

Situación Uruguay

2023



El crecimiento será acotado en 2023 con fuerte impacto de la sequía en el sector externo

Adriana Haring / Juan Manuel Manias / Marcos Dal Bianco

Junio 2023

Actividad

El Producto Bruto Interno creció 4,9% en 2022 por el fuerte impulso de la inversión (UPM2) y el buen desempeño del comercio externo en el primer semestre. Sin embargo, la actividad cayó en el segundo semestre por la fuerte sequía que afectó la producción agropecuaria y las exportaciones, y por la finalización de las obras de UPM2. Esto hizo que Uruguay haya entrado en recesión al cierre de 2022, dejando un arrastre negativo de 1% para 2023.

En el 1T23 Uruguay salió de la recesión al crecer 0,9% t/t s.e., mejor de lo esperado, por la buena temporada de turismo y un efecto menos intenso de la sequía en el sector agropecuario y el de generación eléctrica. Si bien los indicadores del 2T23 dan señales mixtas, no será un buen trimestre ya que la sequía seguirá afectando las actividades primarias y la baja hidraulicidad restará crecimiento a la vez que requiere importar energía de Brasil.

Para este año estimamos un crecimiento de 2%, motorizado por el consumo privado a partir de una recuperación de los salarios reales y de las exportaciones de servicios (turismo). La puesta en marcha de la planta de celulosa y sus primeras exportaciones compensarán sólo parcialmente la caída de las exportaciones de bienes. Para 2024 la actividad se expandirá 2,3% empujada por la dinamización del consumo interno, la recuperación del sector agrícola y el aporte pleno de las exportaciones de celulosa. Esperamos mayores definiciones sobre los recientes anuncios de inversiones en una planta de hidrógeno para contabilizarlos en nuestras estimaciones.

Desempleo y Salarios

En el año 2022 hubo 40.000 empleos más que el año previo, una sustancial mejora que permitió cerrar el año con un nivel de población ocupada mayor a los valores pre-pandemia. En 2023, la tasa de desempleo se ubicaría en 8,3%, similar a la del primer cuatrimestre del año, en un contexto de desaceleración de la actividad y de la mano de la finalización de las obras de UPM2. La mejora del número de empleos de sectores más dinámicos como el turismo, comercio y otros servicios no compensarán la caída de otros sectores que se muestran estancados. En lo que respecta al salario, se espera que la décima ronda de negociaciones salariales logre un incremento nominal algo por encima de la inflación con lo que le permitirá al salario real seguir ganando terreno (entre 2,0% y 2,5%).

Sector Externo

Nuestro escenario de corrección en el precio de los commodities, de mayor incertidumbre y menor crecimiento global, afectarán las exportaciones. Los precios de los commodities clave para Uruguay alcanzaron máximos en 2022 (por el conflicto de Rusia con Ucrania) y están siendo muy persistentes, aunque este año corregirán a la baja (pero seguirán altos en términos históricos). Además, habrá una menor oferta de bienes por la sequía. Por tanto, esperamos una caída de las exportaciones de bienes de 10% a/a en 2023, que será gradual y parcialmente compensada con mayores exportaciones de celulosa a medida que la nueva planta se ponga en funcionamiento.

La cuenta corriente tuvo un déficit de 3,2% del PIB en 2022 por el impacto de la sequía y la deslucida temporada turística. Este año la temporada de turismo ha sido mejor a lo esperado, pero las importaciones mostrarán el impacto de las mayores compras de energía requeridas ante la baja hidraulicidad provocada por la sequía. Por tanto, esperamos un déficit de la cuenta corriente de 3,3% del PIB en 2023, mejorando ligeramente hasta -2,9% del PIB en 2024 una vez que se disipen los efectos de la sequía.

Sector Fiscal

El déficit global del sector público cerró en 2022 en 3,2% del PIB, pero al excluir los ingresos extraordinarios del Fideicomiso de Seguridad Social (FSS) habría llegado a 3,4%, mejorando 0,7pp respecto a 2021 y superando la meta de -3,5% establecida en la última rendición de cuentas (junio 2022). Con esto acumuló tres años consecutivos de cumplimiento de la meta.

A abril de 2023 el resultado global consolidado llegó al -3,6% del PIB, deteriorándose respecto a 2022, por una caída en la recaudación y por un aumento del gasto primario (salarios y pasividades, transferencias, etc.).

Varios factores ponen en duda el cumplimiento de la meta fiscal para 2023. Por un lado, la sequía afectará la actividad y la recaudación, y subirá los costos de generación eléctrica, perjudicando los resultados de empresas públicas. Por otro lado, la necesidad de aumentar el aprovisionamiento de agua potable requerirá mayores inversiones de la empresa Obras Sanitarias del Estado. Por último, el aumento previsto en los salarios reales, tras tres años consecutivos de caída, revertirá la baja real del gasto en salarios y pasividades que se dio en 2022.

Nuestra previsión de un déficit consolidado del 3,1% del PIB para este 2023 se encuentra por encima de la meta de -2,7%, pero seguramente se flexibilice de cara a la Rendición que se remitirá al Congreso a fines de junio como consecuencia de un hecho tan inesperado como la sequía. Para 2024, una vez superada la sequía y la incertidumbre internacional podemos estimar una mejora acotada del resultado fiscal hasta el -2,9% del PIB.

Inflación y Política Monetaria

Este año la inflación alcanzará 7,5%, y 6,2% el año que viene. En los primeros 5 meses de este año el IPC ha aumentado 4,3%, superando al 5,4% del mismo período del año pasado que capturó el efecto del aumento de materias primas por la guerra en Ucrania. Si bien las variaciones mensuales del IPC, han desacelerado desde 1,6% en enero a -0,1% en mayo, la inflación núcleo, que muestra la inercia del proceso inflacionario da señales de una ralentización más lenta que el nivel general. Así el promedio mensual anualizado del último trimestre de la inflación subyacente alcanza el 5,2% quedando por debajo del 6,8% que da el mismo cálculo del IPC.

El BCU ha tomado nota de las señales de desaceleración y ha sido el primer banco central en la región en bajar la tasa de política monetaria. En la última reunión de abril la recortó 0,25 pp hasta dejarla en 11,25%, luego de alcanzar un máximo de 11,5% (había arrancado en 4,5% de sep-20, cuando era negativa en términos reales para mitigar los efectos de la pandemia). Las expectativas de inflación para los próximos 24 meses se ubican en 6,7%, por sobre el rango meta, y no muestran una tendencia a la baja. Por tanto, estimamos que el BCU mantendrá la pausa hasta al menos el 3T, para luego retomar los recortes de tasa en la medida que las expectativas de inflación para el horizonte relevante de política monetaria converjan al rango de 3-6%, y terminar el año en 10,25%.

Tipo de Cambio

La expectativa de finalización en el sendero ascendente recorrido por la FED y el apetito por activos emergentes empujó a las monedas regionales. Además existen fundamentos macroeconómicos que aporta a la fortaleza del peso como el precio de materias primas en niveles históricamente, los considerables flujos de IED ingresados en 2022 para terminar el proyecto de UPM2, el FFCC Central y otros proyectos privados menores se suman a la baja percepción del riesgo soberano (el más bajo de la región) que dio mayor atractivo a los activos uruguayos.

En la misma línea la política monetaria apuntala al peso. Pero si bien la postura del BCU en la lucha contra la inflación ha llevado a una elevada tasa de interés, ofreciendo un diferencial positivo respecto al rendimiento de activos en moneda extranjera, no se verifican ingresos de capitales de corto plazo para aprovechar este arbitraje, la mayoría de operaciones de cambio se realizan entre agentes domésticos no financieros que venden USD por cuestiones operativas o porque es mejor la inversión en pesos. Al ajustar por la inflación doméstica y la de los socios comerciales, el Tipo de Cambio Real ha mostrado una leve apreciación en la primera parte del año como consecuencia de la acelerada depreciación nominal de Argentina que en el agregado global deja una apreciación del peso uruguayo de alrededor del 12% en términos reales.

Descontamos que el BCU mantendrá su política cambiaria de no intervenir más allá de operaciones en el mercado apuntadas a contener la volatilidad. En este escenario esperamos una leve aceleración del tipo de cambio en lo que resta del año por el recorte en las exportaciones a causa de la sequía de modo esperamos que el tipo de cambio alcance UYU / USD 39,7 para dic23 y 42,3 para dic24.

Conclusiones

La desaceleración de la actividad en 2023 y la desmejora de las cuentas fiscales no implican un empeoramiento en la percepción del riesgo de Uruguay, que se mantiene en el mínimo de la región. En este sentido, Standard & Poor's y Fitch subieron el rating del país por sobre el umbral de Grado Inversor, por el cumplimiento de objetivos de la regla fiscal y la aprobación de la reforma de la seguridad social. El reciente anuncio de la inversión en una planta de hidrógeno verde, que sería la más alta recibida por el país, suma otro hito en la consolidación de Uruguay como receptor de inversiones y referente en la transformación a energías renovables. Mantenemos pues nuestro optimismo en Uruguay que sigue revalorizando su fuerte institucionalidad y dando claras señales del rumbo económico de mediano y largo plazo basado en una macroeconomía sustentable.

Tabla 1. **URUGUAY: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**

	2020	2021	2022	2023p	2024p
PBI (% a/a)	-6,3	5,3	4,9	2,0	2,3
Inflación (% a/a, fdp)	9,4	8,0	8,3	7,5	6,2
Inflación (% a/a, promedio)	9,8	7,7	9,1	7,2	5,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	42,4	44,3	38,9	39,7	42,3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	42,0	43,6	41,2	39,1	41,1
Consumo Privado (% a/a)	-6,8	2,9	6,0	3,0	2,8
Consumo Público (% a/a)	-7,1	8,4	1,6	1,0	1,0
Inversión (% a/a)	7,7	18,3	5,2	2,5	0,0
Tasa de desempleo (% fin fdp)	10,6	7,0	7,9	8,3	8,2
Resultado Fiscal Global (% PIB)	-5,8	-3,9	-3,4	-3,1	-3,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,7	-2,5	-3,2	-3,2	-2,8

Fuente: BBVA Research

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 en su sitio web www.bbvarresearch.com.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Avenida Córdoba 111, piso 25 (C1054AAA) - Buenos Aires (Argentina).
Tel.: (+54) 11 4346 4000 / Fax: (+54) 11 4346 4416
www.bbvarresearch.com