

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "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

Mayo 2019

Creando Oportunidades

## Mensajes clave

- Se desacelera el crecimiento global y en la región se suman problemas domésticos. América Latina tendrá para 2019 un crecimiento de 1,7% y 2,3% para 2020 (antes 2,1% y 2,4%)
- Uruguay crecerá 0,8% este año por el magro desempeño del consumo y la inversión estancada. El sector externo contará con la recuperación del sector agrícola compensado por una débil temporada turística
- La consolidación del balance fiscal cobra relevancia en la agenda de la próxima administración. El déficit fiscal alcanzará 3,1% del PIB este año, incluyendo ingresos por el efecto “Cincuentones” como los observados en 2018. Para 2020 alcanzará 2,9%, con un mínimo efecto de ingresos extraordinarios.
- El peso uruguayo aceleró la depreciación desde fines del 1T19, por eso elevamos nuestra estimación de tipo de cambio a \$ 36,2 por dólar para dic-19 (antes \$35,6 x dólar). El BCU respondió con intervenciones y cambios regulatorios ante expectativas de inflación que aumentaron.
- A pesar del cumplimiento de la política monetaria astringente y el esquema de salarios nominales decrecientes, la inflación alcanzará 8,0% este año y 6,8% en 2020 por la aceleración de la depreciación del tipo de cambio
- En el próximo bienio habrá una recuperación de la competitividad cambiaria y, si se cumplen las mejoras en infraestructura, se verán también mejoras en la competitividad no cambiaria.



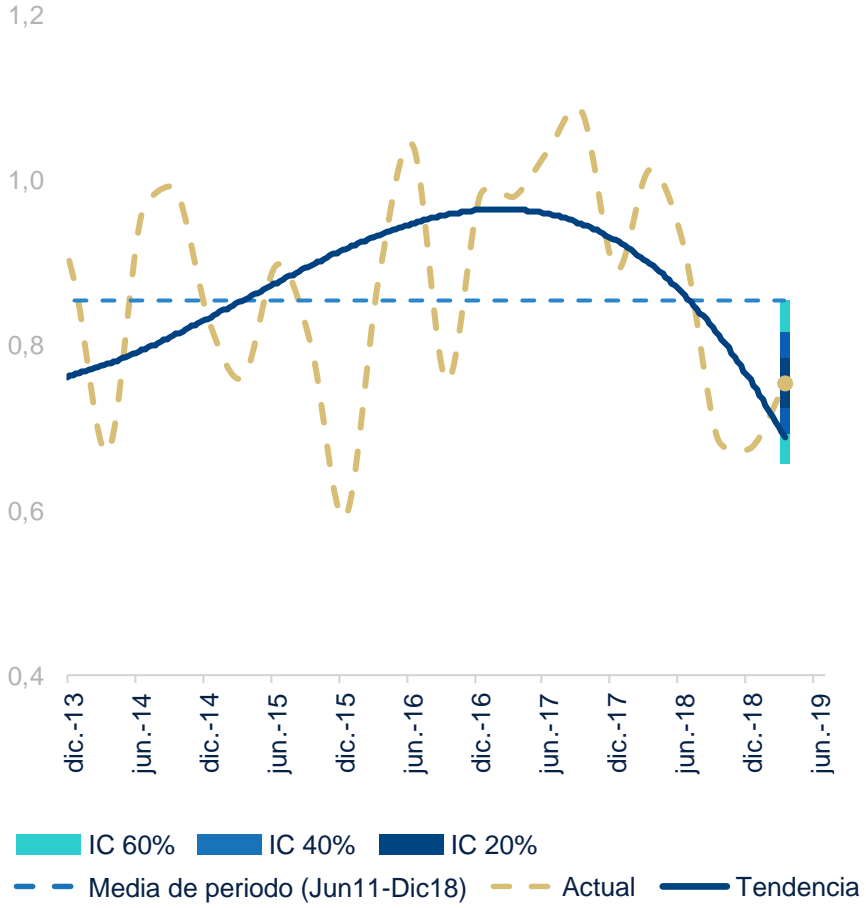
# 01

## Entorno global

# El PIB global se ha moderado más de lo esperado

## Evolución del PIB mundial

(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)



- El **crecimiento global** se ha desacelerado debido a la moderación estructural de China, a la elevada incertidumbre en Europa, al proteccionismo y a la ralentización cíclica de EE.UU.
- Un ligero repunte en el corto plazo es posible, pero se mantendría el **menor dinamismo de la actividad** respecto a los últimos trimestres

(e) Estimación.  
Fuente: BBVA Research

# La acción de los bancos centrales y la ausencia de “accidentes” permitirían una suave moderación del crecimiento global

Más señales de  
desaceleración global



Nuevas políticas  
de estímulo



Supuesto base sobre la evolución del entorno mundial: sin “accidentes”



01  
**Proteccionismo:**  
acuerdo China-EE.UU.  
sigue siendo probable, a  
pesar del retraso



02  
**Brexit:**  
mayor incertidumbre,  
durante más tiempo



03  
**Mercados financieros:**  
volatilidad acotada  
por la acción de  
los bancos centrales



04  
**Petróleo:**  
moderación de los  
precios tras  
el repunte reciente



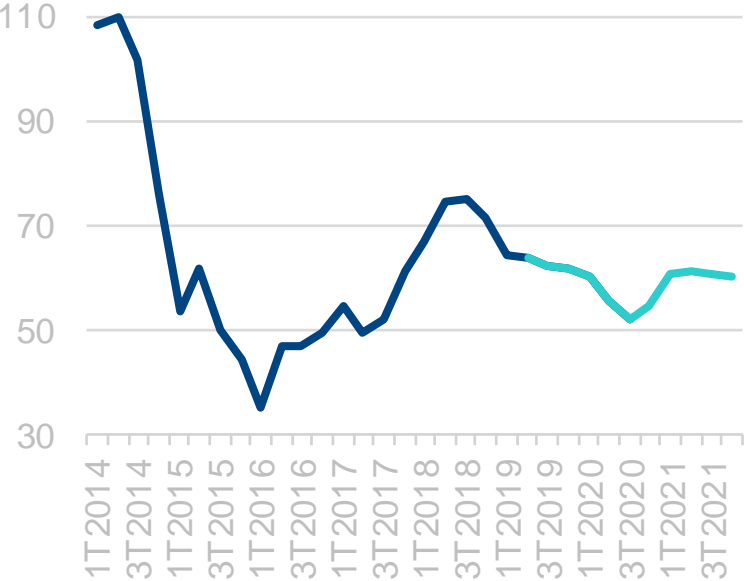
El crecimiento global se suaviza gradualmente

# Sin “accidentes”, el crecimiento global se desacelerará gradualmente hacia delante



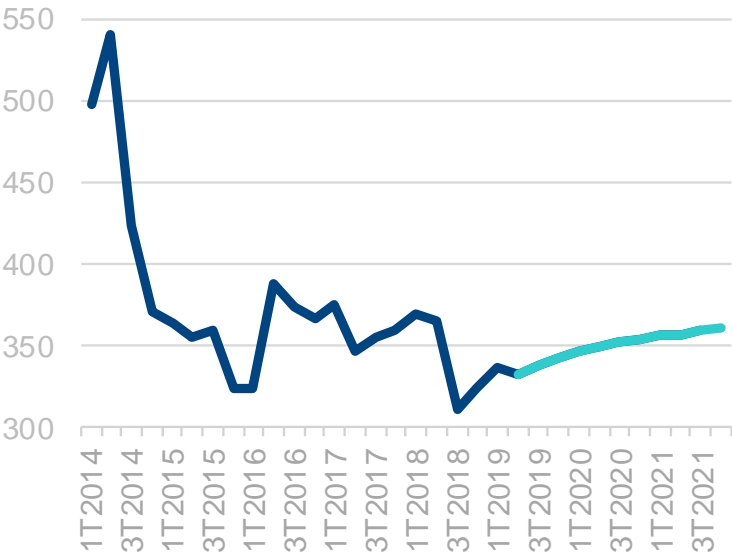
# Petróleo: los ajustes en la oferta brindaron apoyo a los precios en 1T19 que, sin embargo, deben corregirse a la baja hacia delante

### Petróleo: precios del Brent (Dólares por barril, finde periodo)



Fuente: BBVA Research y Haver

### Soja (Dólares por tonelada)



Fuente: BBVA Research y Haver

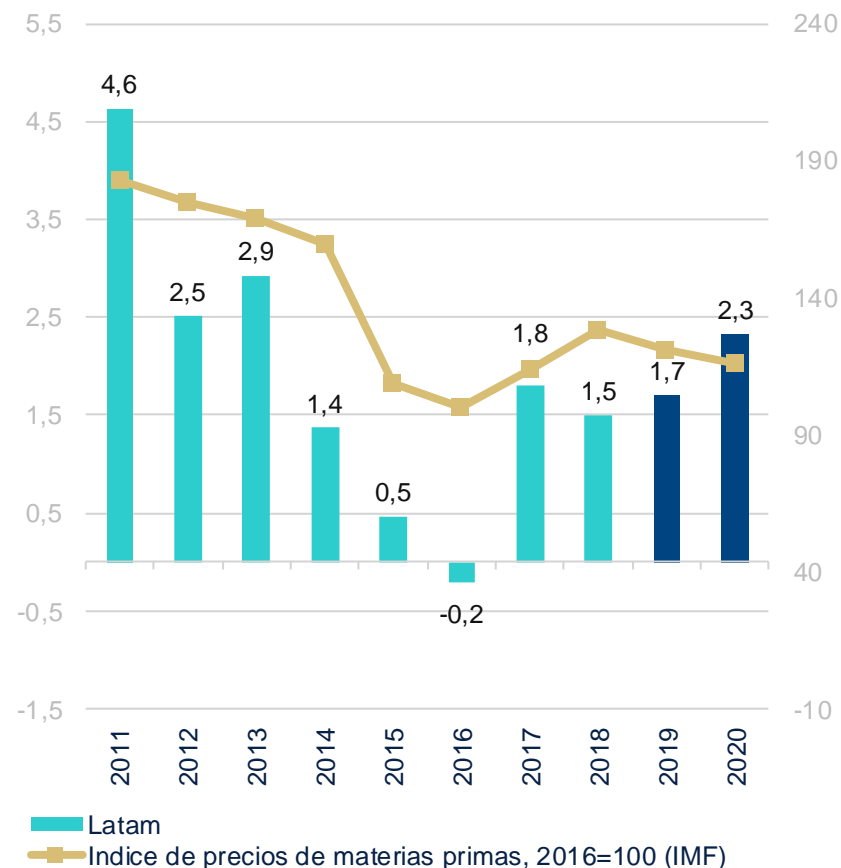
Se mantienen las perspectivas de precios más bajos en la segunda mitad de 2019 y 2020, en línea con la esperada ralentización de la demanda y la expansión de la oferta en EE. UU

Elevada volatilidad en el precio de la soja por el conflicto comercial de USA-China. El brote de gripe porcina en China y abultadas cosechas imprimen un sesgo a la baja en nuestra previsión

# América Latina: el crecimiento se mantiene por debajo de 2% en 2019 y la recuperación se pospone al 2020

## Crecimiento del PIB en Latam y precio de materias primas (\*)

(% a/a)



- Se revisa el crecimiento regional a la baja, desde el 2,1% al 1,7% en 2019 y desde el 2,4% al 2,3% en 2020
- La desaceleración del crecimiento global, así como los menores precios de las materias primas contribuyen a que el crecimiento en la región siga por debajo del observado en 2010-13
- El reducido ímpetu reformista en la mayoría de los países ha limitado las ganancias de productividad y, por tanto, ayuda a explicar la falta de dinamismo de la actividad económica

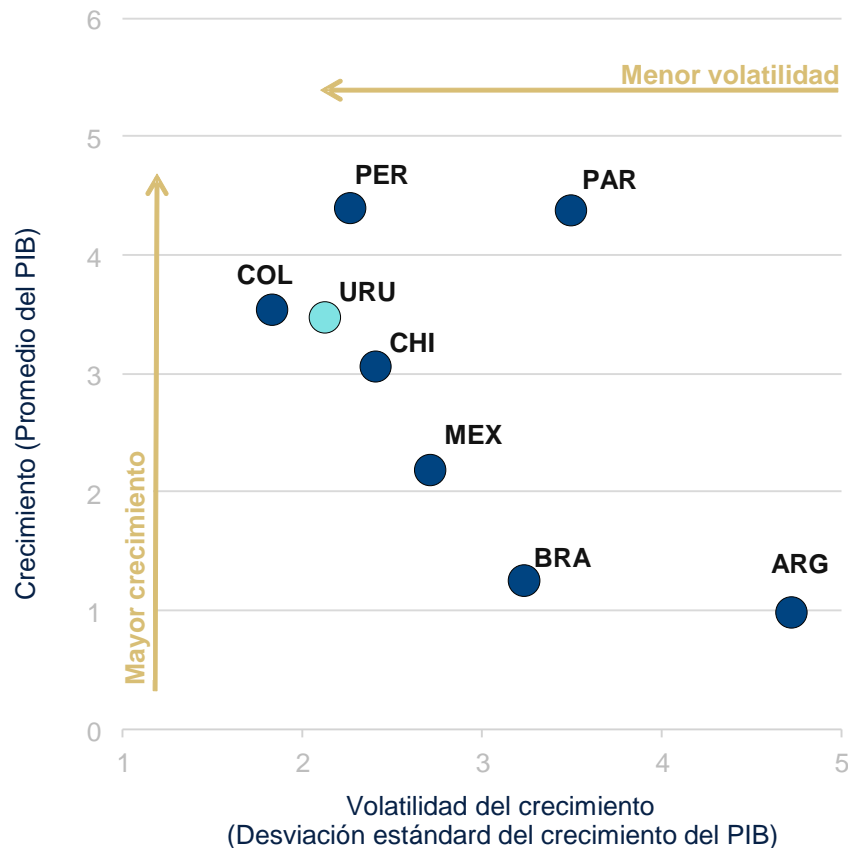
(\*) Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fuente: BBVA Research



# Países con mayor y más estable crecimiento económico: Perú, Colombia, Chile y Uruguay

**Latam: crecimiento medio y volatilidad del PIB en la última década (2009-2018)**  
(%)

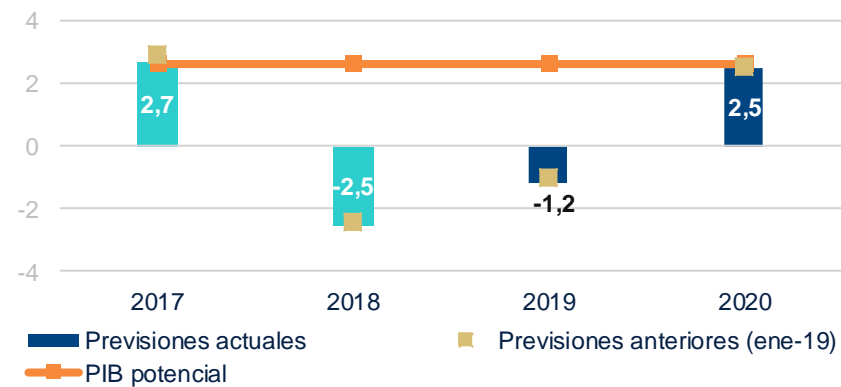


- Los países de mayor crecimiento han podido, en general, mejorar el bienestar de sus poblaciones en la última década también a través de una mayor estabilidad del crecimiento
- Países como Perú, Colombia, Chile y Uruguay han podido crecer más y de manera más estable en parte debido a políticas macroeconómicas más prudentes y más constantes
- Pueden, además, haber sido más beneficiados -dada su mayor dependencia de materias primas- por la fortaleza y relativa estabilidad de China en comparación con EE.UU.
- Aun así, es llamativo que algunos de los países de mayor diversidad productiva, hayan exhibido mayor volatilidad

# Argentina: enfocado en estabilizar el tipo de cambio y reducir la (persistente) inflación

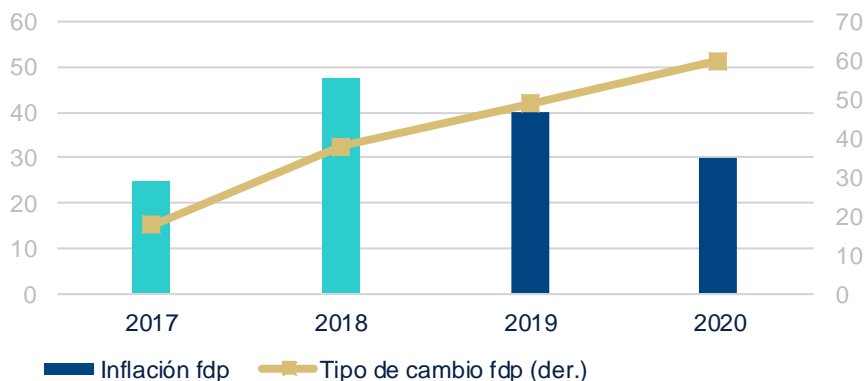
## Argentina: crecimiento del PIB y potencial

(% a/a)



## Argentina: inflación y tipo de cambio

(%, fin de periodo)



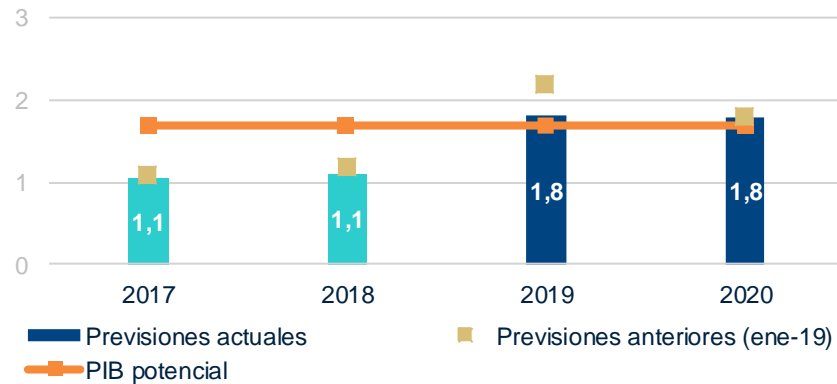
Fuente: BBVA Research

- Revisión a la baja en la estimación de crecimiento, desde -1,0 hasta -1,2% en 2019, debido principalmente a una política monetaria más contractiva
- Equilibrio fiscal primario en 2019 y superávits a partir de 2020
- Revisión al alza en inflación de 2019, desde 31 a 40%, debido a mayor inercia y a la presión de precios regulados
- Se mantiene el pronóstico del tipo de cambio de 49 ARS/USD para el final de 2019, pero la volatilidad seguirá siendo alta durante el proceso electoral
- En 2020, Argentina volverá a los mercados financieros mundiales y la relación deuda/PIB estimamos que pase del 85% en 2018 al 83% en 2019 y al 75% en 2020

# Brasil: la recuperación se frena

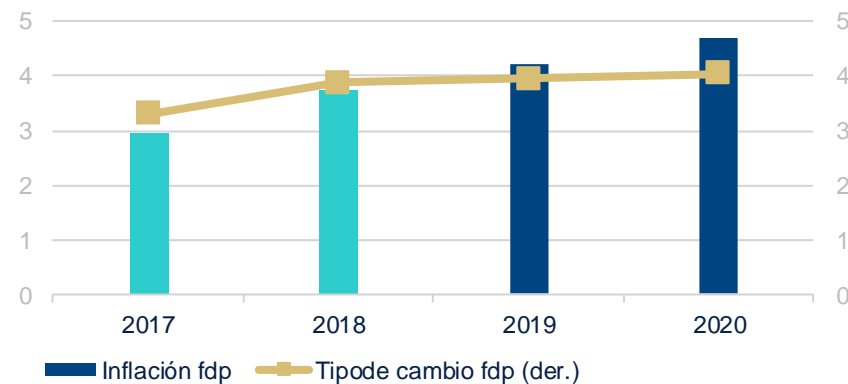
## Brasil: crecimiento del PIB y potencial

(% a/a)



## Brasil: inflación y tipo de cambio

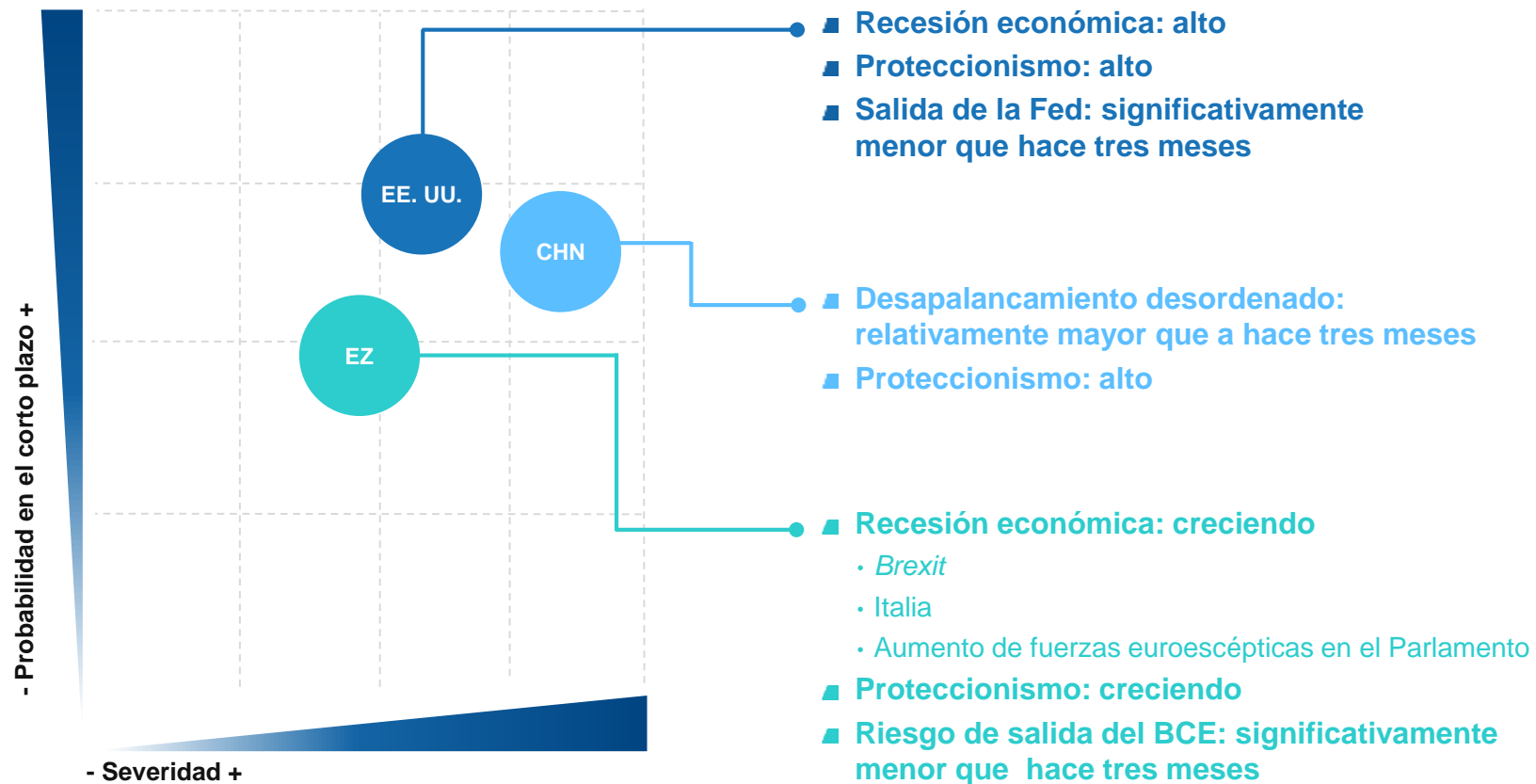
(%, fin de periodo)



Fuente: BBVA Research

- La previsión de PIB para 2019 se revisó a la baja del 2,2% a 1,8%, debido principalmente a la debilidad de los nuevos datos; la previsión para 2020 no ha variado
- La evolución reciente del entorno local respalda la opinión de que los avances en la adopción de las reformas económicas (incluida la de seguridad social) serán lentos y limitados
- Esto, junto con la moderación en el crecimiento mundial limitará la capacidad del país para crecer en los siguientes años
- El menor crecimiento interno y el tono más acomodaticio de los bancos centrales en todo el mundo allanan el camino para que no se produzcan subidas de tasas de interés hasta 2020

# Riesgos globales: aumenta el temor a una recesión económica en EE. UU. y la eurozona pese al mayor apoyo de los bancos centrales



Fuente: BBVA Research

Las vulnerabilidades financieras pueden amplificar la severidad de los riesgos

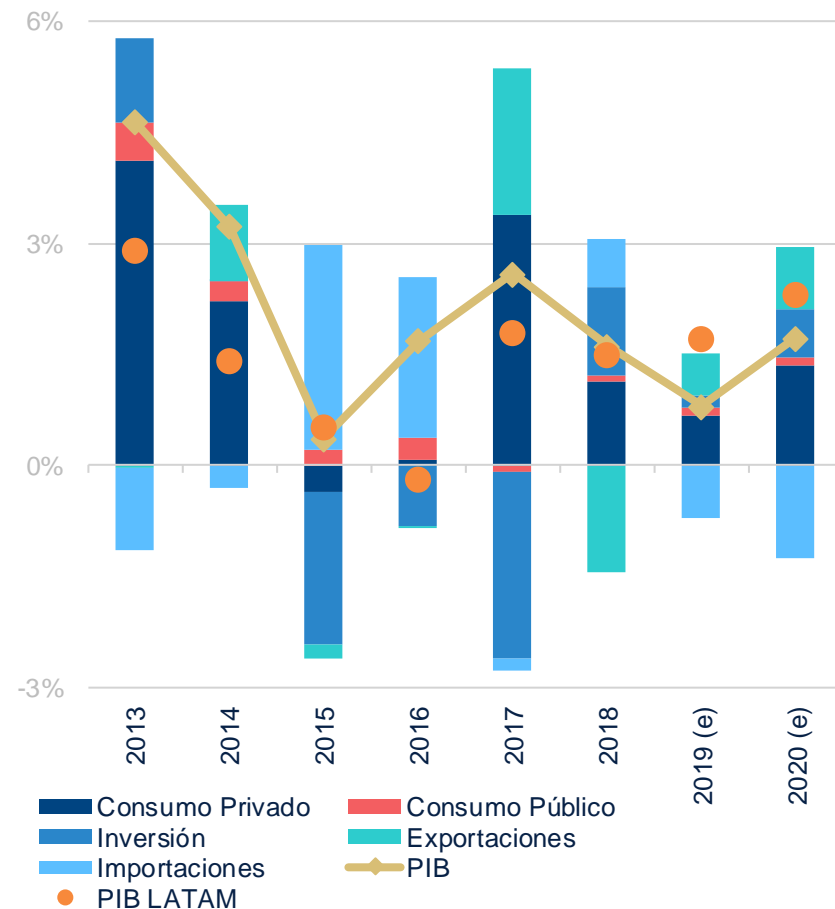


# 02

**Uruguay con foco en las elecciones, las reformas estructurales necesarias pasan a segundo plano**

# Con actividad prácticamente estancada, revisamos a la baja la previsión de crecimiento para 2019 a 0,8% y a 1,7% para 2020

## Contribuciones al crecimiento económico (%)



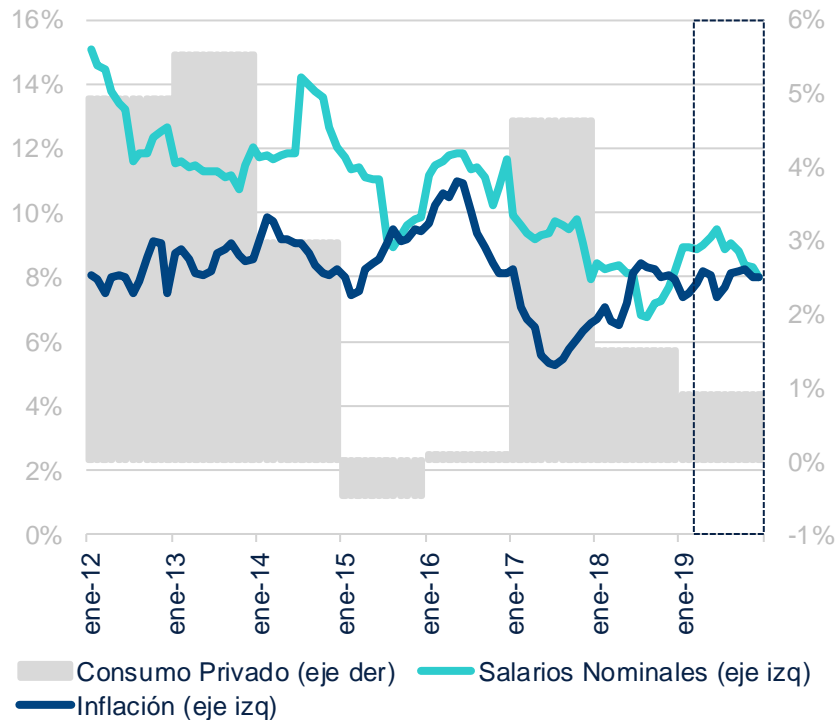
Fuente: BBVA Research y BCU

- El **consumo privado con escaso dinamismo**: en un contexto de mayor inflación y esquema de fijación de salarios nominales decrecientes, el poder adquisitivo se deteriora a lo que se suma niveles de desempleo que se mantienen relativamente elevados
- La inversión con bajo aporte al crecimiento en 2019, solo se destaca la construcción del tren que ya cuenta con la financiación necesaria y debería comenzar en 2S19
- El inicio de la construcción de la 3ra pastera actuará como movilizador de la inversión y el empleo. Se prevé el inicio en 2020 luego del acuerdo entre el Gobierno Nacional y la empresa sobre las condiciones laborales
- La mala temporada de turismo (1T19) erosiona cualquier leve crecimiento de las exportaciones de bienes, resultando la contribución del sector externo, negativa

# Escaso dinamismo del consumo y la inversión privada en 2019

## Consumo Privado, Salarios e Inflación

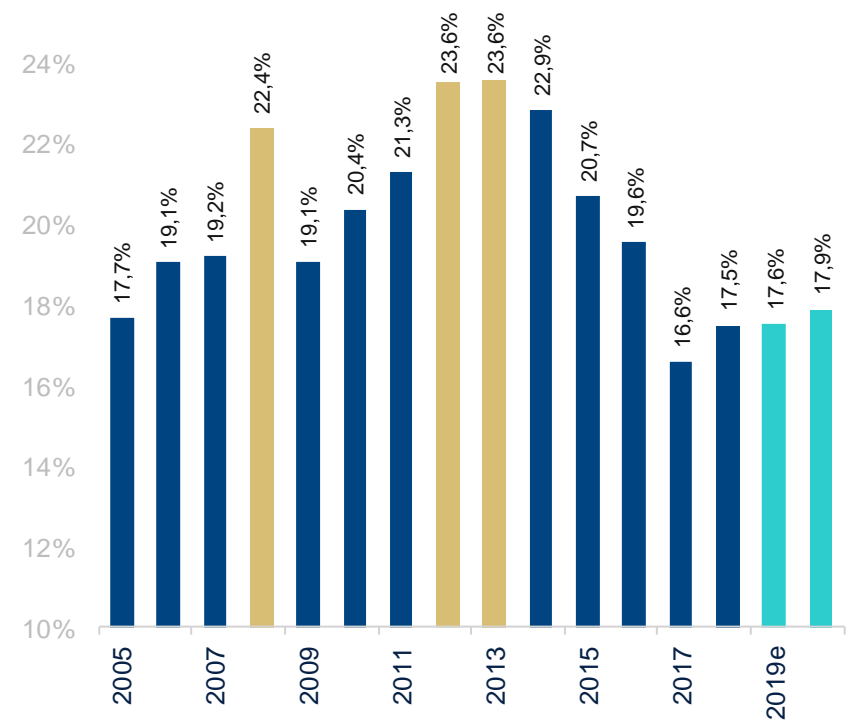
(Var % a/a)



Fuente: BBVA Research INE y BCU

## Evolución de los niveles de Inversión

(% del PIB)

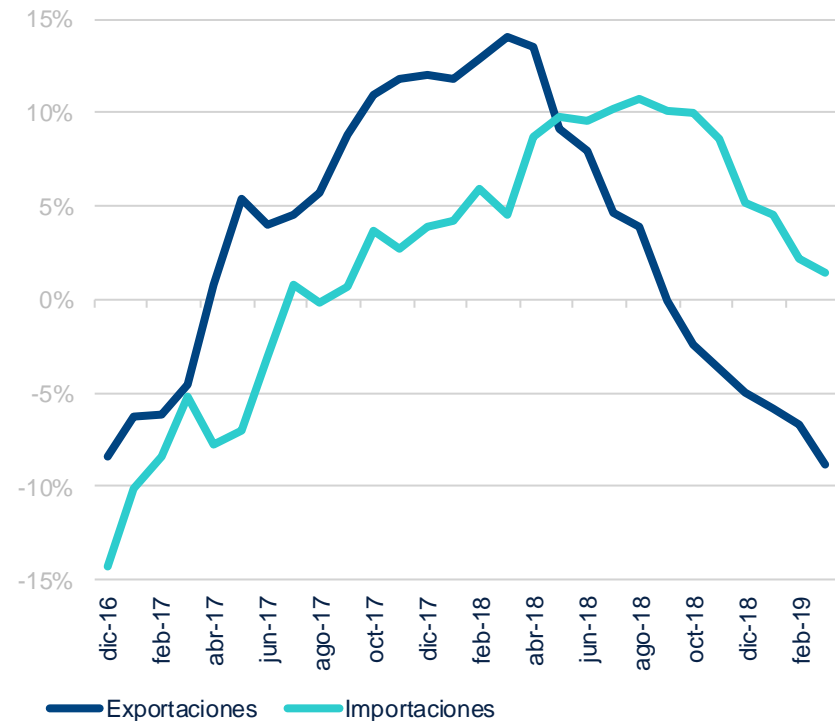


Fuente: BBVA Research y BCU

Con salarios reales que no mostrarán aumento, **el consumo privado apenas crecería en 2019 (+0,9% a/a)**. Los niveles de inversión a PIB se encuentran en niveles muy bajos (en 2018 repuntando algo por inversión pública). Este año prevemos un crecimiento marginal de la inversión (el Tren y algunos proyectos menores) pero recién se producirá un fuerte impulso cuando se concrete el inicio de obras de la planta de celulosa.

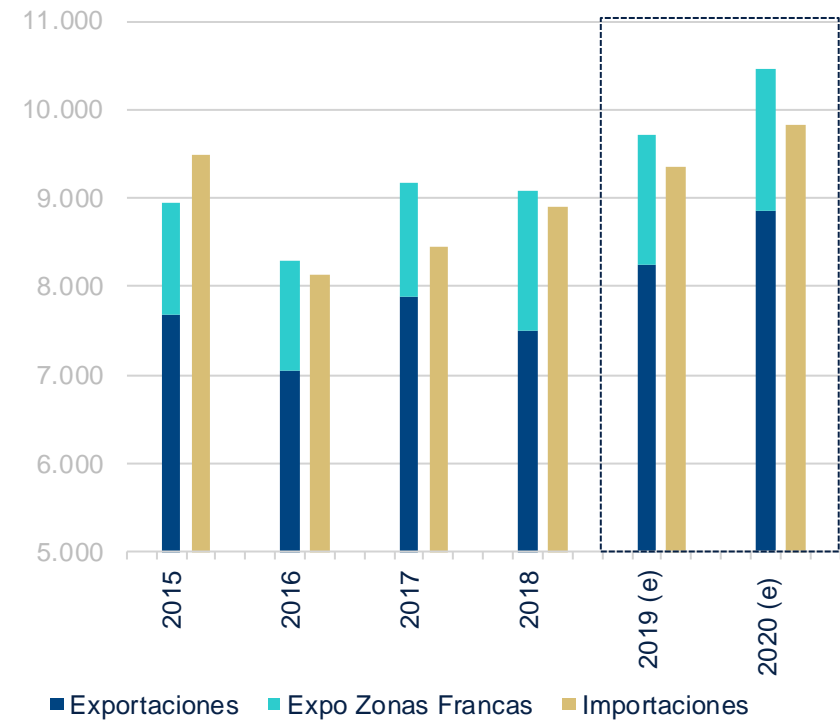
# Sigue el superávit comercial con leve recuperación de las exportaciones a pesar de un contexto regional y otros riesgos externos

**Exportaciones e Importaciones últimos 12 meses**  
(Var % a/a)



Fuente: BBVA Research INE y BCU

**Balanza comercial**  
(En millones de dólares)



Fuente: BBVA Research Uruguay XXI y BCU

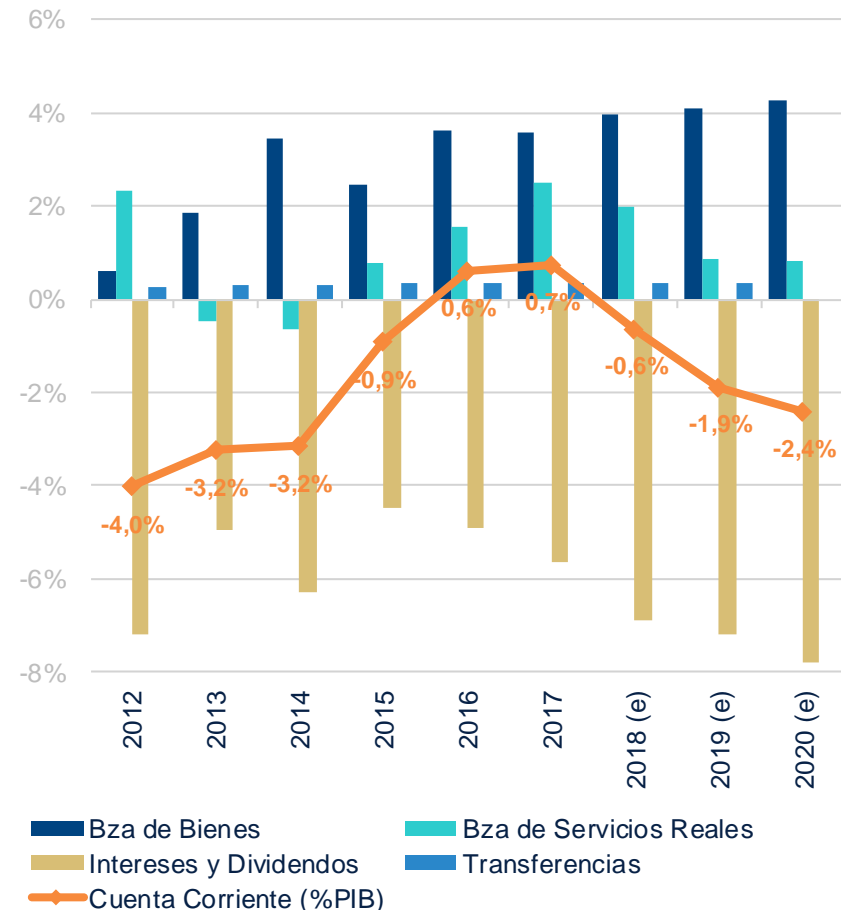
Las exportaciones crecerán levemente en 2019 impulsadas por la **recuperación del sector agrícola tras sequía de 2018**. Sin embargo un efecto negativo sobre las exportaciones de soja es la menor demanda china por la fiebre porcina

La batalla comercial entre USA y China le esta agregando mucha **volatilidad a los precios**



# El deterioro de la cuenta corriente signado por la caída del turismo

## Cuenta Corriente y sus componentes (% del PIB)

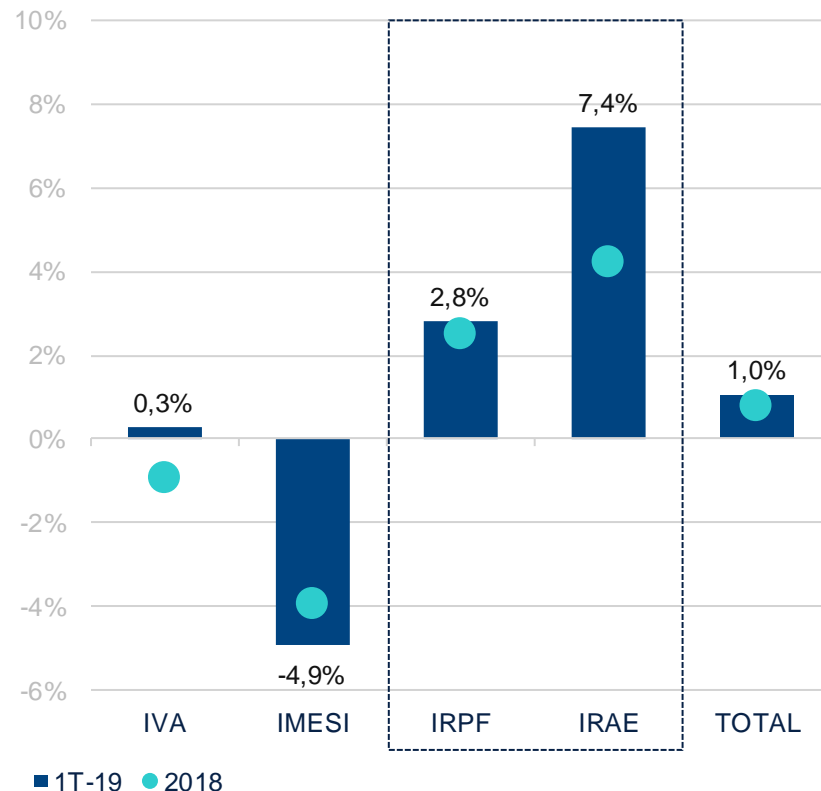


- El deterioro de la cuenta corriente en 2019 (hasta -1,9% del PIB) vendrá dado fundamentalmente por el deterioro de la cuenta de Servicios Reales (**Turismo**) en donde estamos suponiendo una caída de casi el 25% en el turismo receptivo y un leve aumento del turismo emisor
- El balance de bienes (Fob/Fob) se ubicará ligeramente por encima de lo observado en 2018
- En la medida que sea palpable el inicio de las obras de la tercera planta de celulosa, el resultado por cuenta corriente tendrá dos etapas: i) de aumento de importaciones y ii) aumento de las exportaciones posterior al fin de obra
- Sin embargo **este mayor déficit inicial será totalmente financiado por la IED de la misma empresa lo que reduce el riesgo externo**

# La recaudación evoluciona con el ciclo económico ...

## Recaudación impositiva en términos reales

(Var % a/a)



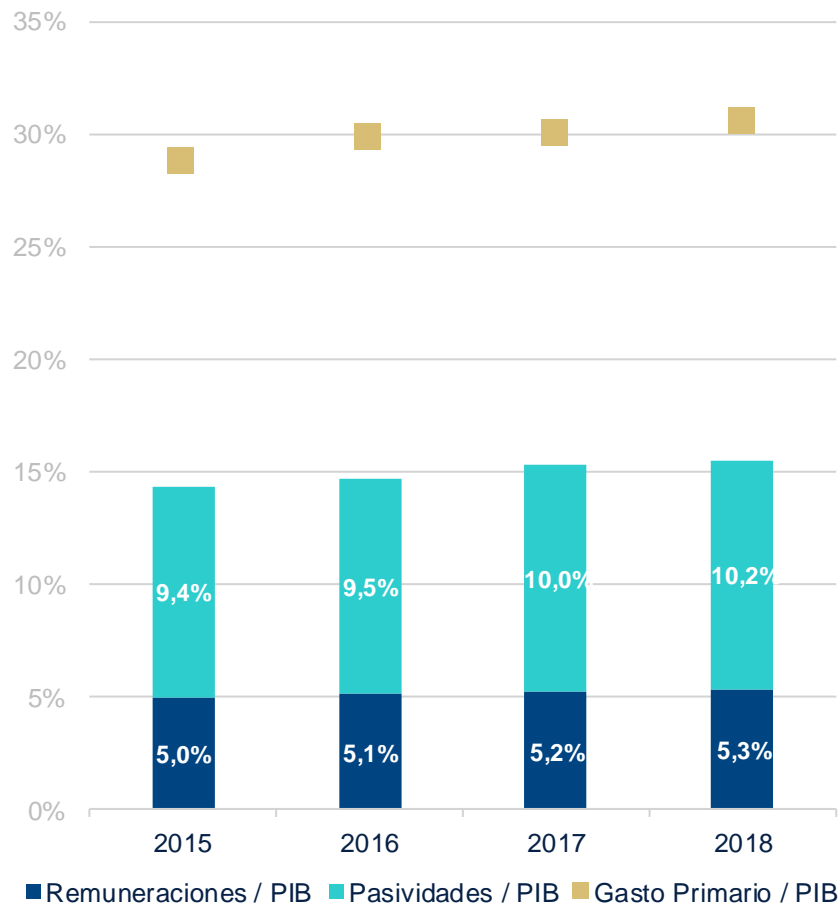
IVA = Impuesto al Valor Agregado; IMESI = Impuesto Específico Interno; IRPF= Impuesto a la Renta de Personas Físicas; IRAE = Impuesto a la Renta de Actividades Económicas

- Descontado el efecto de la inflación la recaudación tributaria ha crecido 1% en el 1T-19, igual que lo que ha crecido en 2018
- Los impuestos asociados al consumo son los más castigados. En términos reales, el IVA del 1T-19 está prácticamente a los niveles de 1T-18 mientras que el IMESI está casi 5% debajo de igual período 2018
- Solo los impuestos relacionados con la renta, y que han crecido durante 2018 y en el 1T-19 tras ajuste en sus alícuotas o cálculo

# La composición del gasto público plantea la necesidad de una reforma previsional

## Gasto corriente del Gobierno Central

(En % del PIB)

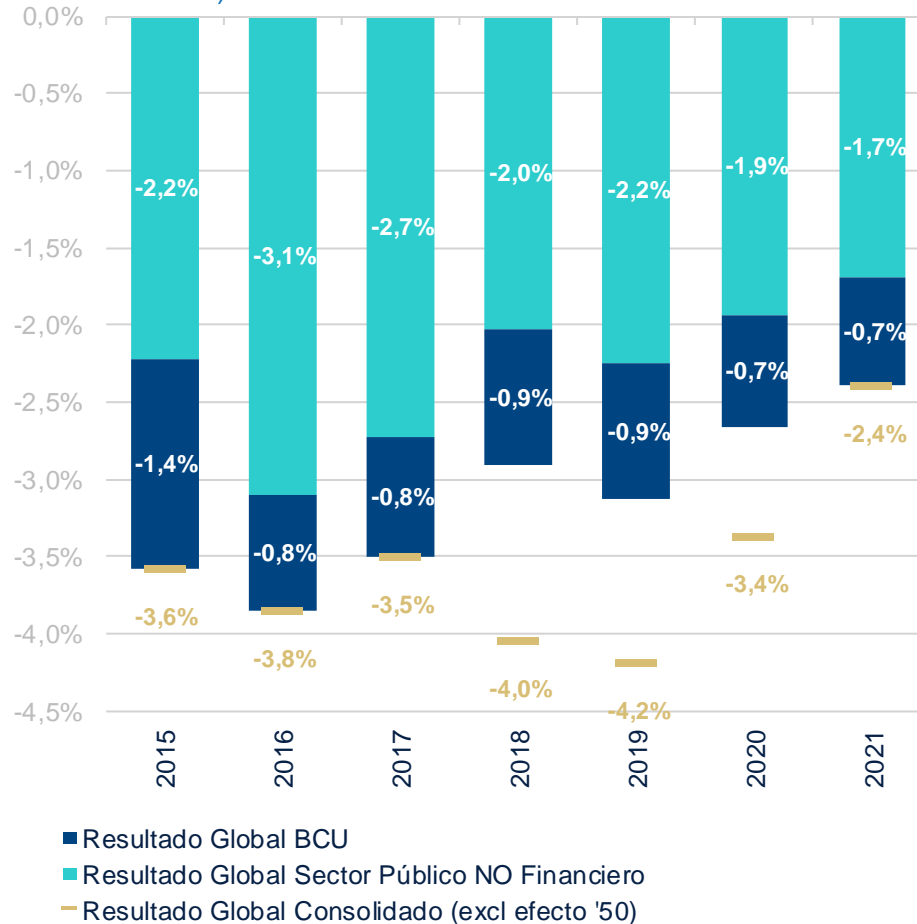


- El gasto corriente como porcentaje del PIB, lejos de reducirse, muestra una tendencia creciente en los últimos años. En 2018 se ubicó en 30,6% del PIB
- Lo más preocupante es que la mitad del mismo está dado por salarios y pasividades que son inflexibles a la baja y están indexados a la inflación pasada
- Esta situación plantea la necesidad de una reforma previsional que reduzca la inercia del gasto público
- Sin embargo, y a pesar del reconocimiento de este problema, hay consenso en que esta será una tarea para la próxima administración

# Mejora transitoria del resultado fiscal permite posponer las reformas necesarias para reducir el gasto público

## Resultado del Sector Público

(Como % del PIB)



Fuente: BBVA Research y MEF

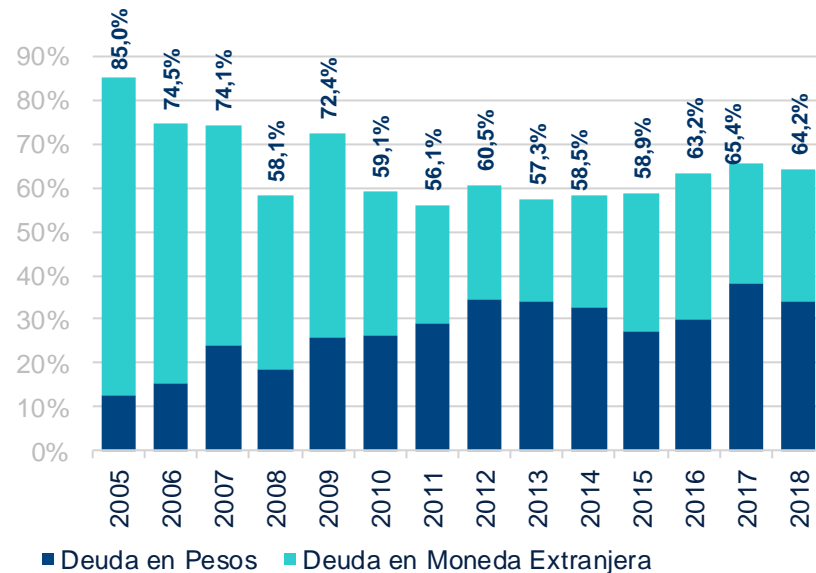
- El gobierno cerró el resultado fiscal consolidado de 2018 en -2,9% del PIB que incluye ingresos extraordinarios del Fideicomiso de los “Cincuentones”. Sin estos ingresos el déficit alcanzó al 4% del PIB
- Para 2019 esperamos que el déficit consolidado se ubique en torno al 3,1% del PIB (excluyendo el Fideicomiso podría trepar al 4,2% del PIB). Para 2020 el déficit llegará a 2,6% del PIB (3,4% sin considerar ingresos de FSS)
- Nuestras estimaciones se basan en un escenario de menor crecimiento económico que limitaría el aumento de los ingresos fiscales y un nivel de gasto primario que no consigue reducirse dado el alto nivel de participación salarios y pasividades que están indexadas
- Dado que el ajuste vía ingresos ya se hizo y es imposible seguir aumentando la presión tributaria, se requiere una reforma previsional que permita mayor ahorro del lado del gasto

# Un buen manejo de la deuda permite reducir la vulnerabilidad

Uruguay posee un elevado nivel de Reservas Internacionales (26% del PIB) que permite cubrir gran parte de la deuda pública externa

## Deuda Pública en Moneda local y extranjera

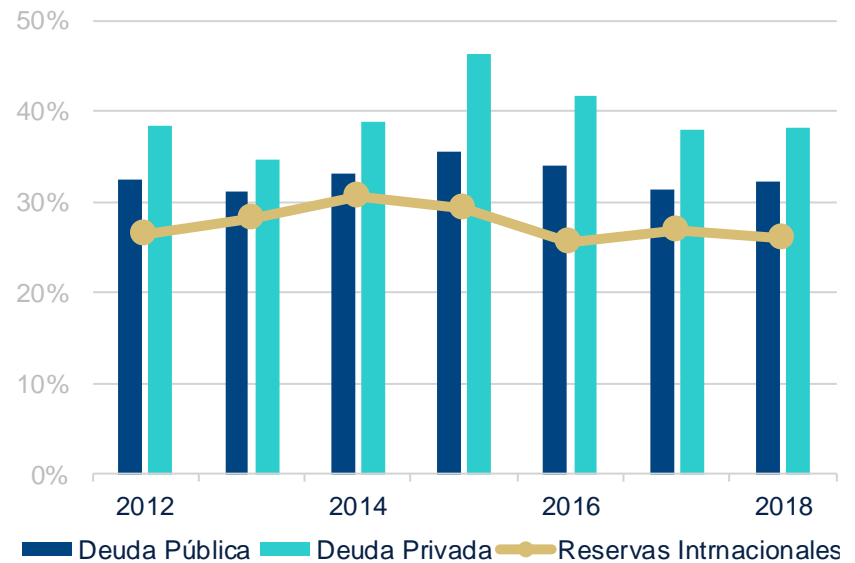
(Como % del PIB)



Fuente: BBVA Research y BCU

## Deuda Externa Pública / Privada y Reservas Internacionales

(como % del PIB)



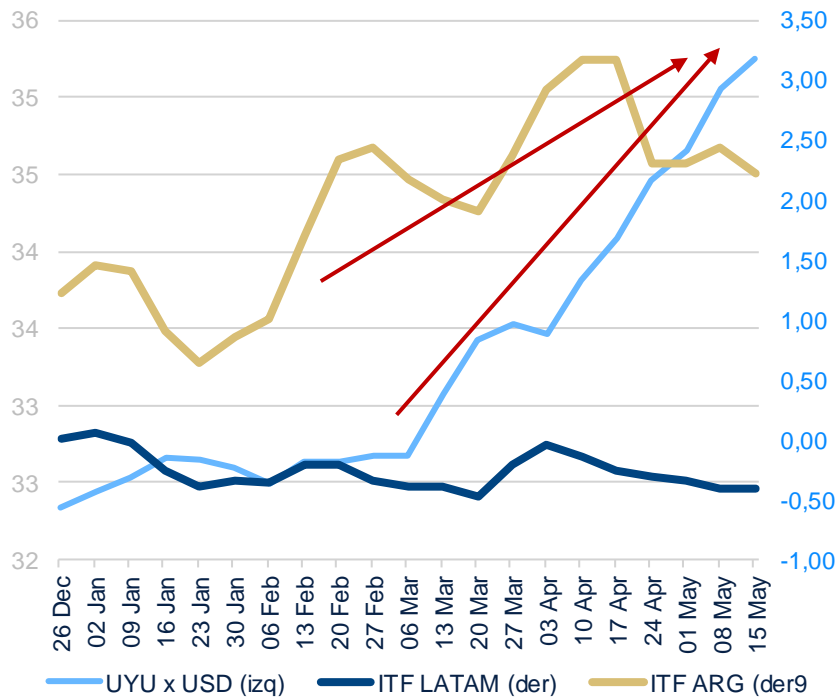
Fuente: BBVA Research, Uruguay XXI y BCU

La deuda pública uruguaya cerró 2018 en 64,2% del PIB, si bien esta relativamente estable en los últimos años, la tendencia sigue siendo hacia la desdolarización, a los efectos de evitar cualquier riesgo de tipo de cambio. Las emisiones tanto en Unidades Indexadas al IPC (UI) como en Unidades Previsionales (UP) que se indexan por la variación del Índice Medio de Salarios van en el mismo sentido; pero además estas emisiones en UP resultan atractivas para satisfacer la demanda de inversión de las AFAPs a la hora de cubrirse del efecto cíclico, ya que al aumentar las pasividades también se incrementa el rendimiento de estos bonos

# El peso, entre los más depreciados en 2019...

## Índice de Tensiones Financieras y tipo de cambio

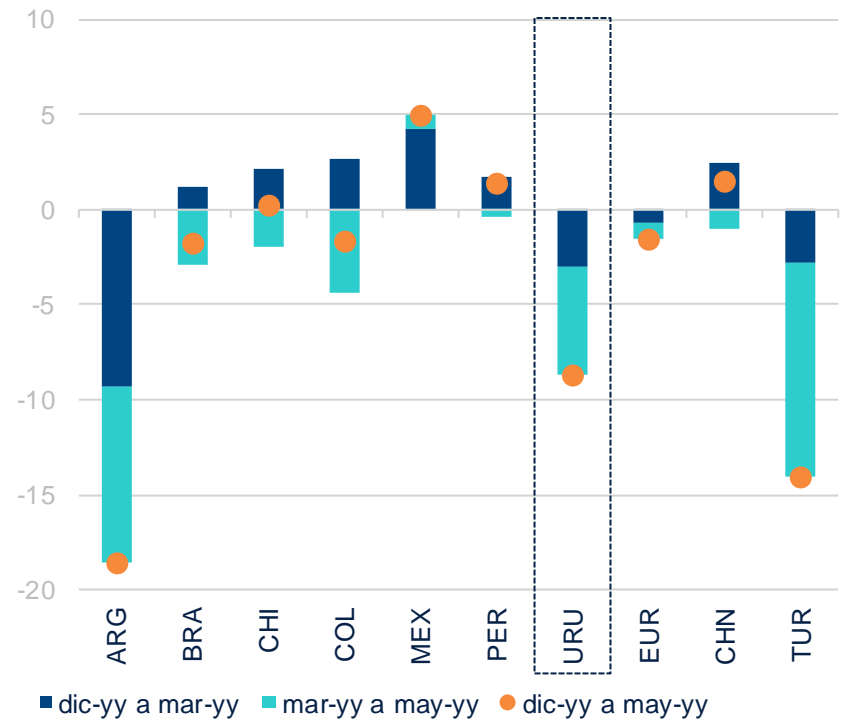
(Ind Tensiones Financ: TC en \$ por USD)



(-) implica depreciación frente al dólar.  
Fuente: BBVA Research y BCU

## Monedas versus USD

(Var% tipo de cambio promedio mes)

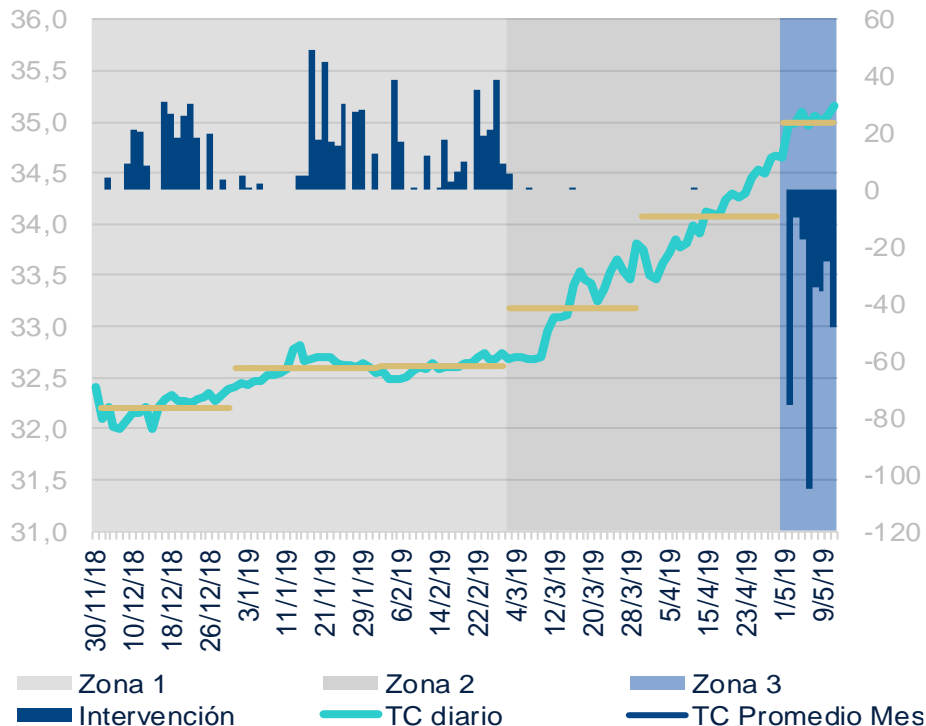


Fuente: BBVA Research y BCU

La conjunción del fortalecimiento mundial reciente del USD y el aumento de tensiones financieras de la región en especial en Argentina aceleraron la depreciación del peso desde fines de febrero.

## ... activa al Banco Central

### El BCU develó “que marca por zonas” (TC en \$ x USD; intervenciones en millones de USD)



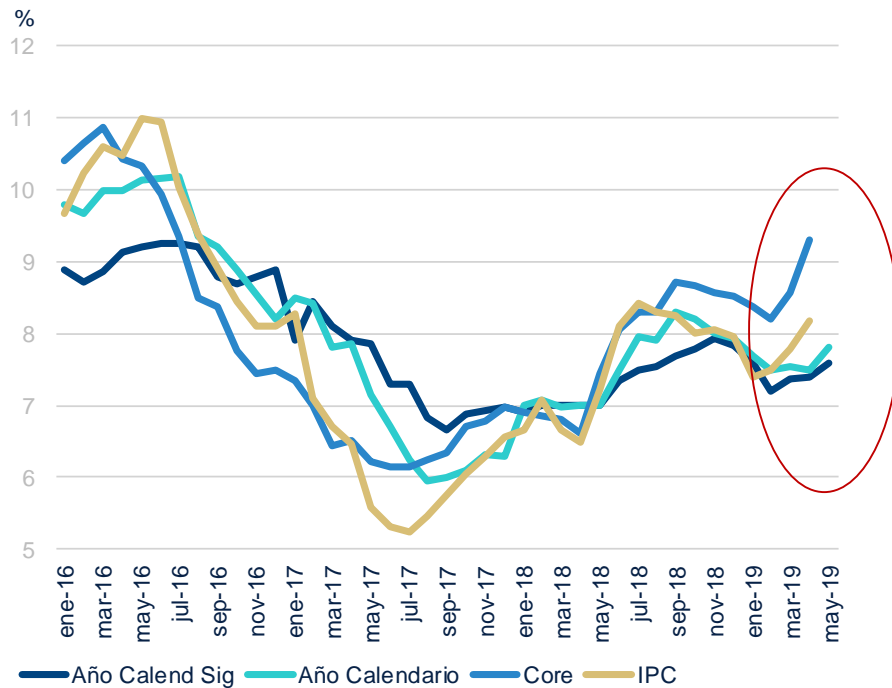
Fuente: BCU y BBVA Research

- La evolución del tipo de cambio y el efecto sobre las expectativas de inflación definieron tres “etapas” de operación del BCU
  - Zona 1: el BCU trata de evitar la apreciación del peso durante enero y febrero cuando se verificó una preferencia por la moneda doméstica que aumentó el M1+ a 10,4% a/a. Las expectativas de inflación estaban levemente a la baja.
  - Zona 2: desde marzo comienza un período de depreciación del peso en línea con el contexto externo, el BCU deja depreciar el peso.
  - Zona 3: en mayo las expectativas de inflación aumentan (de 7,4% a 7,6% para 12 m), el BCU percibe una excesiva depreciación del peso y comienza a vender de manera muy relevante en el mercado, acumulando ventas por USD 503 millones hasta el 17 de mayo.
- Por esta aceleración en el tipo de cambio elevamos nuestra estimación a \$36,2 por dólar para dic-19 y \$39,5 para dic-20.

# La mayor depreciación del peso deja su impronta en los precios...

## Inflación y expectativas de inflación

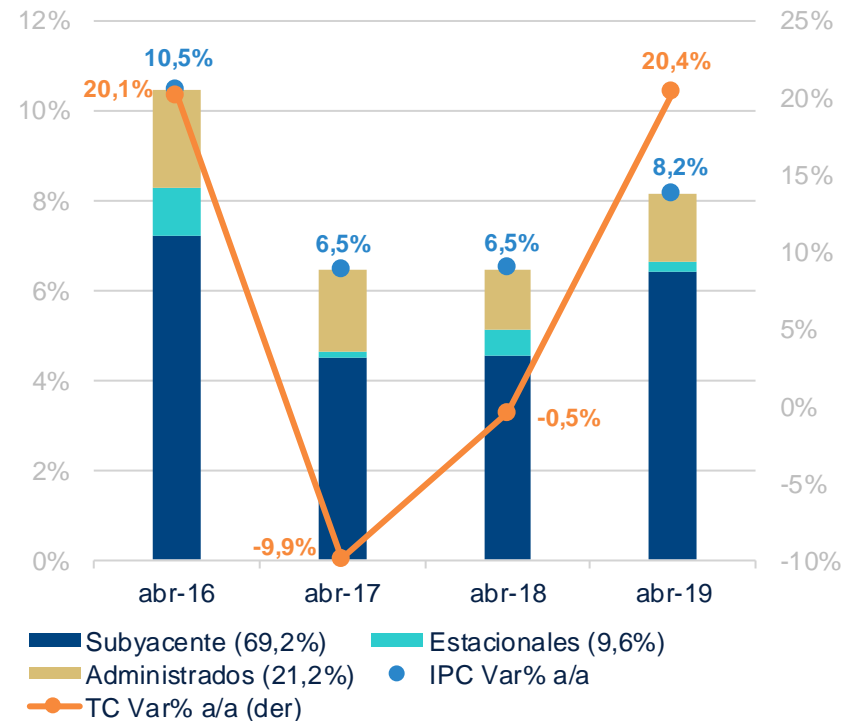
(Var% a/a e Incidencias )



Fuente: INE y BBVA Research

## IPC por componentes y depreciación

(Var% a/a e Incidencias )



Fuente: BBVA Research y BCU

La política monetaria se mantiene restrictiva y el aumento de los salarios dentro de los lineamientos oficiales, pero el tipo de cambio aceleró su ritmo de depreciación .

Parte se trasladó a precios en abril y además se elevaron las expectativas de inflación

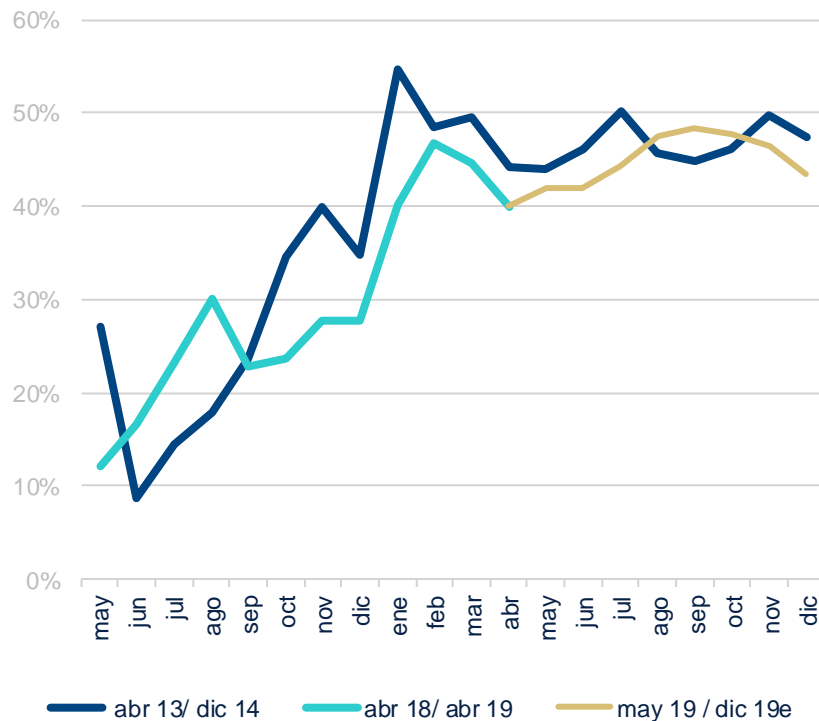
La inflación núcleo también se elevó y está retornando a niveles de regímenes de inflación anteriores por encima del 8% anual



# La inflación se mantendrá elevada dos años más

## Depreciación y precios, cómo fue antes?

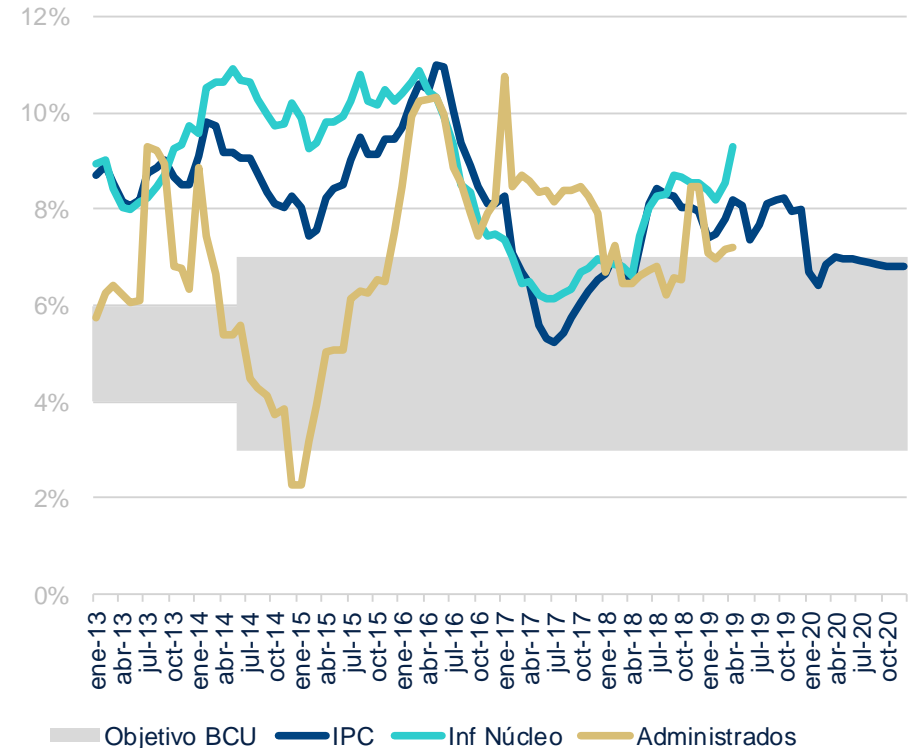
(Ratio inflación / depreciación acumulada 12 meses)



Fuente: INE y BBVA Research

## Inflación, nivel general, subyacente y administrados

(Var% a/a)



Fuente: BBVA Research y BCU

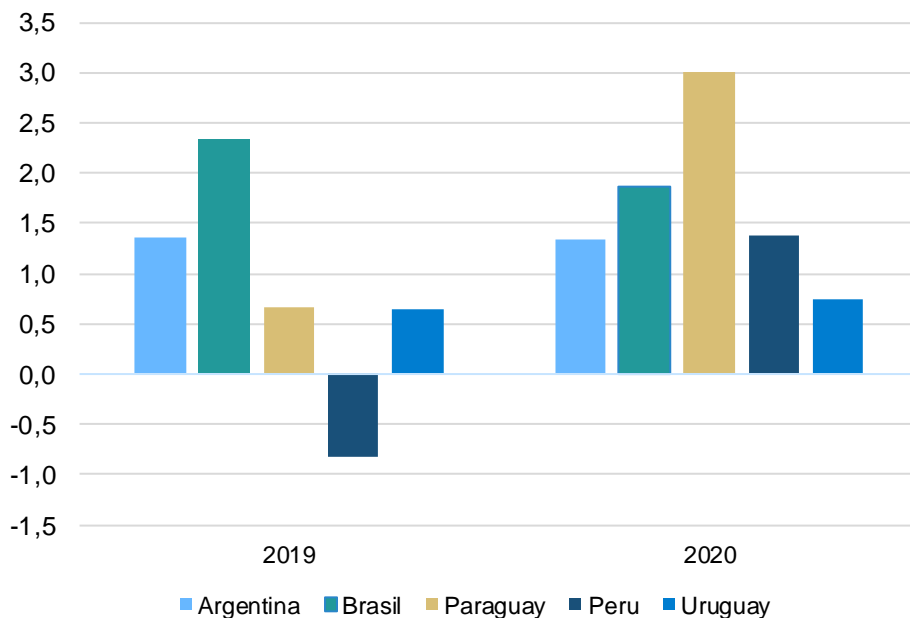
Desde dic-07, la inflación estuvo dentro de la banda objetivo del BCU sólo en 27 meses de los 137 meses, es decir sólo un 20%, Asumimos un traspaso a precios que no acelera en el resto del año en línea con experiencias anteriores

Elevamos la previsión de inflación para 2019 a 8,0% y 6,8% para 2020 suponiendo la continuidad de políticas domésticas moderadamente contractivas y la estabilización de volatilidad internacional

# Leve recuperación de la competitividad

## Depreciación e inflación

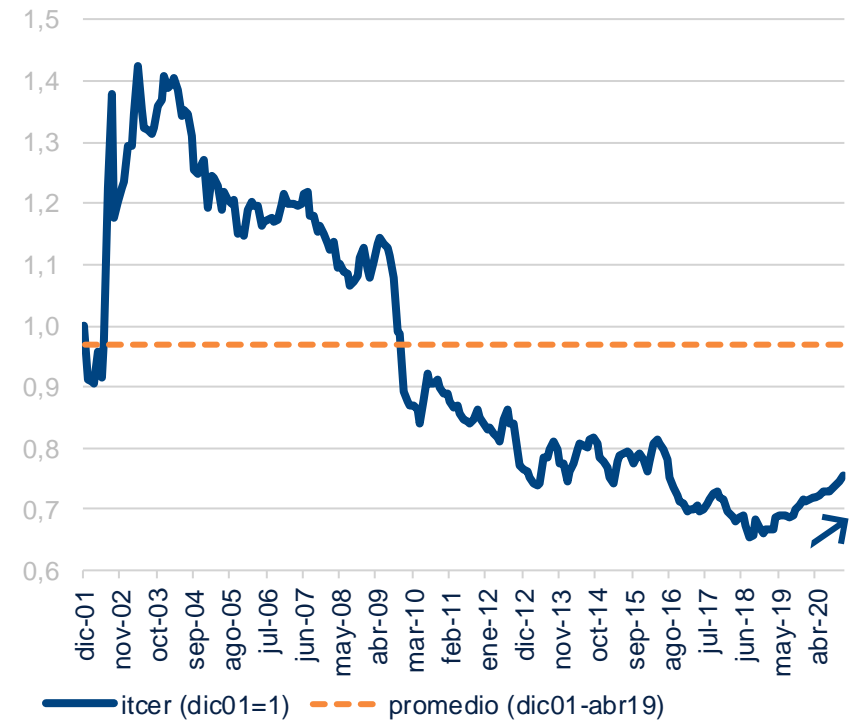
(Ratio inflación / depreciación acumulada anual )



Fuente: INE, HAVER y BBVA Research

## Al final, ¿más caros o más baratos?

(%)



Fuente: INJE, HAVER, BCU y BBVA Research

Los principales socios regionales tendrán apreciaciones reales de sus monedas este año y el siguiente dado que la inflación superará la depreciación, mientras que en Uruguay la contención del traspaso a precios de la depreciación permitirá a recuperar competitividad cambiaria en el corto plazo

# Tablas

## Uruguay

	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
<b>PBI (% a/a)</b>	2,6	1,6	0,8	1,7
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	6,6	8,0	8,0	6,8
<b>Inflación (% a/a, promedio)</b>	6,2	7,6	7,9	6,8
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	28,9	32,2	36,2	39,5
<b>Tipo de cambio (vs. USD, promedio)</b>	28,6	30,7	34,5	38,0
<b>Tasas de interés activa (% , promedio)</b>	21,2	19,9	21,3	20,6
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	4,6	1,5	0,9	1,8
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	-0,7	0,8	1,5	1,5
<b>Inversión (% a/a)</b>	-13,0	-13,8	1,0	1,0
<b>Resultado Fiscal Consolidado (% PIB)</b>	-3,5	-2,9	-3,1	-2,7
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	0,7	-0,6	-1,9	-2,4

(p) Previsiones.

Fuente: BBVA Research