



BBVA Research

Situación Uruguay

Noviembre 2018

Creando Oportunidades

Mensajes clave

- Se mantiene el entorno global positivo, aunque el crecimiento se está moderando en las economías emergentes y en la eurozona. El impacto del proteccionismo es de momento limitado, pero sigue siendo el principal riesgo junto con la normalización de la Fed y la incertidumbre política en Europa
- La crisis de argentina se diferencia significativamente de la ocurrida en 2002, y Uruguay está mucho mejor preparado para enfrentarla y evitar un contagio significativo
- Revisamos a la baja el crecimiento económico por un enfriamiento del consumo, falta de dinamismo en la inversión privada y caída en las exportaciones como consecuencia de la sequía. En 2019 además de una erosión del resultado comercial por aumento de importaciones, se registrará un ajuste en la cuenta de servicios reales dado que no esperamos una buena temporada en lo que hace al turismo lo que terminará aumentando el déficit por cuenta corriente
- La consolidación fiscal se demora más de lo previsto y el Gobierno se vio obligado a revisar las metas fiscales para este año y el próximo: Sin embargo, deberá insistir en un ajuste vía ingresos para lograr superávit primario y evitar que el crecimiento de la deuda pública se vuelva explosivo y no poner en riesgo el grado inversor
- El peso uruguayo fue afectado por la apreciación global del USD, pero no se contagió de la devaluación del peso argentino. El BCU se concentra en bajar la volatilidad y mantener alineado el tipo de cambio con los fundamentos de la economía
- Las expectativas de inflación se elevaron luego del evento cambiario mostrando la relevancia relativa del tipo de cambio en relación con la política monetaria



01

**Entorno global
aún positivo**

Continúa la inercia global positiva, aunque se intensifican los riesgos



Crecimiento global robusto, aunque más moderado y menos sincronizado

La fortaleza de la economía estadounidense contrasta con la moderación en China y en Europa



Política monetaria divergente entre EE.UU. y Europa a partir de 2019

La Fed finaliza el ciclo de subas, mientras que el BCE lo inicia y prepara la retirada de liquidez



Mayores tensiones financieras en los mercados emergentes

Con evidente diferenciación entre países, los más vulnerables financieramente afrontarán ajustes bruscos en sus economías



Intensificación de la guerra comercial entre EE.UU. y China

Impacto aún limitado, pero podría aumentar si se toman nuevas medidas. El conflicto entre el país norteamericano y el resto de áreas disminuye, por el momento



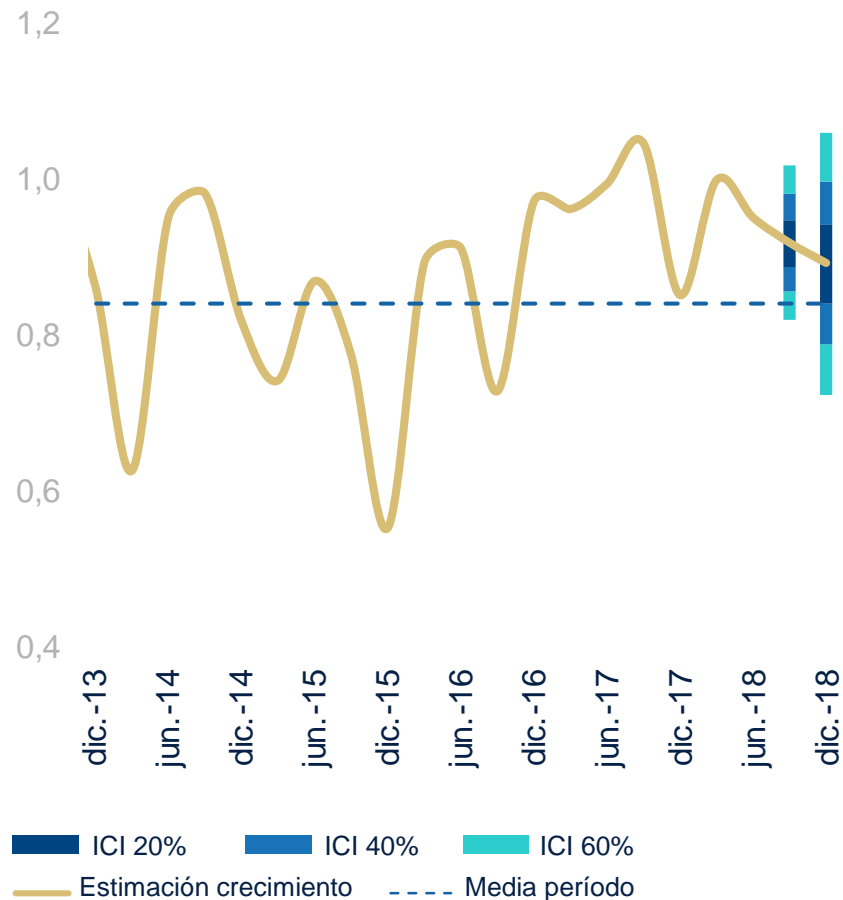
Los riesgos globales se intensifican

Al proteccionismo y a la normalización de la Fed se une el aumento de las tensiones en los países emergentes, y la mayor incertidumbre en Europa

Moderación del crecimiento mundial

Crecimiento del PIB mundial

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



- Ligerá moderación del crecimiento global hacia **tasas ligeramente por debajo del 1% t/t en 2S18**
- Los datos de actividad son sólidos, pero han perdido impulso, ya que el aumento del proteccionismo pesa sobre la confianza, el comercio y la inversión
- Más allá de la volatilidad, el **comercio mundial ha mejorado y se estabiliza** tras la desaceleración de principios de año

Política monetaria sigue normalizándose y será divergente entre la Fed y el BCE a partir de 2019



Balance

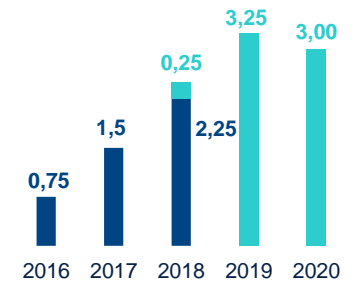


Tasas de interés



Continúa la reducción del balance (450mM de dólares en 2018)

Más subidas de tasas en 2019, pero se finaliza el ciclo (tasa interés natural)

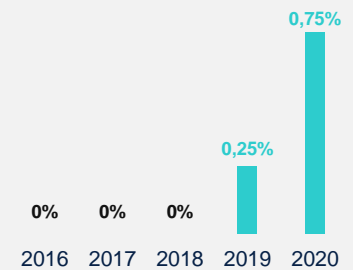


Fin del QE (diciembre de 2018)

Reinversión total al menos hasta diciembre de 2020

Repago de TLTROs a partir de junio de 2020

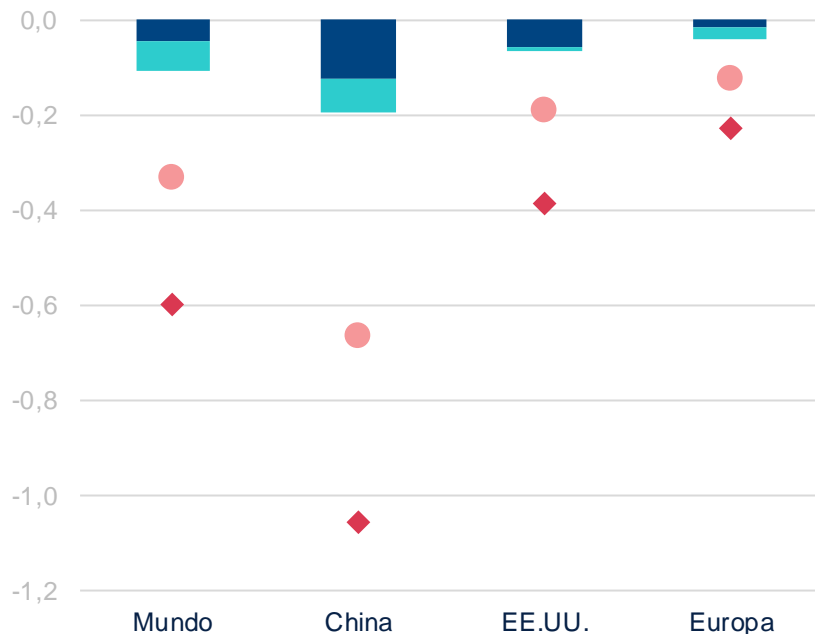
Expectativas ancladas de tasas bajas por un período prolongado. **No se esperan subidas hasta septiembre de 2019**



■ Tipo referencia (fdp) ■ Previsión (fdp)

EE.UU. y China han anunciado mayores aranceles, aunque el efecto estimado en el PIB mundial sería limitado

Efecto en el crecimiento del PIB de subas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-20, pp)



■ Aprobado canal confianza / financiero
■ Aprobado canal comercial
● Tarifas 25% ◆ Todas las importaciones de China

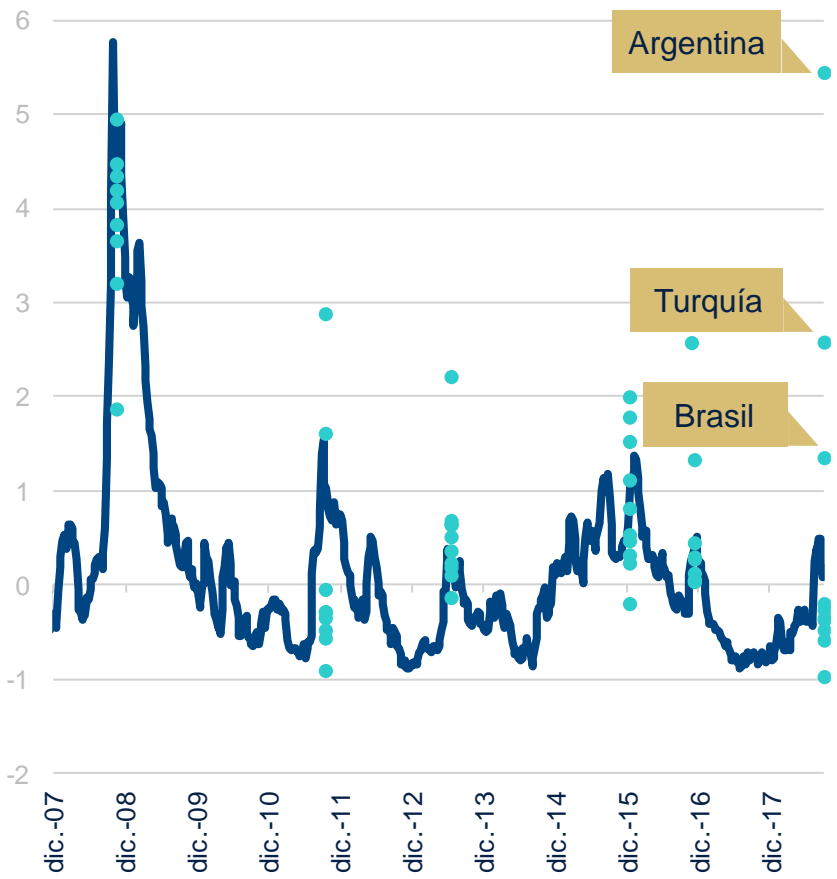
- El **impacto** sobre el crecimiento de las medidas aprobadas hasta ahora a través del **canal comercial podría ser limitado**, pero los **efectos indirectos serían considerables**, especialmente para China y las economías emergentes
- La **firma del USMCA**, a falta de su aprobación, reduce la incertidumbre con México y Canadá
- En **Europa**, el aumento de **aranceles a los automóviles se encuentra de momento congelado**, aunque volverá a negociarse a partir de noviembre

Suba aranceles aprobada: EE.UU. (25% a acero, 10% a aluminio, 25% a importaciones chinas por valor de 50.000 millones de dólares y 10% por valor de 200.000 millones); China (25% a importaciones de EE.UU. por valor de 50.000 millones de dólares y 10% a 60.000 millones).

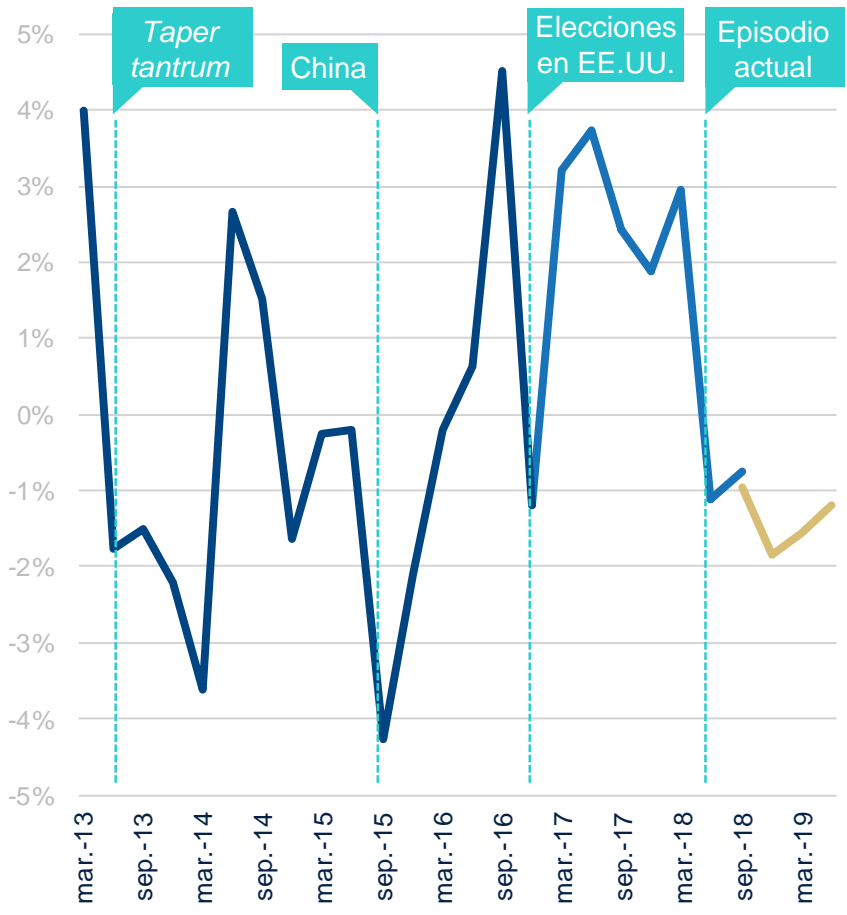
Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras repuntan en los mercados emergentes, pero de forma menos sincronizada que en episodios anteriores

Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes (Índice normalizado)

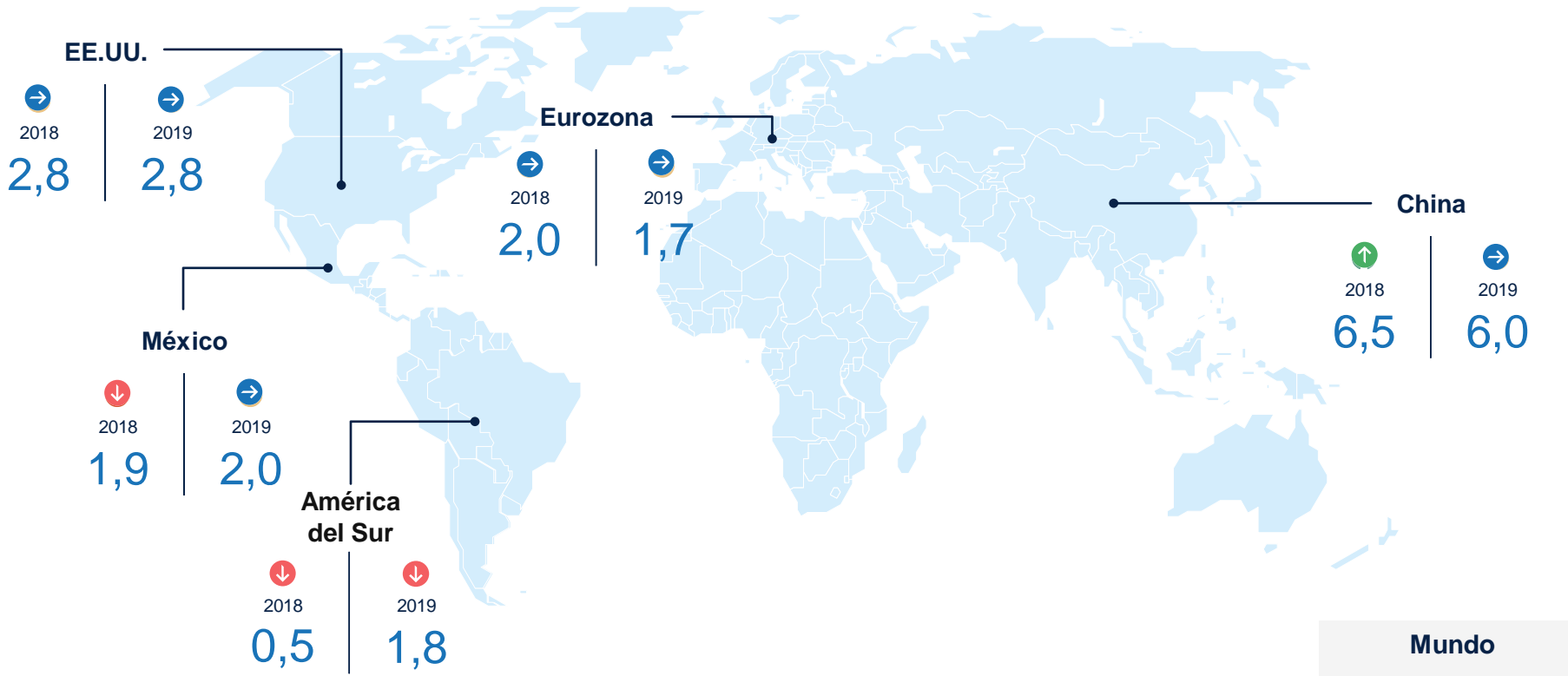


Flujos de cartera a economías emergentes (% sobre total activos, datos mensuales)



Fuente: BBVA Research

La revisión a la baja del crecimiento en las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global en 2019



- ↑ Sube
- Se mantiene
- ↓ Baja

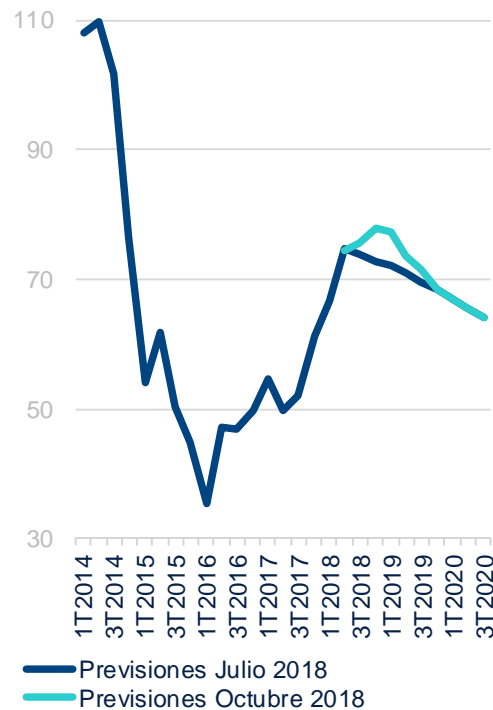
Fuente: BBVA Research

Mundo

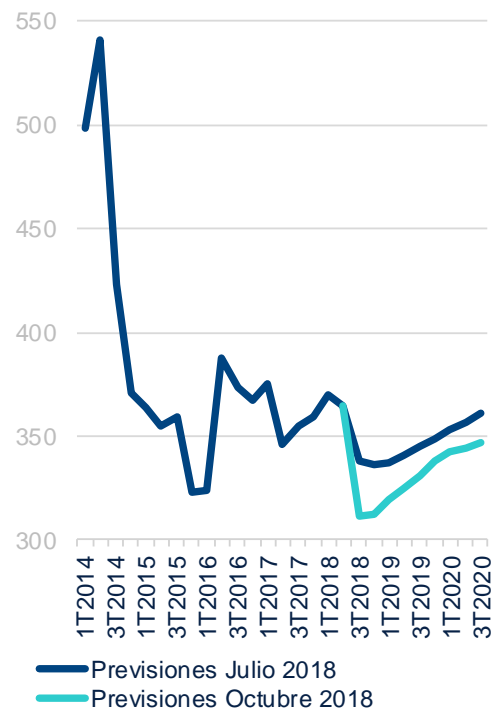
2018	2019
3,7	3,6

Perspectivas heterogéneas para las materias primas de la mano de factores de oferta: Petróleo al alza; cobre y soja ajustan a la baja

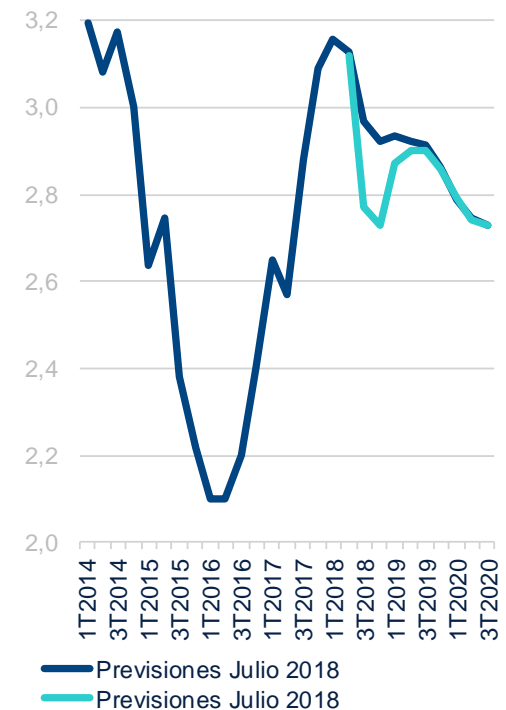
Petróleo Brent (USD/b)



Soja (USD/tm)



Cobre (USD/lb)



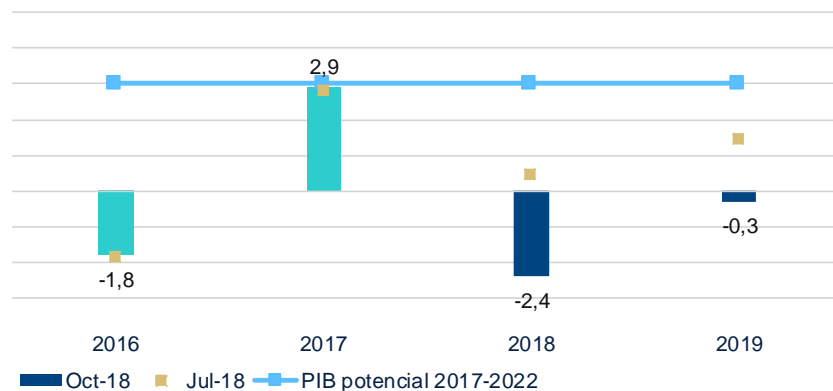
Fuente: BBVA Research

Precio del petróleo revisado al alza por factores geopolíticos (Irán y Venezuela). Empezarán a flexionar a la baja a medida que se recupera la capacidad de exportación en EEUU y se establece la demanda

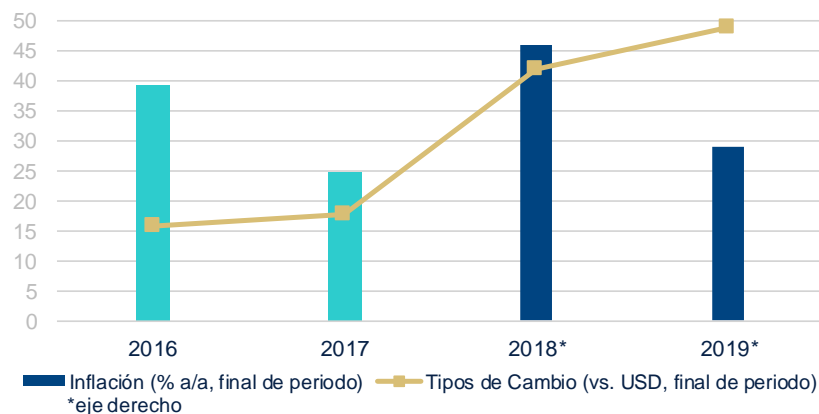
Precio del cobre revisado a la baja ante el menor interés de inversores financieros. Fuerte corrección del precio de la soja por la buena cosecha en EEUU. Cobre y Soja afectados negativamente también por el aumento de las tensiones comerciales entre EEUU y China

Argentina: Fuerte ajuste monetario y fiscal para atajar la crisis cambiaria tendrá un significativo impacto negativo en el crecimiento

Argentina: Crecimiento del PIB y potencial (% a/a)



Argentina: Inflación y tipo de cambio (% y pesos por dólar, fin de periodo)

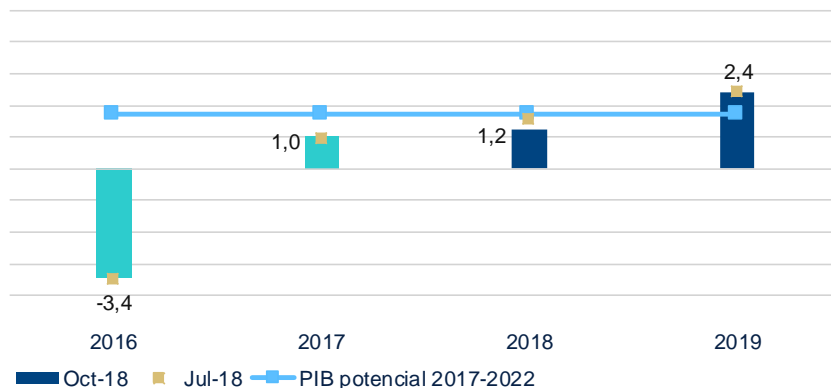


- Fuerte recesión en 2018 por la crisis cambiaria y las necesarias políticas fiscales y monetarias restrictivas
- Crecimiento se recuperaría lentamente en los primeros trimestres de 2019 impulsado por el sector externo
- Previsiones de inflación aumentan en 2018 y 2019 por el traslado de la depreciación, pese al bajo *pass-through*
- El tipo de cambio mantendrá buena parte de la depreciación real sufrida a lo largo de 2018. A medida que aumente la confianza en el programa, el tipo de cambio corregiría parte de su subvaluación actual
- Vulnerabilidad externa se corregirá rápidamente: el déficit por cuenta corriente caerá al 2,3% del PIB en 2019

Brasil: Recuperación gradual del crecimiento

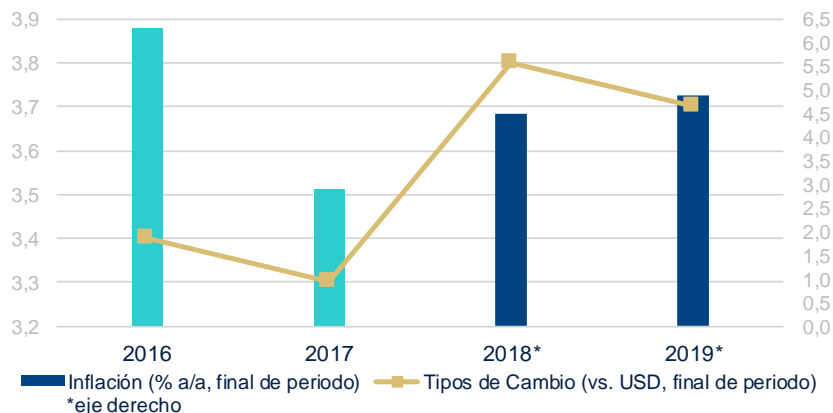
Brasil: Crecimiento del PIB

(% a/a)



Brasil: Inflación y tipo de cambio

(% y reales por dólar, fin de periodo)



- La economía continuará recuperándose lentamente. Tras crecer 1,2% en 2018, el PIB aumentaría 2,4% en 2019 y alrededor de 2% en los siguientes años

- Si bien una reforma ambiciosa de la seguridad social parece poco probable, el próximo presidente se verá forzado a tomar medidas para reducir la vulnerabilidad fiscal

- El mayor dinamismo de la demanda presionará la inflación al alza. El banco central tendrá que subir las tasas de interés SELIC de 6,5% a 10% a lo largo de 2019

- El entorno político seguiría polarizado tras las elecciones, pero los mercados dejarían poco margen para la adopción de políticas poco pragmáticas



02

Uruguay:

¿Cómo lo afecta el nuevo entorno regional?

¿Hay posibilidad de contagio?

Otra vez frente a un entorno regional complicado pero focalizado en volatilidad cambiaria y menores probabilidades de contagio



Brasil

- Se espera que disminuya la volatilidad cambiaria post elecciones y que la economía vuelva a crecer aumentando la demanda de productos uruguayos

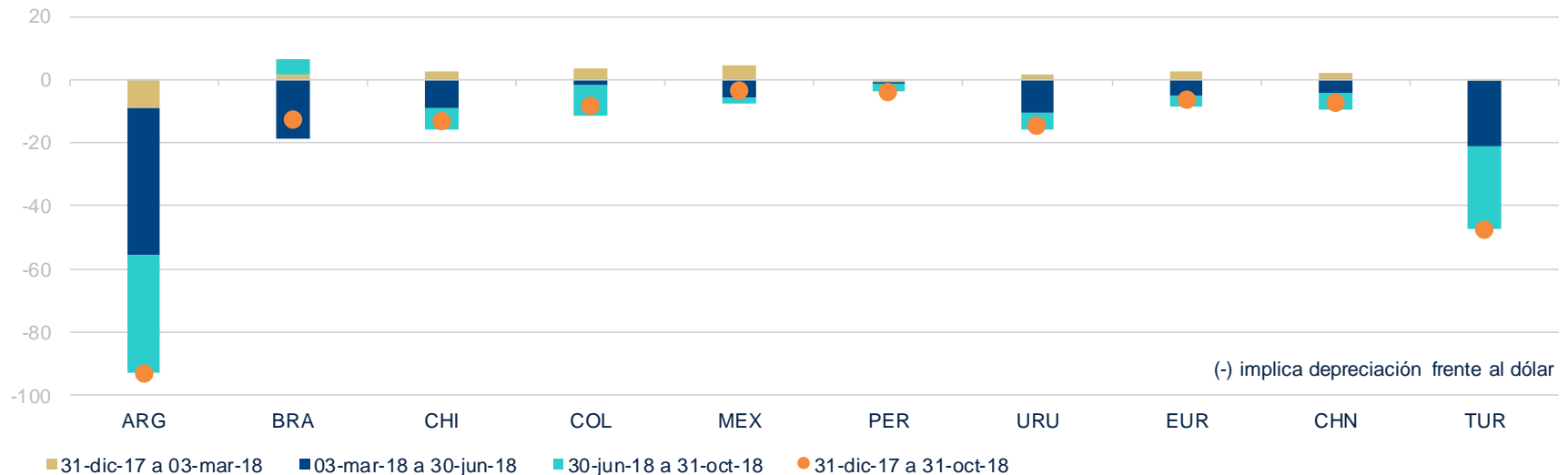


Argentina

- El nuevo programa monetario y fiscal ha logrado estabilizar las variables financieras. El tipo de cambio flotante permitió absorber los shocks sin contagiar al sistema financiero dado que no existe el descalce de monedas

Variaciones de los tipos de cambio

(Var %)



Reducidas posibilidad de contagio de Uruguay a las turbulencias del entorno regional con menor vulnerabilidad externa que en 2002

01



Canal real: Comercio

Uruguay diversifica los destinos de exportación y se concentra en commodities con valor agregado

02



Canal Financiero: Depósitos

Uruguay baja la exposición a los depósitos de no residentes y establece elevados standards de solvencia, calidad de liquidez, fraccionamiento del riesgo crediticio y calificación de deudores

03



Canal de Servicios: Turismo

Uruguay no logra reducir la dependencia de los visitantes argentinos

04



Situación Fiscal: Deuda Pública

Uruguay lleva a cabo una reestructuración amistosa de la deuda y logra un buen manejo de la misma

05

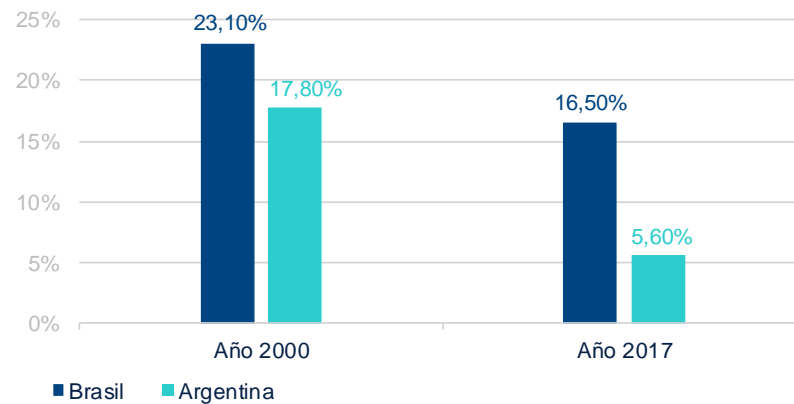


Cambio en la matriz energética

Uruguay bajó la dependencia del petróleo importado con inversiones en energía renovable, reduciendo el déficit externo

Uruguay es menos dependiente de la región en materia de comercio

Participación de los socios en exportaciones (% del total de exportaciones)



Participación de productos en exportaciones (% del total de exportaciones)

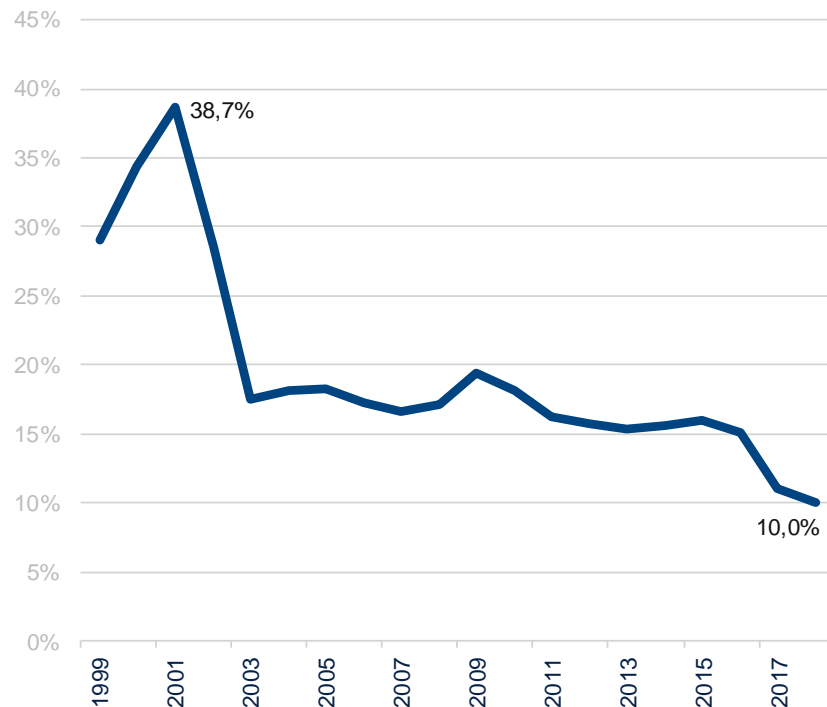
Principales productos de Exportación	2001	2017
Carne y despojos comestibles	12,7%	21,6%
Semillas y frutos oleaginosos	0,4%	15,4%
Madera, carbón vegetal y manufacturas de madera	2,4%	11,9%
Leche y productos lácteos	6,8%	7,8%
Cereales	8,7%	6,5%
Pieles (excepto peletería) y cuero	11,3%	3,1%
Plásticos y sus manufacturas	2,7%	2,9%
Animales vivos	0,5%	2,8%
Lana y pelo, hilados y tejidos de crin	9,3%	2,7%
Cuanto explican del Total de Exportaciones	54,7%	74,8%
Total de Exportaciones en millones de dólares	2.047	7.860

Fuente: BBVA Research, BCU y Uruguay XXI

- Uruguay logró bajar la dependencia regional, fundamentalmente de Argentina, reduciendo las exportaciones a este destino
- Diversificación de destinos de exportación: Uruguay amplió la red de socios comerciales fuera de la región (China, Estados Unidos, etc) logrando que Argentina pase del segundo al cuarto puesto con solo un 5,6% de participación en el total de exportaciones.
- Concentración de Productos: aumentó y es relativamente alta (9 productos explican 75% del total) pero gran parte se exporta a países fuera de la región

Menor exposición a depositantes argentinos y mejora en el perfil de la deuda pública

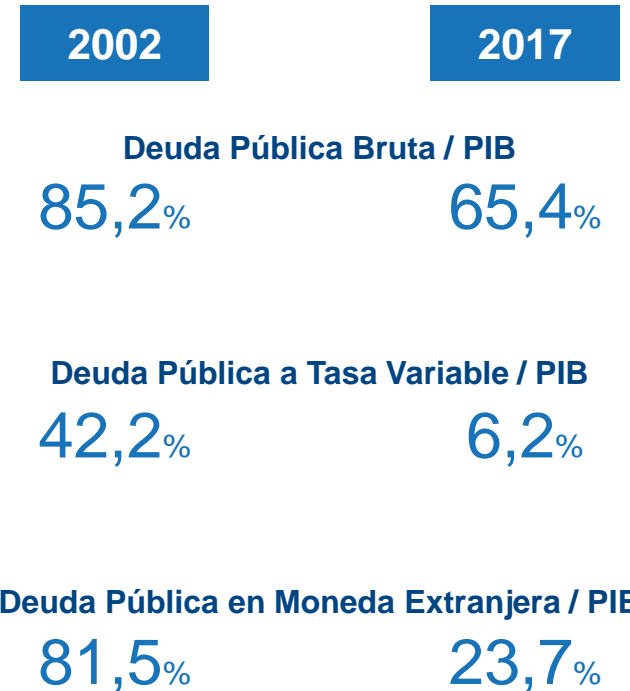
Depósitos de No residentes (Como % del total de depósitos)



Fuente: BBVA Research y BCU

En 2002, casi **40%** de los depósitos totales del sistema bancario correspondían a no residentes (argentinos). Hoy ese porcentaje se reduce a menos del 10%. Mayores requisitos de liquidez y solvencia para el sistema financiero reducen la exposición a activos riesgosos

Deuda Pública de Uruguay (Como % del PIB)

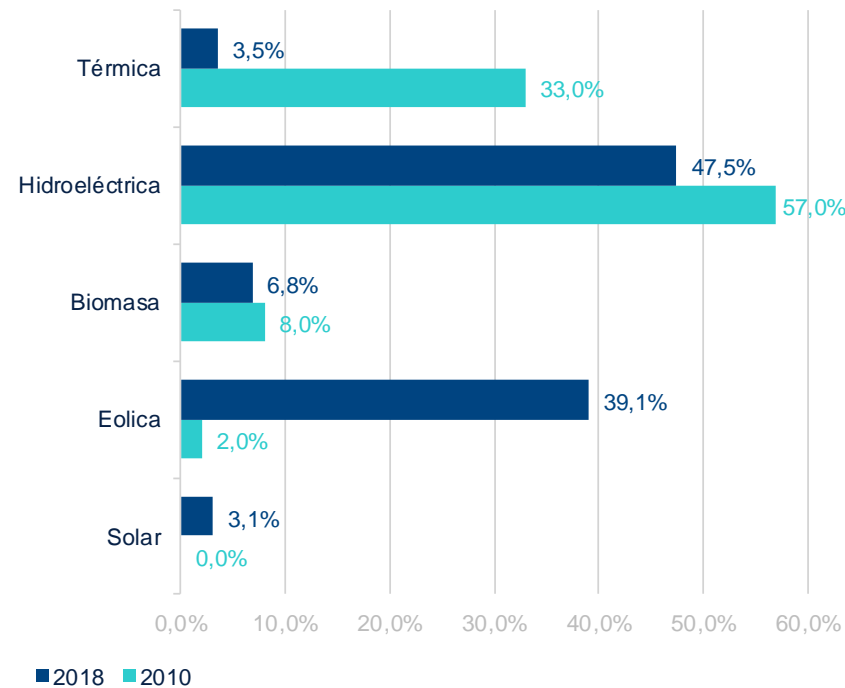


Fuente: BBVA Research y BCU

Menores dudas sobre el sostenimiento de la deuda pública por la mejora en el perfil de vencimientos (alargamiento de plazos), y reducida exposición al riesgo de tipo de cambio y tasas: Uruguay redujo la participación de la deuda en dólares y de tasa variable tras la **reestructuración amistosa de la deuda**

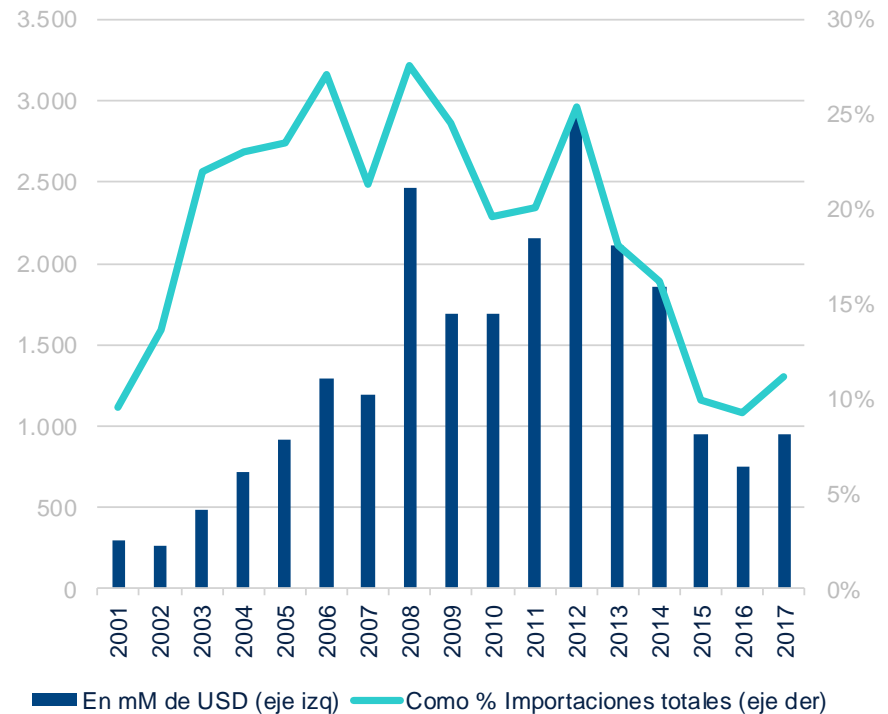
Cambio eficiente en la matriz energética logra menor dependencia de las importaciones de petróleo

Participación en la generación de energía (Como % del total)



Fuente: BBVA Research y UTE

Importaciones de petróleo (En mM de USD y como % del total de importaciones)



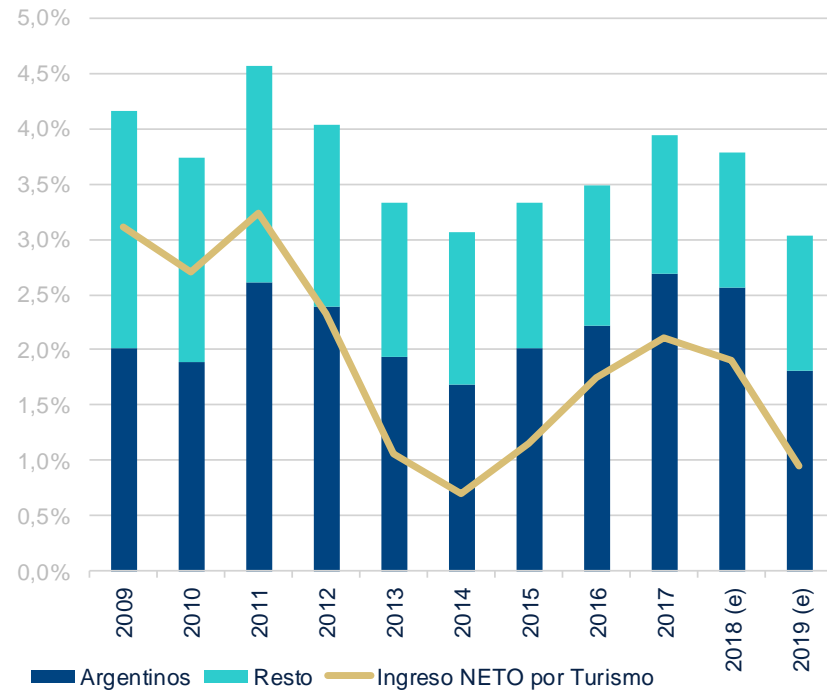
Fuente: BBVA Research y BCU

Uruguay consiguió transformar su matriz energética a partir de la inversión en energías renovables. En la última década redujo sustancialmente la generación térmica y la reemplazó por generación eólica. Hay significativos avances en generación por biomasa y solar

Este profundo cambio permitió una menor dependencia del petróleo importado, logrando una menor vulnerabilidad frente a cambios abruptos en los precios del crudo. Actualmente solo el 11% de las importaciones corresponden a petróleo frente a los máximos de casi 30% a comienzos de la década

Sin embargo, la crisis de confianza en Argentina SI golpeará a Uruguay por el lado del Turismo

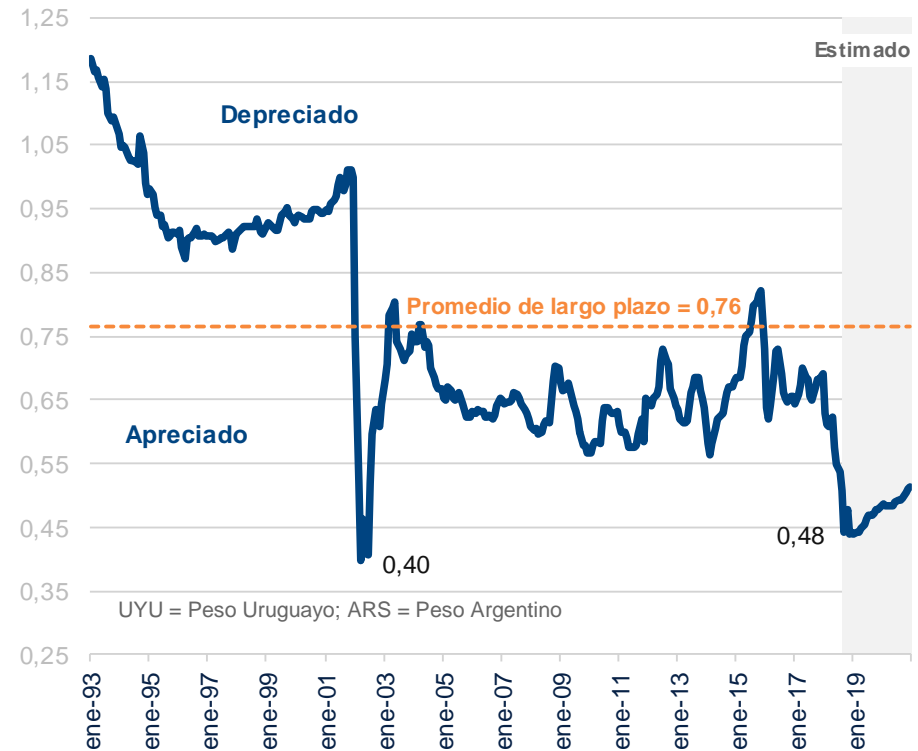
Ingresos por Turismo (Gasto corriente en USD) (% PIB)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Turismo de Uruguay

Alta dependencia de Argentina en turismo. Los argentinos son el 60% del total de visitantes con gastos por un 2,7% del PIB. **El ingreso neto de Uruguay (descontado turismo emisor) llegó al 2,1% del PIB en 2017** y estimamos que se ubique en 1,9% del PIB en 2018 tras el buen inicio de año

Tipo de cambio real bilateral UYU/ARS (Indice base diciembre 2001=1)

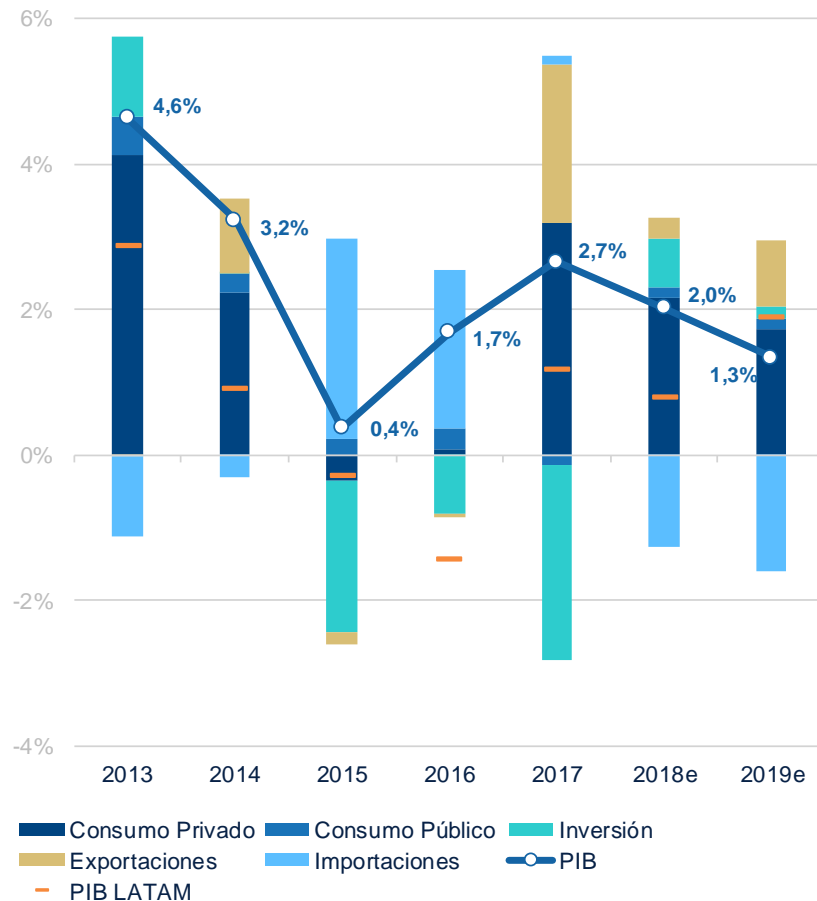


Fuente: BBVA Research y Haver

La próxima temporada turística será afectada por la devaluación en Argentina que ya acumula 110% en 10 meses (y una inflación de 38% en igual período), que llevará a que **el peso uruguayo se aprecie en términos reales un 35% respecto del peso argentino**, quedando en niveles muy cercanos a los de 2002 post devaluación argentina.

La actividad se desacelera en Uruguay y prevemos un crecimiento de 2% para este año y de 1,3% para 2019

Contribuciones al crecimiento económico (En %)

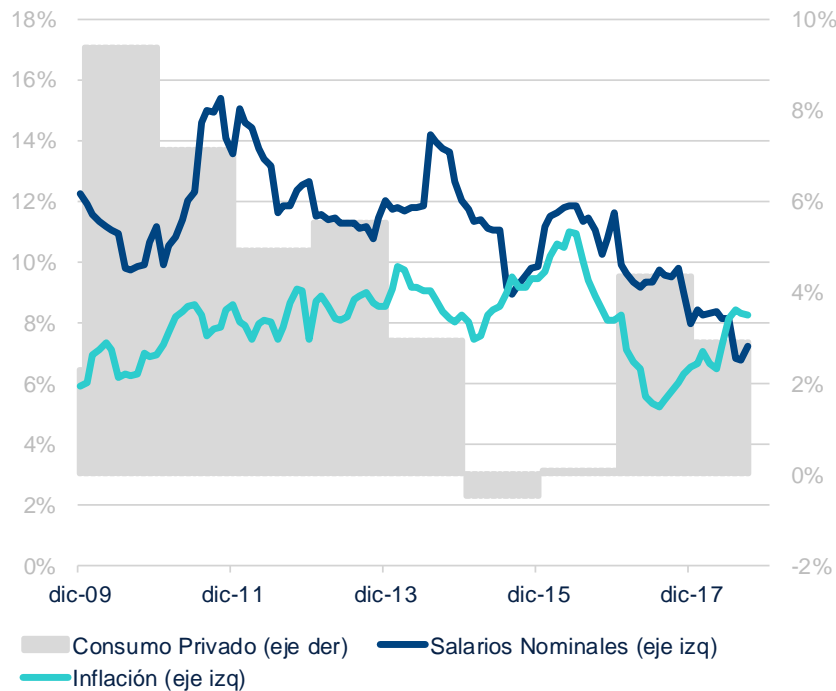


Fuente: BBVA Research y BCU

- Revisamos a la baja el crecimiento para 2018 y 2019 debido a una ralentización del crecimiento de la **demanda interna**, tanto consumo como inversión que de todas maneras tendrán una contribución positiva al crecimiento del PIB.
- La **demanda externa** tendrá un **aporte negativo** en 2018 y en 2019. Este año, por la baja en las exportaciones primarias debido a la sequía (que afectó principalmente a la soja) mientras que en 2019, el turismo receptivo será el que marque la diferencia.
- Una **política fiscal** levemente más **contractiva** y el **mantenimiento del sesgo astringente** en la **política monetaria** no dan espacio a una mayor expansión de la actividad teniendo en cuenta el impacto del entorno regional

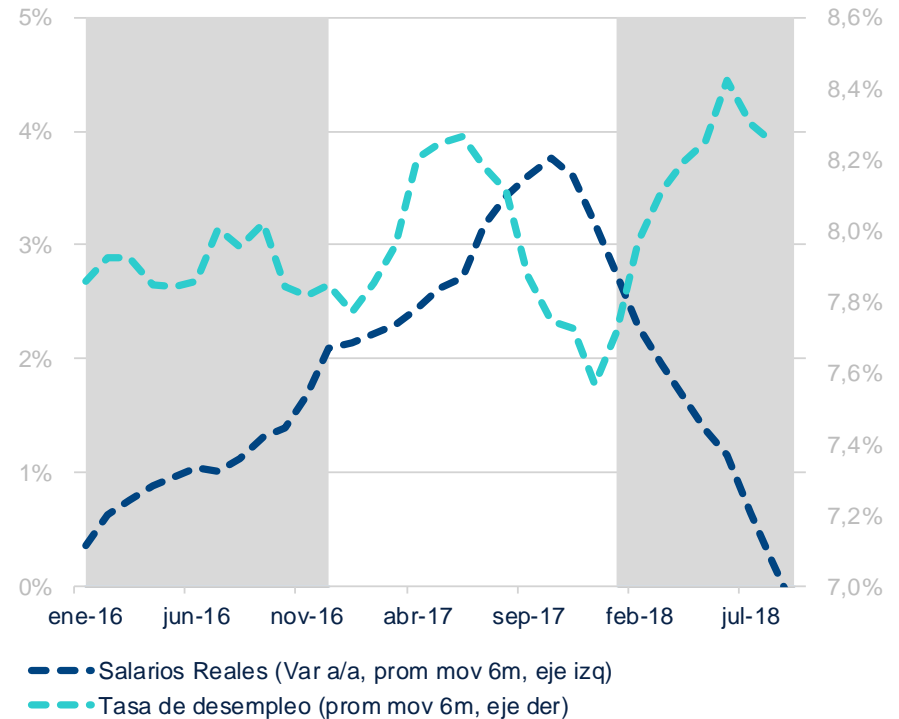
El consumo privado pierde dinamismo por la caída en los salarios reales y un mercado laboral estancado

Consumo Privado, Salarios e Inflación (Var % a/a)



Fuente: BBVA Research y BCU

Salarios reales y tasa de desempleo (Variac % a/a y Tasa %, promedios móviles 6 meses)



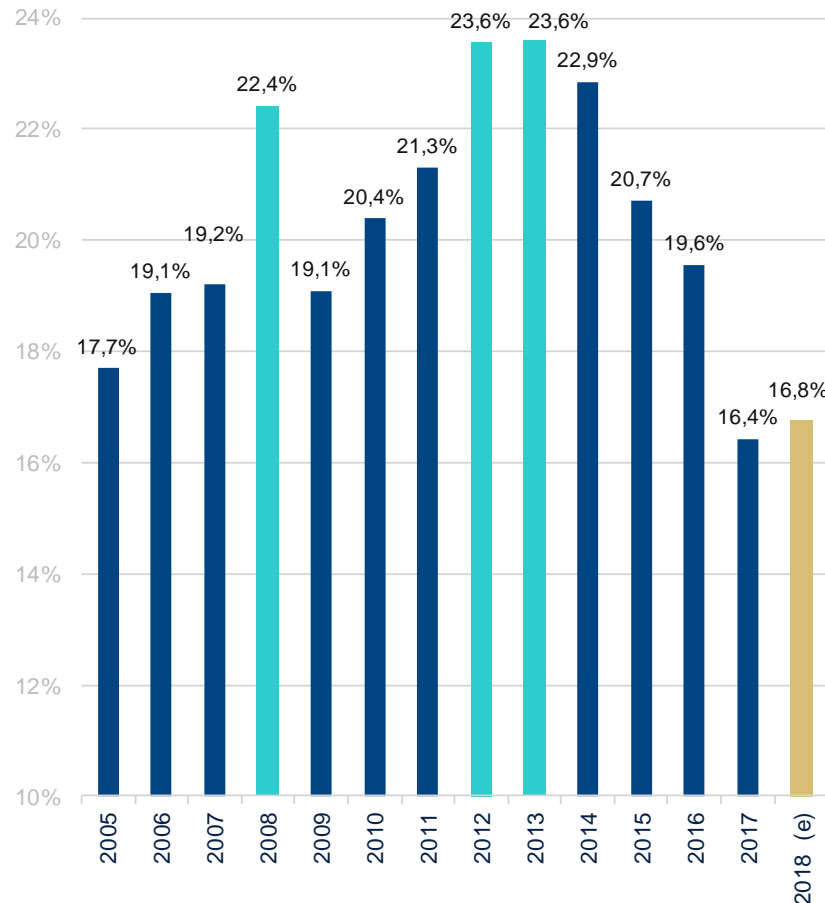
Fuente: BBVA Research y INE

En los últimos meses el salario real cayó debido a la aceleración de la inflación con esquema de salarios nominales decrecientes provocando un freno en el consumo privado. El índice de confianza registró por primera vez una observación en zona de “atendible pesimismo”, aunque luego tuvo una mejora.

Para 2019 no preveemos una mejora de los salarios reales con lo cual el consumo no mostrará una significativa expansión. Por otra parte tampoco se evidencia una mejora en el mercado laboral: la caída en los niveles de empleo, en parte impulsado por la caída en construcción están sosteniendo la **tasa de desempleo por encima del 8%** en lo que va del año

La inversión privada no repunta y también persisten interrogantes sobre su desarrollo a futuro

Evolución de los niveles de Inversión (Como % del PIB)



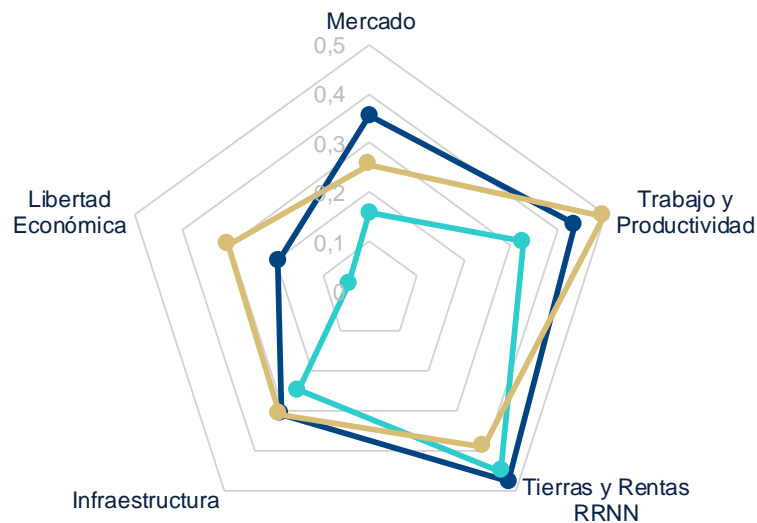
Fuente: BBVA Research y BCU

- Existen escasas chances de aumentos en la inversión pública (algo de infraestructura ya comprometida) ya que el gobierno esta obligado a consolidar sus cuentas y es precisamente la inversión, la que ha sido utilizada como la variable de ajuste
- En los años de localización de las pasteras, la inversión marca un fuerte aumento que impulsa tanto la actividad como el empleo; sin embargo este efecto se diluye al culminar las obras
- Para lograr un mayor crecimiento y más puestos de trabajo se requiere impulsar la inversión privada de manera sostenida

¿Por qué no repunta la inversión privada en Uruguay? ¿Cuáles son las condiciones que se requieren para potenciar la inversión?

Potencial de atracción de IED en Uruguay: principales variables consideradas

(Índices que van de 0= óptimo hasta 1= malo)



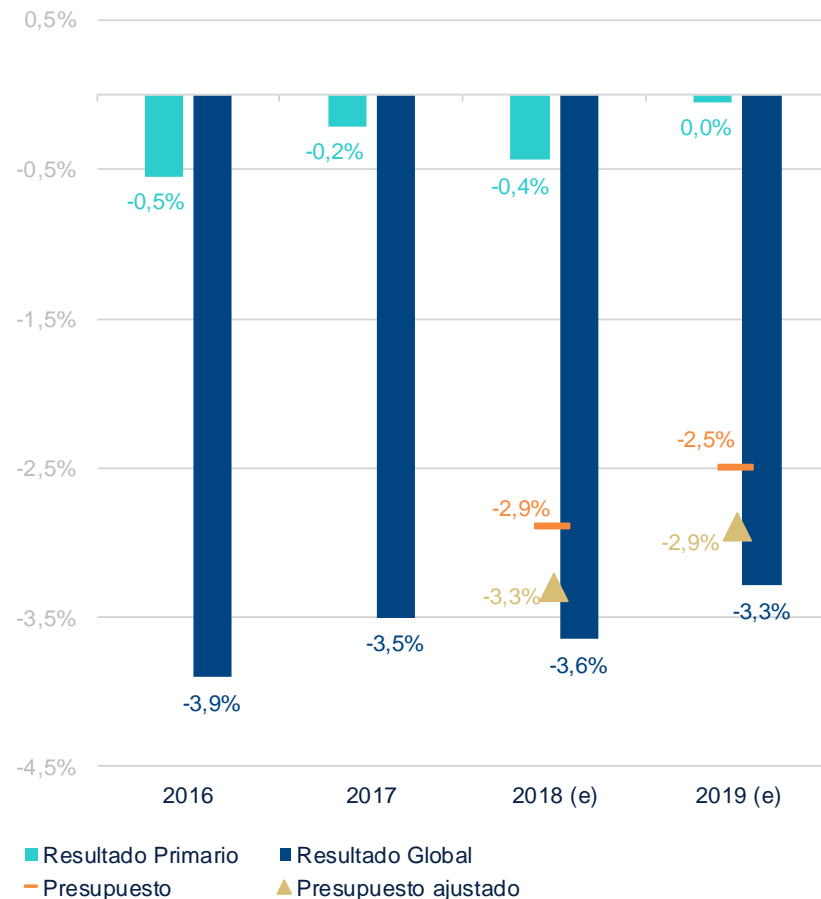
— Uruguay — Chile — Promedio Región

El ranking de potencial atracción de IED considera: PIB, PIB per cápita y tasa de crecimiento (atractivo de mercado); proporción de empleados en la industria manufacturera sobre el total de empleados y productividad por trabajador (calidad de la mano de obra); proporción de tierras cultivables y rentas de los recursos naturales (dotación de recursos naturales); e índice de desarrollo logístico (calidad de infraestructura).

- Dentro de las variables medidas para calcular el índice de potencial atracción de la Inversión Extranjera Directa (IED), Uruguay se destaca en su **calidad institucional** pero ésta resulta insuficiente frente a las desventajas que mantiene en las otras variables
- En Uruguay la demora de las inversiones puede deberse a que **persisten muchas dudas respecto de la flexibilidad laboral** pero también de la **mejora y financiamiento de la infraestructura** en un contexto donde el sector público no puede aumentar su gasto
- **Uruguay requiere volver a ratios de inversión del 20% del PIB**. Para ello, la financiación debe provenir necesariamente del sector privado buscando alternativas de financiamiento que no involucren al Estado

El gobierno revisó las metas fiscales y apunta a cerrar el año 2018 con un déficit de 3,3% del PIB y de 2,9% del PIB en 2019

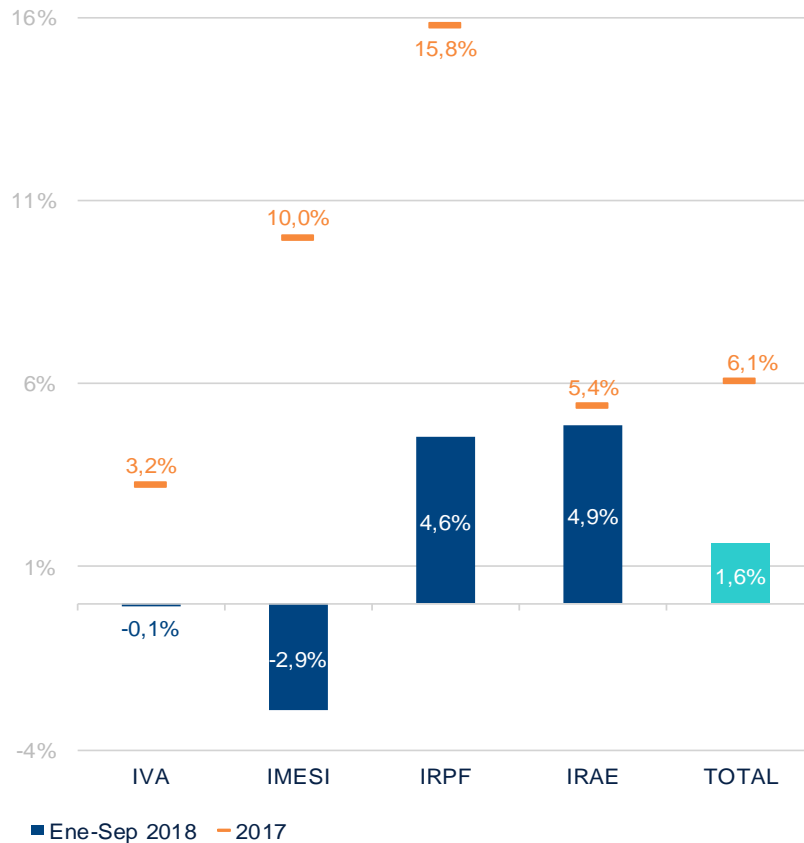
Metas oficiales y previsiones de BBVA Research (En % del PIB)



- En el año móvil a septiembre, el déficit global consolidado se ubicó 3,9% del PIB, sin cambios con relación a la cifra de agosto pero un aumento respecto al -3,5% logrado en 2017.
- Bajar el gasto requiere de reformas estructurales que consigan mejorar la eficiencia, especialmente en seguridad social aunque esto excedería a la actual administración. Por ello los ajustes hasta el momento se dieron por el lado de los ingresos, aunque estos no son suficientes.
- La política de pre-financiamiento del déficit permite al Tesoro cubrirse ante shocks inesperados pero también le genera costos que se acumulan en los intereses en particular en un escenario de suba de tasas.
- Por la intervención en el mercado cambiario y esterilización con letras de regulación monetaria el Banco Central es responsable de 1% del déficit (intereses)

El nuevo escenario de menor crecimiento y mayor inflación está repercutiendo negativamente sobre los ingresos del gobierno

Recaudación impositiva en términos reales (Var % a/a)



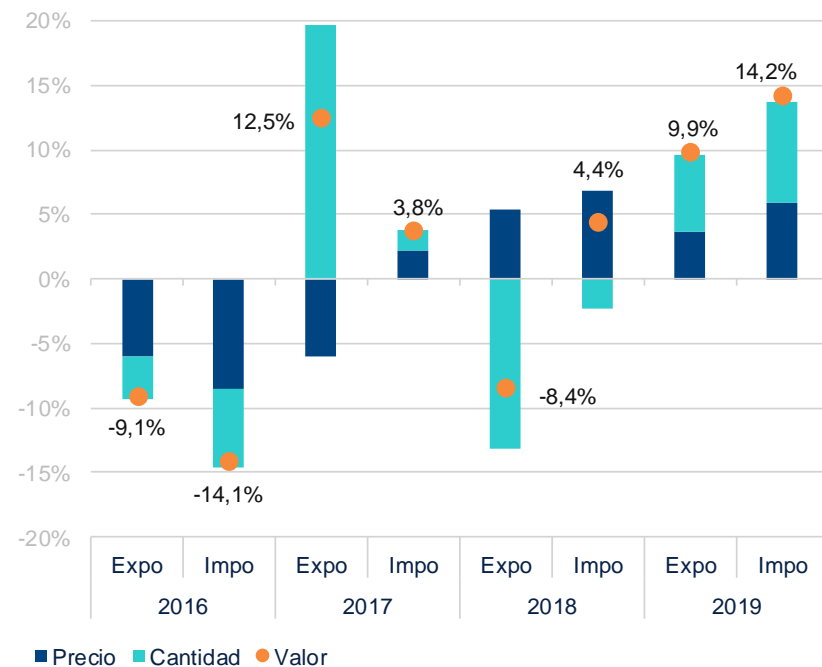
IVA = Impuesto al Valor Agregado; IMESI = Impuesto Específico Interno; IRPF= Impuesto a la Renta de Personas Físicas; IRAE = Impuesto a la Renta de Actividades Económicas

- Las modificaciones que tuvieron lugar sobre algunos impuestos en 2016 (IRAE) y 2017 (IRPF), fueron efectivas para incrementar la recaudación pero con el paso de los meses ese efecto se va diluyendo
- El nuevo contexto de **menor crecimiento y mayor inflación** está erosionando la recaudación, particularmente en aquellos tributos ligados al consumo privado
- La recaudación total en el acumulado del año crece 1,6% en términos reales frente al 6,1% que crecía en 2017, siempre en términos interanuales
- Esta situación hace que el **Gobierno no consiga acortar la brecha entre gastos e ingresos**, genere déficit primario y se requiera de deuda para cerrar dicha brecha

Gradual deterioro en el balance de bienes: En 2018 menos exportaciones, en 2019 más importaciones

Balanza Comercial: Precios, Cantidades y Valores

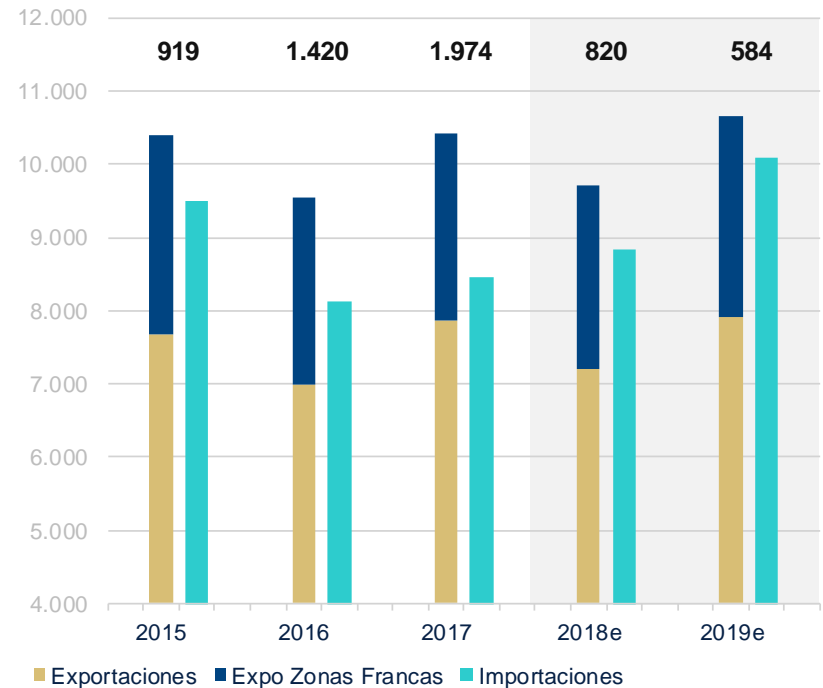
(Var % a/a)



Fuente: BBVA Research y BCU

Balanza comercial (incl. Zonas Francas)

(millones de dólares)



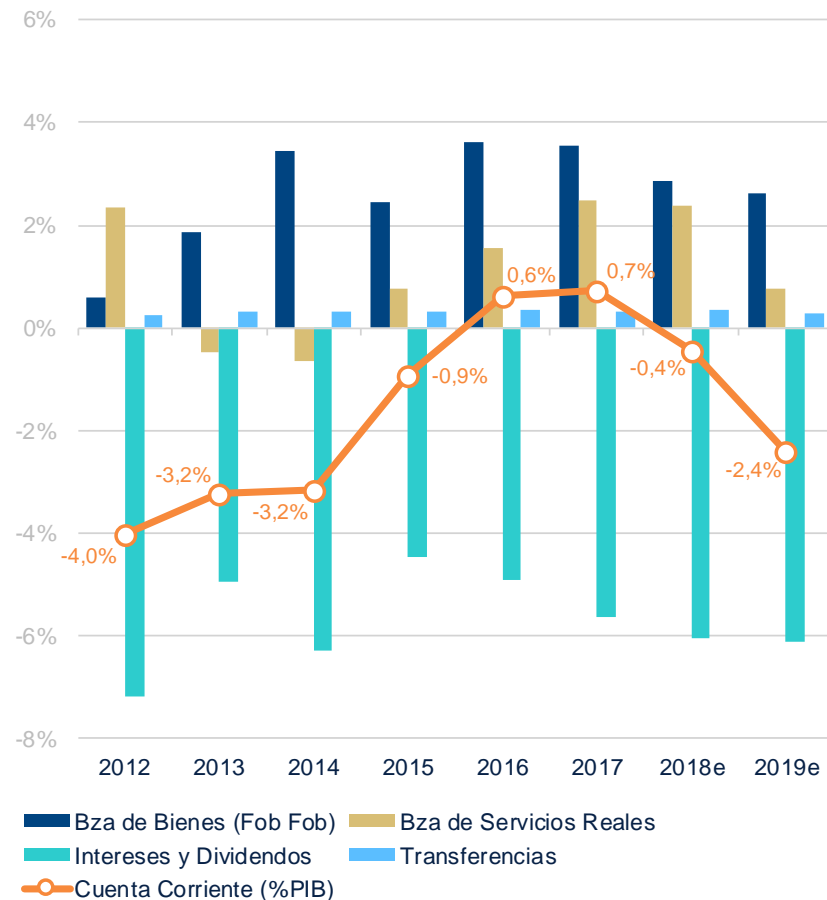
Fuente: BBVA Research, Uruguay XXI y BCU

Tras caer 8% en 2017, los **Términos de Intercambio (TI)** se recuperan parcialmente en 2018 (+3%). Sin embargo, la **significativa caída en las cantidades exportadas influenciadas por la sequía (soja, arroz)** determinarán un deterioro en el resultado comercial en 2018.

Para 2019 los TI retrocederán lo ganado en 2018 situación que junto con un mayor crecimiento de las cantidades importaciones volverán a erosionar el superávit comercial.

La cuenta corriente cerrará el año 2018 con un déficit de 0,4% del PIB y se profundizará hasta -2,4% del PIB en 2019

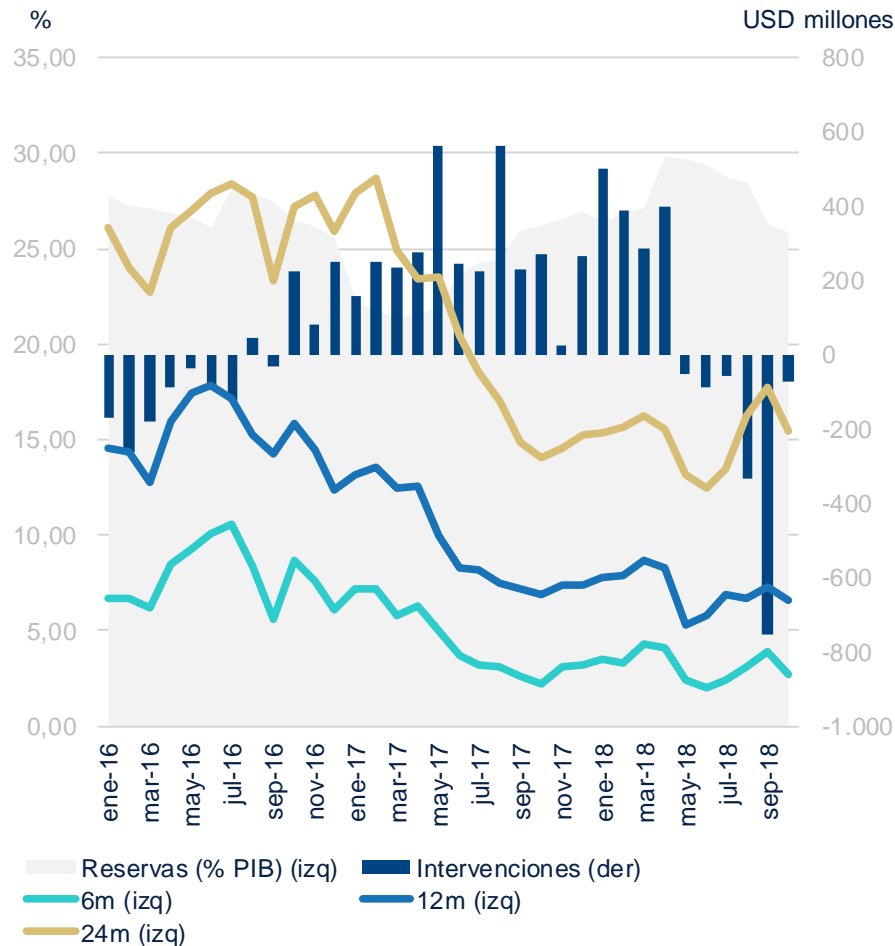
Cuenta Corriente y sus componentes (como %del PIB)



- El deterioro de la cuenta corriente durante 2018 se explica básicamente por la **reducción del superávit comercial** y el incremento en el saldo negativo del ingreso primario, en este caso por el **pago de intereses**
- La cuenta corriente seguirá **deteriorándose en 2019** aunque sin alcanzar los ratios registrados durante los años 2012 al 2014. La balanza comercial volverá a mostrar un nuevo deterioro pero lo que arrastrará a un mayor déficit el próximo año será la reducción de la balanza de servicios reales, ya **que la cuenta de Turismo verificará un significativo ajuste.**
- Los intereses crecerían marginalmente también en 2019.

El peso uruguayo como el promedio de los emergentes y sin contagio del peso argentino

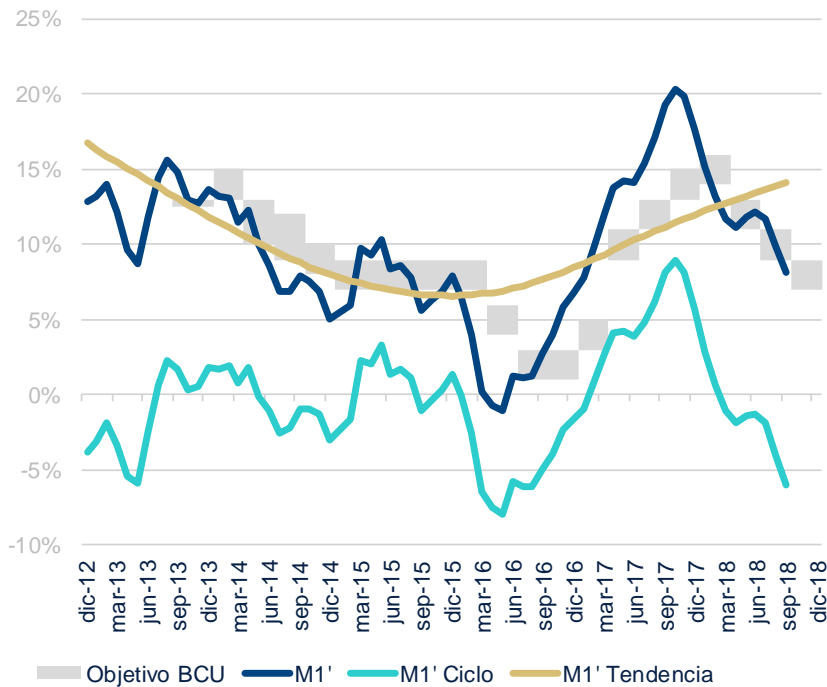
Intervención BCU y devaluación esperada (Millones de USD y \$/USD)



- El peso uruguayo acompañó al promedio de la región pero estuvo mayormente aislado del efecto del peso argentino y la lira turca.
- Mediante intervenciones y recompra de Letras con el mecanismo de integraciones en dólares el BCU actúa para contener volatilidad y evitar que el peso quede desalineado de los fundamentos macro.
- Sin embargo, la devaluación esperada aumentó de manera considerable en el segundo trimestre.
- Elevamos nuestra estimación de tipo de cambio a 33,3 pesos uruguayos por dólar para fin de 2018 y 35,5 para dic-19

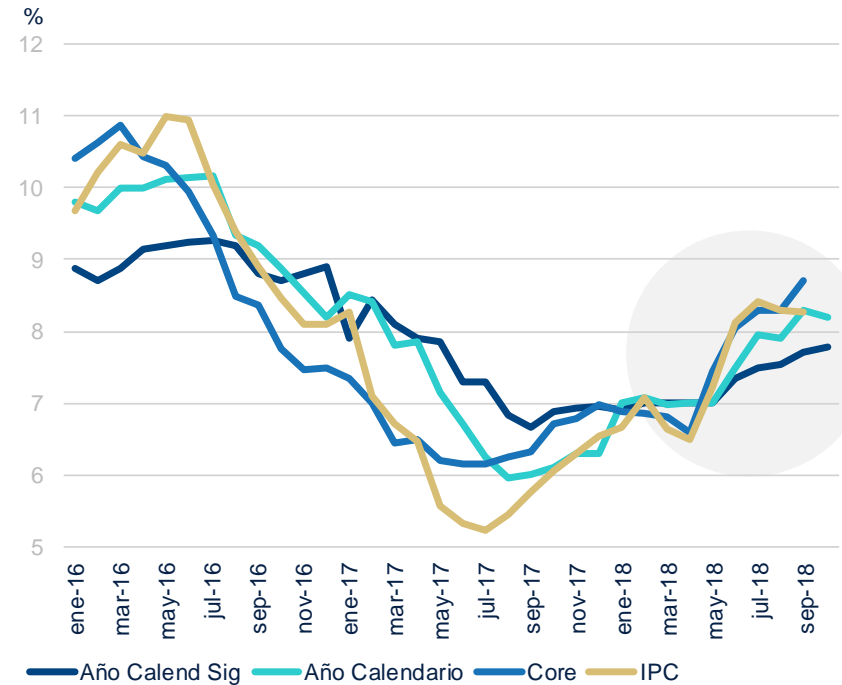
La política monetaria y el esquema de salarios nominales no son suficientes para anclar las expectativas de inflación

Política monetaria, evolución agregado M1' (Var%)



Fuente: BBVA Research y BCU

IPC, inflación núcleo y expectativas (En %)



Fuente: BBVA Research y BCU

A pesar que el BCU cumple con sus objetivos monetarios y que los acuerdos salariales se mantienen dentro de los lineamientos del Gobierno, la depreciación del peso uruguayo desancó las expectativas de inflación.

La inflación subyacente aceleró desde mayo por traspaso de la devaluación. Las expectativas de inflación 2018 y para 2019 se estabilizaron en un nivel 1pp. superior a la del 1S18. Elevamos nuestra previsión de inflación a 8,0% para 2018 y 7,7% para 2019

Tablas

Uruguay

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PBI (% a/a)	1,7	2,7	2,0	1,3
Inflación (% a/a, fdp)	8,1	6,6	8,0	7,7
Inflación (% a/a, promedio)	9,6	6,2	7,6	7,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	28,8	28,9	33,3	35,5
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	30,1	28,6	30,8	34,5
Tasas de interés activa (% , promedio)	22,3	21,2	21,8	22,2
Consumo Privado (% a/a)	0,1	4,4	2,9	2,3
Consumo Público (% a/a)	2,9	-1,3	1,5	1,5
Inversión (% a/a)	-3,9	-13,8	4,0	1,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,8	-3,5	-3,6	-3,3
Cuenta Corriente (% PIB)	0,6	0,7	-0,4	-2,4