



ECONOMÍA & FINANZAS

---

# NEWSLETTER

## ENERO

💰 COYUNTURA ECONÓMICA: ARGENTINA Y URUGUAY



EDITORIAL

# DESAFÍOS ECONÓMICOS EN URUGUAY: REFLEXIONES ANTE LA SITUACIÓN EN ARGENTINA\*

La economía uruguaya continuó atravesando por una situación de estancamiento durante 2023. Pese a que el Producto Bruto Interno creció 1% en el tercer trimestre respecto al primero, la actividad de los primeros nueve meses del año se situó un 0,4% por debajo de la del mismo lapso de 2022. El factor más importante detrás de este enfriamiento de la economía uruguaya es la situación macroeconómica argentina. El vecino país atravesó el año electoral con un pronunciado incremento del desequilibrio en las cuentas públicas, una aceleración de la inflación, una contracción de actividad (pese al crecimiento en el consumo) y una aguda crisis de pagos externos. Esta última se manifestó en una posición negativa en materia de reservas internacionales netas y, consecuentemente, en escasez de dólares; esto llevó a un pronunciado encarecimiento relativo de la divisa norteamericana vis a vis el peso argentino, no reflejado en el tipo de cambio oficial sino en las distintas cotizaciones paralelas. Como el precio relevante para el flujo de servicios entre Uruguay y Argentina es el dólar paralelo en Argentina, la situación provocó un agudo desplazamiento de la demanda interna uruguaya hacia ese país.

No es la primera vez que Uruguay experimenta este tipo de perturbaciones provenientes de Argentina, y siempre han sido dolorosas de este lado del Río de la Plata. La de la crisis de 1982 es especialmente recordada por su intensidad, ya que condujo a una caída de la actividad del 9,4% en 1982 y del 15,6% entre 1982 y 1984, antes que la economía comenzara a recuperarse. Esto, a su vez, provocó una fuerte reducción de los ingresos públicos y a un desequilibrio fiscal que, eventualmente, desencadenó la crisis de la deuda pública de los ochenta. Como la apreciación relativa del peso uruguayo frente al argentino es similar en la actualidad a la que se vivió a comienzos de los ochenta, es relevante comparar el comportamiento de la economía uruguaya en ambas ocasiones. Para abreviar la exposición, la comparación la haremos con una sola variable: la recaudación de la DGI. El impacto sobre la economía uruguaya en la coyuntura actual, si bien es negativo, es mucho más moderado que el sufrido a comienzos de los ochenta.

\*Por Ec. Julio de Brun

En efecto, si bien a partir de agosto de 2022 se observa una caída persistente en los ingresos del sector público (que se estaría frenando a fines de 2023), esta fue mucho menos pronunciada que la sufrida en 1982. Esto indica que la economía uruguaya estaría resistiendo mucho mejor que hace 40 años el shock cambiario argentino. La cuestión es por cuánto tiempo más va a tener ese lastre sobre su funcionamiento.

El nuevo gobierno argentino asumió con un compromiso de realizar profundas reformas en la economía. Pero más allá de lo declarativo, la cuestión es cómo enfrenta las urgencias más inmediatas. Uno es el problema de stock, es decir, la insuficiencia patrimonial del Estado, reflejada en una situación de reservas internacionales negativas. Por el momento, está intentando renovar deuda de mercado (especialmente la del Banco Central, que está siendo sustituida por deuda del gobierno), refinanciar a los acreedores por importaciones de Argentina a través de la creación de un bono de deuda pública (el BOPREAL) y la negociación con los organismos multilaterales y el gobierno chino. Al mismo tiempo, el Banco Central (BCRA) ha utilizado la devaluación del tipo de cambio oficial para comprar dólares en el mercado, reduciendo el déficit de reservas.

Por otro lado, está el problema de flujo, es decir, el desequilibrio fiscal que, sin acceso a financiamiento, se venía financiando con emisión. Lo que por el momento ha hecho el nuevo gobierno argentino es tratar de mejorar el resultado fiscal vía licuación del gasto por la mayor inflación. Esto no es sostenible indefinidamente, pero debería dar tiempo para la implementación de otras reformas estructurales.

El camino elegido por el gobierno argentino exige tino, paciencia y suerte. Si se combinan las tres cosas, podría percibirse una mejora en el segundo semestre de 2024, que también beneficiaría a la economía uruguaya, en la medida que se reduzca la escasez de divisas. Por ello, la situación fiscal y el nivel de reservas siguen siendo los principales monitores de la economía argentina, más allá de la importancia que a largo plazo tengan otras reformas estructurales.



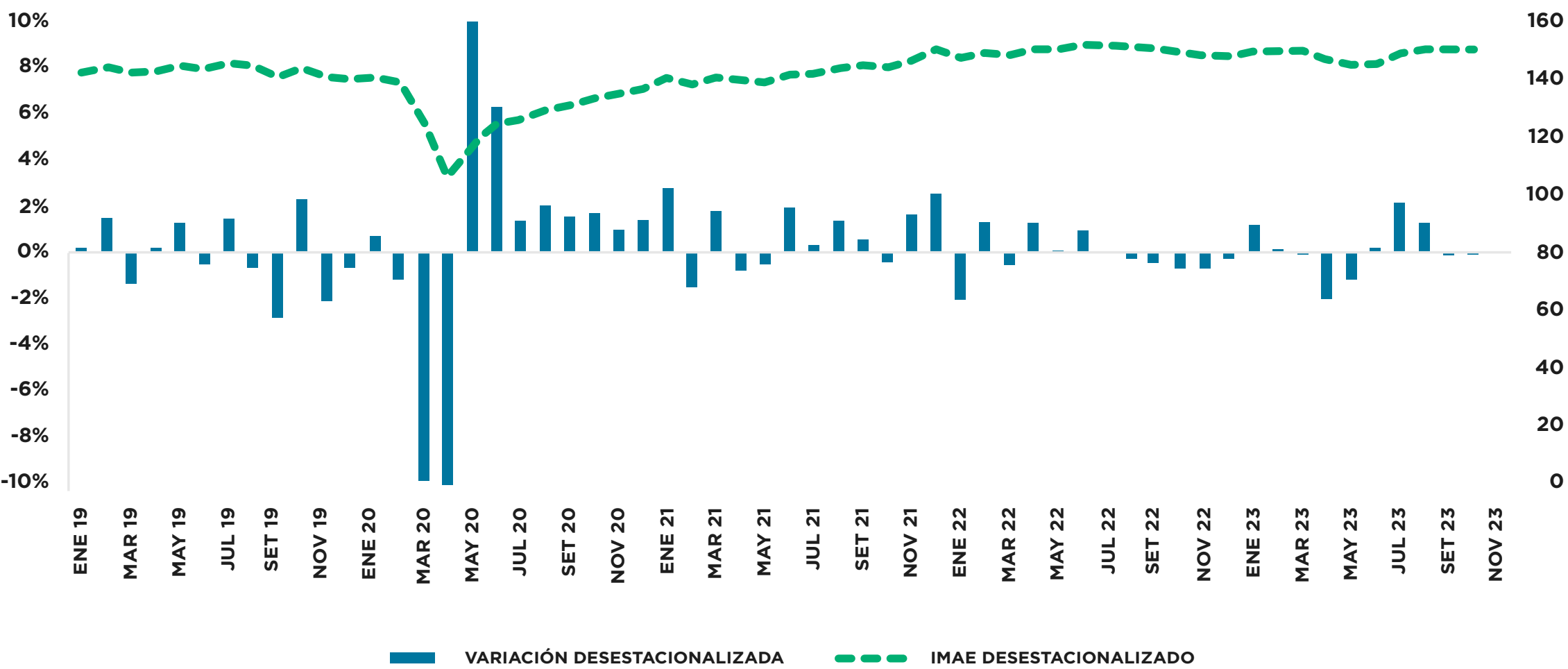
MONITOR DE INDICADORES



# COYUNTURA ECONÓMICA: ARGENTINA

**INDICADOR:** VARIACIÓN ANUAL DEL PIB Y EVOLUCIÓN DE ACTIVIDAD ECONÓMICA MENSUAL DESESTACIONALIZADA

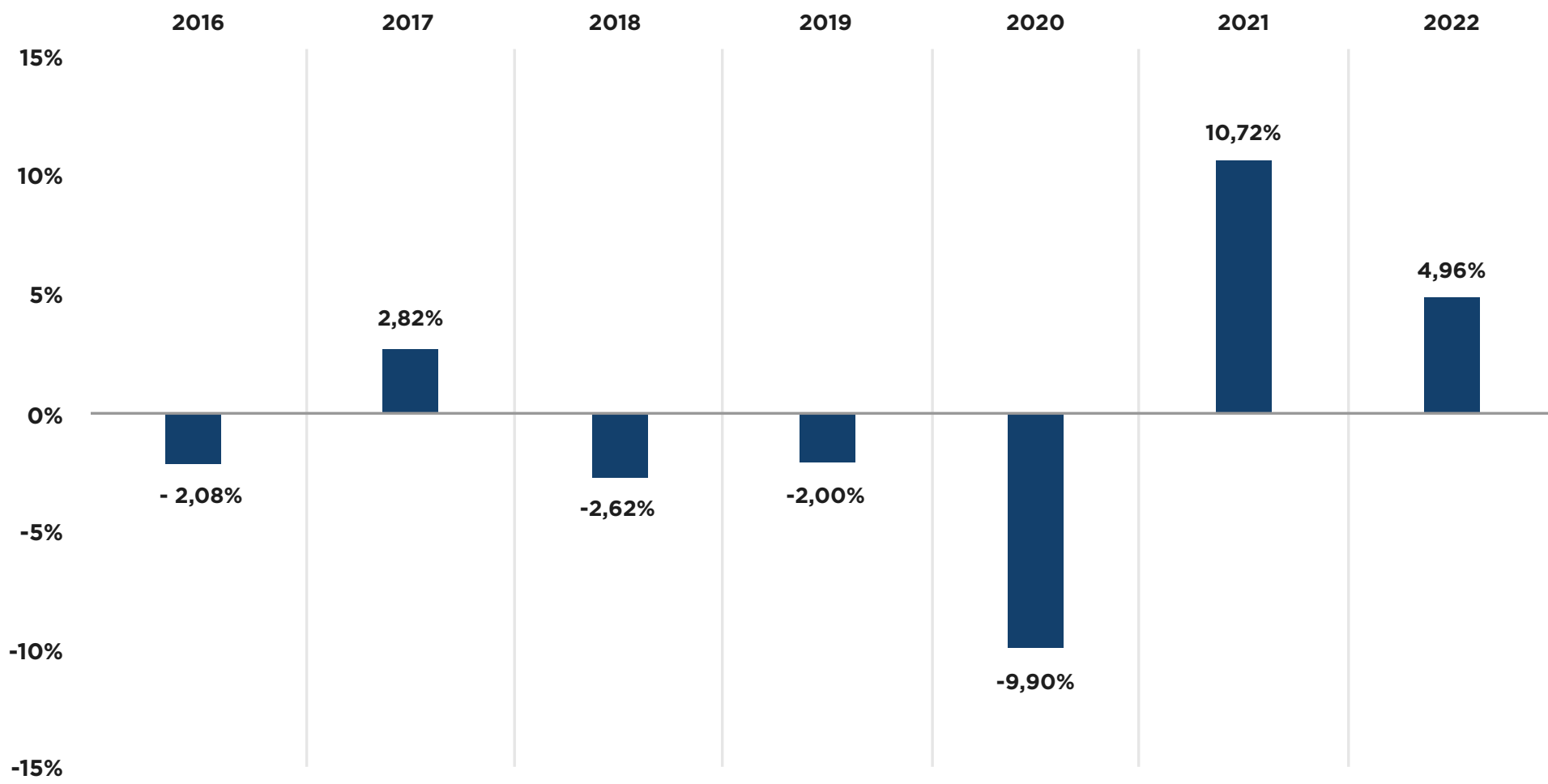
EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MENSUAL DESESTACIONALIZADA



FUENTE: INDEC

- En Octubre 2023 el EMAE desestacionalizado disminuyó 0,1% y el indicador tendencia-ciclo se incrementó 0,3%, ambos respecto al mes anterior. En Octubre de 2022, el indicador desestacionalizado había disminuido en 0,7%
- Las medidas anunciadas por el nuevo gobierno se espera que generen un impacto negativo en la actividad económica, al menos en los primeros meses.

VARIACIÓN ANUAL DEL PIB



- El PIB de Argentina creció en torno al 5% interanual en 2022, la mitad que en el 2021, cuando la cifra alcanzó el 10,7%
- Los datos del tercer trimestre de 2023 indican un descenso del 0,8% del PIB en comparación con el mismo periodo del año anterior. Las proyecciones hacia 2024 del FMI ofrecen un panorama mas alentador, con un crecimiento del 2,7%

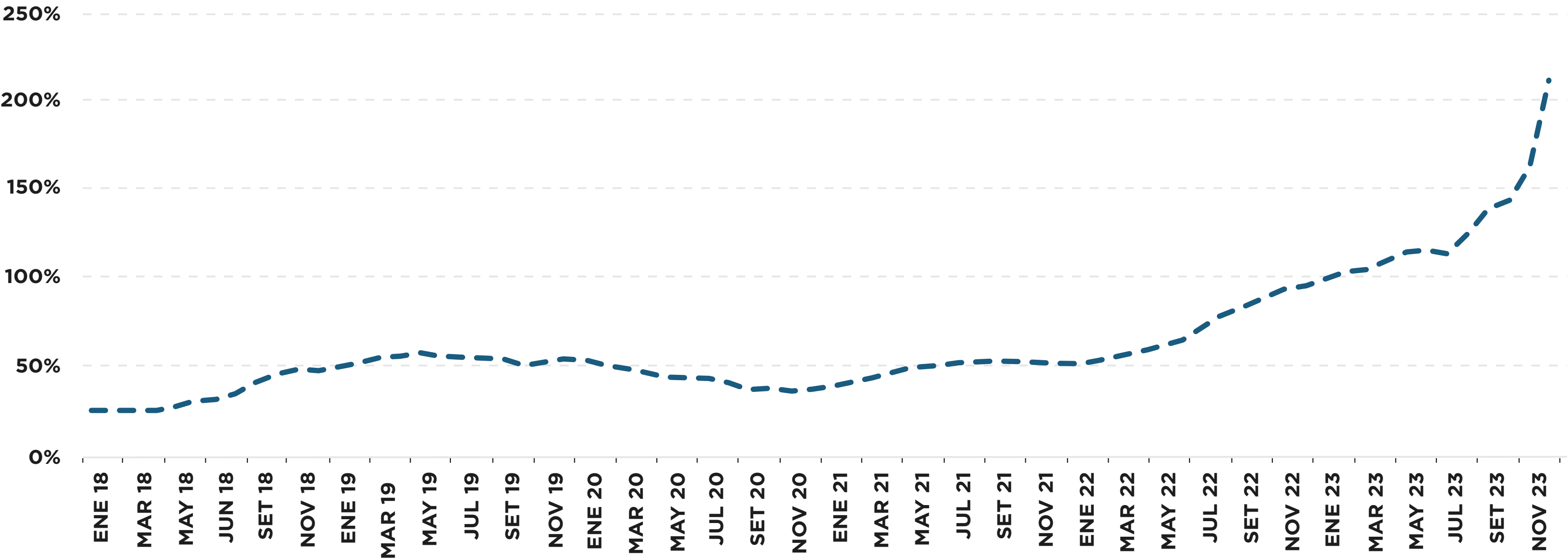


MONITOR DE INDICADORES



# COYUNTURA ECONÓMICA: ARGENTINA

## INDICADOR: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN



La variación anual de diciembre en 2023 alcanza el 211,41%, marcando los niveles más elevados de los últimos 5 años.

La inflación proyectada para el año 2024, según el Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA, se sitúa en 243,4%.

FUENTE: INDEC



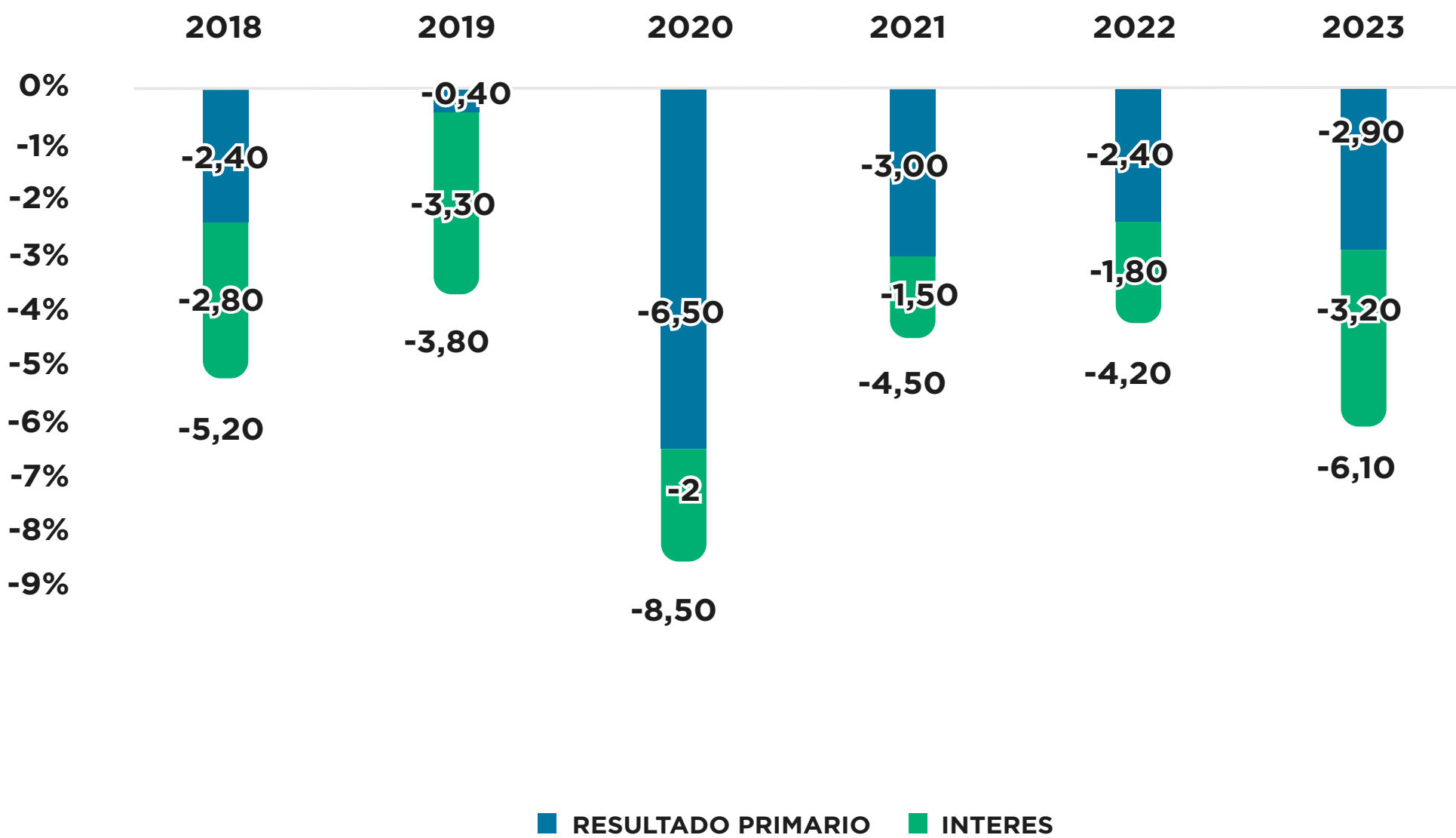




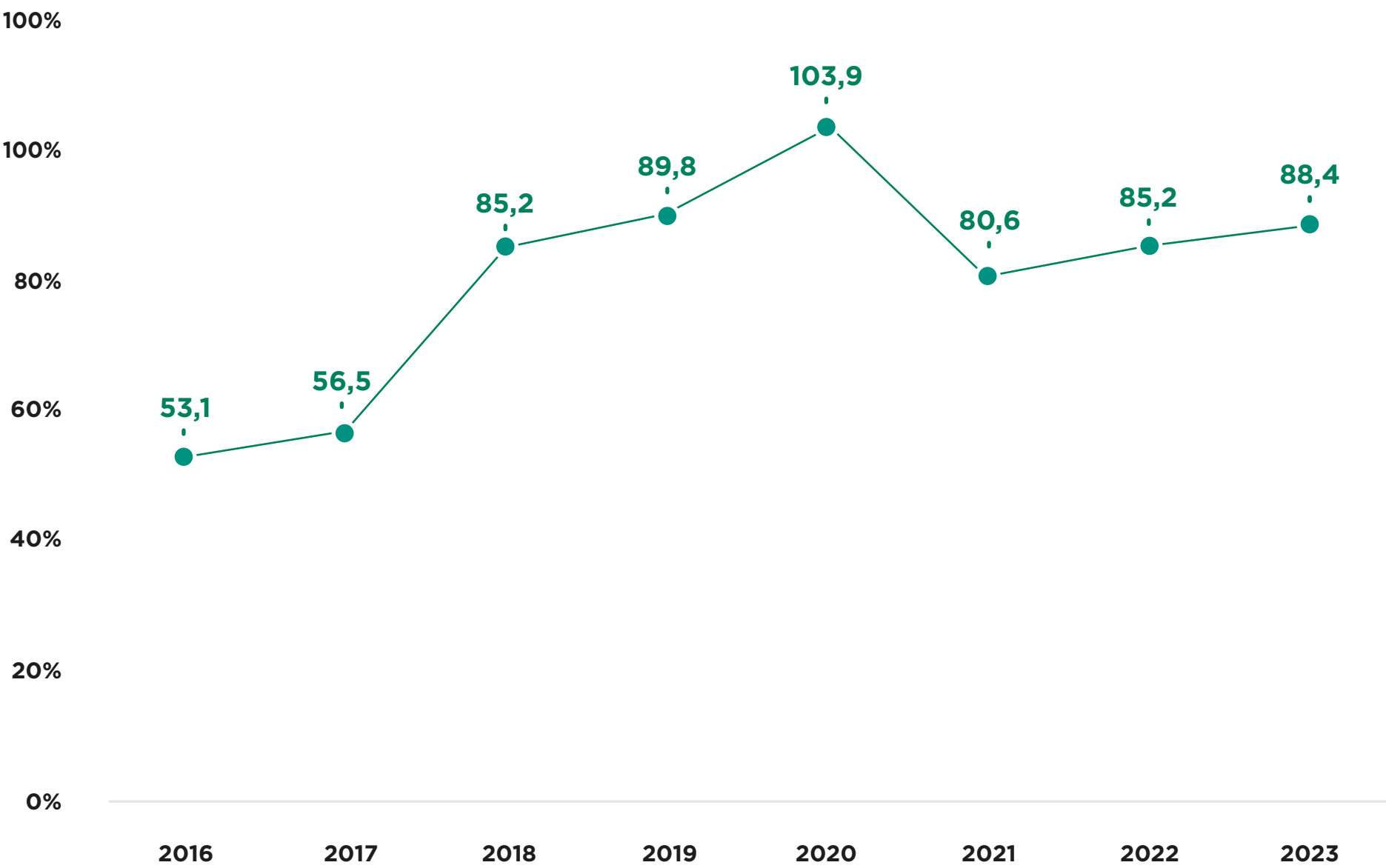
# COYUNTURA ECONÓMICA: ARGENTINA

## INDICADOR: RESULTADO FISCAL Y EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DEUDA PÚBLICA BRUTA COMO PORCENTAJE DEL PIB

RESULTADO FISCAL



DEUDA PÚBLICA COMO % DEL PIB



FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA

- En el 2023, el déficit fiscal primario en Argentina ascendió a 2,9% del PIB mientras que los intereses de la deuda pública determinaron un déficit financiero del 6,1% del PIB. A pesar de los esfuerzos del equipo económico desde el inicio del nuevo gobierno por implementar un ajuste fiscal, el resultado estuvo casi 1 punto porcentual por encima de lo proyectado (5,2%.)
- Hacia 2024 el FMI proyecta un déficit fiscal del 4,0%. El organismo estima que a la Argentina le costaría seis años volver a tener superávit fiscal

- En 2023 la deuda como porcentaje del PIB alcanzó el 88,4% (403.836 millones de dólares). Este valor fue 3,2 puntos porcentuales mayores al registrado en 2022 (396.555 millones de dólares)
- El gráfico permite observar que en 2020 el stock de deuda de la administración pública representó el 103,4% del Producto Bruto Interno. Al finalizar el 2019 este porcentaje era del 89,8%.

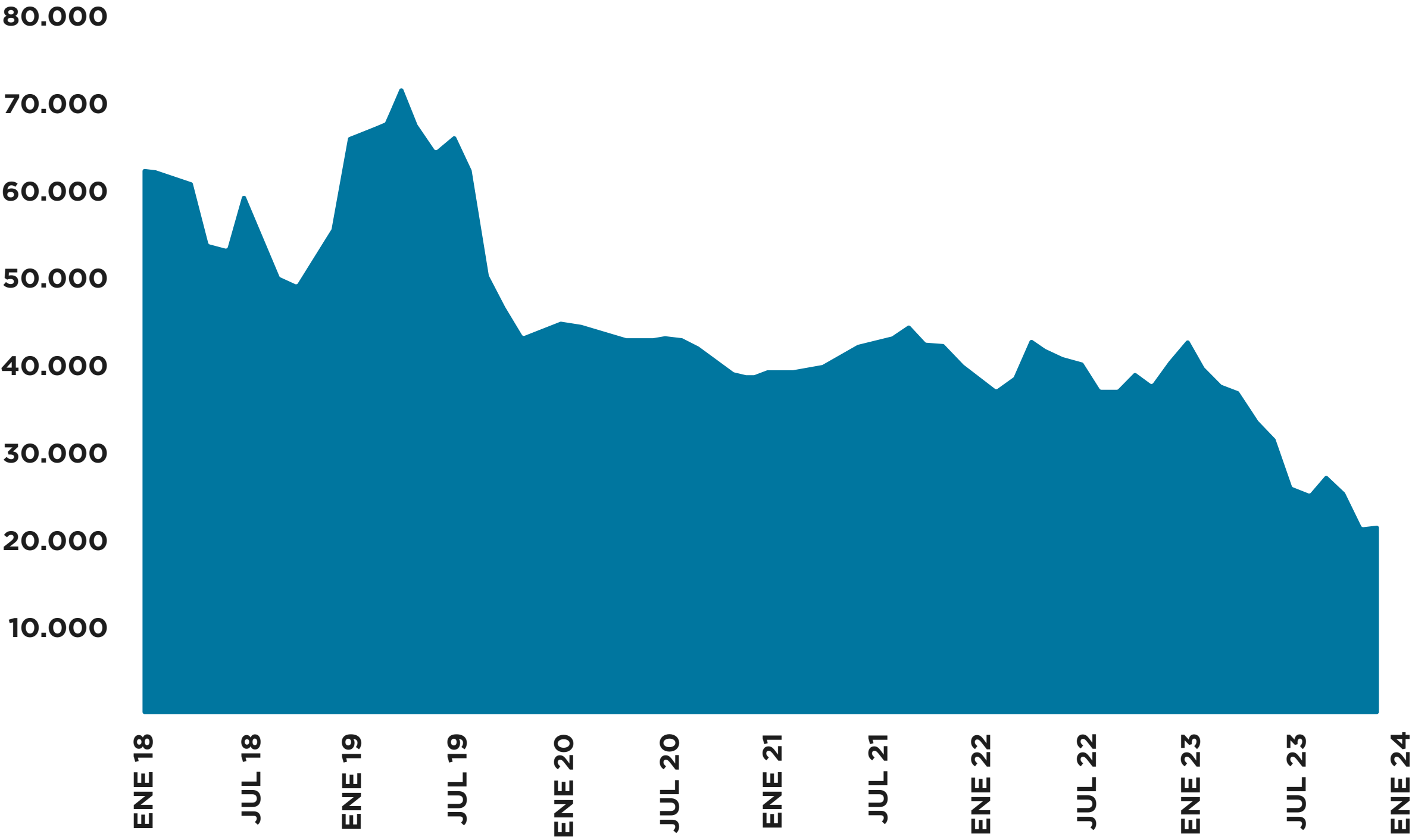






# COYUNTURA ECONÓMICA: ARGENTINA

INDICADOR: STOCK DE RESERVAS BRUTAS (MILLONES DE U\$S)



- Durante el transcurso del año 2023, se ha observado una disminución significativa en las reservas brutas, experimentando un marcado descenso cercano al 50%.
- Al concluir el año, el nivel de reservas se situó en 21.612 millones de dolares, evidenciando un notorio impacto en comparación con periodos anteriores. Este deterioro también se reflejan en las reservas netas del país, donde los guarismos actuales se encuentra en valores negativos.

FUENTE: BCRA



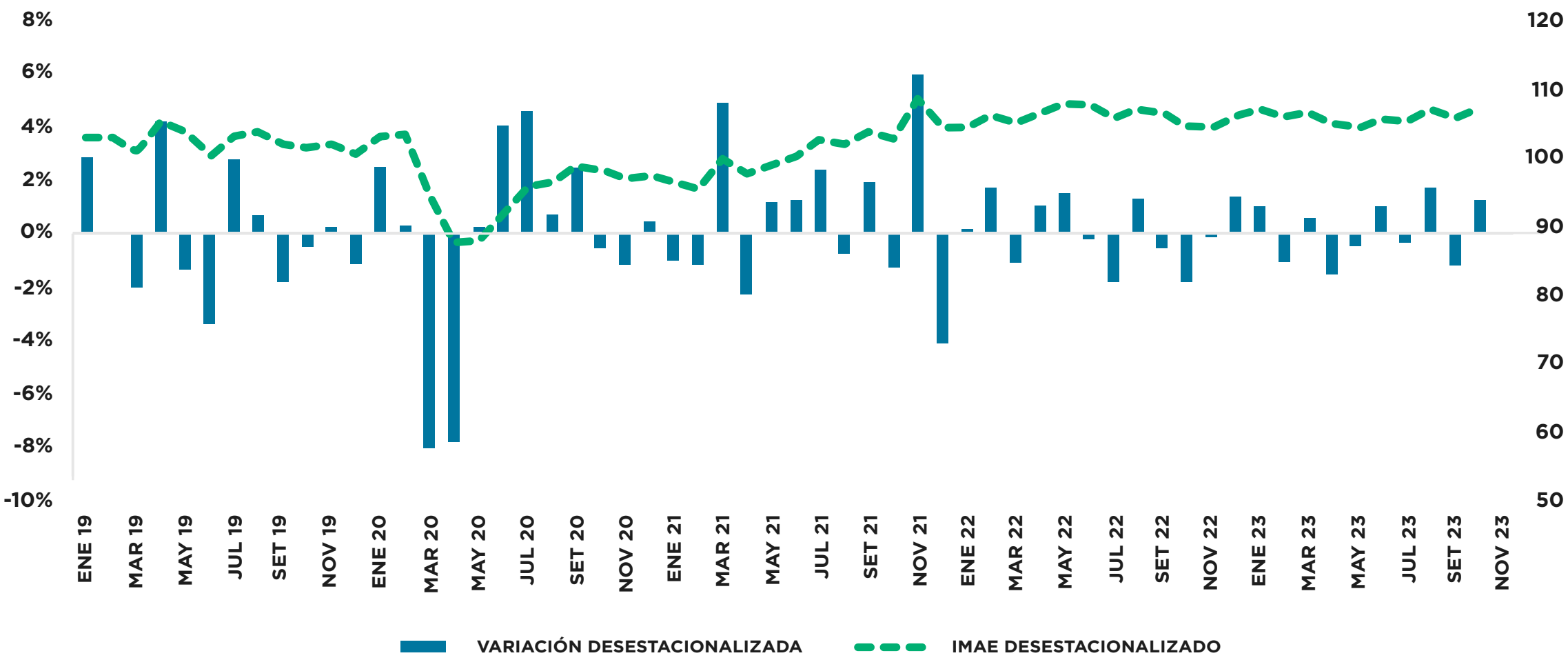
MONITOR DE INDICADORES



# COYUNTURA ECONÓMICA: URUGUAY

## INDICADOR: VARIACIÓN ANUAL DEL PIB Y EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MENSUAL DESESTACIONALIZADA

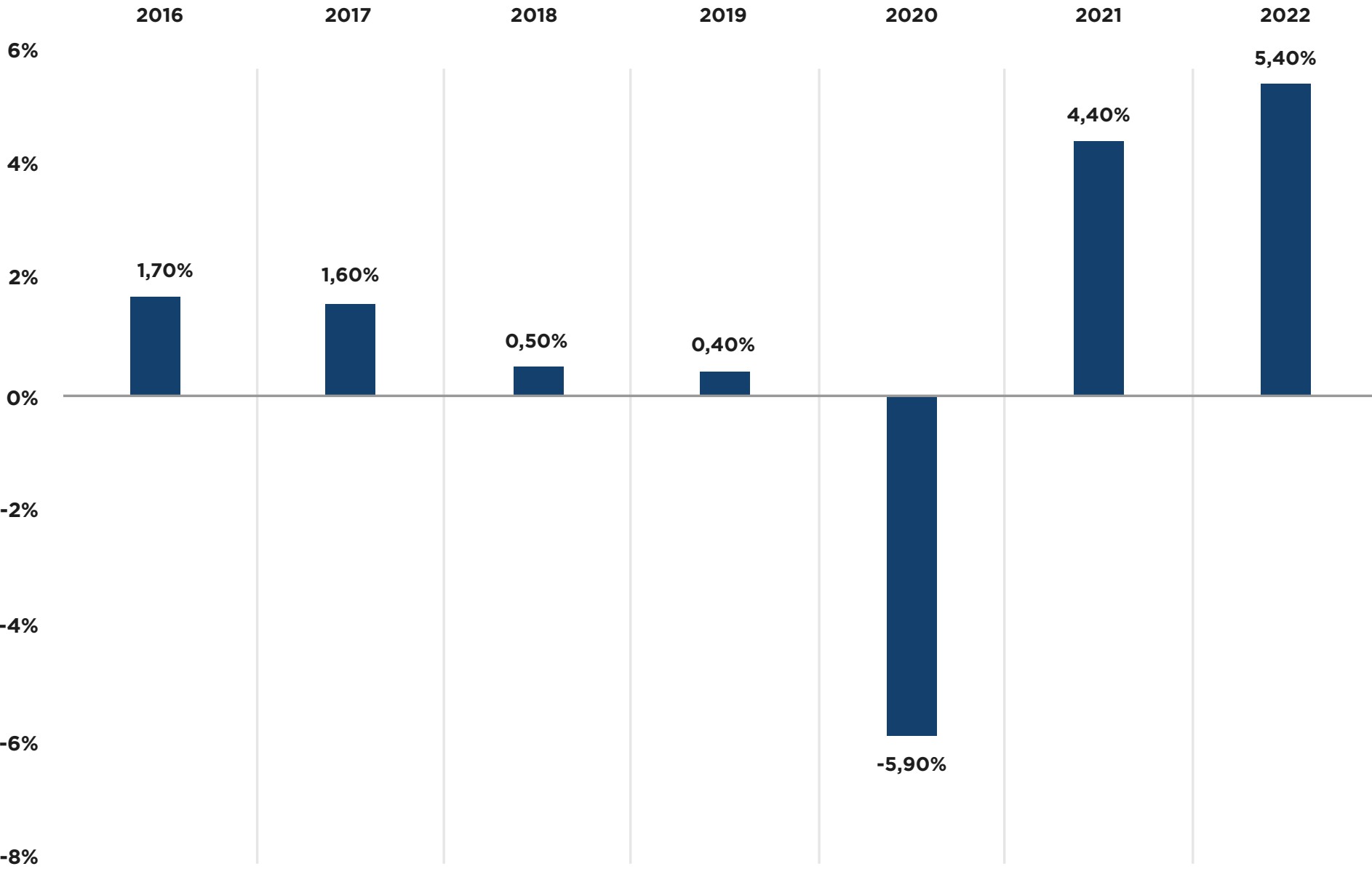
EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MENSUAL DESESTACIONALIZADA



FUENTE: BCU

- En Octubre 2023 el IMAE presentó un aumento de 1.3% en términos desestacionalizados y un aumento de 0.2% en tendencia ciclo respecto a Setiembre 2023.
- Los valores observados del IMAE y otros indicadores complementarios dan muestra que el PIB de Uruguay reflejaría una recuperación para la segunda mitad del año.

VARIACIÓN ANUAL DEL PIB



- Los datos del PIB de Uruguay han permitido recuperar la actividad económica pre pandemia. Sin embargo, el promedio en los últimos años (1-1,5%) se encuentra debajo del crecimiento potencial de la economía.
- El resultado final de 2023 reflejaría un magro crecimiento derivado de la fuerte sequía experimentada y el desvío de consumo hacia Argentina, que espera revertirse en el presente y próximo año.

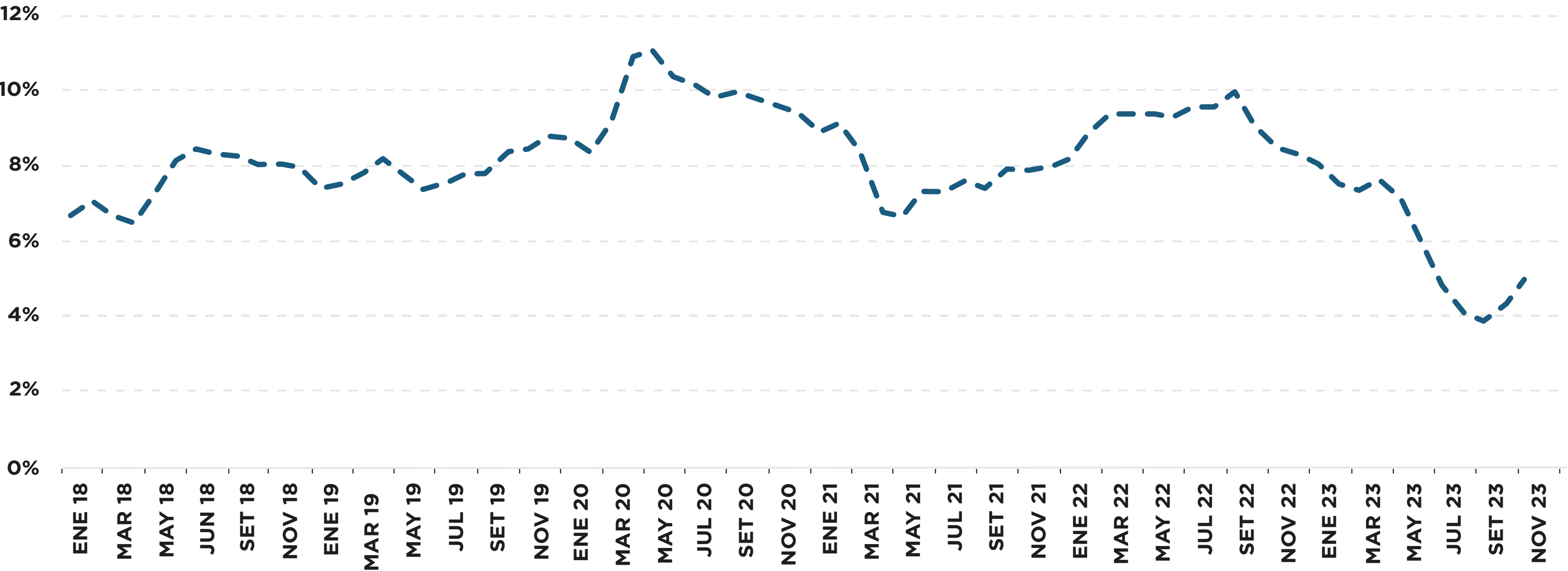


MONITOR DE INDICADORES



# COYUNTURA ECONÓMICA: URUGUAY

## INDICADOR: EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN



FUENTE: INE

- En los últimos meses la variación anual del IPC en Uruguay se situó en torno al 4-5%, encontrándose dentro del rango objetivo establecido, que oscila entre el 3% y el 6% anual. Sin embargo, estos guarismos son atípicos para la inflación observada en el último período.
- A pesar de la reducción reciente, las expectativas indican que la inflación se situará sobre el techo del rango meta en el horizonte de política monetaria (24 meses).





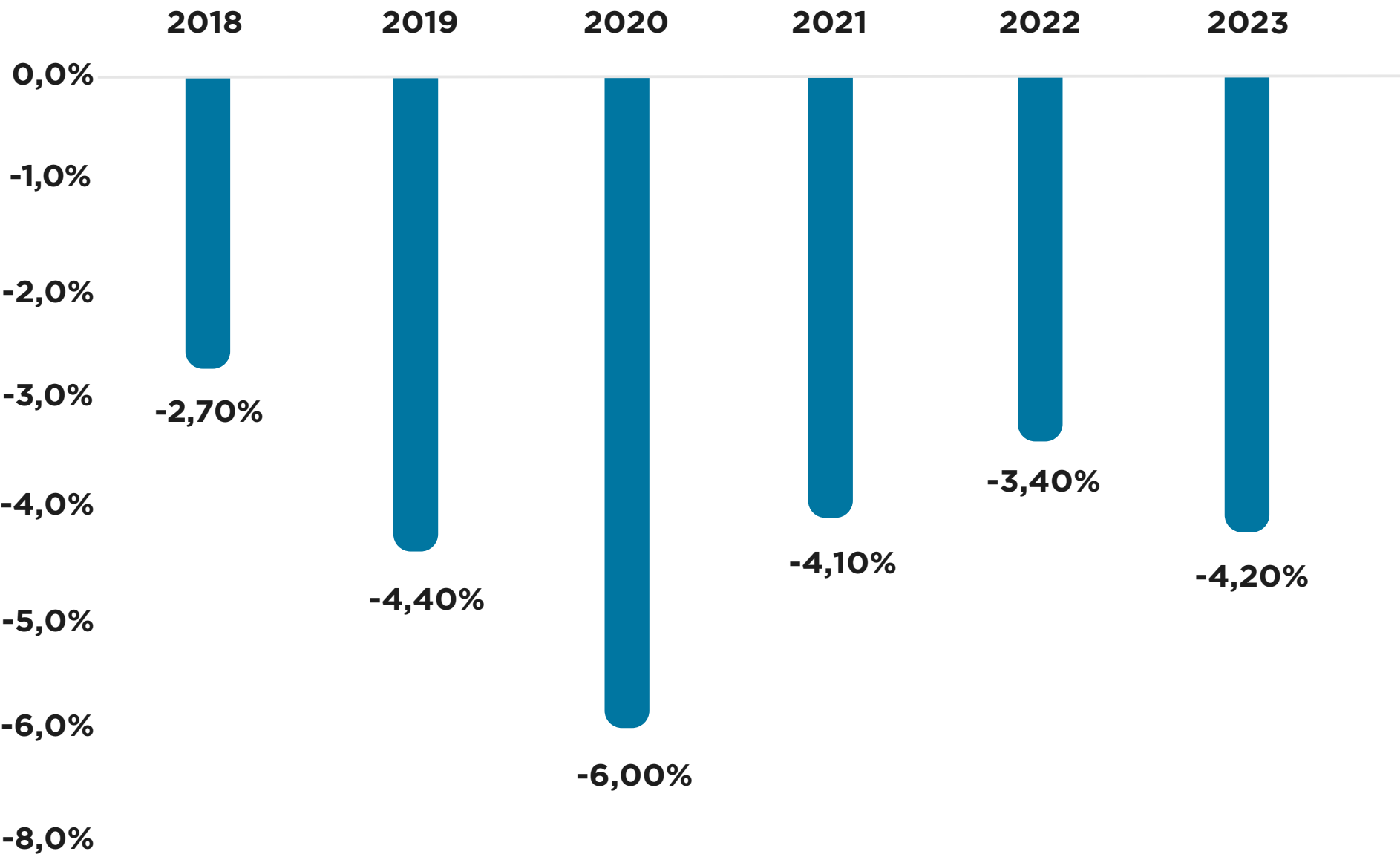
MONITOR DE INDICADORES



# COYUNTURA ECONÓMICA: URUGUAY

## INDICADOR: RESULTADO FISCAL Y EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DEUDA PÚBLICA BRUTA COMO PORCENTAJE DEL PIB

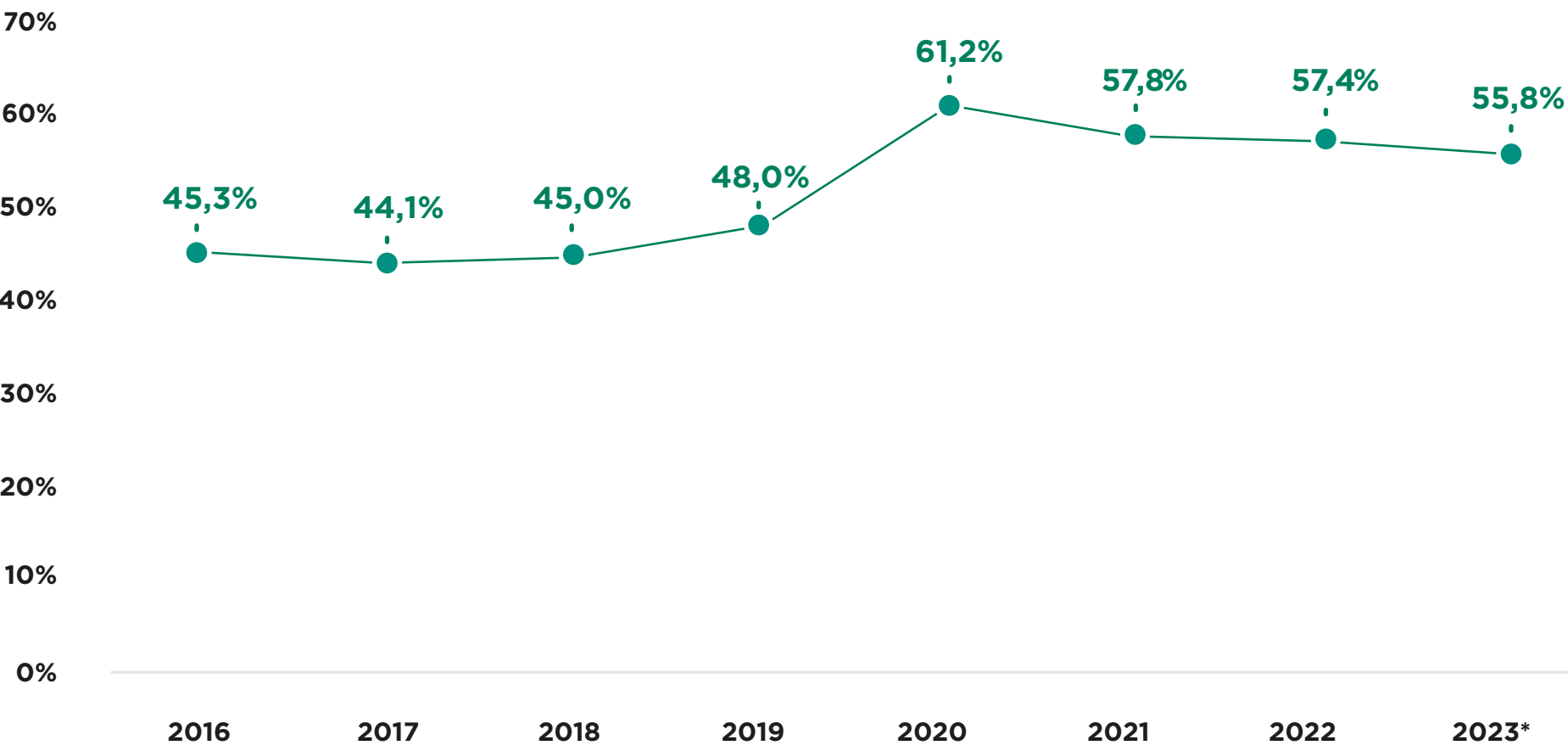
RESULTADO FISCAL



FUENTE: MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

- En déficit fiscal, sin contar los ingresos al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS), alcanzó el 4,2% del PIB en los 12 meses cerrados a noviembre, 1 punto porcentual por encima de las últimas proyecciones del Ministerio de Economía y Finanzas hacia el cierre del año.
- En el periodo en consideración, se observa un deterioro en 2020 derivado de los gastos dirigidos a atender la emergencia sanitaria y el aumento en las ayudas sociales y económicas.

DEUDA PÚBLICA COMO % DEL PIB



\*PROYECCIÓN

- Las proyecciones ratio Deuda/PIB para fines de 2023 estiman una caída de 1,6 puntos porcentuales respecto a 2022, con una cifra proyectada de 55,8% del PIB.
- El nivel de deuda se ha mantenido relativamente estable en torno al 57 % en 2022 y 2021. La suba del ratio en 2020 se debe principalmente a una contracción de la actividad económica. Sin embargo, las cifras se encuentran en torno a 10 puntos porcentuales por encima de los niveles pre pandemia.

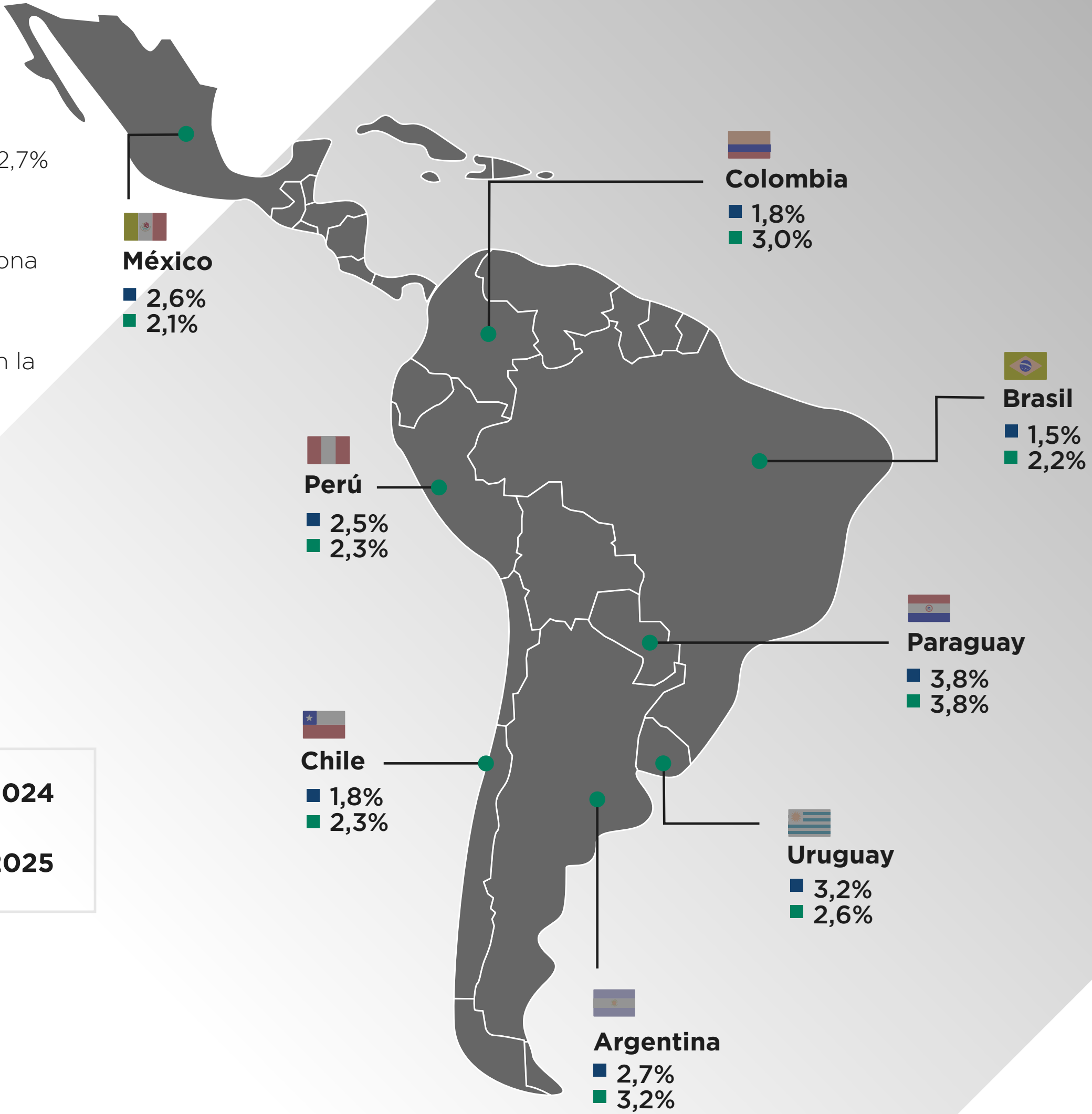
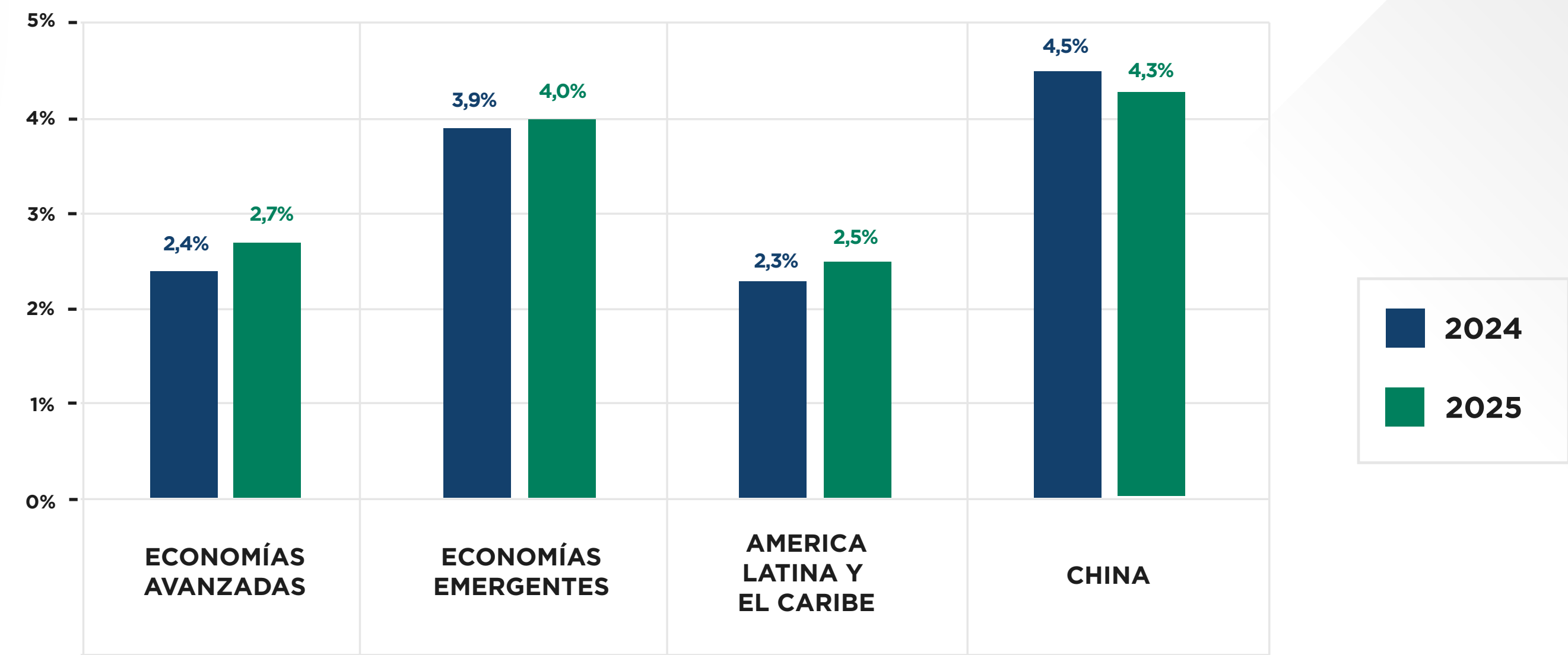


MONITOR DE INDICADORES

# INDICADORES MACROECONÓMICOS REGIONALES

## INDICADOR 1: PIB

- El reporte del mes de enero emitido por el Banco Mundial analizó las previsiones para el panorama económico a nivel mundial. Según las proyecciones, se espera que haya una reducción en el crecimiento económico global en el presente año, disminuyendo del 2,6% en 2023 al 2,4% en 2024 y pronosticando un 2,7% para el 2025
- De acuerdo con el Banco Mundial, se prevé un aumento del 2,3% en el Producto Interno Bruto (PIB) en la zona de América Latina y el Caribe para el año 2024, con una proyección que apunta a un 2,5% en el año 2025.
- Según el informe publicado en enero, se proyecta que Uruguay registre un aumento del 3,2%, situándose en la segunda posición en la región, siendo superado por Paraguay (3,8%) y seguido por Argentina (2,7%).

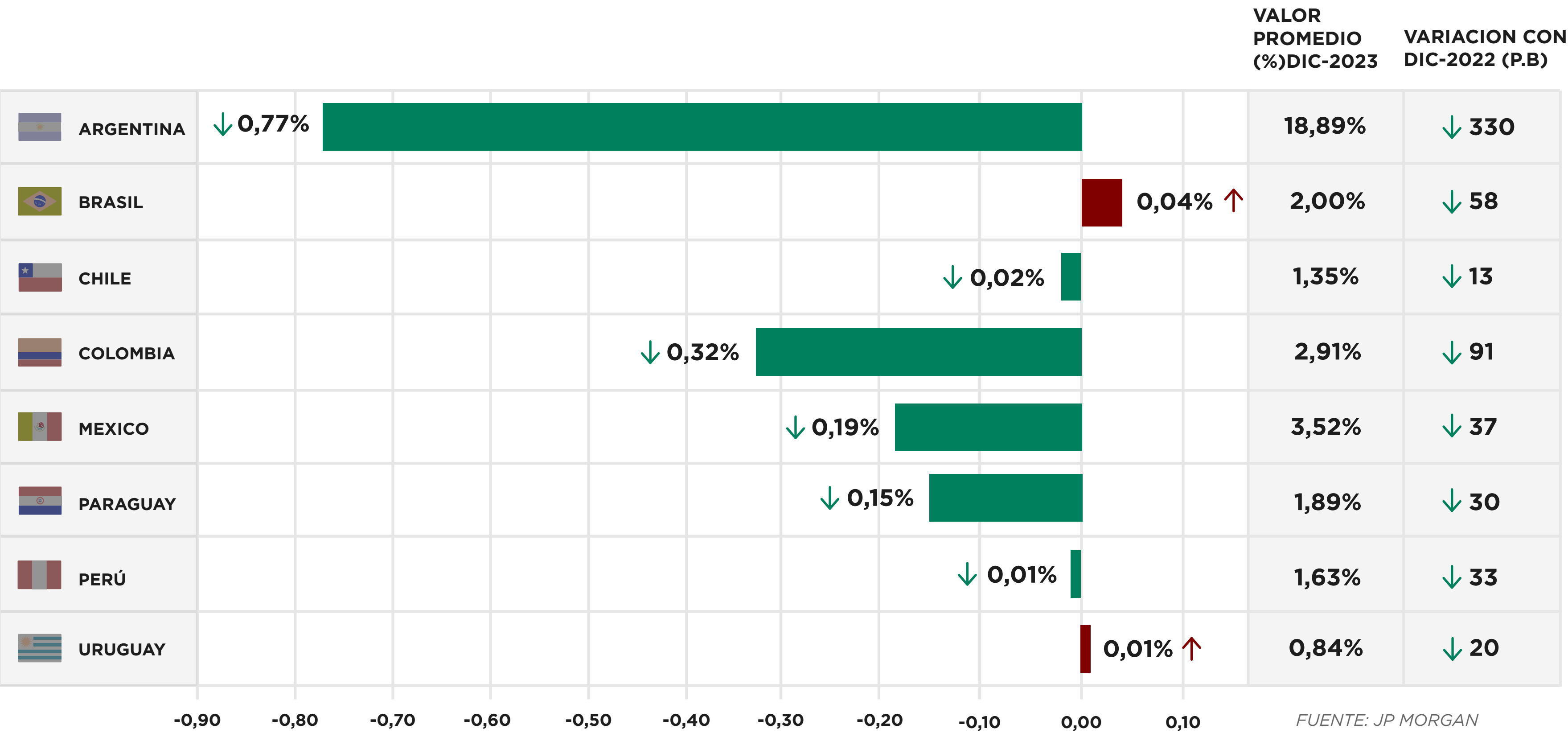


FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORME PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DEL BANCO MUNDIAL DE ENERO 2024.

MONITOR DE INDICADORES

# INDICADORES MACROECONÓMICOS REGIONALES

## INDICADOR 2: VARIACIÓN DEL RIESGO PAÍS EN DICIEMBRE 2023 RESPECTO A NOVIEMBRE 2023



- En el transcurso de diciembre, la mayoría de los países en la región experimentan tendencias positivas, con la excepción de Brasil y Uruguay. Destaca especialmente la variación en Argentina como la mayor dentro de la región.
- Respecto a Uruguay, se observó un leve incremento en la percepción de riesgo país. Sin embargo, continúa siendo el más bajo de los países analizados.
- Al observar la variación anual, se denota que todos los países analizados muestran una situación más favorable en comparación con diciembre del año anterior.

El riesgo país se puede medir en puntos básicos, equivaliendo 100 puntos básicos un 1% o una unidad en este cuadro.

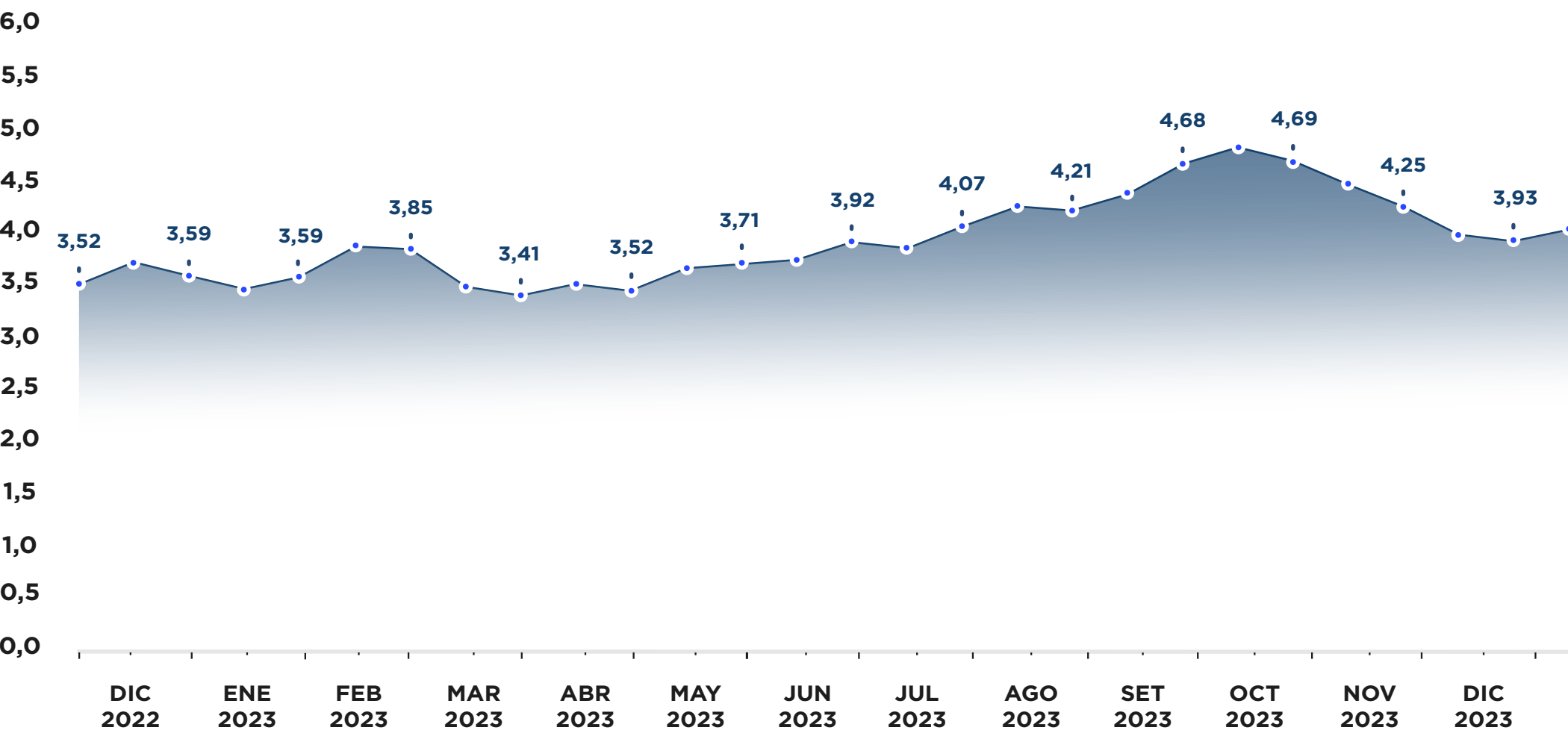


MONITOR DE INDICADORES

INDICADORES MACROECONÓMICOS REGIONALES

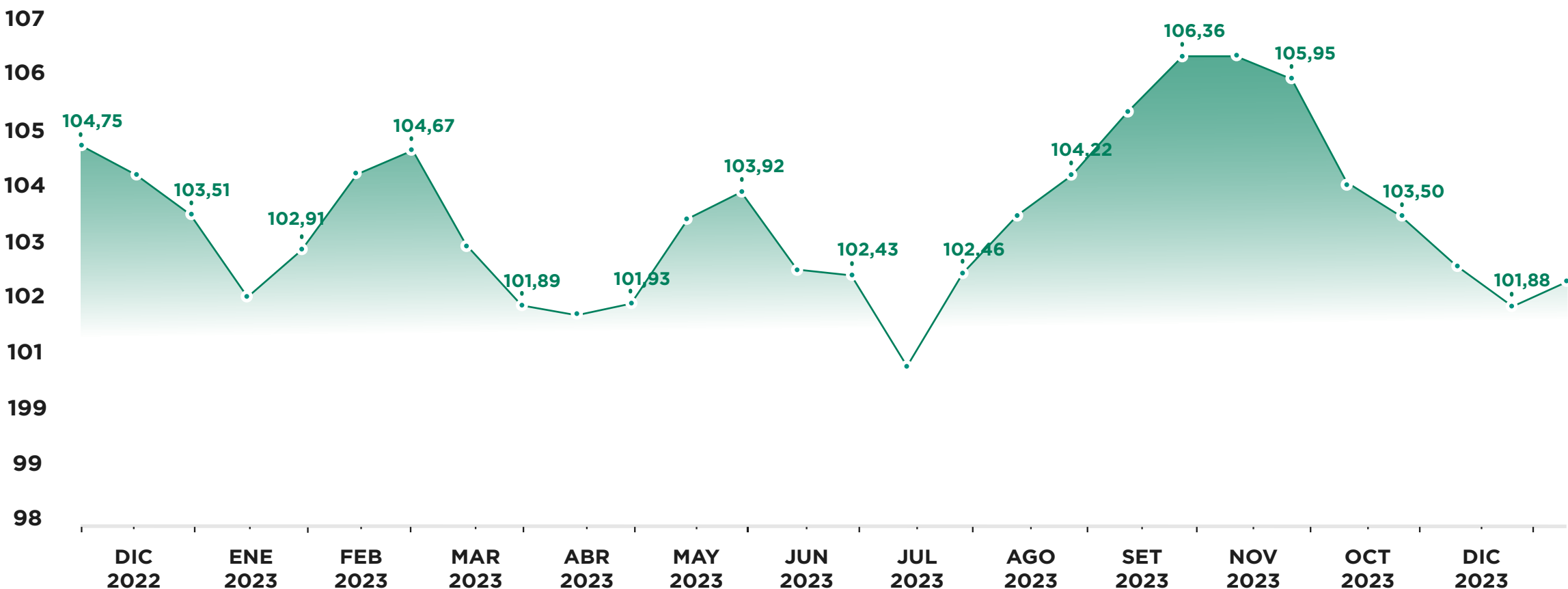
INDICADOR 3: TASA DE INTERÉS INTERNACIONAL (RENDIMIENTO BONO 10 AÑOS USA) E ÍNDICE DÓLAR (DXY)PROMEDIO QUINCENAL

TASA 10Y US



La rentabilidad ofrecida a los inversores por el bono a diez años del Tesoro de Estados Unidos continuó su descenso hacia el nivel del 4%, presentando un incremento en la primera mitad de enero (4,04%).

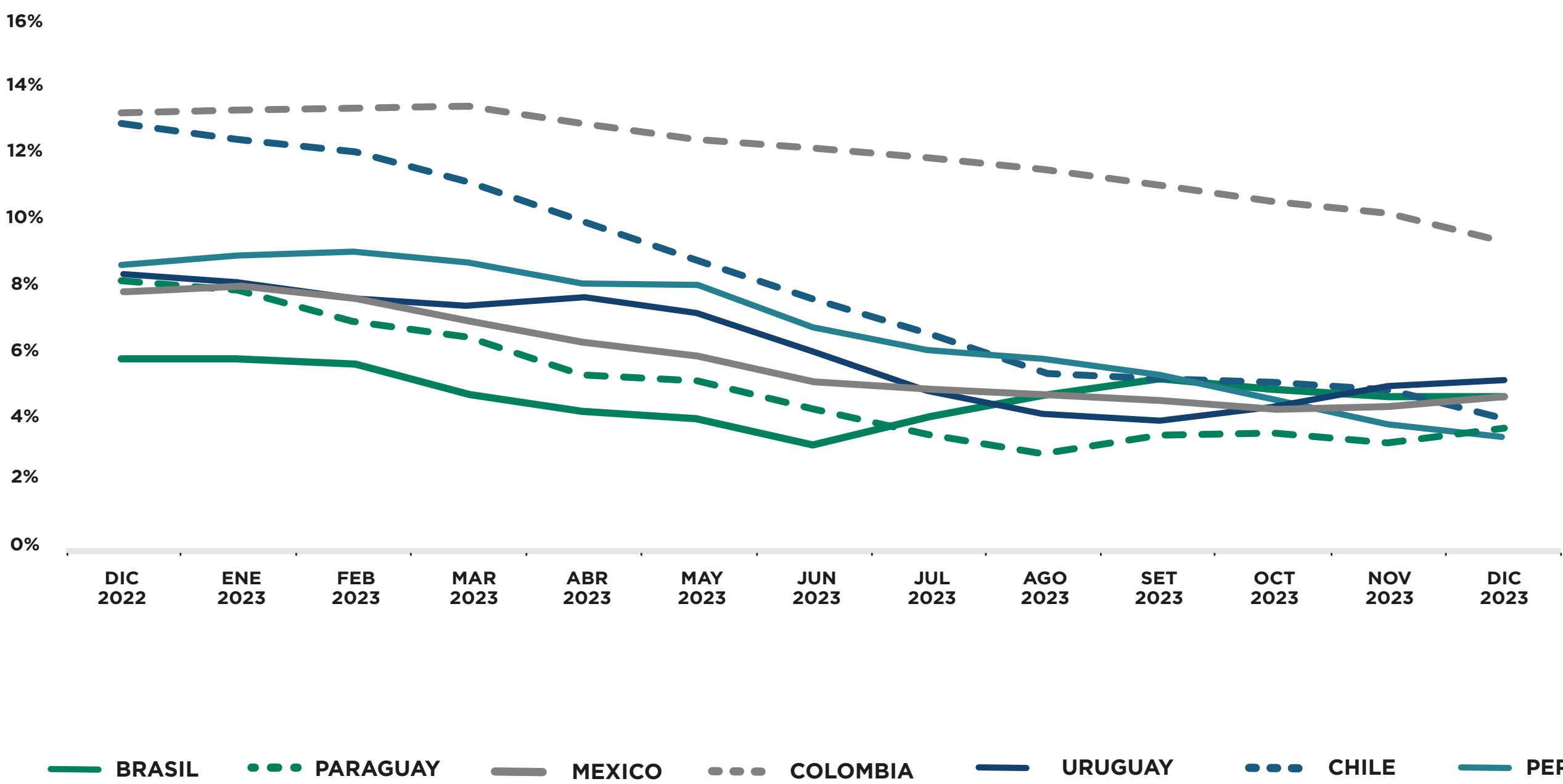
INDICADOR DXY



El índice DXY mantiene la tendencia de debilitamiento global del dólar que se ha venido observando. Durante el mes de diciembre, se evidenció una reducción cercana al 2%.

MONITOR DE INDICADORES

INDICADORES MACROECONÓMICOS REGIONALES  
INDICADOR 4: INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS



VALOR EXPECTATIVAS

|  | (%) DIC-2024 | (%) DIC-2025 |
|--|--------------|--------------|
|  | 3,93%        | 3,50%        |
|  | 3,00%        | 3,00%        |
|  | 9,50%        | 5,61%        |
|  | 4,00%        | 3,72%        |
|  | 4,00%        | 4,00%        |
|  | 2,70%        | 2,50%        |
|  | 6,44%        | 6,00%        |

La tasa de inflación en la región experimenta una reducción, a excepción de México, Uruguay y Paraguay.

La variación interanual de la inflación en México, Uruguay y Paraguay sigue en aumento, alcanzando el 4,66%, 5,11% y 3,67%, respectivamente. Aunque las expectativas indican una reducción en términos generalizados.

FUENTE: BANCOS CENTRALES E INSTITUCIONES OFICIALES DE ESTADÍSTICA DE LOS PAÍSES ANALIZADOS.

\*Los valores presentados corresponden a la última encuesta de expectativas publicada de cada país.  
\*\*A excepción de Colombia (promedio), los valores expuestos corresponden a la mediana de las expectativas para los períodos presentados.

MONITOR DE INDICADORES

INDICADORES DE INFRAESTRUCTURA REGIONALES  
INDICADOR 1: TASA RENTABILIDAD REAL DEL CAPITAL PRIVADO POR SECTOR (MODELO CAPM)

| DICIEMBRE 2023                                                                               |  TRANPORTE |  ENERGÍA |  AGUA Y SANEAMIENTO |  INFRAESTRUCTURA HOSPITALARIA |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  ARGENTINA  | 32,12%                                                                                      | 29,08%                                                                                     | 28,53%                                                                                                 | 30,93%                                                                                                           |
|  BRASIL     | 112,19%                                                                                     | 8,91%                                                                                      | 8,33%                                                                                                  | 10,90%                                                                                                           |
|  CHILE      | 11,50%                                                                                      | 8,27%                                                                                      | 7,69%                                                                                                  | 10,23%                                                                                                           |
|  COLOMBIA   | 12,83%                                                                                      | 9,71%                                                                                      | 9,16%                                                                                                  | 11,60%                                                                                                           |
|  MÉXICO     | 13,49%                                                                                      | 10,33%                                                                                     | 9,76%                                                                                                  | 12,25%                                                                                                           |
|  PARAGUAY | 13,14%                                                                                      | 9,52%                                                                                      | 8,87%                                                                                                  | 11,72%                                                                                                           |
|  PERÚ     | 11,62%                                                                                      | 8,45%                                                                                      | 7,88%                                                                                                  | 10,37%                                                                                                           |
|  URUGUAY  | 11,05%                                                                                      | 7,77%                                                                                      | 7,19%                                                                                                  | 9,76%                                                                                                            |
| PROMEDIO PAÍSES                                                                              | 14,74%                                                                                      | 11,50%                                                                                     | 10,93%                                                                                                 | 13,47%                                                                                                           |

| DICIEMBRE 2022                                                                                 |  TRANPORTE |  ENERGÍA |  AGUA Y SANEAMIENTO |  INFRAESTRUCTURA HOSPITALARIA |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  ARGENTINA  | 35,01%                                                                                        | 31,94%                                                                                      | 31,00%                                                                                                 | 35,01%                                                                                                           |
|  BRASIL     | 14,34%                                                                                        | 11,04%                                                                                      | 10,02%                                                                                                 | 14,34%                                                                                                           |
|  CHILE      | 13,25%                                                                                        | 10,00%                                                                                      | 9,00%                                                                                                  | 13,25%                                                                                                           |
|  COLOMBIA   | 15,35%                                                                                        | 12,22%                                                                                      | 11,25%                                                                                                 | 15,35%                                                                                                           |
|  MÉXICO     | 15,32%                                                                                        | 12,13%                                                                                      | 11,15%                                                                                                 | 15,32%                                                                                                           |
|  PARAGUAY | 15,28%                                                                                        | 11,63%                                                                                      | 10,51%                                                                                                 | 15,28%                                                                                                           |
|  PERÚ     | 13,43%                                                                                        | 10,24%                                                                                      | 9,25%                                                                                                  | 13,43%                                                                                                           |
|  URUGUAY  | 12,97%                                                                                        | 9,67%                                                                                       | 8,66%                                                                                                  | 12,97%                                                                                                           |
| PROMEDIO PAÍSES                                                                                | 16,87%                                                                                        | 13,61%                                                                                      | 12,61%                                                                                                 | 16,87%                                                                                                           |

FUENTE: INFORMACIÓN NECESARIA EXTRAÍDA DE LA PÁGINA PRINCIPAL DE ASWATH DAMODARAN, FED JP MORGAN, PORTALES WEB DE ORGANISMOS OFICIALES DE LOS PAISES ANALIZADOS

CAPM:  $ke = rf + \text{Beta leverage} (rm - rf) + \text{Riesgo país}$

ke: Tasa de rentabilidad requerida

rf: Tasa libre de riesgo (10y treasury bond USA)

Beta leverage:  $\text{Beta unleveraged} * \{1 + (1 - \text{tasa de impuestos país}) * \text{ratio deuda}(60) / \text{equity}(40)\}$

rm: Riesgo de mercado

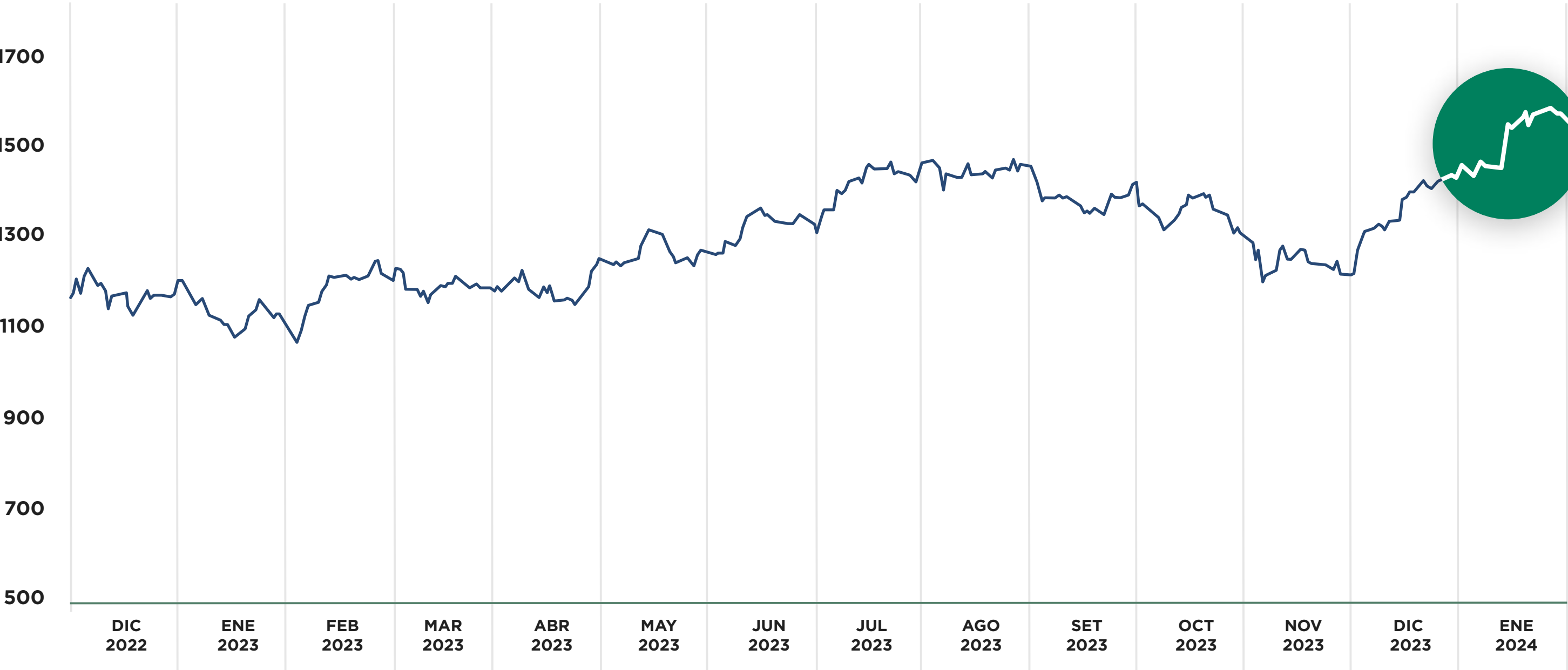
\*Los sectores analizados pueden incluir empresas que se dedican a diversas actividades. Por ejemplo, el sector transporte esta conformado por empresas concesionarias de distintos tipos de infraestructura, como a empresas dedicadas exclusivamente al transporte y logística de mercancías.

El modelo asume que el mercado cumple con los supuestos de eficiencia y por lo tanto los inputs del mismo son valores de equilibrios a largo plazo. Por lo que las tasas calculadas se deben tomar como referencia. Es decir, debido a que la realidad no necesariamente se encuentra bajo los supuestos del modelo, la tasa requerida en un proyecto determinado debe estar en el orden de magnitud y no necesariamente cumplir exactamente con el valor mostrado.



MONITOR DE INDICADORES

INDICADORES DE INFRAESTRUCTURA REGIONALES  
INDICADOR 2: S&P LATIN AMERICA INFRASTRUCTURE INDEX



FUENTE: S&P DOW JONES INDICES

El S&P Latin America Infrastructure Index mide el desempeño de las empresas líderes en la industria de la infraestructura de América Latina que cotizan en bolsa. Para mantener la diversificación, el índice clasifica a los componentes a través de cuatro sectores distintos de infraestructura: energía, transporte, telecomunicaciones y servicios públicos.

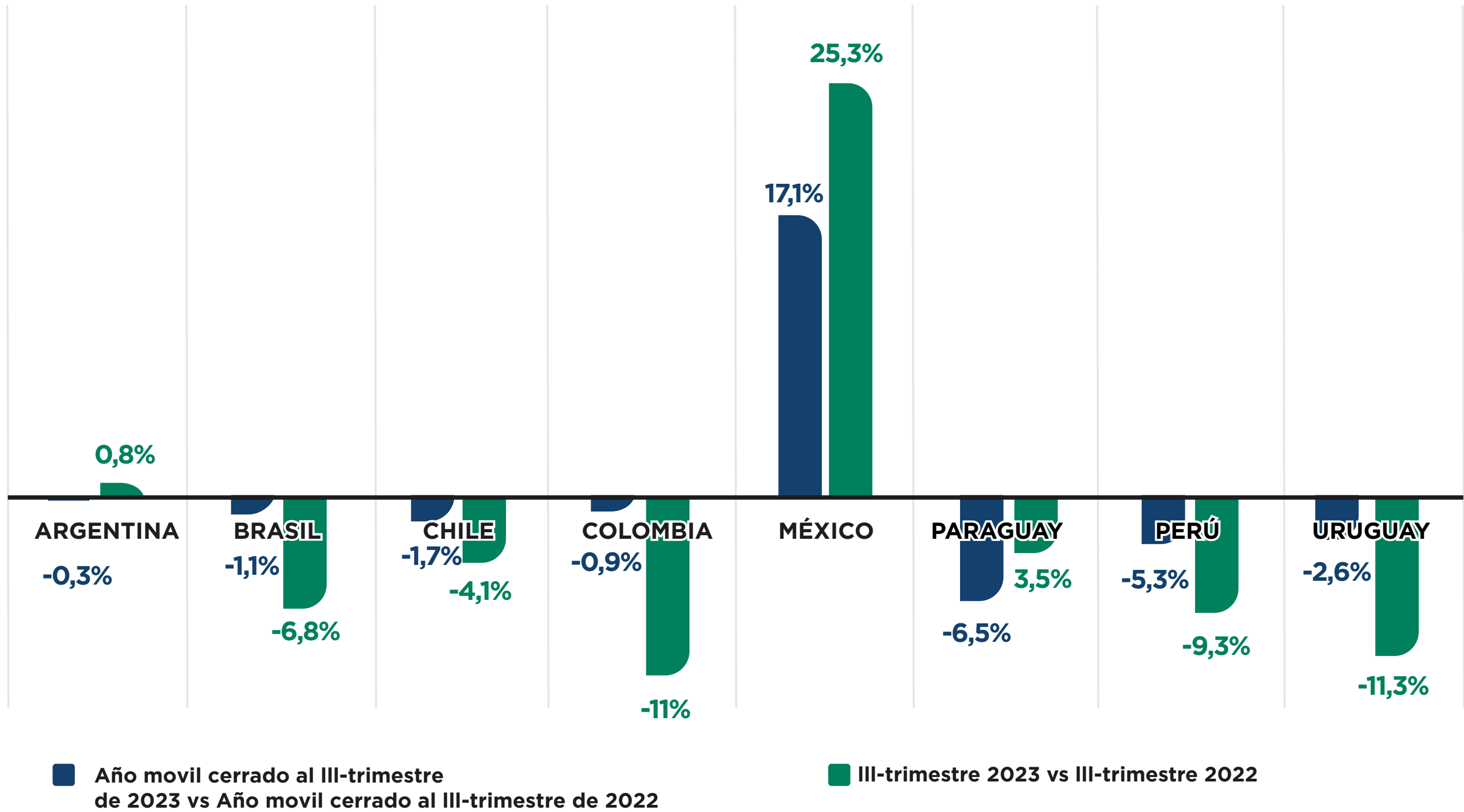
El índice finalizó el mes de diciembre con un incremento cercano al 9% en comparación con el mes de noviembre.

La variación interanual registra una tasa positiva cercana al 41%.



MONITOR DE INDICADORES

INDICADORES DE INFRAESTRUCTURA REGIONALES  
INDICADOR 3: VARIACIÓN DE INVERSIÓN\*



PROPORCIÓN FBKF/ PIB DEL AÑO MOVIL  
CERRADO AL III-TRIMESTRE DE 2023

|  |           |        |
|--|-----------|--------|
|  | ARGENTINA | 19,03% |
|  | BRASIL    | 16,97% |
|  | CHILE     | 23,58% |
|  | COLOMBIA  | 18,29% |
|  | MÉXICO    | 23,90% |
|  | PARAGUAY  | 20,76% |
|  | PERÚ      | 21,52% |
|  | URUGUAY   | 17,58% |

\* La inversión es medida utilizando los valores de Formación Bruta de Capital fijo.

- La evolución de la formación bruta de capital fijo mostró un patrón variado en los países evaluados. Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú y Uruguay experimentaron una disminución en la comparación interanual.
- Dentro de los países analizados, se destaca el comportamiento de México en el tercer trimestre, para el cual, la inversión como porcentaje del PIB alcanzó un nivel de 23,9%. Fuentes oficiales indican que el aumento se debe en particular al dinamismo del sector de la construcción.
- En el caso de Uruguay, la formación bruta de capital fijo experimentó una reducción del 11,3% en comparación con el tercer trimestre de 2022, principalmente asociado a una menor inversión en obras de construcción, menores obras asociadas al ferrocarril central y la tercera planta de celulosa.

NOTICIAS

Autores: Kristalina Georgieva  
**La economía mundial va camino a registrar su peor desempeño de las últimas tres décadas para un período de cinco años**



FUENTE: BANCO MUNDIAL, 9 DE ENERO DE 2024

Comunicado de prensa del Banco Mundial sobre el último informe de Perspectivas Económicas Mundiales, el cual expresa que la economía global se encuentra a punto de establecer un preocupante récord al finalizar 2024, marcando cinco años consecutivos con el menor crecimiento del producto interno bruto en los últimos 30 años.

VER MÁS

Autores: José Antonio Ocampo  
**¿Puede América Latina superar su segunda década perdida?**



BLOOMBERG LÍNEA, 21 DE SETIEMBRE DE 2023

Artículo que revisa las causas del bajo crecimiento de las economías de América Latina. La región enfrenta el final de su segunda década con un desarrollo estancado, con un crecimiento anual promedio ligeramente inferior al 0,9% entre 2014 y 2023, cifra inferior al 1,3% registrado en la década de 1980.

VER MÁS

Autores: Equipos Consultores  
**Los indicadores macro en 2023 y perspectivas 2024**



EL PAÍS, 15 DE ENERO DE 2024

Compartimos una nota que revisa la coyuntura económica, enfocándose en la aceleración prevista para la actividad en 2024. Además, proporciona una visión sintética de los principales indicadores macroeconómicos hacia finales de 2023 y esboza posibles trayectorias para el presente año.

VER MÁS





📍 Uruguay  
Benito Nardone 2273, Montevideo.  
Tel. (598) 2 714 93 63

✉ [info@aic-economia.com](mailto:info@aic-economia.com)

🌐 [@AICEconomia](#)

🐦 [@AIC\\_Economia](#)

