

Situación Uruguay

1S21

Mensajes principales



La economía global continúa su recuperación pese a que el contexto epidemiológico permanece incierto. Se espera un crecimiento del PIB mundial de 5,9% en 2021, traccionado por el muy buen desempeño de China y EE.UU.



En Uruguay, el agravamiento de la situación sanitaria está castigando a la actividad económica que crecerá menos de lo previsto en 2021: el PIB subirá sólo 2,7% versus el 4% que teníamos previamente, impulsado por la inversión de UPM y el FFCC Central y mayor dinamismo en exportaciones.



La tasa de desempleo se mantiene elevada (9,7% de la PEA) en un mercado donde coexiste una menor creación de empleo y un efecto desánimo en la gente que deja de buscar activamente empleo. Como respuesta a las restricciones, la modalidad de teletrabajo llegó para quedarse.



Si bien esperamos que los ingresos fiscales comiencen a mejorar por crecimiento de la actividad, el paquete de medidas tomadas por el gobierno (USD 900 millones) para contrarrestar los efectos de la pandemia determinará un déficit fiscal de 5,4% del PIB en 2021 (previsión anterior: -4,6%). La financiación de un mayor déficit impacta en el crecimiento de la deuda.

Mensajes principales



Esperamos un deterioro del déficit de la cuenta corriente hasta 2,3% del PIB en 2021. La balanza comercial reduce su superávit por que las importaciones de bienes de capital requeridas por el proyecto UPM supera el aumento de las exportaciones que se verán favorecidas por los precios de commodities. El turismo prácticamente ausente este año en Uruguay.



La autoridad monetaria continua en la postura de dejar flotar el peso y contener la volatilidad. El tipo de cambio alcanzará 46 UYU/USD para dic-21.



El Banco Central mantendrá el tono expansivo de la política monetaria hasta validar señales de recuperación de la actividad en el 3T21. Sin embargo, la inflación desacelerará a 7,2% en 2021 por la moderación del tipo de cambio y menor presión de la demanda por la situación de empleo y salarios.



Es importante encarar una agenda de sostenibilidad, buscando atraer inversiones que permitan seguir reduciendo el uso de energías contaminantes.

01

Situación Global

La economía global continúa recuperándose pese al todavía complejo contexto epidemiológico

2020



Inicio y expansión de la pandemia, confinamientos y desarrollo de vacunas



Estímulos fiscales y monetarios masivos



Fuerte aumento inicial de la volatilidad financiera, seguido de normalización gradual



Repunte incompleto y heterogéneo del PIB tras desplome inicial

Inicio de 2021



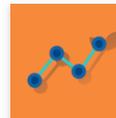
Inicio de la vacunación a distintos ritmos



Estímulos reforzados (paquetes fiscales en EE. UU.)



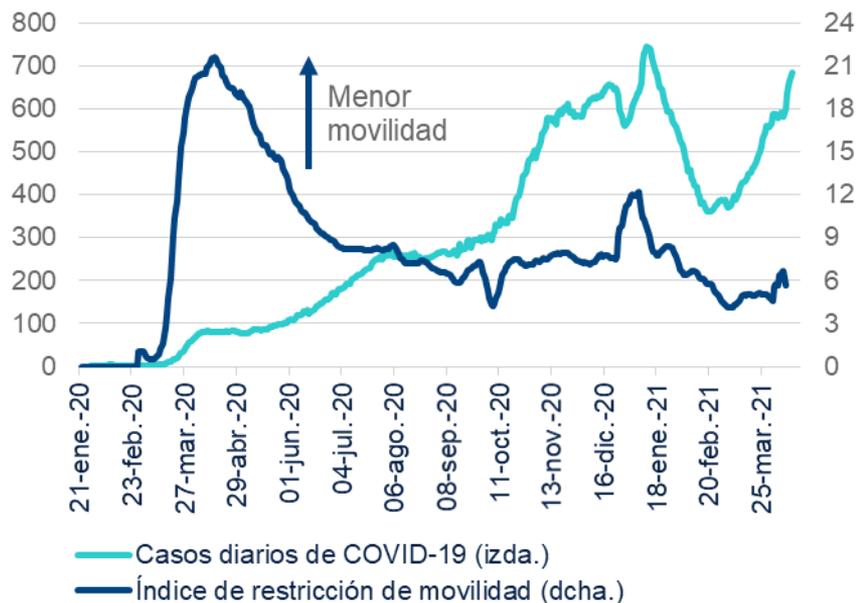
Aumento de los tipos largos en EE. UU. y apreciación del dólar



Recuperación a diferentes velocidades, según vacunación y estímulos

Los casos de COVID-19 han vuelto a aumentar recientemente, tras una fuerte caída al inicio del año, pero la movilidad global sigue relativamente elevada

CASOS DIARIOS POR COVID-19 EN EL MUNDO E ÍNDICE GLOBAL DE RESTRICCIÓN DE MOVILIDAD (*) (CASOS: MILES DE PERSONAS, MEDIA DE LOS ÚLTIMOS 7 DÍAS)



- Reciente tendencia alcista en las infecciones, primero en EE.UU., Europa y América Latina, para luego concentrarse en India.
- Las mutaciones del virus favorecen su expansión.
- Restricciones menos severas han limitado el efecto de los contagios sobre la movilidad y la actividad económica.

(*) El índice de restricción de movilidad refleja cambios respecto al período de referencia (3 de enero a 6 de febrero). Valores más altos indican menor movilidad.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de la John Hopkins University y de Google.

Mejores perspectivas de recuperación por los estímulos y la vacunación; la inflación y las tensiones financieras permanecerán acotadas, pese los riesgos

Resto de 2021

2022



Vacunación masiva con elevada heterogeneidad entre países



“Nuevo normal”



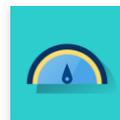
Estímulo fiscal reforzado y tipos inalterados en el G3



Estímulo fiscal reforzado, tipos inalterados en el G3 e inicio del *tapering* por la Fed



Aversión al riesgo acotada, subida sólo gradual de tipos largos y ligera depreciación del dólar



Aversión al riesgo acotada, subida sólo gradual de tipos largos y ligera depreciación del dólar

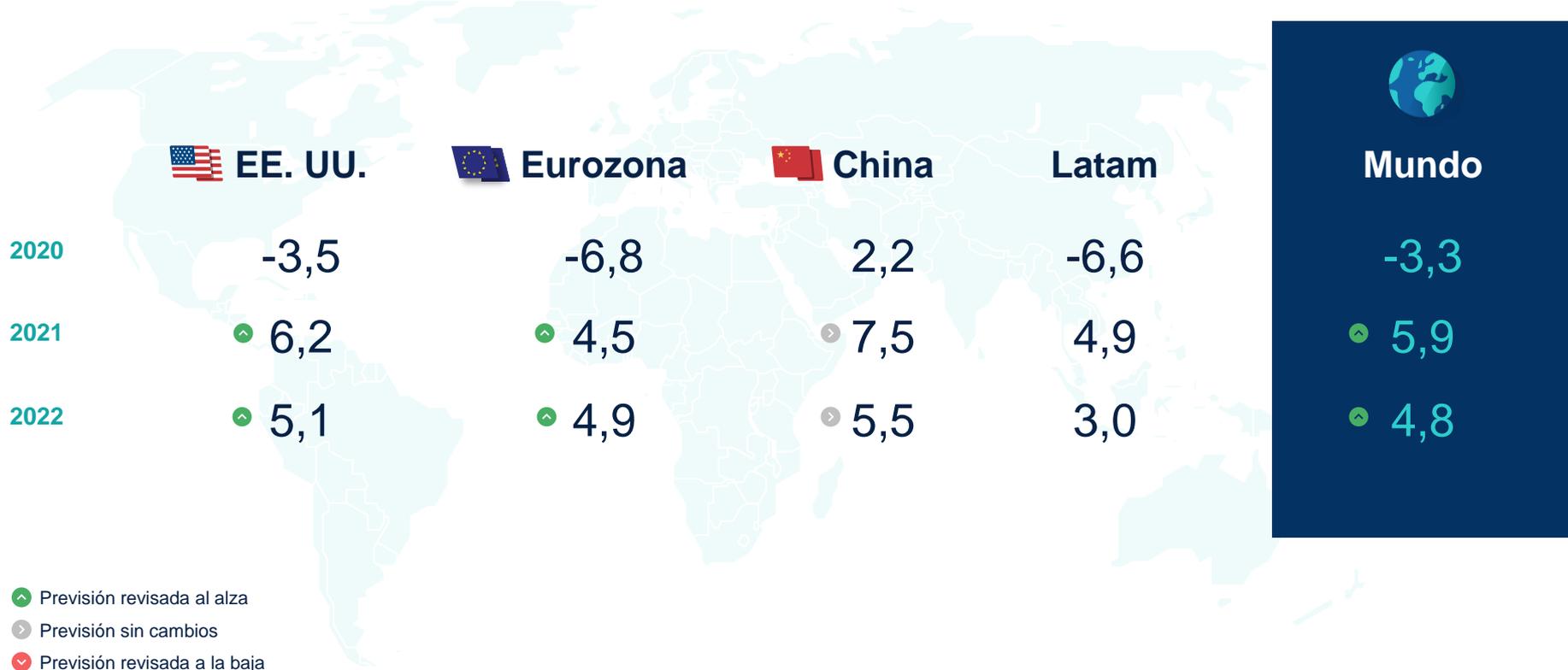


Recuperación global, liderada por EE. UU. y China



Recuperación global, también en Europa y emergentes

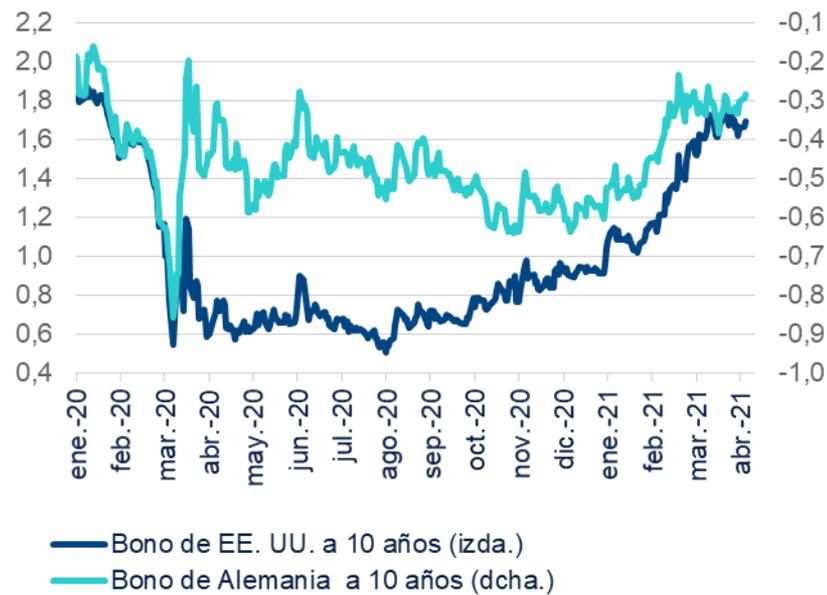
El crecimiento global será más elevado que lo anteriormente previsto y estará liderado por EE. UU. y China



La rápida vacunación y el impulso fiscal en EE.UU. han producido un aumento de las tasas largas y una apreciación del dólar

RENTABILIDAD DE LOS BONOS A 10 AÑOS

(%)



- Las medidas fiscales en EE.UU. han reforzado las **perspectivas de crecimiento e inflación**.
- Los mercados han adelantado sus **previsiones de retirada de los estímulos monetarios**.
- La **rentabilidad de la deuda a largo plazo** ha aumentado significativamente en EE.UU. y en menor medida en Europa.
- Se han generado episodios de volatilidad en los **mercados bursátiles**.
- El **dólar** se ha apreciado y los activos de países emergentes han registrado pérdidas al tiempo que los flujos han disminuido.

Los riesgos seguirán siendo significativos y sobre todo a la baja, pero no se puede descartar un escenario benigno de recuperación aún más rápida



RIESGOS EPIDEMIOLÓGICOS



Mutaciones del virus



Vacunación lenta



Nuevas olas de infecciones



RIESGOS ECONÓMICO- FINANCIEROS



Inflación



Evolución
del ahorro



Tensiones
financieras



Flujos hacia
emergentes



Insolvencia
corporativa

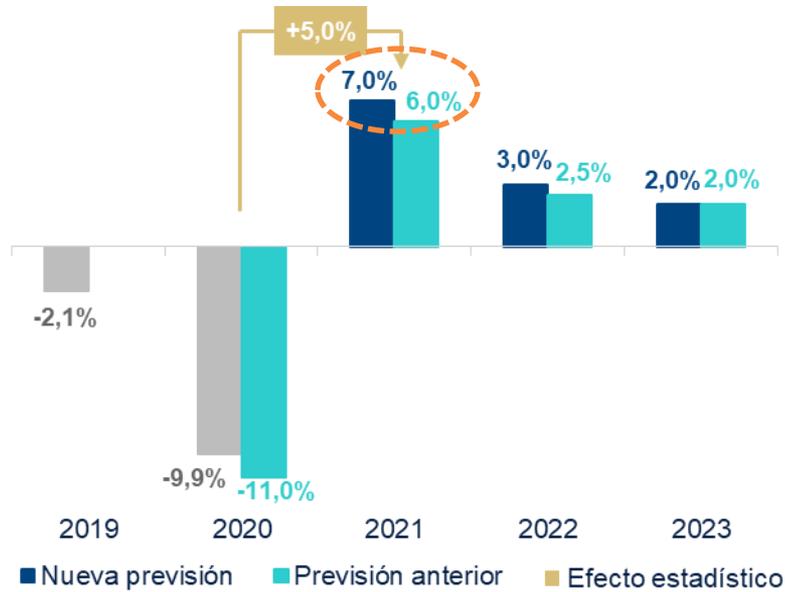


Deuda
pública

En Argentina la actividad repuntó más de lo esperado en el 2S-20, mejorando el punto de partida de 2021 pero sin ganar dinamismo

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB

(VAR. % A/A, ARS CONSTANTES)



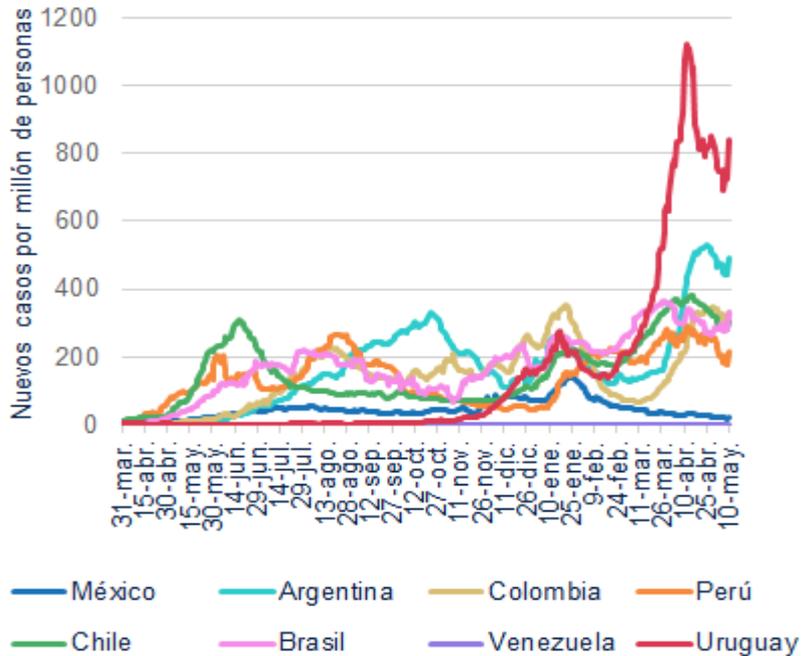
- Proyectamos un crecimiento de 7% en 2021, explicado por el rebote tras la cuarentena de 2020, ya que el ritmo de recuperación desacelerará en los trimestres venideros por el endurecimiento de las medidas sanitarias.
- El déficit fiscal bajará a -4% del PIB por la reducción de ayudas Covid y la mayor recaudación del impuesto a las grandes fortunas y a las exportaciones.
- La inflación se mantendrá elevada (~50%), dado el desequilibrio monetario y la política monetaria laxa, sólo moderada por la contención del tipo de cambio,
- Las exportaciones seguirán apuntaladas por los **altos precios globales** y las importaciones por la recuperación de la actividad, aunque restringidas por las **regulaciones cambiarias**.
- **Todavía no hay avances en el diseño del nuevo programa con el FMI.** Lo esperamos, como pronto, para el último bimestre del año

02

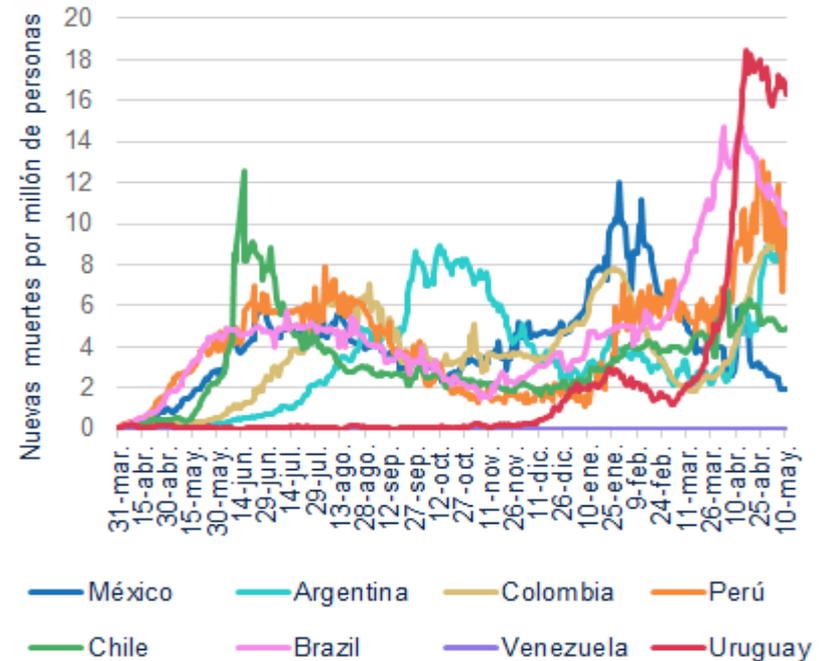
Uruguay en tiempos del Covid

Pandemia: la complicada situación de Uruguay se pone de manifiesto cuando medimos los casos por millón de habitantes

CASOS CONFIRMADOS EN URUGUAY Y LA REGIÓN POR MILLÓN DE HABITANTES PROMEDIO MÓVIL 7D



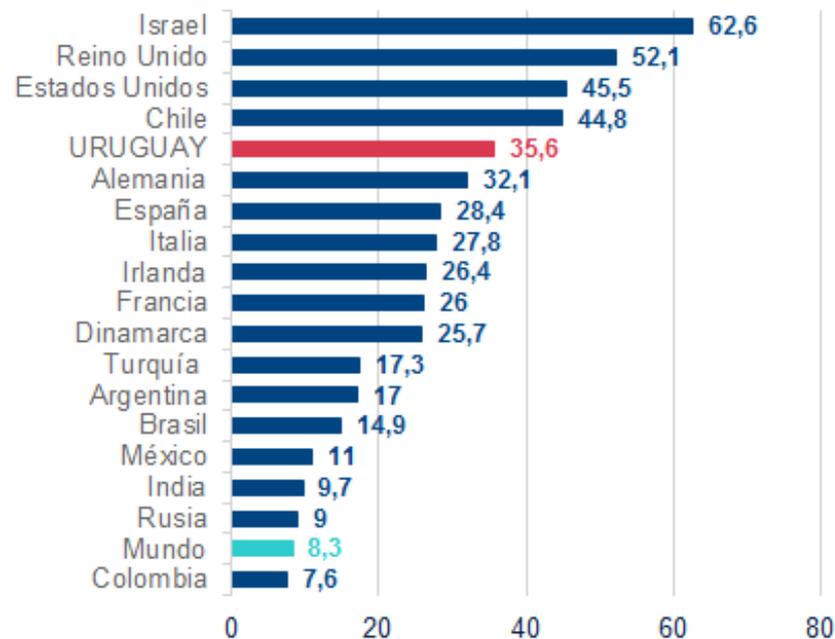
MUERTES POR COVID EN URUGUAY Y LA REGIÓN POR MILLÓN DE HABITANTES PROMEDIO MÓVIL 7D



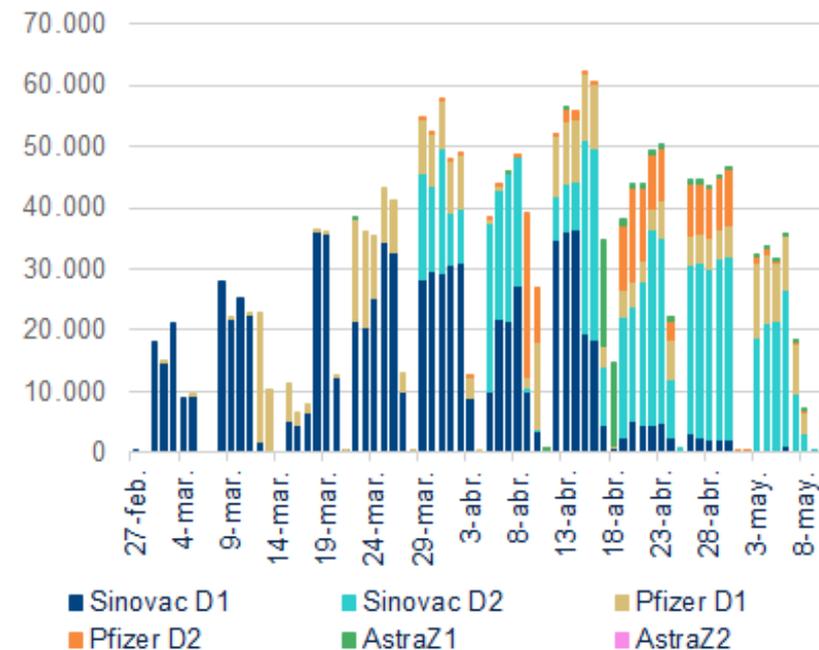
Uruguay avanza rápidamente en la vacunación contra el COVID-19, muy bien rankeado entre los países de la región

CAMPAÑA MUNDIAL DE VACUNACIÓN COVID 19

% DE POBLACIÓN CON AL MENOS 1 DOSIS (AL 10.MAY)



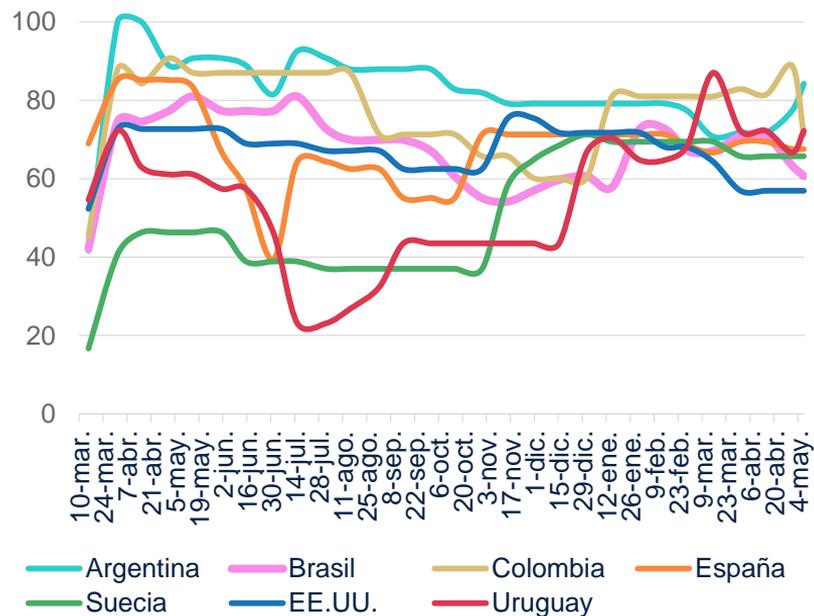
CAMPAÑA DE VACUNACIÓN COVID 19 EN URUGUAY



El año que vivimos en peligro: confinamientos y menor movilidad

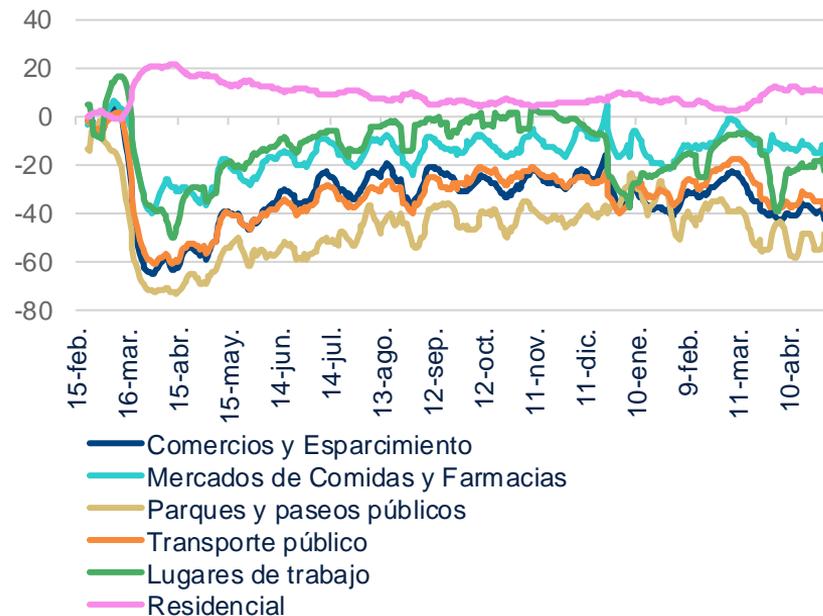
ÍNDICE DE RIGIDEZ DEL CONFINAMIENTO

(EN NIVELES DE 0 A 100)



MOVILIDAD EN URUGUAY

RESPECTO DE NIVELES PRE-PANDEMIA



El Oxford Stringency Index es un indicador que mide en cada momento la dureza del confinamiento para diferentes países en función de las medidas que adoptan para enfrentar la pandemia.

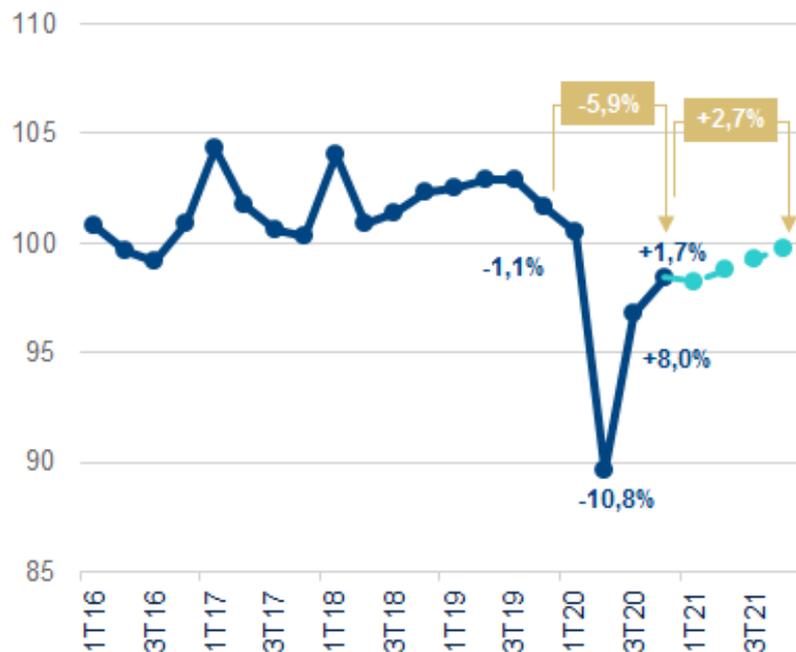
Fuente: BBVA Research y Oxford University.

Fuente: BBVA Research sobre datos de Google.

Actividad 2020: lo que el COVID se llevó ...

PIB TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADO

VAR % T/T



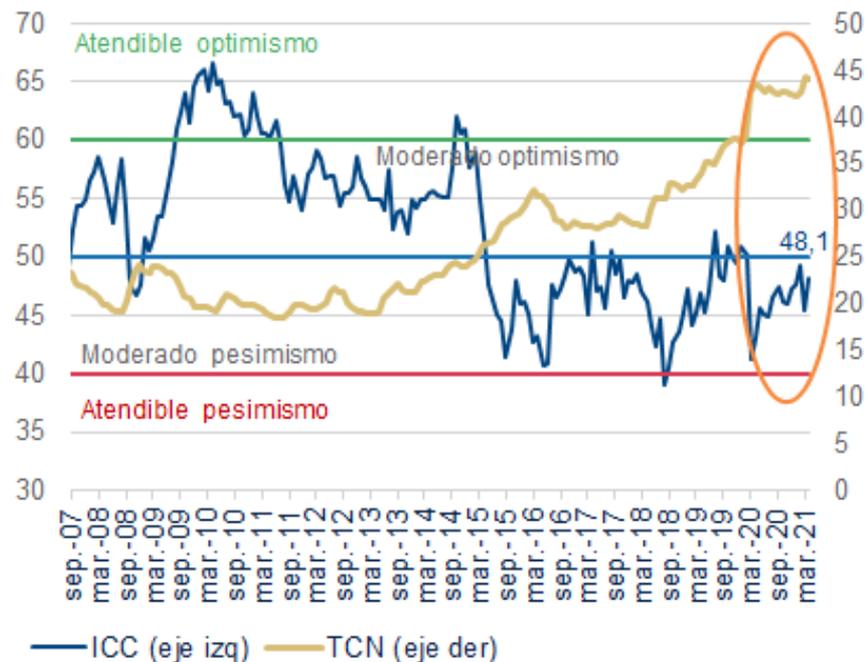
Fuente: BBVA Research en base a datos de BCU.

- El año 2020 cerró con una caída de 5,9% respecto de 2019 (4T20 -2,9% a/a). La recuperación del PIB del 3T20 y 4T20 no fue suficiente para contrarrestar la fuerte caída del 2T20, pleno inicio de pandemia.
- La **demanda interna** cayó 3,8% a/a en 2020 por el desplome del consumo privado (-6,2% a/a) en el marco de las restricciones a la movilidad, que no fue compensado con el aumento de la inversión (+8% a/a) asociada a las obras de la tercera pastera y del FFCC Central.
- La **demanda externa** también tuvo una **contribución negativa al crecimiento (-2,1% a/a)** por la fuerte caída de las exportaciones (-16,2% a/a) por encima de la caída en las importaciones (-10,8% a/a).

Los primeros indicadores adelantados (alta frecuencia) para el 1T21 no terminan de marcar un claro crecimiento

CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

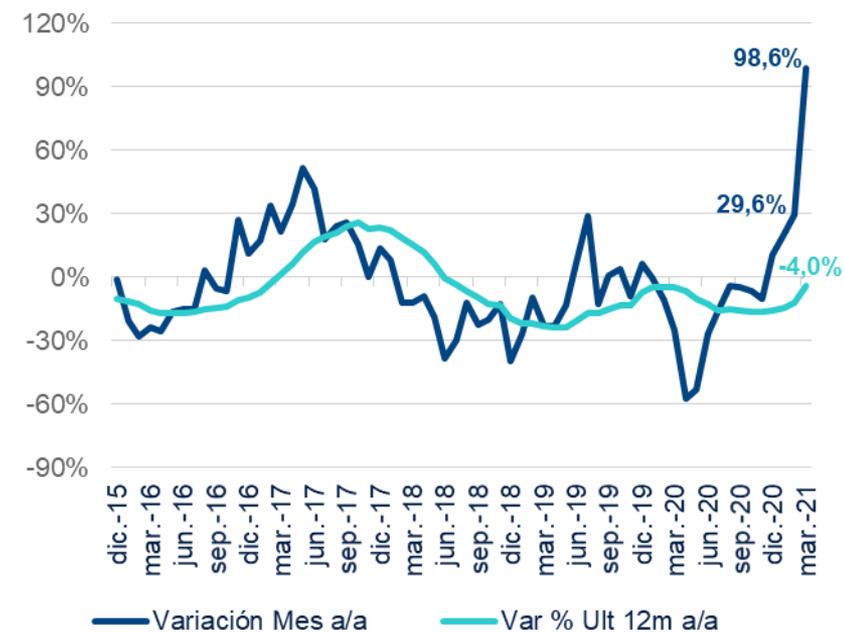
(NIVEL Y \$/USD)



Fuente: BBVA Research en base a datos de Depto de Economía de la UCU.

VENTA DE AUTOMOVILES

VAR % A/A



Fuente: BBVA Research en base a datos de ACAU.

Revisamos a la baja el crecimiento estimado para 2021 a 2,7% (anterior 4,0%) pero seguirá condicionado a la evolución de la pandemia

PIB Y SUS COMPONENTES

VAR % A/A



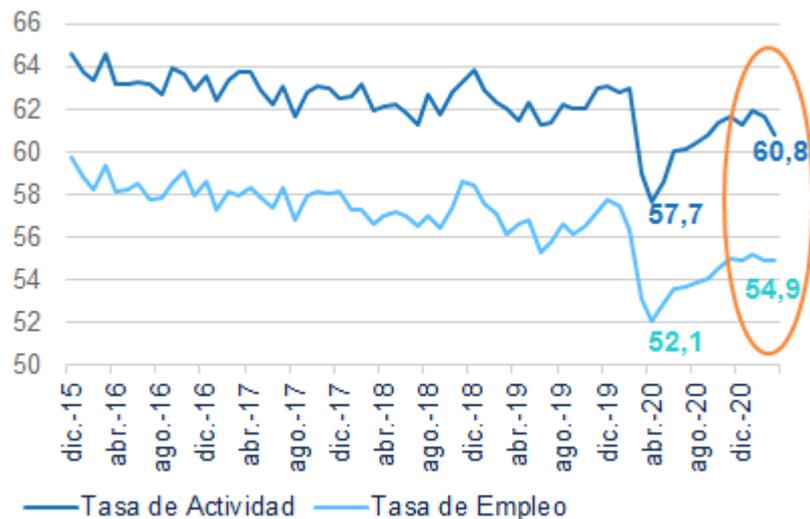
- Nuestro escenario contempla una situación contenida de la pandemia en la medida que **avanza la vacunación**.
- El mayor impulso vendrá de la mano de la inversión además se recupera parte del consumo.
- La demanda externa aún no consigue aportar al crecimiento y continuaría este año con una contribución negativa.

Var. interanuales	2019	2020	2021 p	2022 p
Consumo Total	0,6%	-6,2%	1,6%	3,2%
Consumo Privado	0,5%	-6,2%	1,7%	3,5%
Consumo Público	1,1%	-6,4%	1,3%	2,1%
Inversión	-5,2%	8,0%	11,7%	7,3%
Demanda Interna	-0,3%	-3,8%	3,3%	3,9%
Exportaciones	3,6%	-16,2%	4,7%	4,8%
Importaciones	1,5%	-10,8%	8,3%	7,3%
Balance Comercial	0,7%	-2,1%	-0,6%	-0,4%
PBI pm (precios 2016)	1.769.071	1.665.426	1.709.571	1.768.594
PIB (var% a/a)	0,4%	-5,9%	2,7%	3,5%

El menor crecimiento esperado para este año también repercute en el mercado laboral que no consigue volver a los niveles pre-pandemia

TASA DE ACTIVIDAD Y TASA DE EMPLEO

(EN % DE LA PEA, ULT DATO MAR 21)

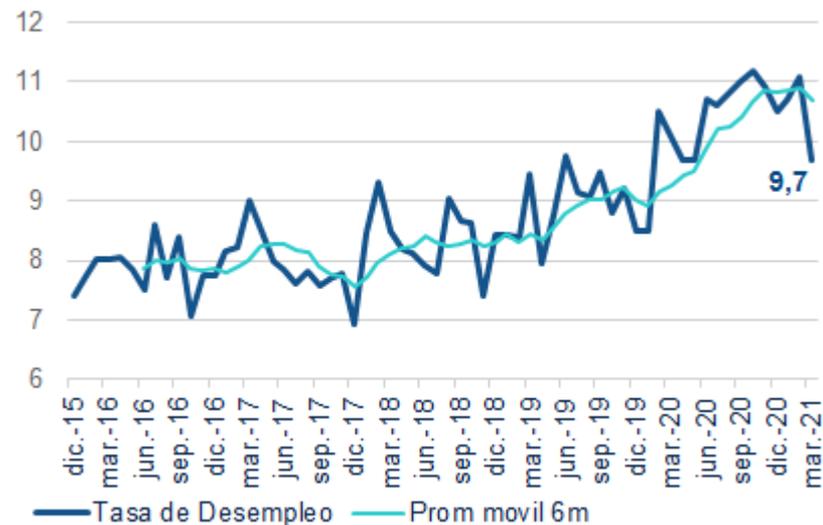


Fuente: BBVA Research en base a datos del INE.

Las tasas de actividad y de empleo se recuperan lentamente pero aún distan mucho de los valores pre-pandemia. En marzo la tasa de actividad volvió a caer.

TASA DE DESEMPLEO

(EN % DE LA PEA, ULT DATO MAR 21)



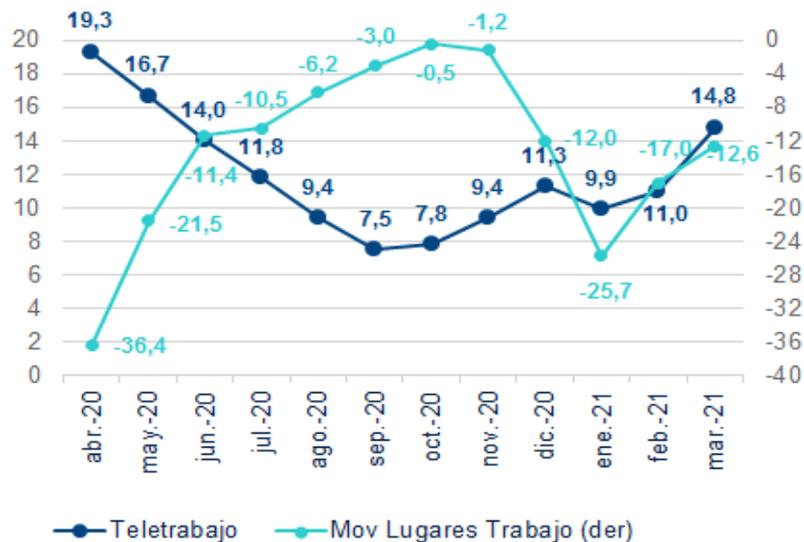
Fuente: BBVA Research en base a datos del INE.

No esperamos una significativa recuperación en la tasa de desempleo en este año. Nuestra previsión para fin de 2021 se ubica en 9,8% de la PEA.

La pandemia modificó la forma de trabajar pero también dejó a muchas personas fuera del mercado laboral

TELETRABAJO

(EN % DE LOS OCUPADOS)



Fuente: BBVA Research , INE y Google.

BENEFICIARIOS DEL SEGURO DE DESEMPLEO

(SEGÚN CAUSAL)



Fuente: BBVA Research en base a datos del BPS.

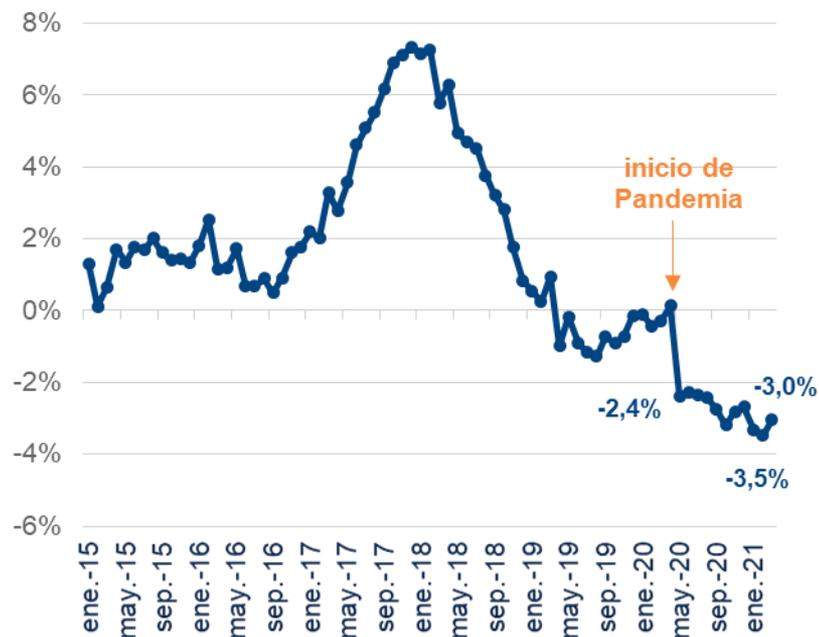
Las restricciones impuestas por la pandemia hizo que muchas personas deban seguir trabajando desde sus hogares. [El teletrabajo llegó para quedarse.](#)

El número de beneficiarios del seguro de desempleo se disparó desde marzo 2020, llegando a máximos en abril y mayo. A partir de entonces descienden pero aún se ubican en niveles altos.

La recaudación sigue siendo afectada por las restricciones y el menor nivel de actividad

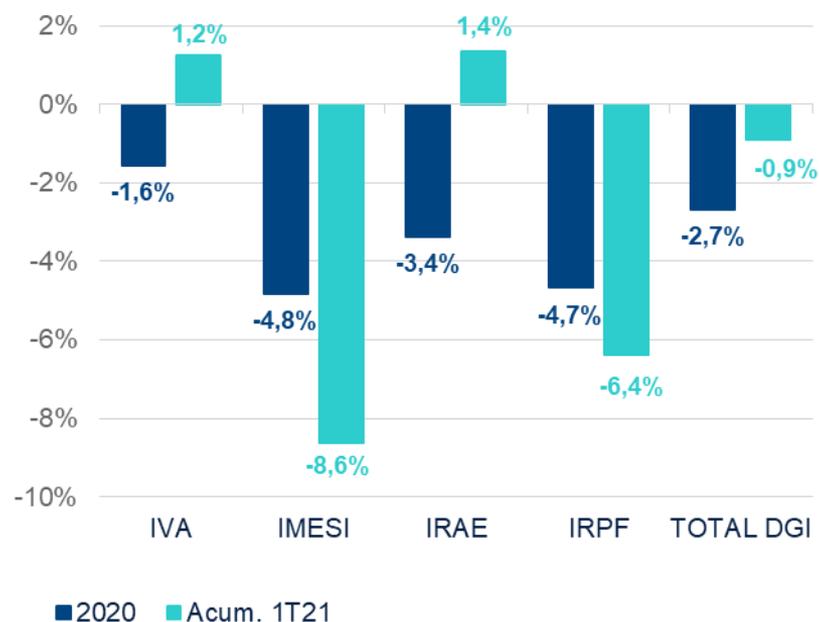
RECAUDACIÓN TOTAL ÚLTIMOS 12 MESES

(VAR % A/A EN TÉRMINOS REALES)



RECAUDACIÓN POR IMPUESTO

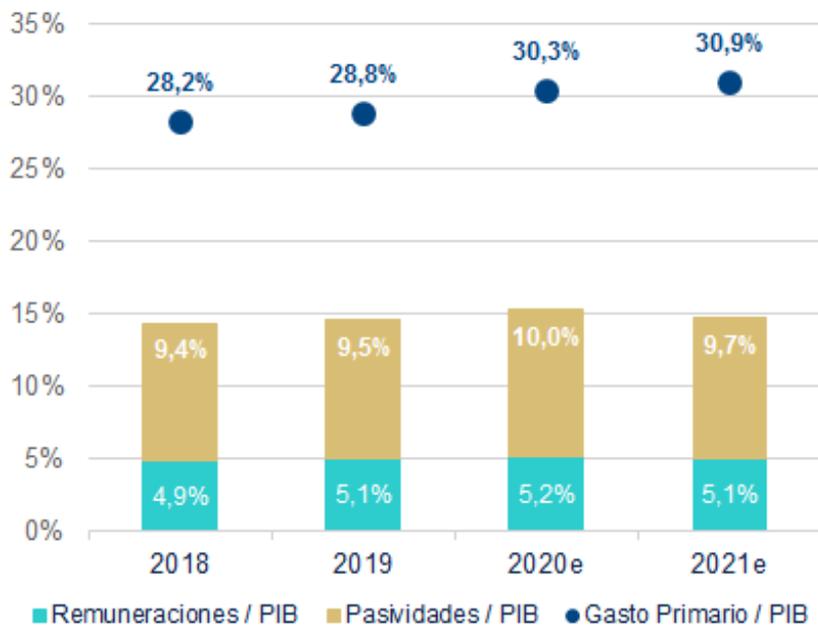
(VAR % A/A EN TÉRMINOS REALES)



El déficit fiscal será de 5,4% del PIB en 2021. El recrudecimiento de casos Covid obligó al gobierno a elevar el paquete de ayuda, aumentando el gasto

GASTO PRIMARIO

(COMO % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research y MEF.

RESULTADO FISCAL CONSOLIDADO

(COMO % DEL PIB)

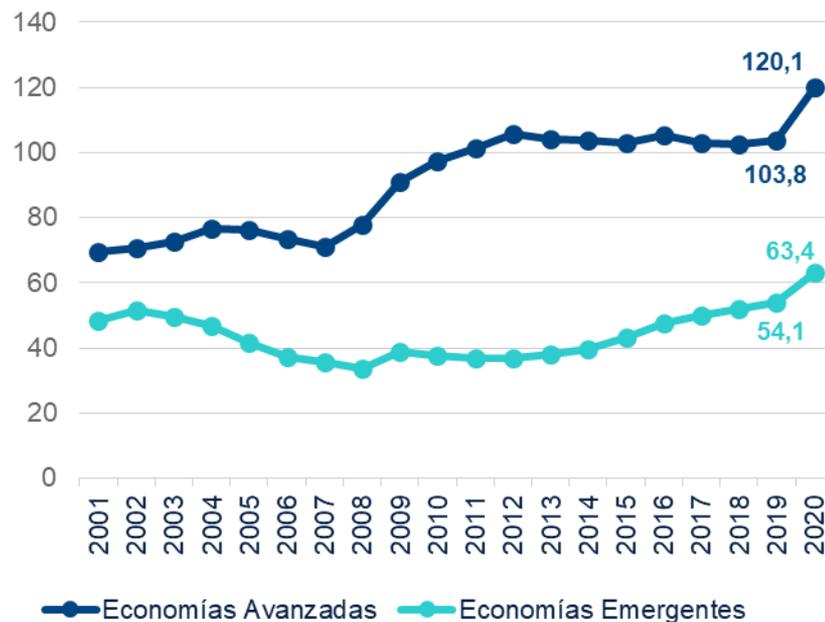


Fuente: BBVA Research y MEF.

Al igual que la mayoría de los países en 2020, Uruguay incrementó su deuda pública para financiar el incremento del déficit fiscal

DEUDA PUBLICA GLOBAL

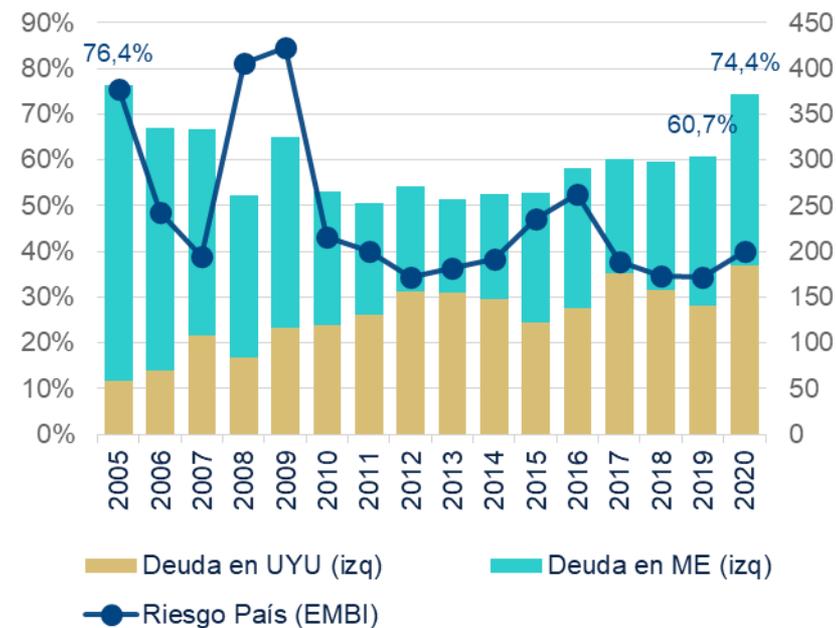
(COMO % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research y FMI.

DEUDA DEL SECTOR PUBLICO GLOBAL Y EMBI

(COMO % DEL PIB Y PB)

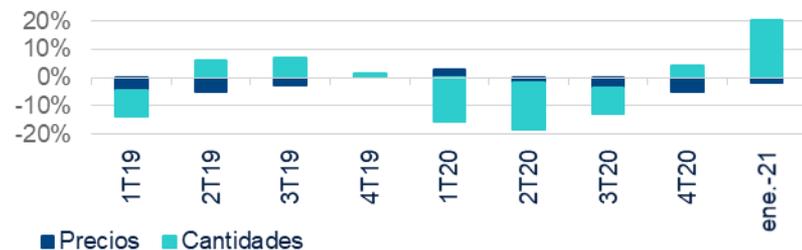


Fuente: BBVA Research, BCU y HAVER.

El comercio de bienes fue muy castigado por la pandemia pero comenzó a verse cierta mejora hacia el 4T20, que se acentuó en el 1T21

EXPORTACIONES

VAR % A/A PRECIOS Y CANTIDADES



IMPORTACIONES

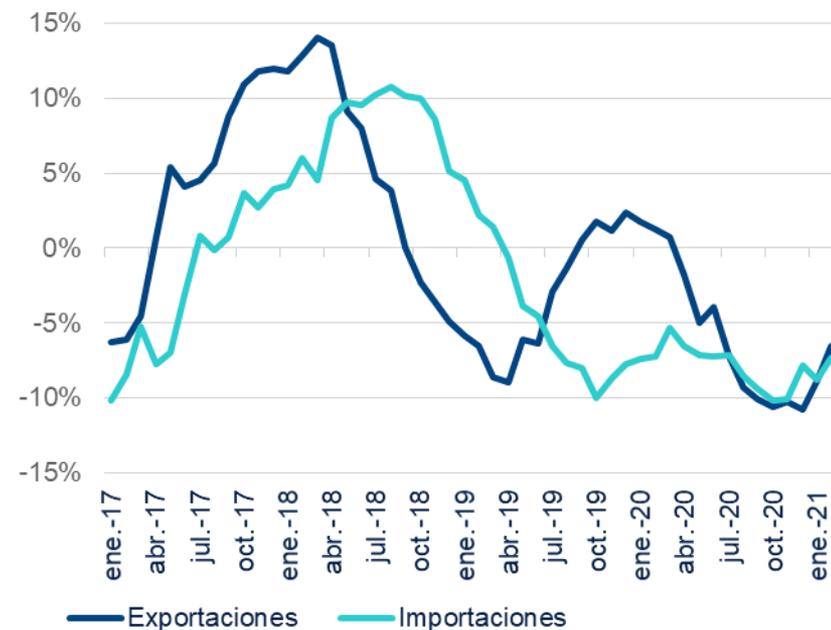
VAR % A/A PRECIOS Y CANTIDADES



Fuente: BBVA Research y BCU.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES

VAR % A/A ULTIMOS 12 MESES

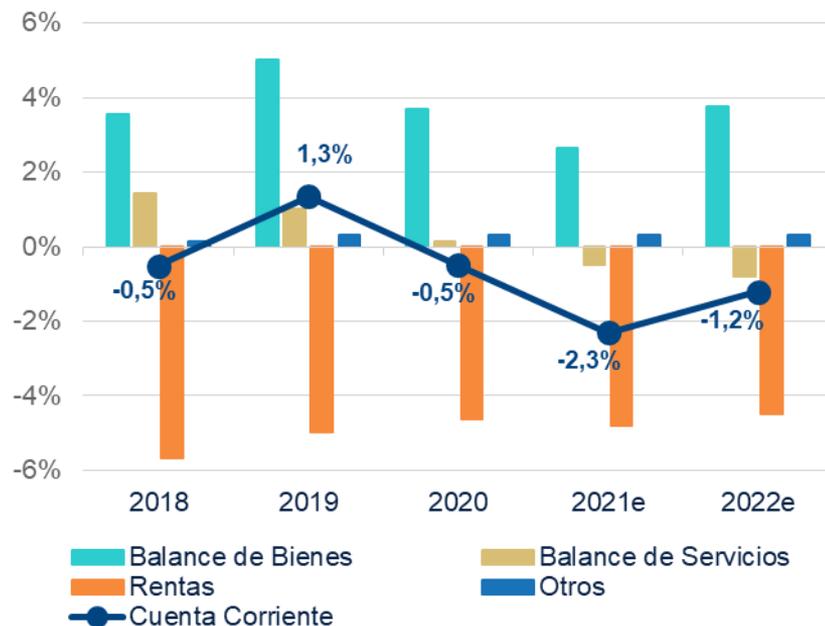


Fuente: BBVA Research y BCU.

Se amplía el déficit en cuenta corriente por las mayores importaciones de UPM2 y por la caída en exportaciones

CUENTA CORRIENTE Y SUS COMPONENTES

(% DEL PIB)

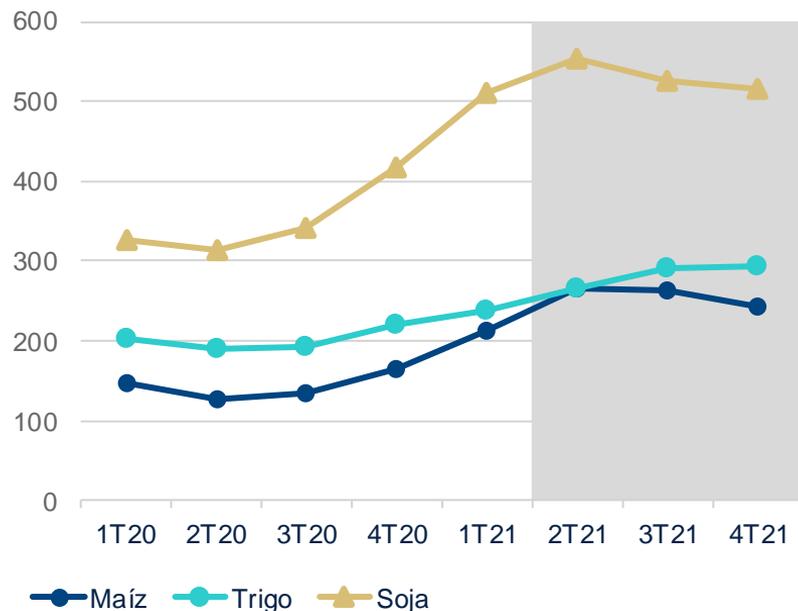


- La cuenta corriente cerró con un déficit de 0,5% del PIB en 2020 pero esperamos que este déficit se amplíe en 2021 por mayores importaciones.
- Las inversiones en UPM2 y las obras en infraestructura inherentes a la pastera (como las del FFCC Central) requerirán insumos y bienes de capital importados.
- Esperamos un crecimiento de las importaciones de 11,5% mientras que las exportaciones aumentarán 7% en 2021.
- El cierre de fronteras sigue perjudicando a la industria del turismo.

Precios de la soja: se mantendrían elevados y volátiles por el resto del año

PRECIO DE COMMODITIES AGRICOLAS

(USD/TON, CBOT)

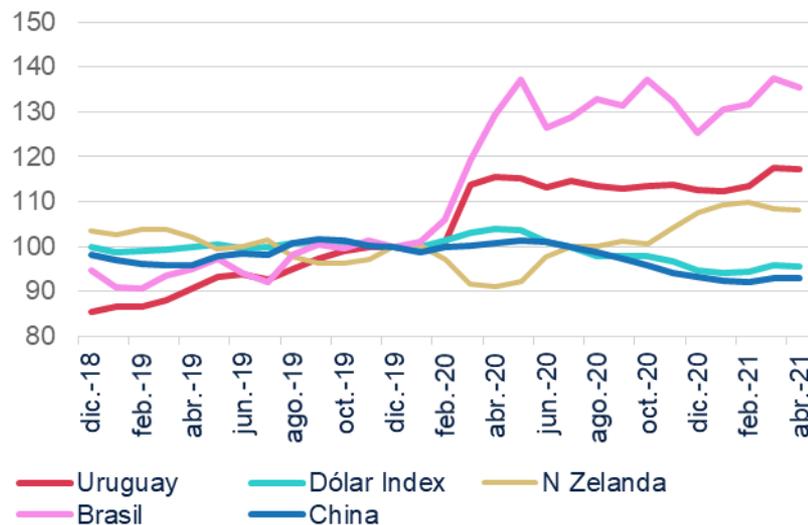


- El mercado global se encuentra muy ajustado por la demanda de China y los bajos inventarios en EE.UU.
- Factores que empujan los precios:
 - Corto plazo: la campaña 20/21 deja bajos remanentes globales.
 - Mediano plazo: impulso a los biocombustibles desde EE.UU.
- Riesgos:
 - Un brote de fiebre porcina en China podría hacer caer los precios.
 - Relación China - EE.UU.: mayores tensiones podrían impactar negativamente.

El peso no es ajeno al escenario internacional y se destaca por la baja volatilidad

EVOLUCIÓN TC

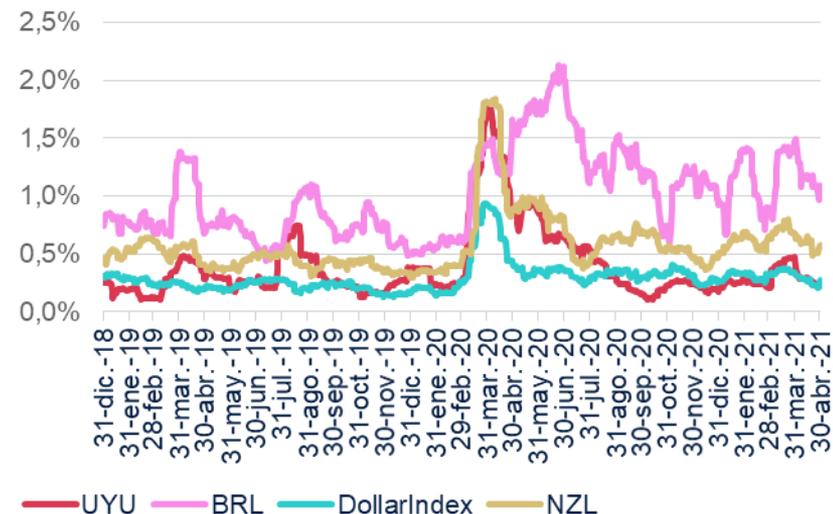
(DIC19=100)



Fuente: BBVA Research en base a datos HAVER.

VOLATILIDAD COMPARADA

(VOL: DESV. EST DEL TC 20D)

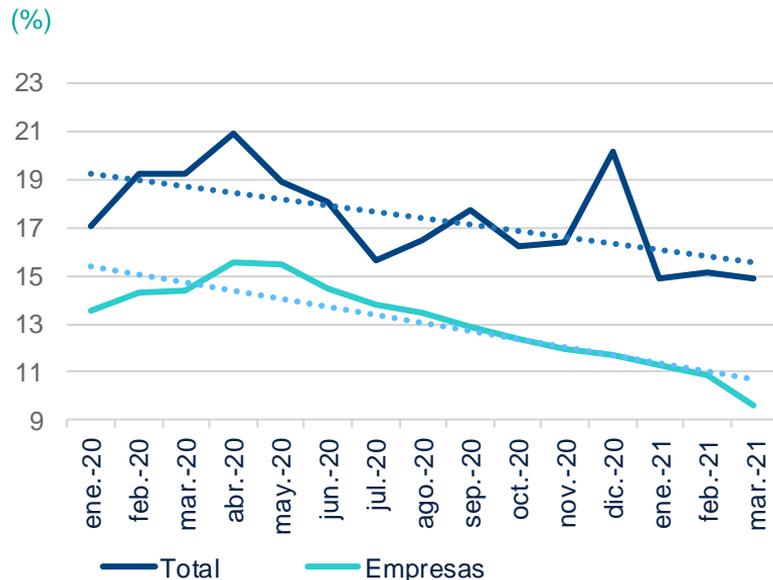


Fuente: BBVA Research en base a datos HAVER.

Desde 2T20 y hasta el 1T21 el BCU ha intervenido en el mercado de cambios a través de la integración de LRM en USD por casi USD 1500 millones. La volatilidad fue menor a economías comparables. El tipo de cambio alcanzará 46 UYU/USD a dic-21 y 49 UYU/USD en dic-22. La abundante liquidez en pesos podrá ser una fuente de riesgo sobre el tipo de cambio.

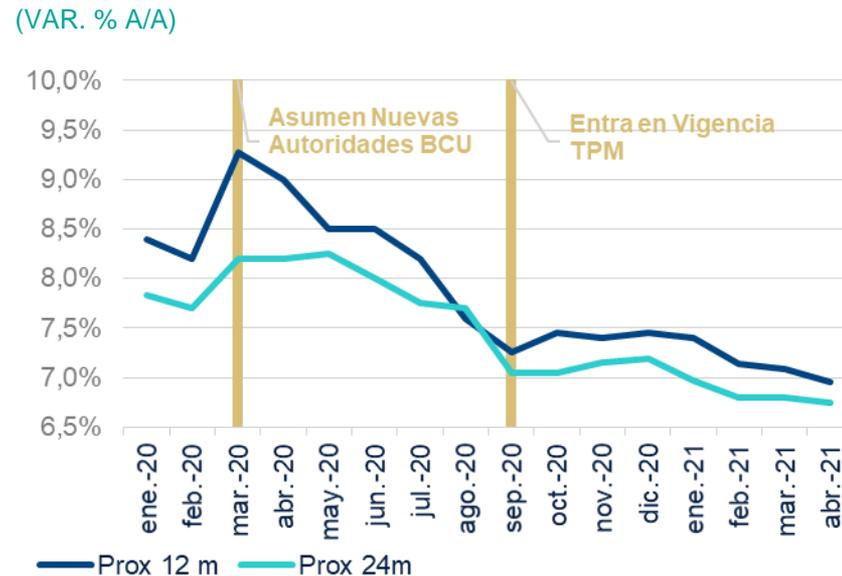
Las expectativas de inflación y las tasas de interés dan buenas señales a la política monetaria

TASAS DE INTERÉS ACTIVAS (%)



Fuente: BBVA Research en base a datos BCU.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (VAR. % A/A)



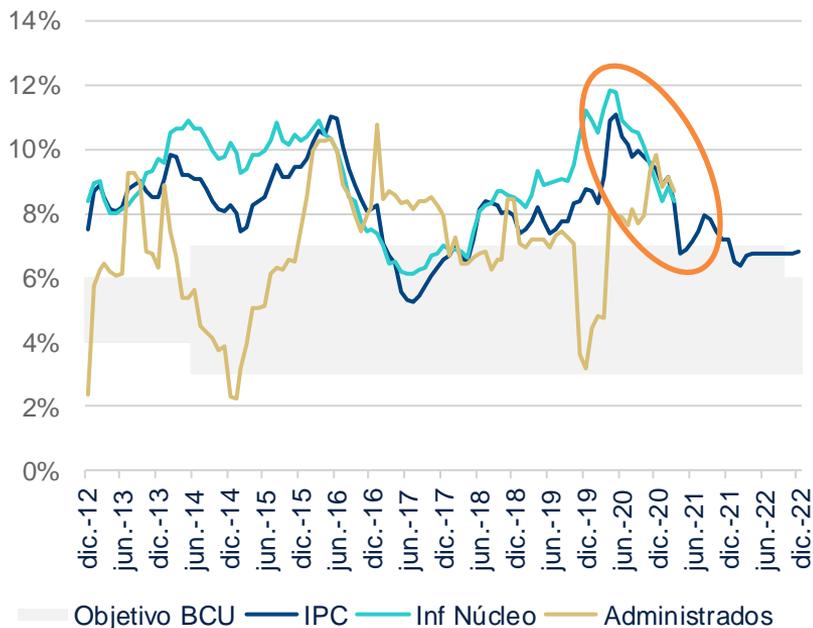
Fuente: BBVA Research en base a datos BCU.

Las tasas de interés se alinean con la TPM. La política monetaria se mantendrá expansiva hasta por los menos el 3T21, cuando se convalide la mejora de la actividad.

Las expectativas de inflación descendieron de manera considerable. Destacamos, y esperamos que continúe, la mejora en la comunicación emprendida por el BC con el público.

La inflación cede más lento a lo esperado y alcanzará 7,2% en 2021

INFLACIÓN, NIVEL GENERAL, SUBYACENTE Y ADMINISTRADOS (VAR% A/A)

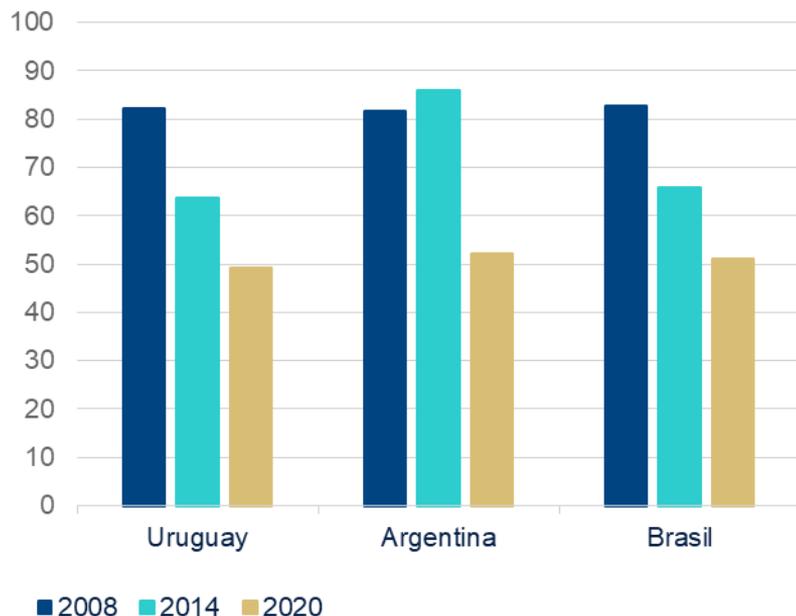


- Factores que quitan presión a los precios:
 - Mercado laboral con desempleo elevado y recuperación lenta.
 - Acuerdo puente de salarios.
 - Debilidad global del dólar.
 - Los tarifas tendrían aumentos más contenidos que los esperados.

- El año que viene la inflación descendería a 6,8%, condicionada por la superación de la pandemia que permita asumir, de manera progresiva, un perfil contractivo a la autoridad monetaria.

Si bien el desempeño ambiental tiene algunos puntos de mejora...

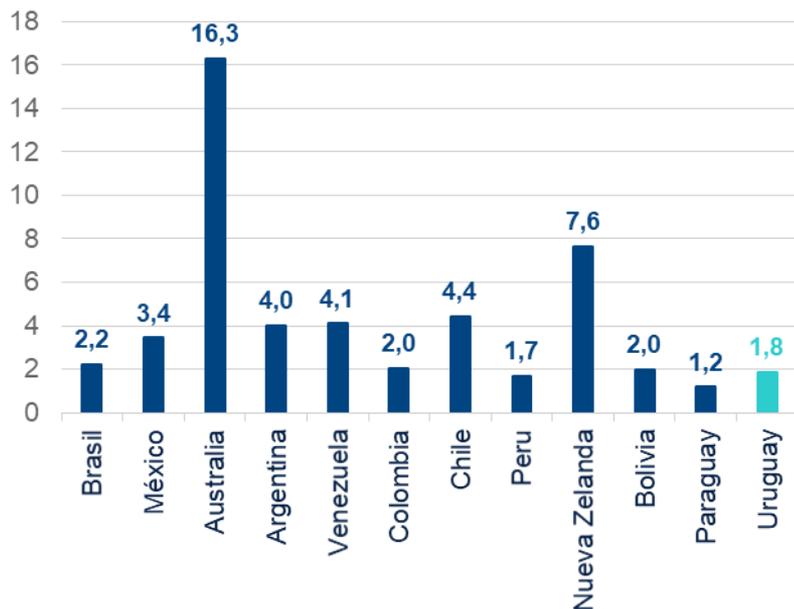
ÍNDICE DE DESEMPEÑO AMBIENTAL



- El desempeño ambiental (medido por la Universidad de Yale) ha empeorado desde el 2008 a la fecha, aunque la tendencia la comparten otros países como Brasil y Argentina.
- La emisión de gas de efecto invernadero es la mayor de Sudamérica en términos per cápita.
- Uruguay no se encuentra entre los 40 países más atractivos para inversiones en materia ambiental, según la consultora Ernst & Young.
- Será necesario establecer una agenda de políticas que incentiven las inversiones en el país, y permitan reducir, aún más, la emisión de gases dañinos para la salud y el ambiente.

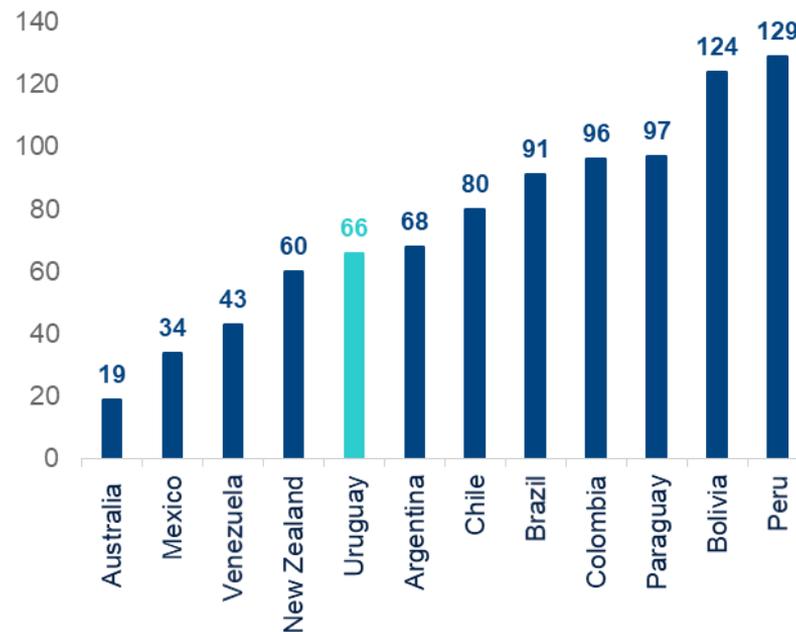
El nivel de emisión de CO₂ es de los menores de la región

EMISIÓN DE CO₂ PER CÁPITA (TONELADAS MÉTRICAS)



Fuente: BBVA Research en base a datos de Our World in Data.

REDUCCIÓN DE EMISIONES DE CO₂ (ORDEN GLOBAL DE ACUERDO A MAYOR REDUCCIÓN)



Fuente: BBVA Research en base al índice de desempeño ambiental.

Previsiones macroeconómicas

	2019	2020	2021p	2022p
PBI (% a/a)	0,4	-5,9	2,7	3,5
Inflación (% a/a, fdp)	8,8	9,4	7,2	6,8
Inflación (% a/a, promedio)	7,9	9,8	7,7	6,7
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	37,7	42,4	46,0	49,0
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	35,2	42,0	44,6	47,6
Consumo Privado (% a/a)	0,5	-6,2	1,7	3,5
Consumo Público (% a/a)	1,1	-6,4	1,3	2,1
Inversión (% a/a)	-5,2	8,0	11,7	7,3
Tasa de desempleo (% fin fdp)	8,9	10,4	9,8	9,2
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,2	-5,3	-5,4	-3,0
Cuenta Corriente (% PIB)	1,3	-0,5	-2,3	-1,2

Aviso Legal

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Situación Uruguay

1S21