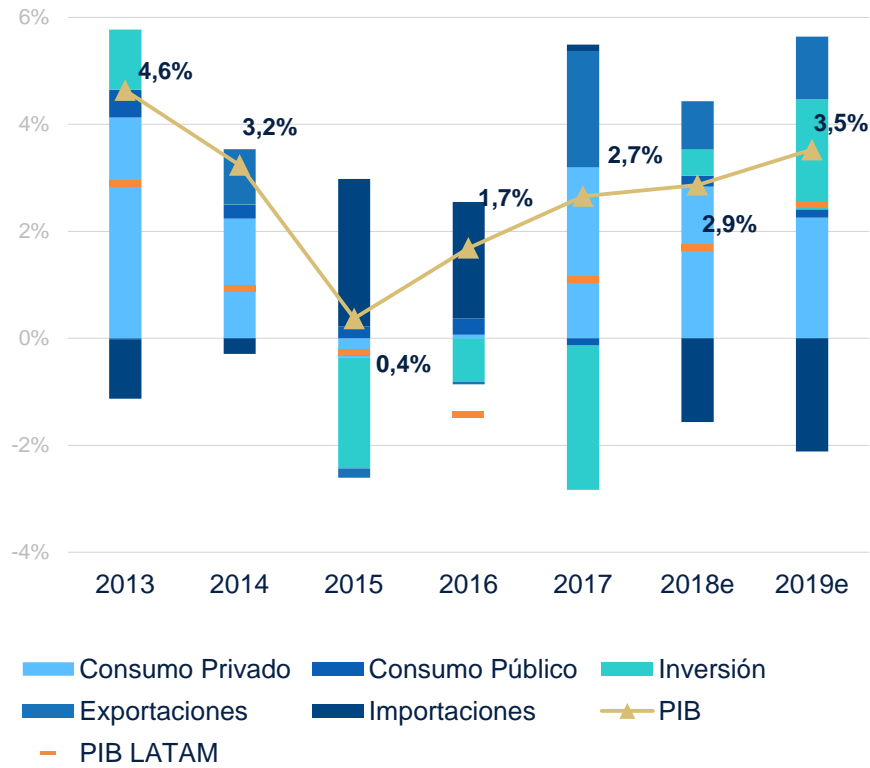
02

Uruguay

Desacelera su crecimiento pero se espera que repunte la inversión

Uruguay completó 15 años de crecimiento ininterrumpido y en la última década se expandió por encima del promedio de LATAM

PIB por componente de gasto (incidencias en %)



- El PIB creció 2,7% en 2017 impulsado por el consumo privado (+4,4% a/a) y las exportaciones (+7,6% a/a) pero con un mal desempeño de la inversión (-13,8% a/a)
- La actividad en 2018 (+2,9%) volverá a estar motorizada por el consumo privado que continuará creciendo pero a un menor ritmo que en 2017 y comenzará a vislumbrarse una recuperación de la inversión en infraestructura
- Para 2019, seguimos estimando que la inversión crezca impulsada por la construcción de la tercera planta de celulosa llevando el crecimiento hasta un 3,5%

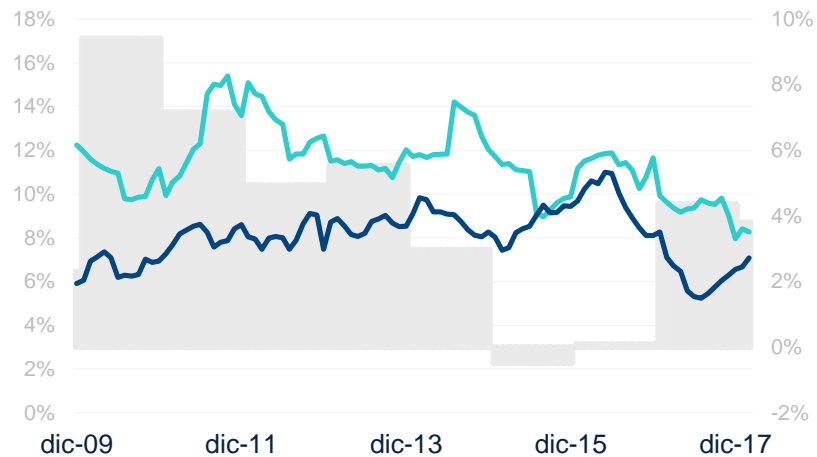
¿Que hay detrás de la ralentización del consumo privado?

- Menor crecimiento de los salarios reales en 2018: dada la pauta de crecimiento nominal (decreciente) de los salarios y una inflación relativamente estable.

- La confianza del consumidor no logra traspasar la línea del moderado pesimismo por el deterioro del empleo y menor crecimiento de salarios reales.
- La confianza en marzo se ubicó en 47,2 (-2,7% respecto a febrero)

Salarios Nominales, Inflación y Consumo Privado

(Variaciones % a/a)

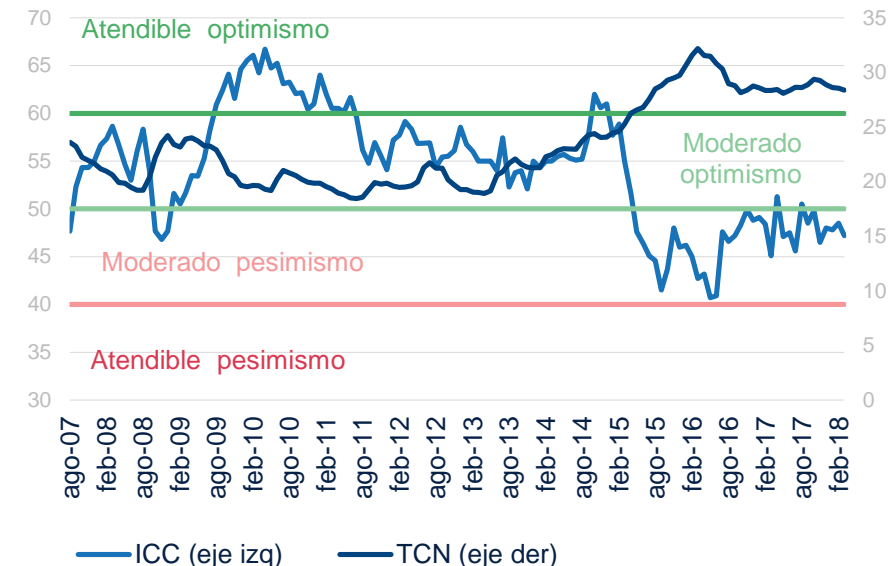


Consumo Privado (eje der) Salarios Nominales (eje izq)
Inflación (eje izq)

Fuente: BBVA Research, BCU, INE

Confianza del Consumidor y Tipo de Cambio

(Índice ICC y UYU/ USD)



ICC (eje izq) TCN (eje der)

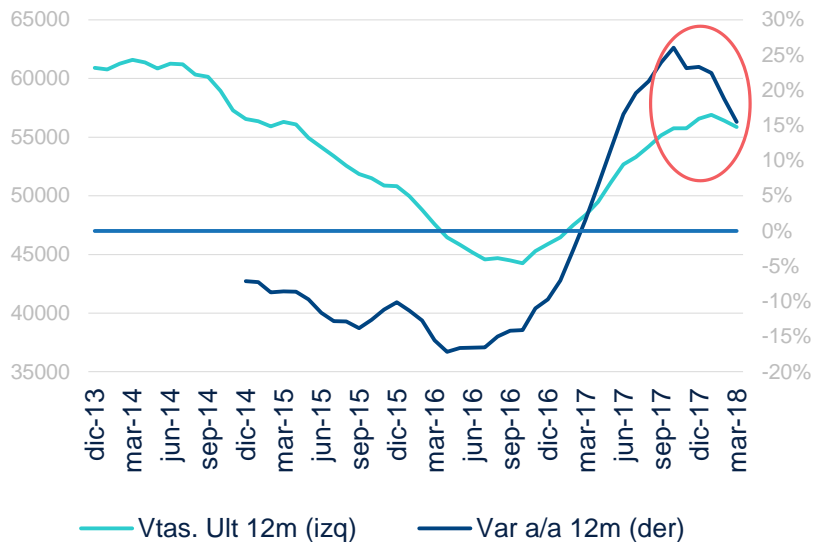
Fuente: BBVA Research, Equipos

Primeros indicios de ralentización del consumo privado

- Las **ventas de automotores** (incluye utilitarios y pesados) han comenzado a **desacelerar**, tanto en unidades (medimos últimos 12 meses) como la tasa de variación de los 12 meses a/a

Ventas de automotores

(En unidades y Variaciones % a/a)

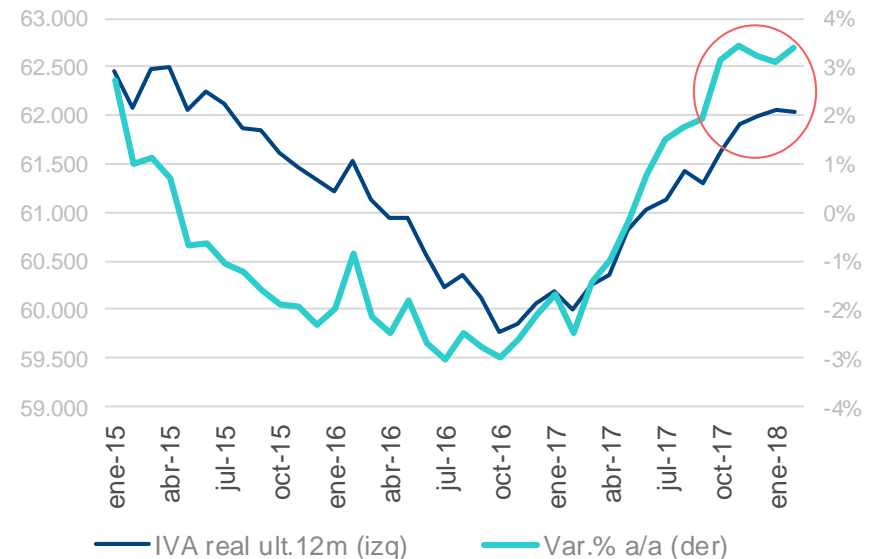


Fuente: BBVA Research, Ascoma

- La recaudación del **IVA**, íntimamente ligado al nivel de **actividad y de consumo**, comienza a mostrar un estancamiento luego de varios meses de significativa recuperación

Recaudación del IVA en términos reales

(Variación % a/a)



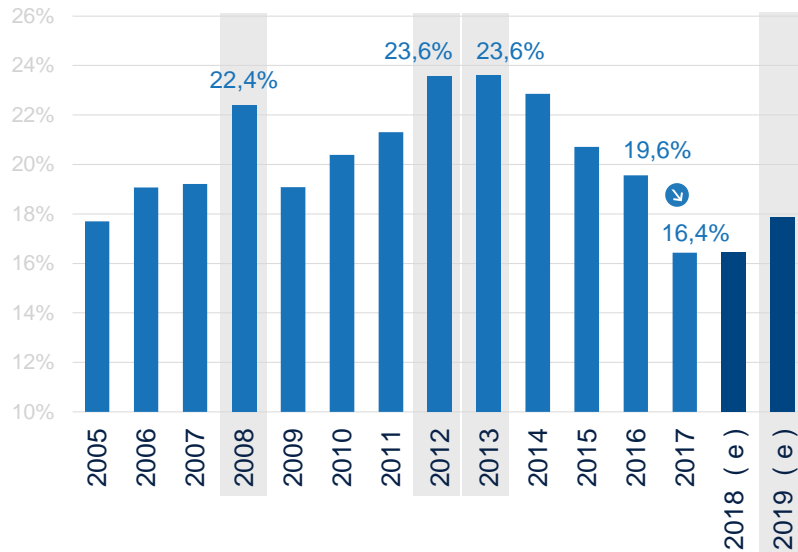
Fuente: BBVA Research, BCU, MEF

La mejora en los niveles de empleo requiere impulsar la inversión para alcanzar un crecimiento sostenible

- Los picos de inversión se alcanzaron los años en que se construían las **plantas de celulosa**. Tras la fuerte caída de 2017, nuestro escenario base considera la suba de la inversión en 2019 con la construcción de la tercera planta de celulosa (2da de UPM) y todo lo relacionado con la infraestructura necesaria.

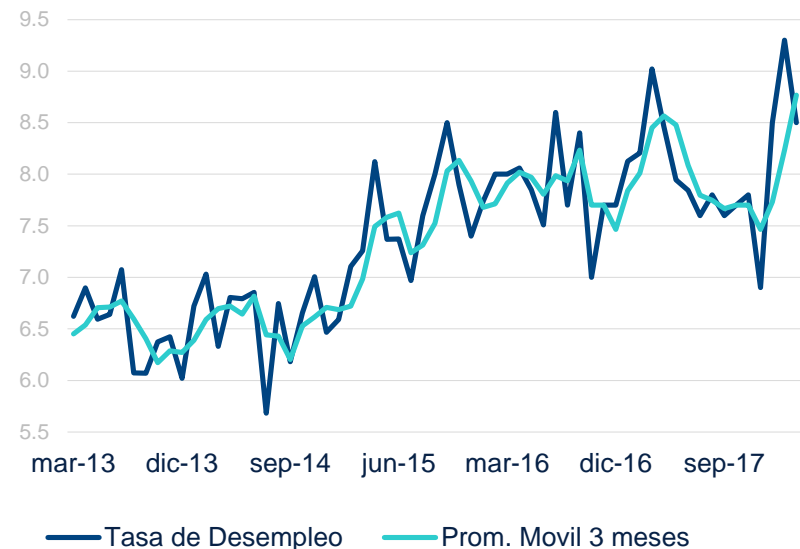
- En marzo la tasa de **desocupación fue de 8,5%** de la PEA (9,3% en febrero). Aunque los datos puntuales son muy volátiles, la tendencia marca un crecimiento del desempleo. Esto está muy vinculado con los bajos niveles de inversión, en particular en construcción que es muy intensiva en mano de obra.

Participación de la inversión en el PIB (constante) (como % del PIB)



Fuente: BBVA Research, BCU, INE

Desempleo mensual y prom. móvil 3 meses (Tasa en %)



Fuente: BBVA Research, INE

Balance de indicadores de 2018: Señales mixtas con predominancia de las negativas

01 Turistas

Luego de alcanzar un récord en 2017, la industria del turismo sigue mostrando un buen desempeño: el número de visitantes aumentó 10,7% en el 1T-18, aunque el gasto en dólares solo creció 1,1% (baja el gasto promedio por persona 8,3% a/a).

02 ANCAP

La industria deberá mostrar una mejora respecto a 2017 por efecto de la reapertura de la refinería luego de estar 9 meses en parada técnica por el mantenimiento que se realiza cada 5 años.

03 Clima I

El sector agrícola ha sido afectado por la sequía primero (“la Niña”) y más recientemente por un exceso de lluvias. Menores rendimientos en cultivos (principalmente Soja) pero también afecta a la ganadería y al sector lácteo.

04 Clima II

La sequía también provoca una menor generación de energía hidroléctrica, que junto con la eólica son las de mayor valor agregado. La necesidad de recurrir a la generación térmica para satisfacer la demanda afectará al nivel de actividad.

05 Mercado Laboral

Los datos de desempleo, aunque puntualmente muy volátiles y con marcada estacionalidad, muestran una tendencia creciente. Con una pauta salarial nominal determinada los salarios reales no mostrarán un crecimiento como el observado el año previo por caída de la inflación.

06 IVA real

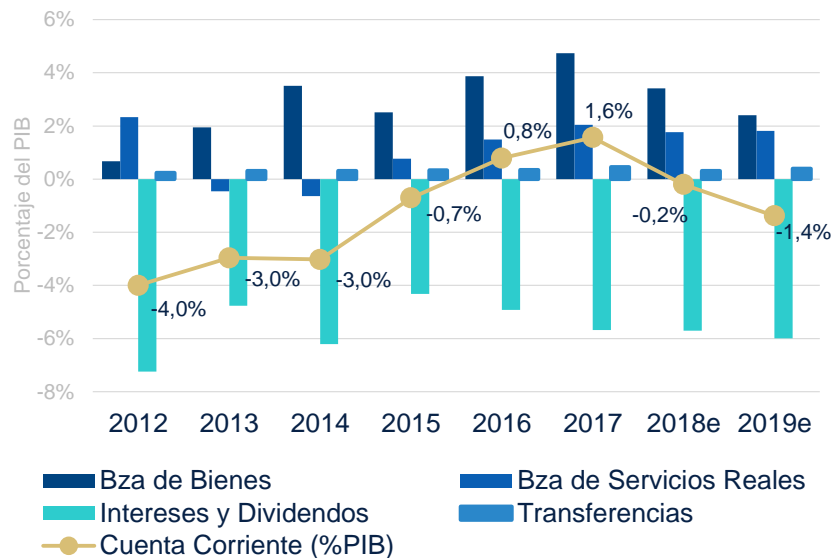
Tras crecer 3,2% en términos reales durante 2017, la recaudación del IVA durante el 1T-18, también medida en términos reales, muestra una caída de 1,1% respecto de igual trimestre de 2017.

Se diluye el superávit externo mientras se espera la llegada de IED

- El deterioro del balance de bienes vendrá por mayores importaciones, no solo por mayor actividad, sino también por los requerimientos de bienes de capital necesarios para construir la tercera planta de celulosa, llevando a un déficit de cuenta corriente de 1,4% del PIB en 2019.
- Las exportaciones también se resentirán en 2018 como consecuencia del stress hídrico que baja rendimientos en los cultivos y afecta a la ganadería y al sector lácteo.

Cuenta corriente y componentes

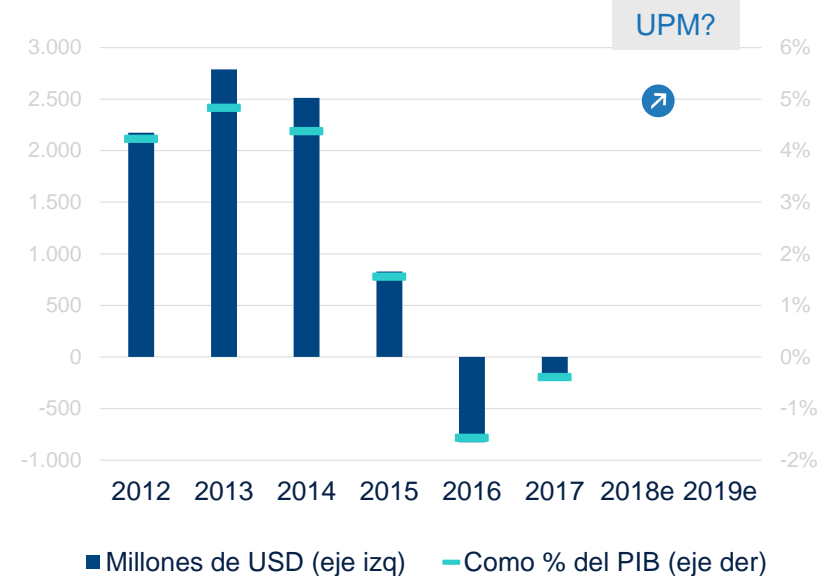
(como % del PIB)



Fuente: BBVA Research, BCU

Inversión Extranjera Directa

(En millones de USD y como % del PIB)

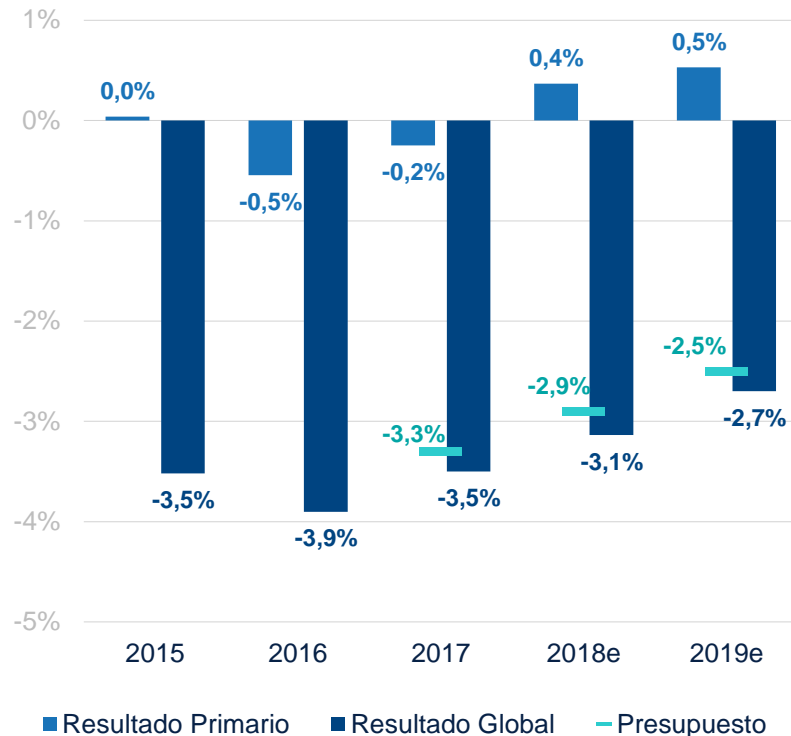


Fuente: BBVA Research, BCU

Sin sorpresas en el frente fiscal: consolidación a un ritmo más lento del esperado por el Gobierno

Resultado Fiscal Global y Primario

(como % del PIB)



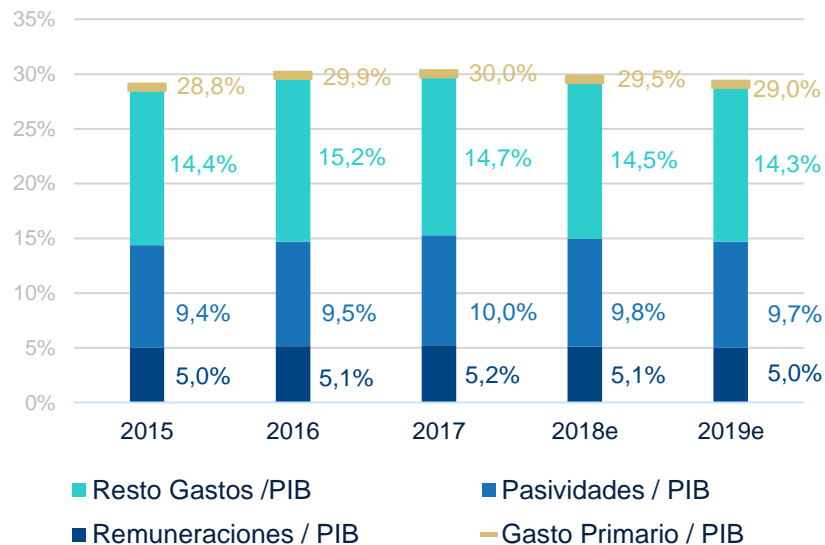
- El resultado cerró 2017 en dos décimas por encima del presupuesto, pero mejor a 2016, en línea con nuestras previsiones.
- Mejora la recaudación gracias a los ajustes realizados sobre ciertos impuestos aunque esto no se advierte aún sobre el IVA vinculado directamente con el consumo y la actividad.
- Seguimos previendo que el resultado global al cierre de 2019 se encuentre un par de décimas por encima del déficit presupuestado

Para alcanzar la meta 2019, el gobierno deberá realizar un esfuerzo que implique no solo una contención sino un ahorro del gasto

- El gobierno ha llevado adelante la **consolidación fiscal** desde 2016 básicamente por el lado de los **ingresos** (ajustes en IRAE, IRPF, principalmente) pero necesita, además, lograr la **contención del gasto primario**, donde la mitad corresponde a **pasividades** y salarios que resultan inflexibles a la baja.
- Solo con un esfuerzo fiscal que implique un **ahorro de 1,2% del PIB** en materia de gasto entre 2018/2019 (desde el 30% alcanzado en 2017) se podrá alcanzar la meta fiscal de 2019. En este sentido es importante la implementación del esquema de negociaciones salariales nominales decrecientes.

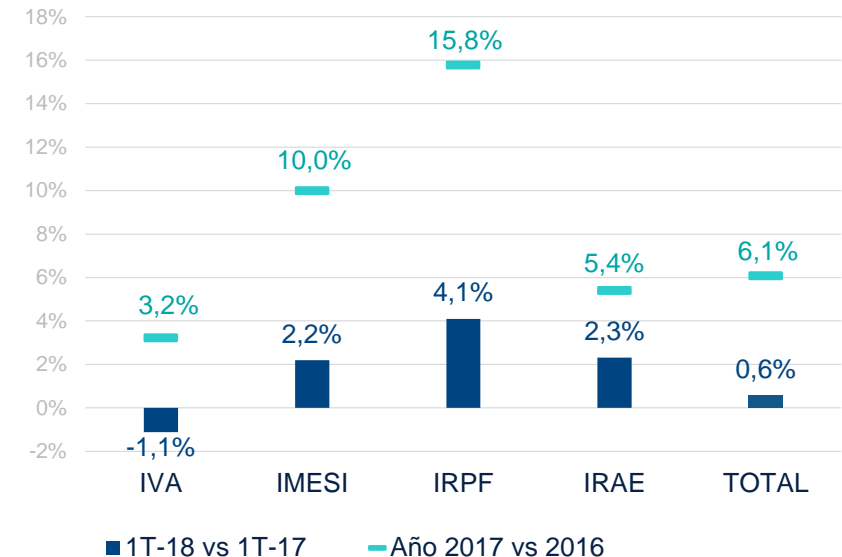
Componentes del Gasto Público

(como % del PIB)



Recaudación DGI: 2017 y 1T- 2018

(En términos reales, var a/a)

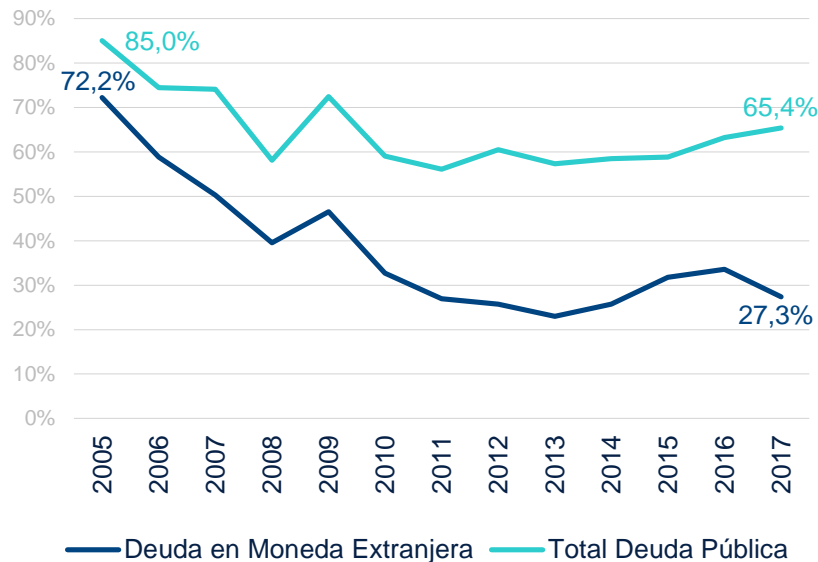


Uruguay logró una exitosa emisión de bonos a 2055 previo al fuerte aumento de la volatilidad e incertidumbre global

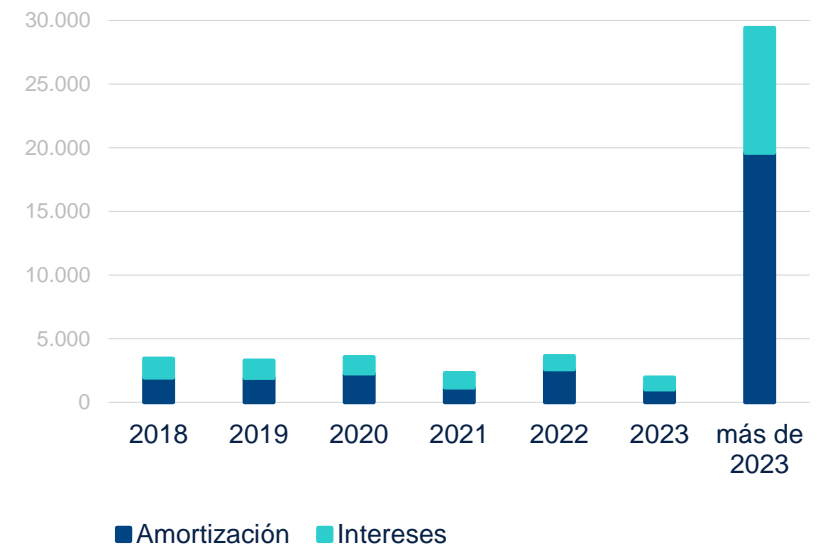
■ Uruguay sigue haciendo un buen manejo de su deuda pública y aprovechó la oportunidad de emisión de un bono global en dólares para financiar el desequilibrio fiscal pero también para extender el perfil de vencimientos

■ La emisión de USD 1.750 millones, la mayor de la historia, tuvo una demanda que excedió con creces la oferta a una tasa de 5,03%.

Deuda Pública de Uruguay por Moneda (Variaciones % a/a)



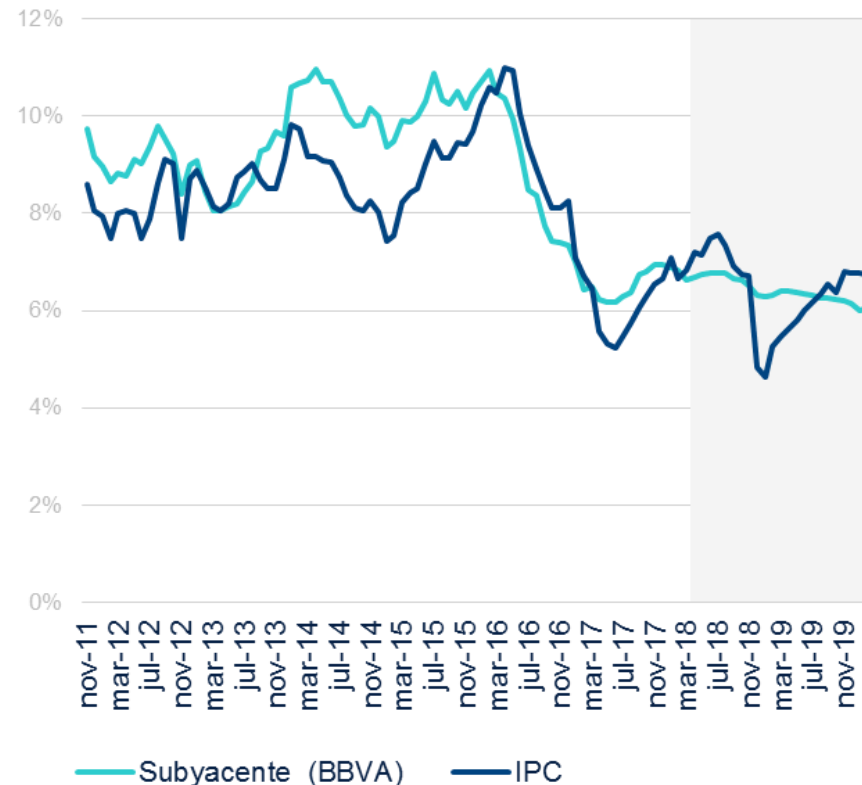
Perfil de vencimientos de la deuda pública (en millones de dólares)



La inflación se mantendrá en el rango superior de la meta del BCU

Inflación: nivel general y subyacente

(var. % a/a)

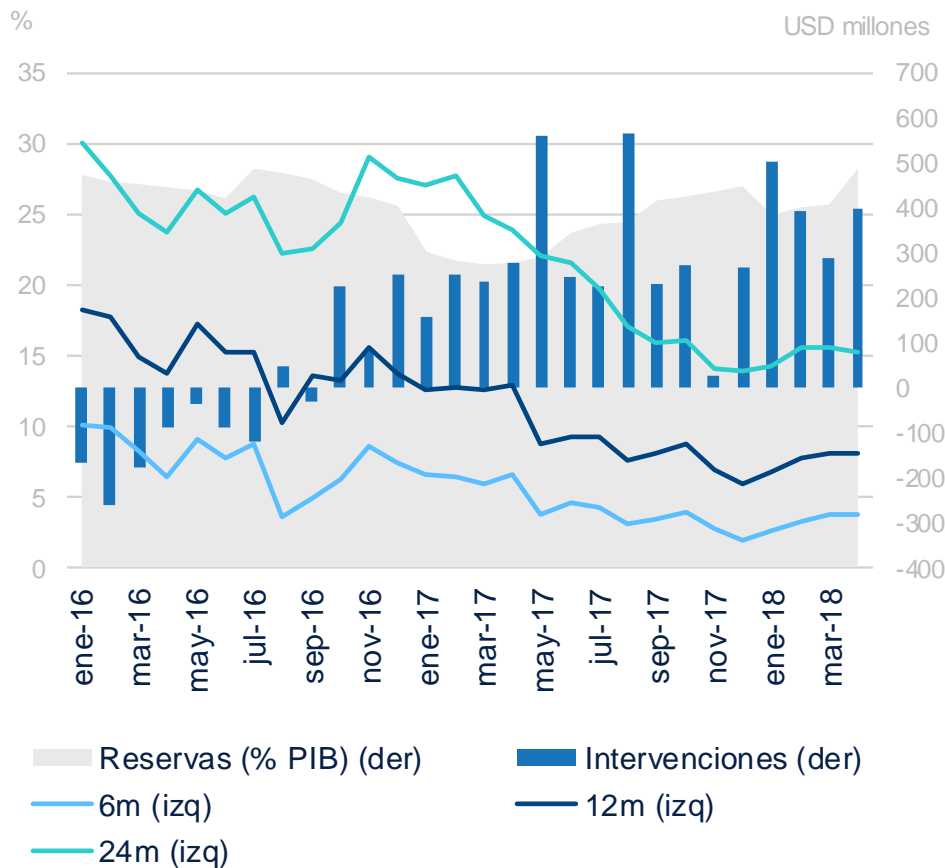


- La **inflación núcleo** se ha estabilizado en torno al **6,8% a/a**
- **Contención de la inercia salarial**, se extienden los acuerdos a tres años con aumentos nominales anuales (promedio) de 7,5%; 7,0% y 6,0%.
- La **política monetaria mantiene su compromiso**, sin dejar de acompañar la preferencia por pesos de los últimos meses
- La **inflación alcanzará 6,7% este año y 6,8% el siguiente**

El peso mantiene su atractivo pese a la intervención del Banco Central

Reservas y Expectativas de devaluación

(como % del PIB)



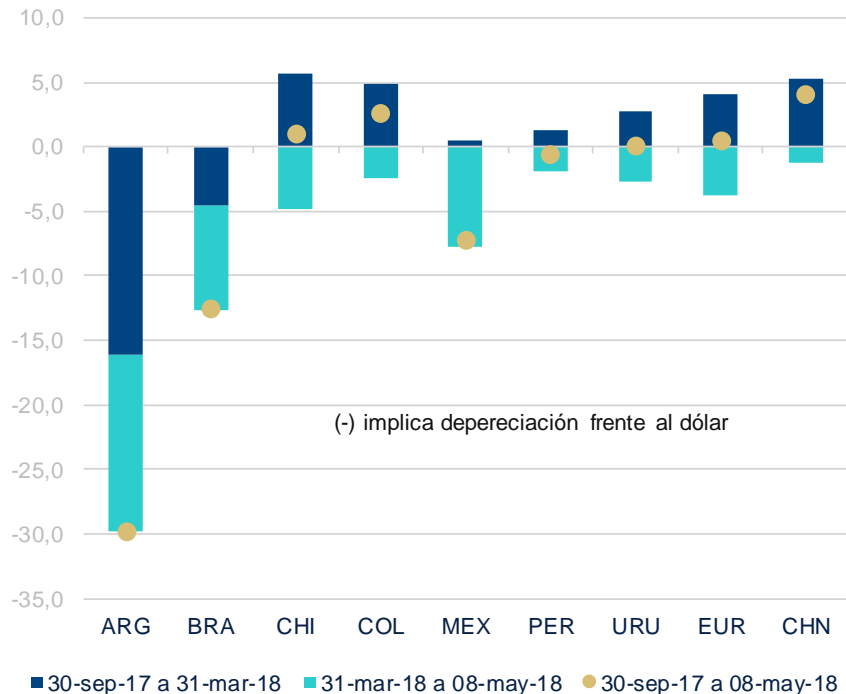
Fuente: BBVA Research, BCU

- En 2018 el BCU lleva comprados USD 1,6 mM para sacar presión al tipo de cambio
- La acumulación de reservas (29% del PIB) refuerza la expectativa de menor devaluación
- Menor vulnerabilidad externa por cambios estructurales más política de pre financiamiento se reflejan en el tipo de cambio
- Estimamos TC en \$ 30,5 por unidad para fin de 2018 y \$32,6 el año próximo

Leve deterioro de la competitividad

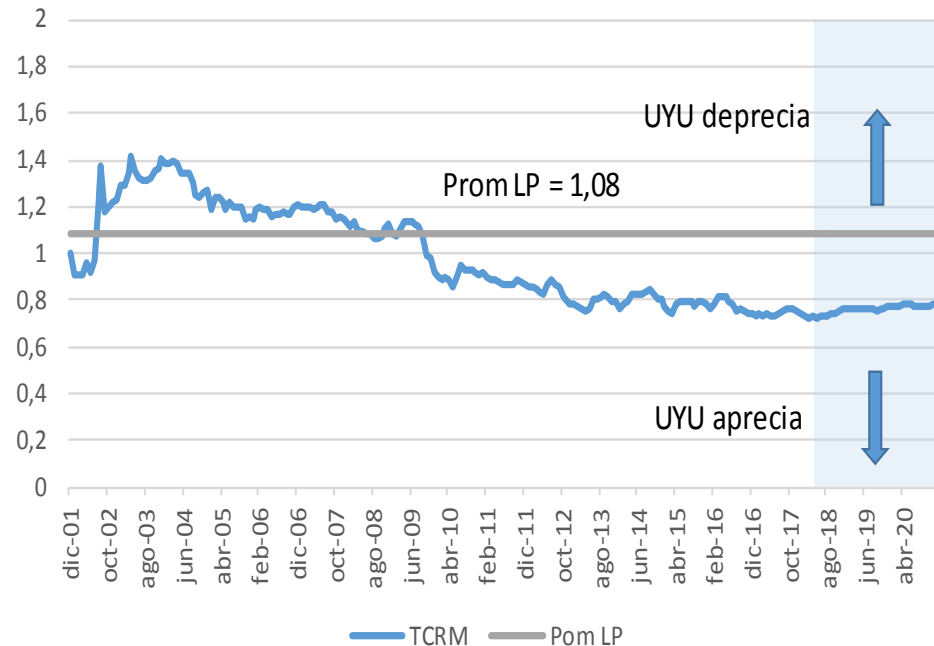
- El fortalecimiento del dólar en al región afectó mas significativamente a los prinicipales socios de Uruguay debido a la vulnerabilidad externa de Argentina y la incertidumbre política en Brasil.
- La estabilidad de la inflación y el tipo de cambio determinan un sendero de apreciación del peso uruguayo en términos reales en los próximos dos años

Variaciones del Tipo de Cambio Nominal (Dic 2001= 100)



Fuente: BBVA Research, Haver

Tipo de Cambio Real Multilateral (Dic 2001= 100)



Fuente: BBVA Research, Haver

Uruguay

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PBI (% a/a)	1,7	2,7	2,9	3,5
Inflación (% a/a, fdp)	8,1	6,6	6,7	6,8
Inflación (% a/a, promedio)	9,6	6,2	7,0	5,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	28,8	30,9	30,5	32,6
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	30,1	29,4	29,3	31,6
Tasas de interés activa (% , promedio)	24,3	22,6	21,8	22,2
Consumo Privado (% a/a)	0,1	4,4	3,8	3,0
Consumo Público (% a/a)	2,9	-1,3	2,0	1,5
Inversión (% a/a)	-3,9	-13,8	3,0	12,5
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,9	-3,6	-3,1	-2,7
Cuenta Corriente (% PIB)	0,8	1,6	-0,2	-1,4

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research