

# Situación Uruguay

2024

## Mensajes principales. Global



### Evolución reciente



El crecimiento ha sorprendido al alza y la inflación ha detenido su senda descendente recientemente, en buena parte por el dinamismo de los servicios. Con la política fiscal suavizando el impacto contractivo de la política monetaria, el margen para recorte de los tipos de interés ha disminuido. La volatilidad financiera sigue baja.



### Perspectivas: crecimiento



El crecimiento se moderará en los próximos trimestres y se recuperará algo en 2025. En EE. UU., el crecimiento de 2024 fue revisado al alza, pero una moderación suave sigue siendo probable. En la Eurozona, se espera que la recuperación cíclica gane impulso. En China, a pesar de los mejores datos y crecientes estímulos, los desafíos estructurales eventualmente reducirán el crecimiento.



### Perspectivas: inflación y tipos



El BCE ha comenzado a reducir los tipos de interés, pero la Fed esperará más de lo anticipado para iniciar su ciclo de flexibilización. La demanda previsiblemente perderá fuerza, favoreciendo la desinflación y recortes de tipos. Pero las preocupaciones por la inflación no desaparecerán y los tipos de interés seguirán en niveles contractivos.



### Riesgos



Si la actividad no se debilita por el dinamismo de los servicios y/o la recuperación manufacturera se produce, la convergencia de la inflación al 2% estaría en riesgo. En el actual contexto geopolítico, nuevos choques de oferta también podrían impedir que la inflación se modere. Todo ello dejaría poco margen para menores tasas de interés.

# Mensajes principales. Uruguay



## Escenario Político



Uruguay tiene una sociedad con madurez política y que busca consensos, por eso **más allá del resultado de las elecciones en octubre no esperamos cambios relevantes de política: descontamos la continuidad de la regla fiscal y de los últimos cambios en el sistema previsional.**



## Actividad Económica



Tras una débil suba del PIB de 0,4% en 2023, la actividad crecerá 3,2% en 2024 por la recuperación del sector agrícola, energía y el consumo privado. Pese a esta expansión es necesario afrontar las reformas necesarias para ganar competitividad y mantener un sendero de crecimiento sostenible.



## Déficit Fiscal



Luego de cumplir con la regla fiscal por cuarto año consecutivo en 2023, este año será más difícil alcanzarla en la medida que **no se encausen los gastos** que están creciendo por encima del tope estipulado por la misma. El gobierno revisó el déficit esperado a 3% del PIB para el GC-BPS.



## Tipo de cambio



El tipo de cambio llegará a UYU/USD 40 en dic24. La fortaleza del peso tiene fundamentos sólidos pero también el empuje por el atractivo rendimiento de los activos en moneda nacional. No esperamos una corrección de magnitud para los próximos dos años a pesar de una mayor relajación monetaria.



## Inflación



La inflación finalizará este año en 5,5% y en 5,0% en 2025. El compromiso del Banco Central, la mejora en la comunicación comienzan a tener incipientes resultados sobre las expectativas aumentando la potencia de la política monetaria.

# 01

## Situación Global

# Escenario base: la inflación y los tipos de interés disminuirán, pero seguirán en niveles altos, favoreciendo un crecimiento económico moderado



## Determinantes del escenario

**Las tasas de interés caerán gradualmente**, también en EE.UU., donde los recortes se pospusieron, pero seguirán en niveles contractivos

**Escaso apoyo de la política fiscal para reducir la inflación**, al menos en EE.UU.; cierta consolidación en Europa a partir de 2025, dadas las nuevas reglas fiscales

**Condiciones de oferta:** el contexto geopolítico hace probables choques negativos, pero no se asume ningún choque particular en el escenario base



## Perspectivas macro

**Crecimiento débil en 2S24 y mejora (limitada) en 2025**; la desaceleración estructural de China será un lastre

**La inflación seguirá cayendo**, pero se mantendrá relativamente alta por temas de demanda (política fiscal, etc.) y oferta (geopolítica, proteccionismo, etc.)

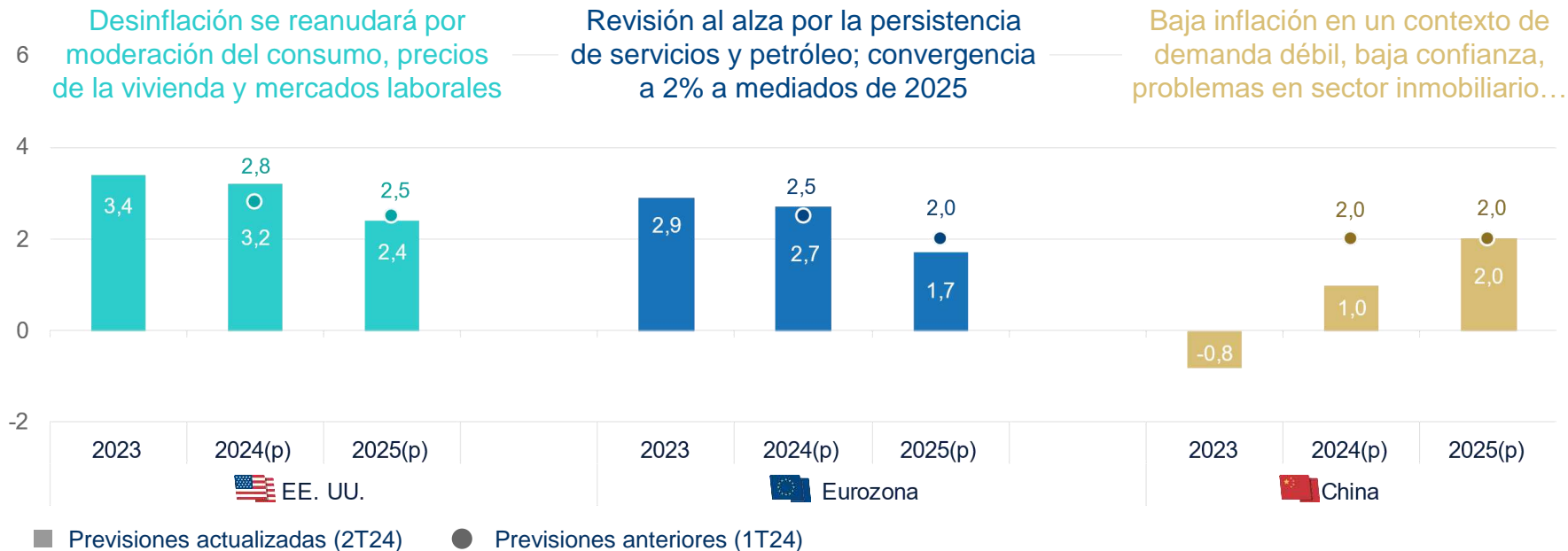
**Volatilidad por la geopolítica y elecciones en EE.UU.**, probablemente contrarrestando los efectos positivos de la reducción de las tasas de la Fed



# Inflación revisada al alza en EE. UU. y Eurozona, dada la persistencia en servicios, y a la baja en China, en contexto de riesgos de deflación

## INFLACIÓN GENERAL: IPC

(% A/A, FIN DE PERIODO)



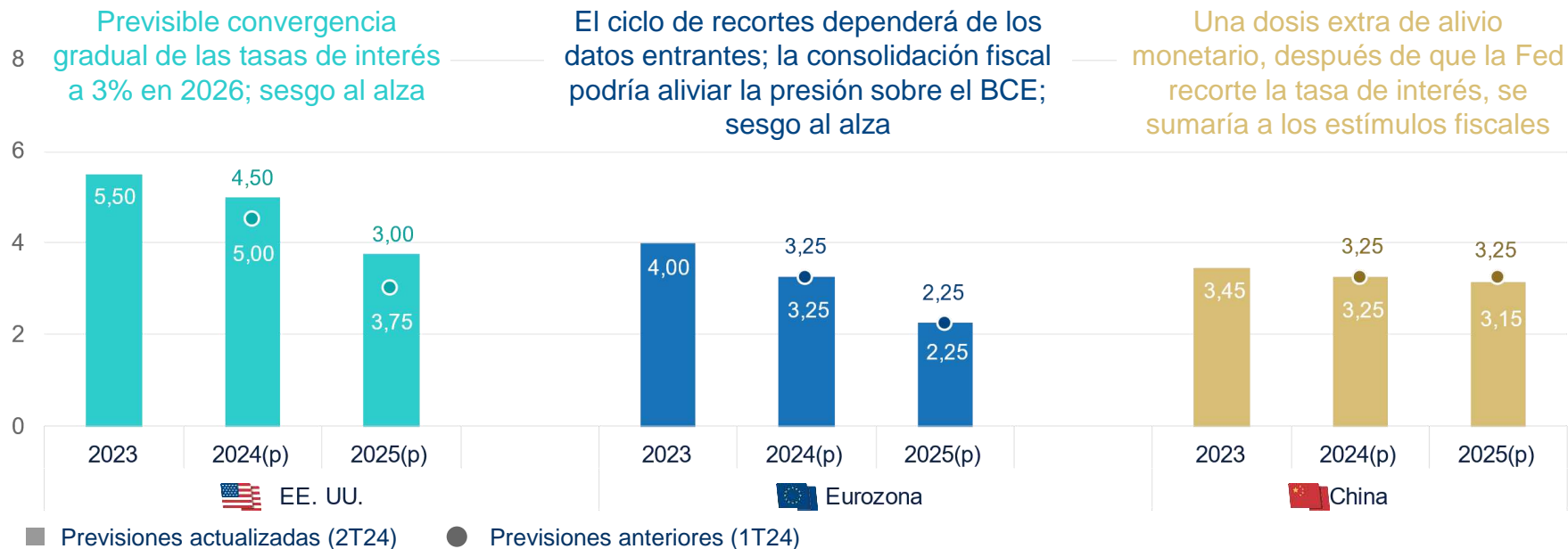
(p): previsión.

Fuente: BBVA Research.

# El BCE ha bajado tipos, pero la Fed esperará al menos hasta sep/24 para iniciar su ciclo de recortes dada la aún incierta moderación de la actividad

## TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (\*)

(% A/A, FIN DE PERIODO)



(p): previsión.

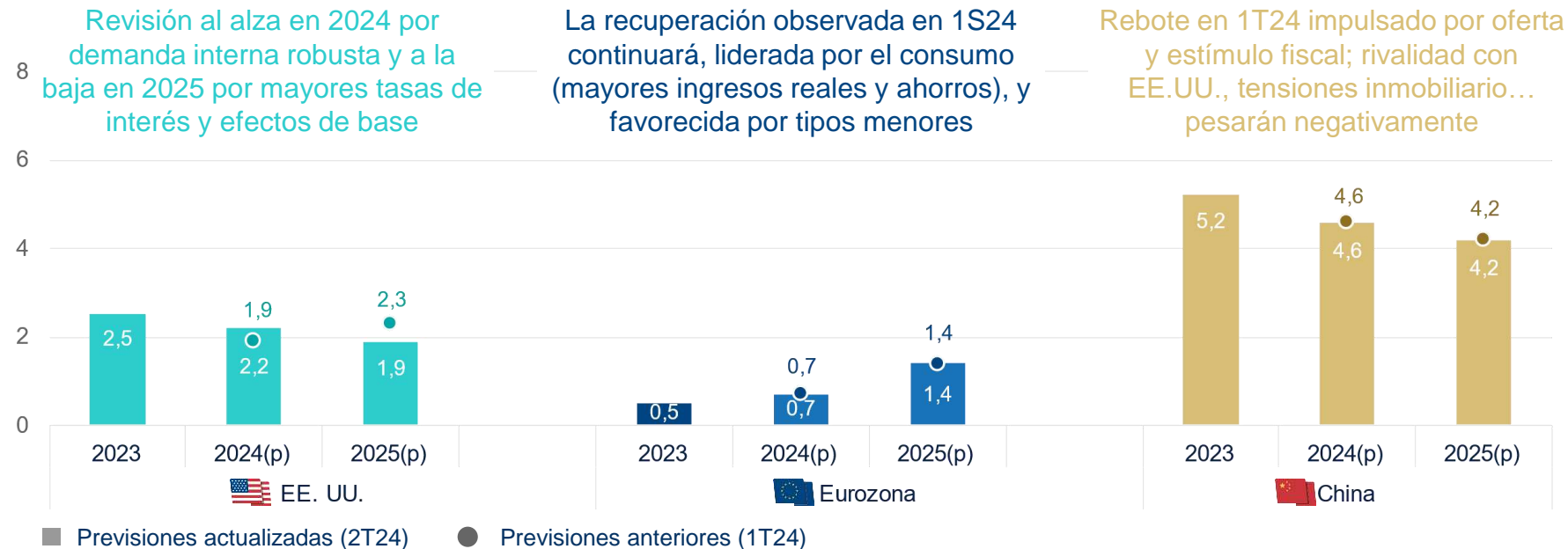
(\*) En el caso de la Eurozona, tasas de interés de la facilidad de depósito del BCE..

Fuente: BBVA Research.

# Perspectivas de crecimiento: aterrizaje más suave en EE. UU., recuperación cíclica en la Eurozona y desaceleración estructural en China

## CRECIMIENTO DEL PIB (\*)

(%)



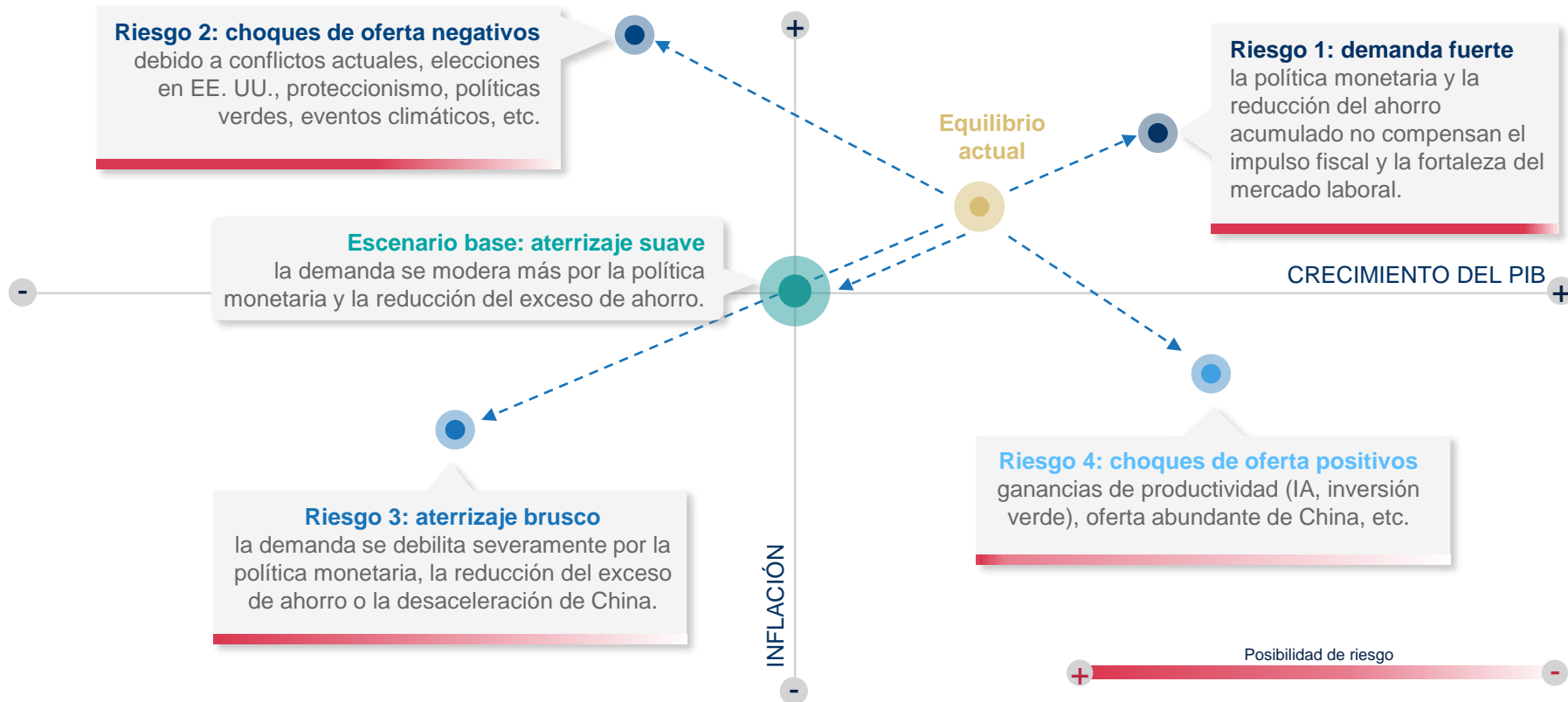
(p): previsión.

(\*) Crecimiento del PIB mundial: 3,2% en 2023, 3,1% (+0,0 puntos porcentuales comparado con la previsión anterior) en 2024 y el 3,3% (+0,0 puntos porcentuales) en 2025.

Fuente: BBVA Research.



# Riesgos: la fortaleza de la demanda, el proteccionismo, la geopolítica, entre otros factores, podrían impedir que la inflación y los tasas de interés disminuyan



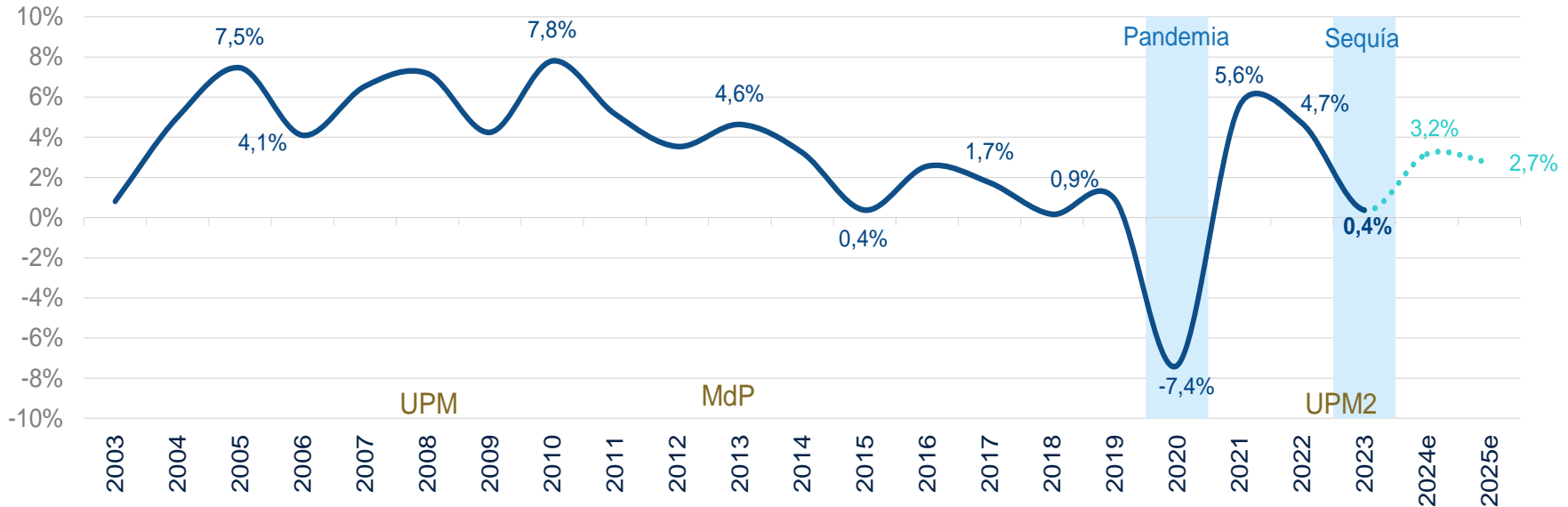
# 02

## Situación Uruguay

# La actividad económica se ha mantenido virtualmente estancada en los últimos años, rebotando solo tras *shocks* recesivos particulares...

## EVOLUCION DEL PIB Y PREVISIONES

VARIACION %



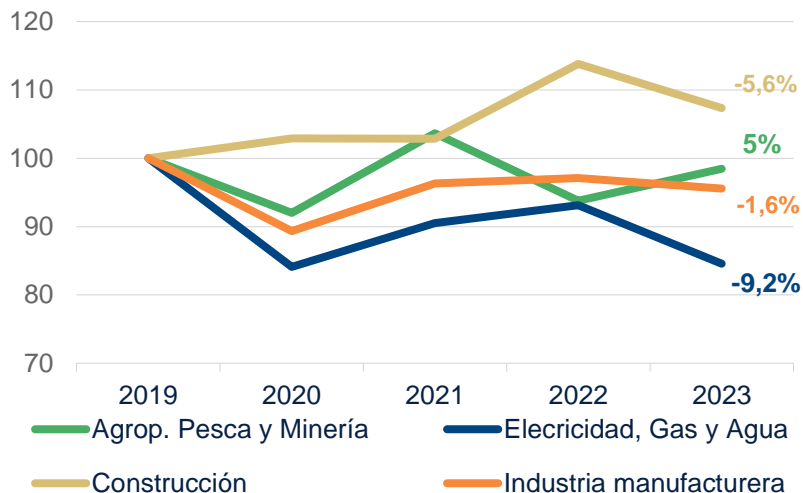
Fuente: BBVA Research y BCU.

En los últimos años el país ha avanzado en muchos aspectos institucionales claves para dar estabilidad y previsibilidad al sector privado e impulsar su inversión, pero es necesario avanzar en reformas estructurales para ganar competitividad, dinamizar la economía y consolidar una tendencia creciente del nivel de actividad para no depender solo de inversiones puntuales.

# La sequía impactó en el sector agropecuario y generación eléctrica pero no fue lo único que determinó el magro crecimiento de 2023 (+0,4%)

## SECTORES MAS AFECTADOS EN 2023

(VARIACION % A/A)



Fuente: BBVA Research y BCU.

## INDUSTRIA MANUFACTURERA 2023

(INCIDENCIA Y VAR % A/A)



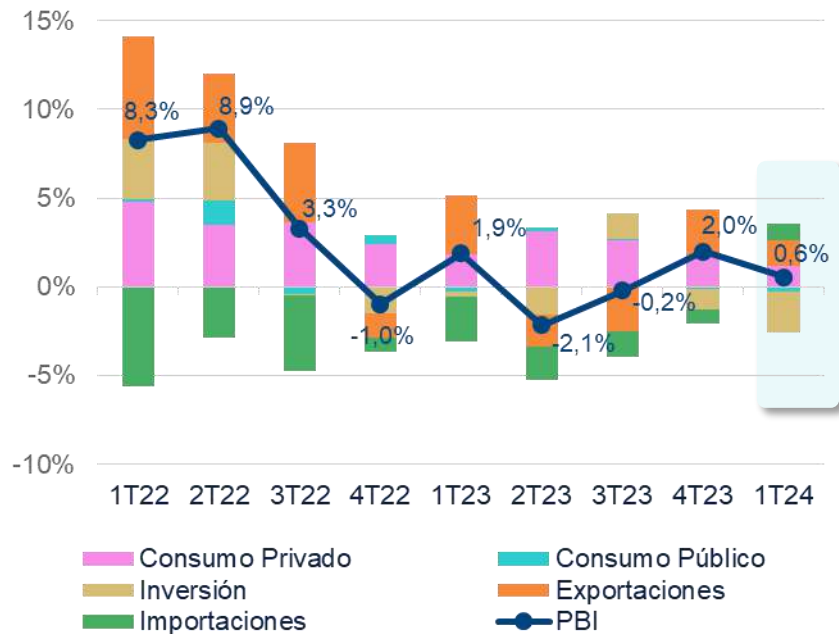
Fuente: BBVA Research e INE.

Las pérdidas en el sector agropecuario por la sequía alcanzaron a los USD 1.880 millones (3% del PIB) según fuentes oficiales. La parada técnica de ANCAP compensó el impulso de la producción de UPM2, cuya finalización también afectó el sector Construcción. La generación eléctrica también se vio afectada por el déficit hídrico.

# Menor crecimiento al esperado durante el 1T24: el PIB subió 0,6% interanual (BBVAe= 0,9% a/a) y 0,9% t/t desestacionalizado (BBVAe= 1,2%)

## PIB Y COMPONENTES (DEMANDA)

(INCIDENCIA Y VAR % A/A)



Fuente: BBVA Research y BCU.

## DEMANDA

- Cayó **Inversión** por finalización de UPM2
- Bajaron **importaciones**
- Desacelera el **Consumo Privado** y las **exportaciones**.

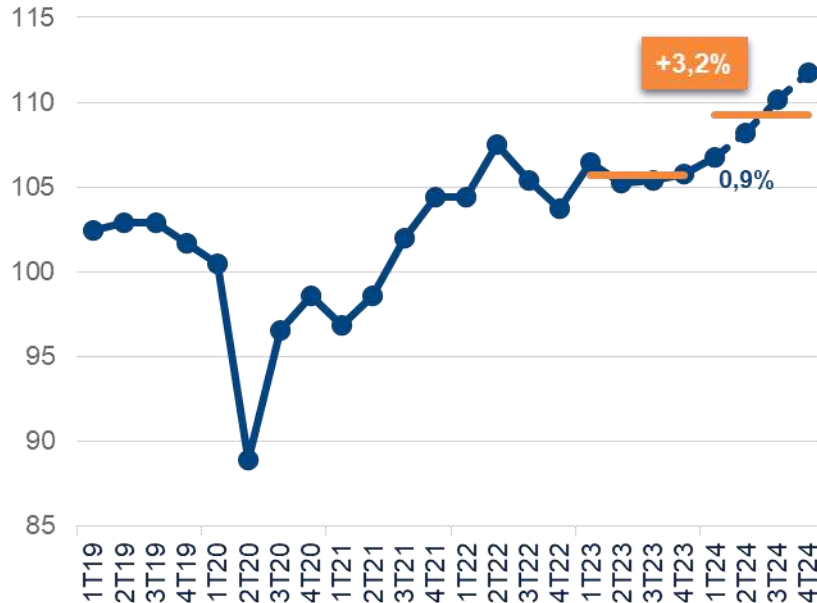
## OFERTA

- **Sector Agropecuario** y **Energía Eléctrica** mostraron desempeños positivos al revertir el efecto de la sequía que los azotaba un año atrás.
- Por el contrario, se registraron bajas en los sectores de la **Construcción** (recoge el fin de las obras de UPM2) y de la **Industria Manufacturera** que se vio afectada principalmente por el cierre más prolongado al esperado de la refinería de ANCAP para su mantenimiento.

# Esperamos la recuperación del crecimiento para 2024 y 2025 tras superar factores puntuales que afectaron el desempeño económico reciente.

## PIB TRIMESTRAL DESESTACIONALIZADO

(VAR % T/T)

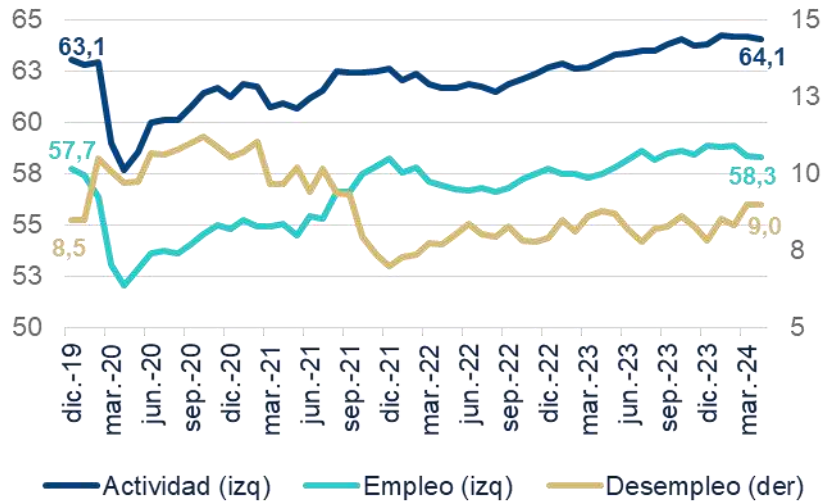


- Esperamos un crecimiento de 3,2% en 2024 con una cifra cercana al potencial en 2025 (2,7%).
- La reversión del efecto de la sequía impulsará el crecimiento de los sectores más castigados en 2023, principalmente agro y energía e impulsará las exportaciones de los mismos.
- La industria manufacturera recobrará dinamismo por la reapertura de ANCAP que junto con el sector de celulosa y alimentos van a liderar el crecimiento industrial.
- Preveamos un repunte del consumo privado para la segunda parte del año en la medida que los salarios reales continúen recuperándose y no se deteriore aún más el mercado laboral.

# La significativa creación de empleo en 2023 (+37 mil personas) se habría estancado durante los primeros meses de este año

## TASAS DE ACTIVIDAD, EMPLEO Y DESEMPLEO

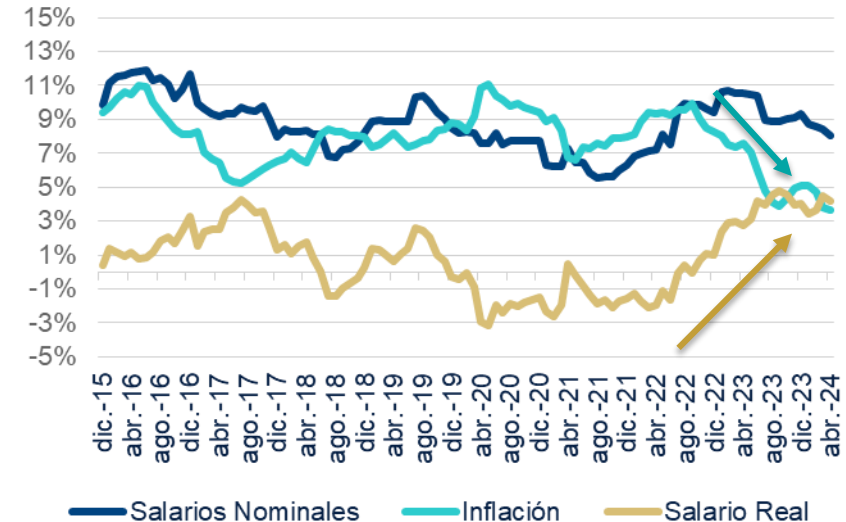
(COMO % DE LA PET Y DE LA PEA)



Fuente: BBVA Research e INE.

## SALARIOS RECUPERAN FRENTE A INFLACIÓN

(VAR % A/A)

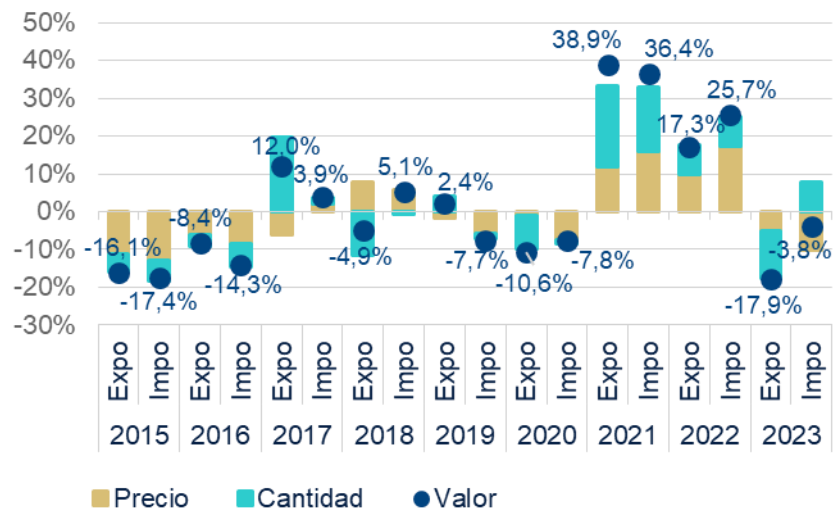


Fuente: BBVA Research e INE.

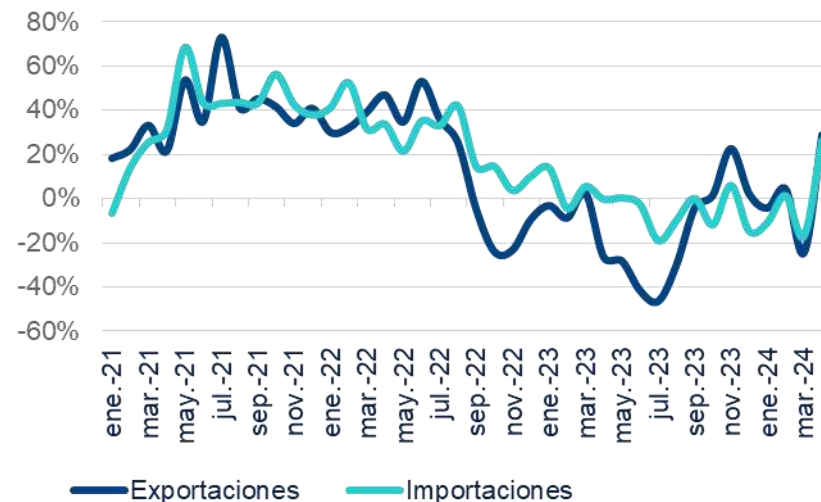
En abril la tasa de desempleo se ubicó en 9% de la PEA. Esta tasa se alcanzó por una mayor caída en la tasa de empleo que la de actividad. En esta dinámica influye la baja de la Construcción y una temporada de turismo no tan buena como se preveía. Los salarios reales mejoran gracias a la menor inflación. Esperamos un desempleo del 8,5% para fin de año.

# Esperamos que el comercio exterior supere los efectos adversos de 2023 y la reversión de los mismos impacte positivamente en 2024

## PRECIOS Y CANTIDADES DEL COMERCIO EXTERIOR (VAR % A/A)



## EXPORTACIONES E IMPORTACIONES MENSUALES (VAR % A/A)



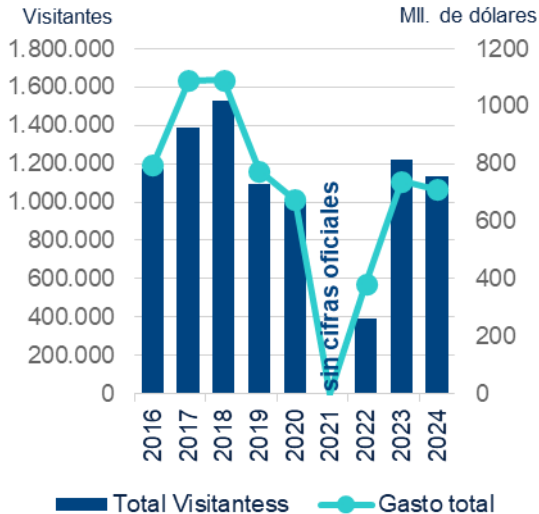
Fuente: BBVA Research y BCU.

La combinación de una demanda externa retraída (China principalmente), menores precios de *commodities* y la restricción de la oferta debido a la sequía, determinaron una caída de las exportaciones de bienes del 13% si se consideran además las ventas de las ZZFF. Las importaciones cayeron 3,8% impulsadas básicamente por menores precios.

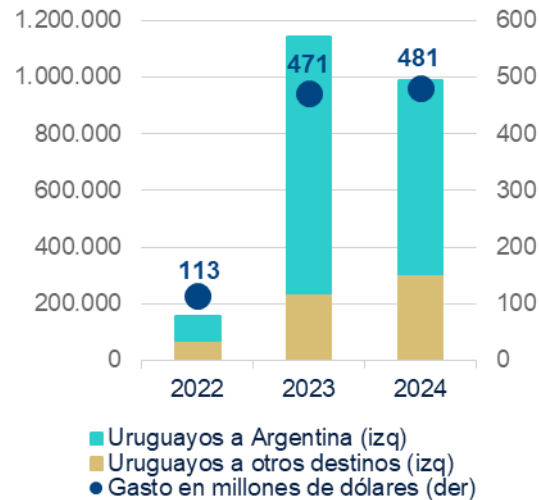


# Se modera el flujo de turistas durante el primer trimestre del año: el ingreso de visitas baja 6,9% a/a mientras que la salida de uruguayos se redujo 13,6% a/a

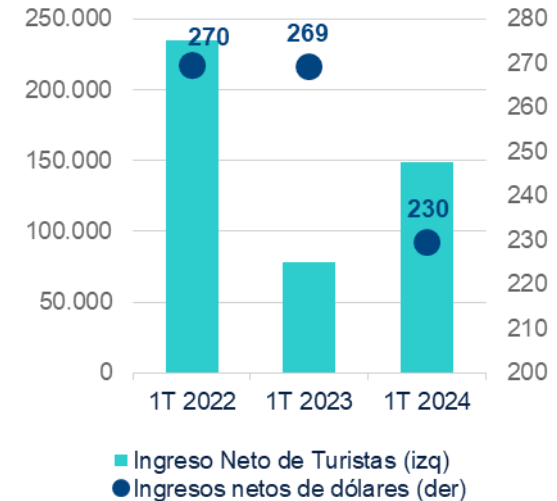
**VISITANTES Y GASTO (PRIMER TRIM)**  
(MILES DE PERSONAS Y MILL. DE DOLARES)



**TURISMO EMISIVO (PRIMER TRIM)**  
(MILES DE PERSONAS Y MILL. DE DOLARES)



**NETO DE TURISMO (PRIMER TRIM)**  
(PERSONAS Y MILL. DE DOLARES)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Turismo del Uruguay.

El cambio de precios relativos en Argentina explica un menor flujo de uruguayos, así como también un menor gasto en dólares en dicho destino. Sin embargo, parte del turismo emisor y del gasto estuvo redireccionado hacia otros destinos.

# Los tres pilares de la Regla Fiscal se cumplieron en 2023 por cuarto año consecutivo apuntalando la credibilidad fiscal

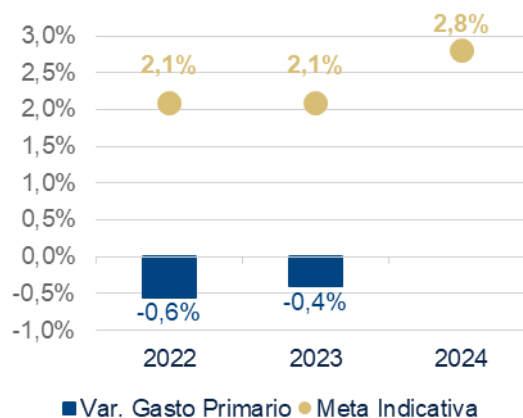
## PILAR 1

Objetivo indicativo del resultado fiscal estructural, para tener en cuenta las fluctuaciones del ciclo económico y los gastos e ingresos extraordinarios / transitorios.



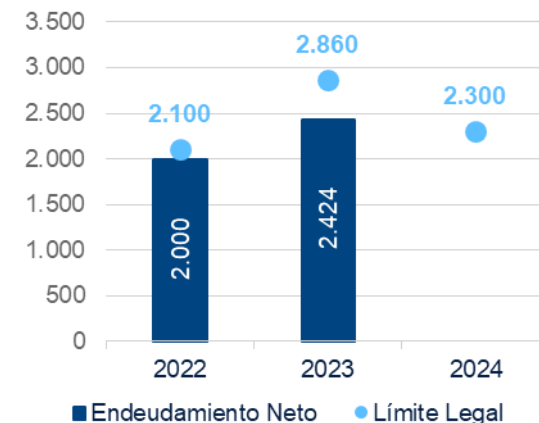
## PILAR 2

Tope indicativo del crecimiento real del gasto primario en línea con el crecimiento tendencial estimado del PIB real.



## PILAR 3

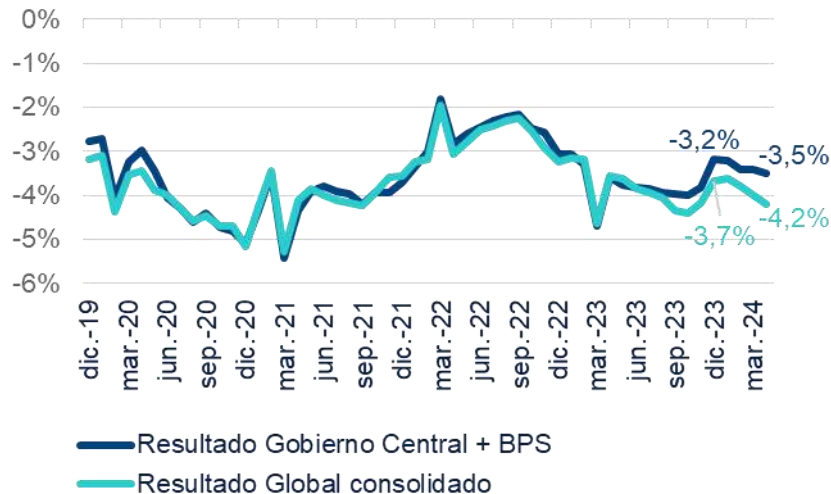
Tope legal de endeudamiento público neto anual en dólares.



# Esperamos un déficit global de -3,6% del PIB para este año y de -2,9% del PIB para 2025. Esto se daría con la mejora prevista para la segunda parte del año

## RESULTADO FISCAL

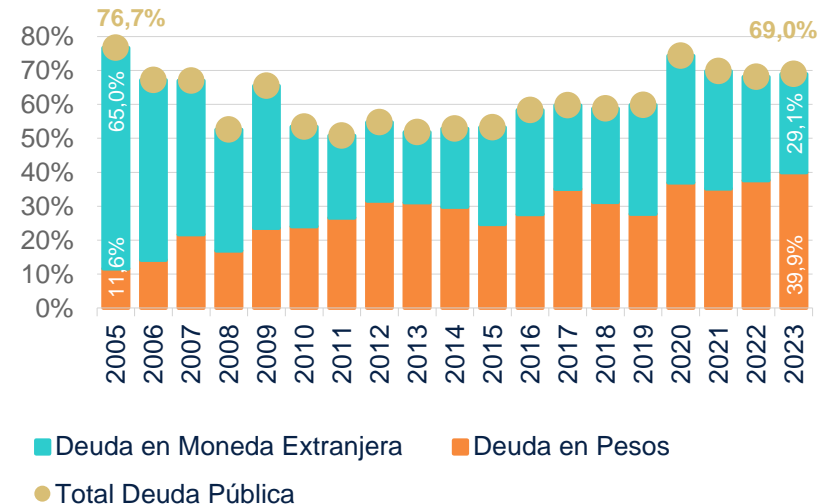
(COMO % DEL PIB, ULTIMOS 12 MESES)



Fuente: BBVA Research y MEF.

## DEUDA PUBLICA BRUTA

(COMO % DEL PIB)



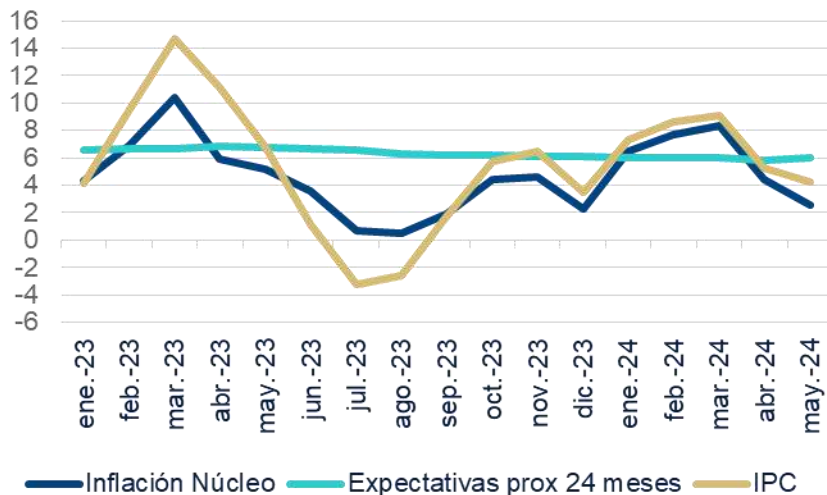
Fuente: BBVA Research y BCU.

La mejora prevista en actividad traerá alivio en la recaudación (que viene golpeada por la sequía) al tiempo que esperamos que se moderen los gastos en línea con lo permitido por la regla fiscal. Así se podrá conseguir que la deuda se mantenga dentro de parámetros sustentables.

# La inflación se encauza dentro del rango meta, pero las expectativas se mantienen rígidas en el techo del objetivo

## INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS

(INFL NÚCLEO E IPC EN PROM MOV 3M ANUALIZADOS, %)

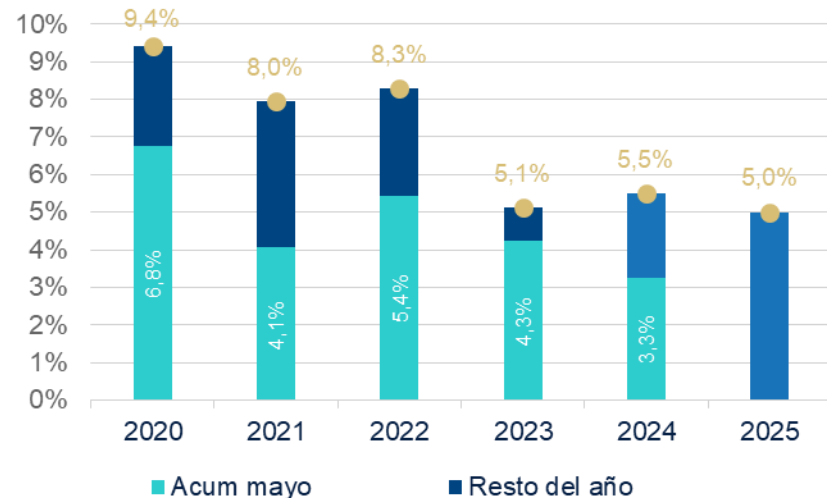


Fuente: BBVA Research y BCU.

Desde el 3T23 la inflación núcleo se ubica por debajo del nivel general. En los últimos meses se comienza a verificar un incipiente descenso de las expectativas.

## INFLACIÓN ACUMULADA

(%)



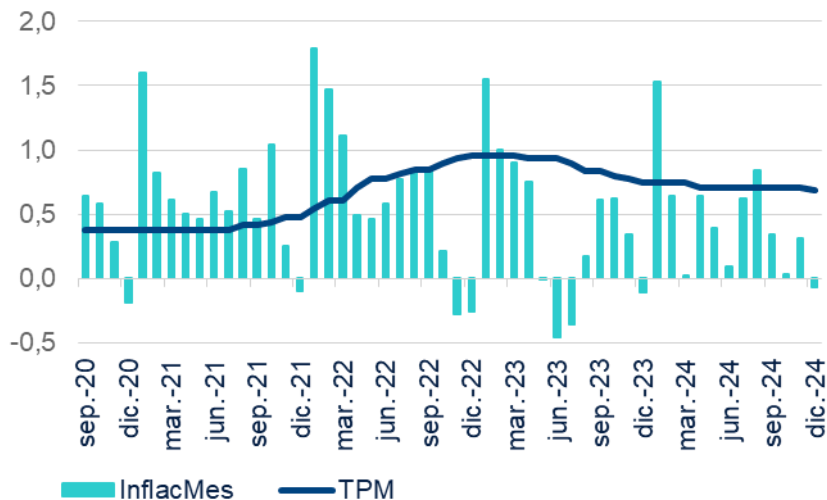
Fuente: BBVA Research e INE.

Esperamos una leve aceleración de los precios en el 2S24 acumulando un aumento de 5,5% este año y 5,0% en 2025.

# El BCU mantiene el compromiso contra la inflación y el mercado acompaña las decisiones de política monetaria

## INFLACIÓN Y TASA DE POLÍTICA MONETARIA

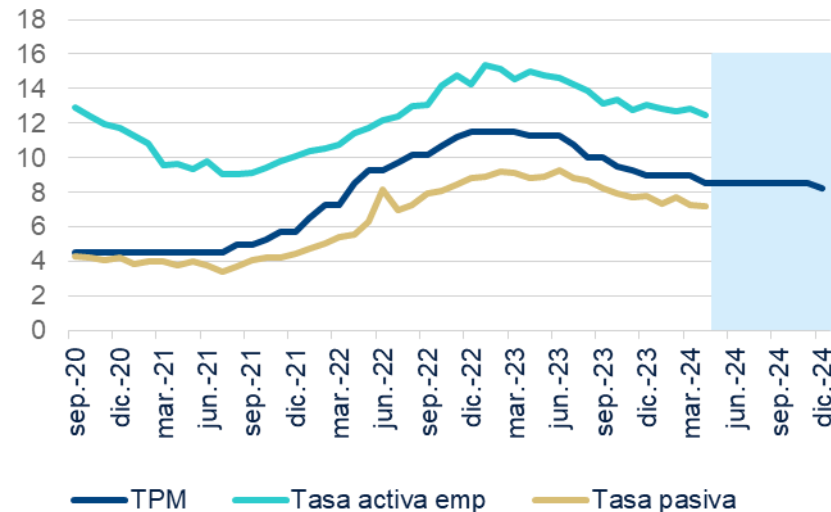
(VAR% MENSUAL, TEM)



Fuente: BBVA Research, INE y BCU.

## TPM, TASAS COMERCIALES

(VAR % A/A)



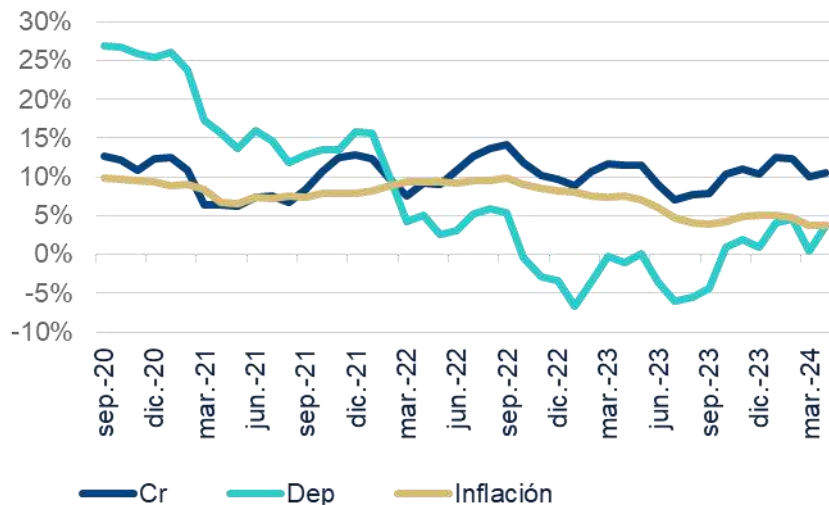
Fuente: BBVA Research y BCU.

El comité de Política Monetaria mantendrá el tono contractivo y retomará los recortes hacia fin de año dejando la Tasa de Referencia en 8,25%.

# El sistema financiero con crecimiento de calidad, el desafío es aumentar la penetración y reducir el uso de moneda extranjera

## CRÉDITOS, DEPÓSITOS E INFLACIÓN

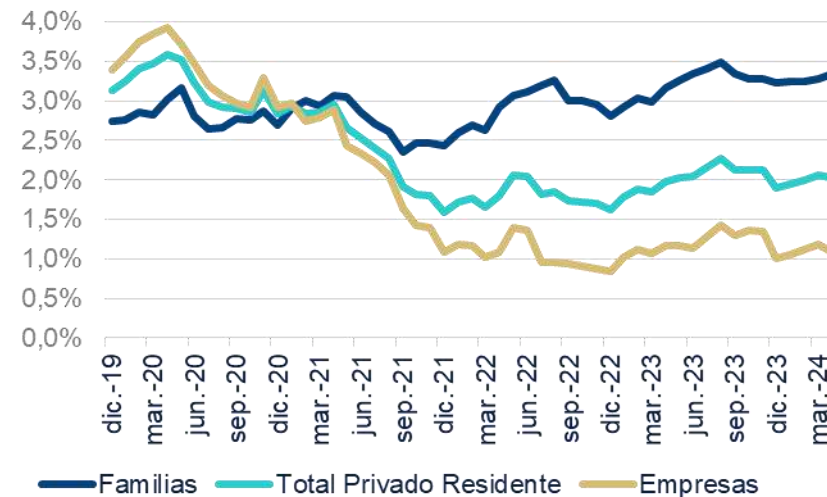
(VAR% A/A, CRED Y DEP EXPRESADOS EN PESOS)



Fuente: BBVA Research, INE y BCU.

## MORA SISTEMA FINANCIERO

(% CARERA EN MORA / CARTERA TOTAL)



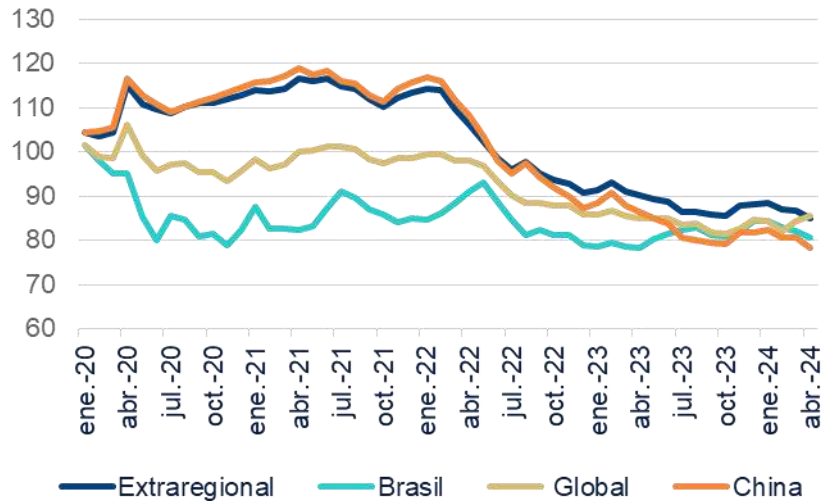
Fuente: BBVA Research y BCU.

El crédito sigue creciendo a tasas que superan la inflación con una cartera de buena calidad. Las variaciones negativas en los depósitos obedecen a los períodos de fortalecimiento del peso dada la alta participación de captaciones en moneda extranjera.

# El peso, una moneda estable con sólidos fundamentos (y esteroides)

## TIPO DE CAMBIO REAL

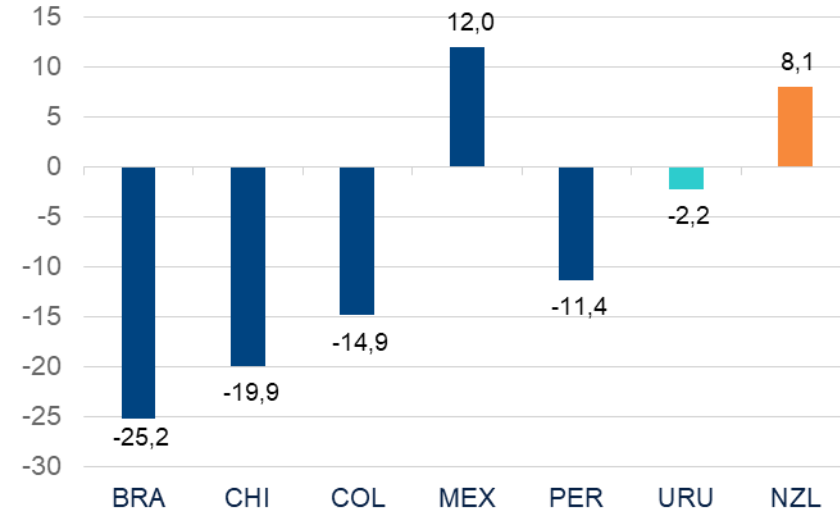
(PROM 2019 = 100)



Fuente: BBVA Research y BCU.

## VARIACIONES TIPOS DE CAMBIO

(VAR% ENTRE DIC19 Y MAY23)

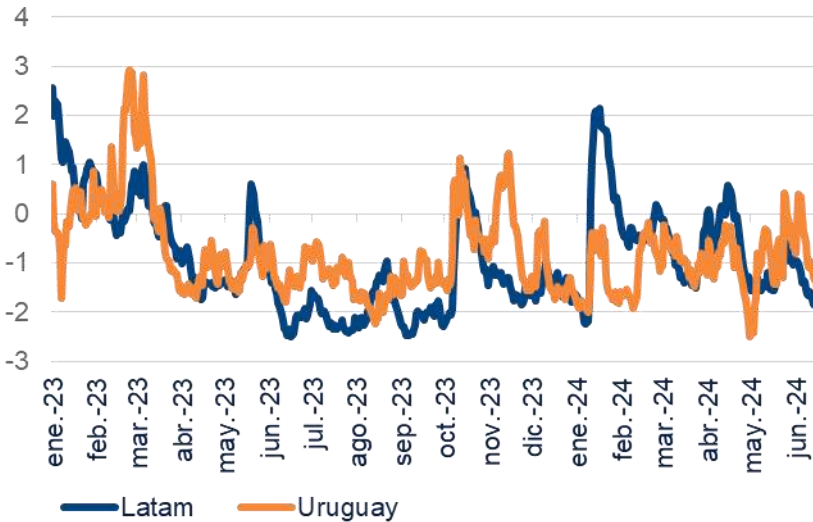


Fuente: BBVA Research y HAVER.

El tipo de cambio alcanzará UYU/USD 40 a fin año acelerando la depreciación por la postergación del recorte de tasas por parte de la FED. No esperamos para los próximos 2 años un aumento del tipo de cambio que lleve el TCRE a niveles de pre pandemia.

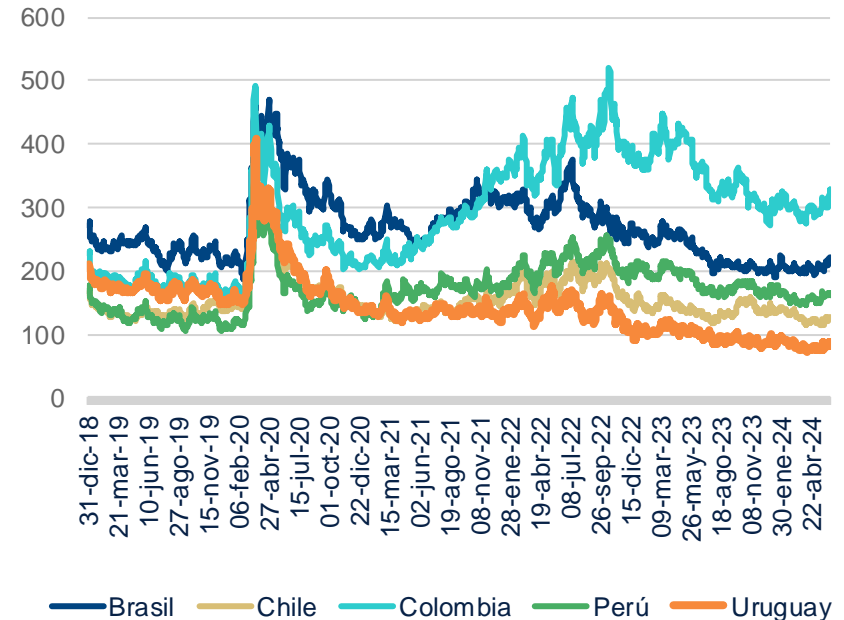
# La baja percepción de riesgos políticos y económicos permitirían afrontar de manera ordenada las reformas necesarias para dinamizar la economía

## ÍNDICE DE TENSIONES POLÍTICAS\* (COMO % DEL PIB)



\*índice construido originalmente por BBVA Research a partir del tono y la cobertura asociados a la búsqueda en GDELT de la intersección de dos conjuntos de palabras clave, según la metodología de Caldara, Dario y Matteo Iacoviello (2022). Este índice es un producto ponderado formado por el tono (es decir, el sentimiento asociado) y la cobertura relativa (es decir, el número de noticias que coinciden con los dos conjuntos de palabras clave/número total de noticias publicadas) de GDELT.  
Fuente: BBVA Research.

## RIESGO PAIS (EMBI)



Fuente: BBVA Research y JP Morgan.



# Previsiones

	2021	2022	2023	2024p	2025p
PBI (% a/a)	5,6	4,7	0,4	3,2	2,7
Inflación (% a/a, fdp)	8,0	8,3	5,1	5,5	5,0
Inflación (% a/a, promedio)	7,7	9,1	5,9	5,1	4,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	44,3	38,9	39,3	40,0	42,2
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	43,6	41,2	38,8	39,1	41,2
Consumo Privado (% a/a)	3,2	5,7	3,6	2,5	2,9
Consumo Público (% a/a)	5,2	2,5	-0,2	-2,2	1,2
Inversión (% a/a)	19,3	5,7	-2,7	-19,2	3,0
Tasa de desempleo (% fin fdp)	7,0	7,9	7,8	8,5	8,2
Resultado Fiscal Global (% PIB)	-4,0	-3,4	-3,8	-3,6	-2,9
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,4	-3,9	-3,6	-2,1	-1,7

# 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](http://www.bbvarresearch.com).

# Situación Uruguay

2024