



## Recuperación Post-pandemia

Silvia Rodríguez || Rafael Paganini  
Noviembre 2020

### Efectos económicos y sociales de la emergencia sanitaria

**Los principales indicadores del nivel de actividad coinciden en que el efecto depresivo de la pandemia se habría concentrado en el el segundo trimestre del año.** La crisis sanitaria ha dejado sus huellas sobre múltiples ámbitos de la economía, pero todo indica que el impacto contractivo sobre el PIB de la economía uruguaya habría quedado atrás. Las repercusiones más nocivas sobre los principales sectores de actividad se concentraron en los meses de abril y mayo, cuando la paralización de actividades fue muy importante. En el primer trimestre del año el PIB se contrajo, apenas, el 1,4% respecto a igual período del año 2019, pero durante el segundo trimestre, cuando se hizo sentir el shock de oferta originado en las medidas de distanciamiento social, la caída del nivel de actividad alcanzó el 10,6% anual, acumulando así una contracción del 6% durante el primer semestre del año.

**Los efectos depresivos sobre la actividad económica se trasladaron de forma inmediata al mercado de trabajo.** La tasa de empleo del segundo trimestre del presente registró una variación de -6,0 puntos porcentuales, en relación a lo acontecido en el mes febrero de 2020. La tasa de actividad se redujo aún en mayor proporción (-6,7 puntos porcentuales), razón por la cual la tasa de desempleo no se disparó. La existencia de un sistema de protección social de amplia cobertura permitió que los trabajadores que vieron interrumpida su actividad laboral a partir del mes de marzo pudieran acogerse a diversas modalidades de seguro de desempleo, al tiempo que se incrementaron las cifras de inactividad. Los últimos datos disponibles indican que la tasa de actividad está mostrando tímidos signos de recuperación, ubicándose en el 60,1%, aunque todavía se encuentra por debajo del 63% observado en el mes de febrero. En este contexto, en el mes de agosto la tasa de empleo se encontraba aún 5 puntos porcentuales por debajo de los niveles pre-pandemia. El Índice medio de salario real (IMSR) ha tenido una caída interanual entre marzo y agosto del 2,2%.

**En las etapas iniciales de la crisis sanitaria se produjo una detención temporaria de los principales proyectos de inversión que se venían desarrollando desde el año 2019.** El impacto dinamizador sobre el



nivel de actividad que se esperaba tuvieran las inversiones vinculadas a la instalación de la nueva planta de pulpa de celulosa (UPM2), y a los proyectos de infraestructura pública en modalidad de participación público privada (PPP), se interrumpió durante la primera etapa en que se aplicaron las medidas de distanciamiento social. La puesta en marcha de estas inversiones, cuyos efectos habían comenzado a manifestarse desde el cuarto trimestre de 2019, significó un importante impulso para la formación bruta de capital fijo (FBKF) que estaba creciendo al 5,5% a finales del año pasado. Este proceso, sin embargo, se desaceleró durante el primer trimestre de 2020, cuando el crecimiento interanual de la inversión se ubicó en el 1,3%. De todos modos, el impacto depresivo más pronunciado se concentró en el segundo trimestre, cuando el “lockdown” implicó una contracción del 12% de la inversión.

**El esfuerzo que implicó la atención de la crisis sanitaria supuso, tanto la aplicación de un conjunto de medidas específicas, como el recurso a un conjunto de mecanismos automáticos previstos en el sistema de seguridad social de Uruguay.** La respuesta discrecional que adoptó el gobierno a partir de la segunda quincena del mes de marzo, fue financiada a través del denominado Fondo COVID-19. Hasta el mes de setiembre el efecto fiscal de Fondo fue de un monto equivalente a 390.8 millones de dólares, lo que representa algo menos del 1% del PIB estimado para 2020.

**El impacto de la emergencia sanitaria en 2020 se ha manifestado de acuerdo a lo previsto a las previsiones iniciales.** La trayectoria del PIB en los dos primeros trimestres del año ha estado alineada con el escenario más probable previsto en las proyecciones para 2020 que fueron incluidas en el informe semestral anterior. En efecto, la evaluación inicial de los efectos de la pandemia sobre el PIB anual de la economía uruguaya implicaba una contracción del 4,2%, resultante de una caída pronunciada de la actividad durante el primer semestre y una recuperación progresiva que comenzaría a manifestarse durante el tercer trimestre del año. Las previsiones iniciales implicaban que los niveles de actividad previos a la pandemia se alcanzarían durante el segundo semestre de 2021.

**La expansión del déficit fiscal hasta el presente se ha ubicado por debajo de lo previsto inicialmente.** El comportamiento que se ha venido observando durante los últimos meses en las cuentas públicas muestra en lo que va del año un resultado negativo global del sector público de apenas 3.3% puntos porcentuales del PIB. Según la última información disponible sobre la situación de las finanzas públicas, el déficit fiscal del año móvil que finaliza en setiembre se eleva al 4,5% del PIB. Esta cifra asciende al 5,4% si se depura de los ingresos generados a través del fideicomiso creado por la Ley N° 19.590 (la llamada “ley de cincuentones”). En el informe semestral anterior, las estimaciones preliminares de déficit del SPNF en 2020 se proyectaban algo por encima del 8%. La trayectoria del resultado fiscal a setiembre de 2020 está indicando que el déficit fiscal durante el presente año alcanzaría niveles por debajo de lo previsto originalmente, lo que se explica, fundamentalmente por un comportamiento de los ingresos tributarios mucho mejor que lo que se proyectaba a principios de la emergencia sanitaria.

**A pesar del aumento reciente de las cifras de contagios la situación sanitaria en Uruguay se ha mantenido controlada.** En lo que refiere a la evolución sanitaria, se pueden distinguir dos períodos. Durante una primera fase, que se extiende desde la declaración de la emergencia sanitaria por parte del gobierno el 20 de marzo hasta el mes de setiembre, el número de contagios se ubicó en promedio en 15 casos diarios. A partir de principios de octubre este promedio se ha incrementado notoriamente, alcanzando a 47 casos diario durante la última semana del mes. Los nuevos brotes han provocado inquietud entre la población y han llevado a las autoridades a insistir en que se deben mantener el uso



de barbijos y se deben respetar las medidas de distanciamiento social, pero hasta el presente la evolución de las cifras de contagios no reviste gravedad.

## El camino hacia la reactivación

**La recuperación de la actividad económica irá avanzando de forma progresiva, aunque habrá sectores que enfrentarán mayores dificultades para alcanzar los niveles de producción previos a la irrupción de la pandemia.** En concreto, las actividades comerciales, los servicios de reparaciones, los restaurantes, los hoteles y las empresas que organizan eventos y espectáculos serían las que encontrarán mayores obstáculos para integrarse al proceso de recuperación. Estos sectores sufrieron una caída interanual moderada en el primer trimestre del año (-3%), pero en el segundo trimestre la producción se contrajo el -31.4%. La leve caída del primer trimestre se puede explicar, tanto por los resultados de la temporada de verano, donde el gasto de los visitantes provenientes del exterior estuvo 20% por debajo de lo observado en igual periodo del año 2019, como por la emergencia sanitaria que afectó los datos de actividad correspondientes a la segunda quincena de marzo.

**El impacto negativo más pronunciado sobre las actividades vinculadas a los servicios turísticos ocurrió durante el segundo trimestre del año.** La situación de las empresas de estos sectores se encuentra muy comprometida para lo que resta de 2020 y para el año 2021. Las autoridades han anunciado recientemente que la próxima temporada de verano será con las fronteras cerradas y con acceso restringido para visitantes provenientes del exterior. La apuesta del gobierno y de los operadores privados es a que el turismo interno permita sostener, al menos en parte, la actividad y que contribuya a que pueda superarse la actual coyuntura. Cabe precisar, no obstante, que en 2019 el turismo interno representó el 47% del gasto total realizado, tanto por residentes como por visitantes provenientes del exterior (turismo receptivo). El turismo emisor en 2019 representó casi el 70% del turismo receptivo, aunque parecería prudente considerar que el gasto realizado en el exterior por los residentes, que incluye pasajes y alojamiento, no se volcaría íntegramente dentro de fronteras. Cabe precisar que el turismo en Uruguay tiene un componente fuertemente estacional, que se manifiesta en que más del 40% de los ingresos anuales del sector se generan durante el primer trimestre del año. Por las características de los turistas que visitan la capital del país, es de esperar que la actividad en el departamento de Montevideo se vea fuertemente resentida más allá de la temporada de verano.

**El 29 de octubre el gobierno anunció un conjunto de medidas para apoyar al sector de servicios turísticos, dirigidas tanto a los operadores como a los consumidores.** Los apoyos se aplicarán de manera transitoria durante el período comprendido entre el mes de diciembre 2020 y abril de 2021. A pesar de no disponerse aún de información sobre el monto estimado de recursos que serían movilizados, las medidas anunciadas han sido acogidas favorablemente por las empresas del sector, aunque las mismas no serían suficientes para evitar la situación depresiva que, previsiblemente, afectará a estas empresas hasta finales de 2021.

**Las consecuencias negativas sobre la emergencia sanitaria se expresaron en fuertes caídas en las actividades de suministros de electricidad, gas y agua.** En estos sectores la contracción de la producción se expresó en variaciones negativas consecutivas en los dos primeros trimestres del año, que se



ubicaron en el -18% y el -14% en el primer y segundo trimestre, respectivamente. Cabe precisar que, en las cifras correspondientes al segundo trimestre de 2020, ha impactado de manera significativa la importante reducción que se produjo en las exportaciones de energía eléctrica a los países vecinos.

**A partir de 2022, el proceso de recuperación económica se verá fortalecido por un nuevo escalón al alza que se producirá en la industria manufacturera, una vez que comience a producir la segunda planta UPM.** La actividad industrial recibió un impacto negativo reducido durante el primer trimestre del año, pero en el segundo, la contracción de la actividad implicó una caída del 11% interanual. De acuerdo con la información disponible sobre el comportamiento de la producción manufacturera que publica el INE, durante el tercer trimestre de 2020 la actividad industrial, excluida la refinería de petróleo, habría iniciado el proceso de recuperación. Desde una perspectiva de mediano plazo, el dato más relevante es que a partir del segundo semestre de 2022 la producción del sector manufacturero registrará un incremento significativo, asociado con el inicio de la actividad de la segunda planta de la empresa UPM. Las estimaciones realizadas permiten afirmar que la puesta en marcha de la producción generaría un incremento de casi 3 puntos porcentuales del PIB.

**Las perspectivas de la producción primaria dependen de la evolución de la pandemia y de la forma en que se vaya procesando la recuperación de la actividad económica en los principales destinos de exportación.** El sector agropecuario ha registrado caídas consecutivas, aunque moderadas, tanto en el primer trimestre como en el segundo trimestre del año. Este comportamiento estuvo asociado, fundamentalmente, a una menor cosecha 2019/2020 de soja y a la disminución registrada en las exportaciones de carne. La mayor parte de la producción del sector agropecuario se coloca en el exterior, siendo China y Brasil los principales países de destino de las exportaciones.

**Es previsible que el liderazgo en el proceso de recuperación de la economía en 2020 corresponda al sector de la construcción.** La actividad de este sector, que ha sufrido caídas en la producción del 4.6% en el primer trimestre y del 6.5% durante el segundo trimestre, se vería estimulada por el reinicio de las obras de construcción de la nueva planta de UPM y por los proyectos que se ejecutan en modalidad de contratos PPP, que aportarán un impulso significativo, contribuyendo a mitigar el impacto de la crisis en el año 2020 y realizando un aporte importante para la consolidación de la recuperación de la economía en 2021.

**El sector del transporte, almacenamiento y comunicaciones ha crecido durante la crisis sanitaria, registrando niveles de producción que se ubican en la actualidad por encima del promedio de 2019.** Este sector registró tasas de crecimiento interanuales positivas, tanto en el primer trimestre de 2020 (3,9%) como en el segundo (7,2%). Los cambios registrados en la organización del trabajo y en la forma de vida de los ciudadanos durante los dos primeros trimestres del año determinaron que estas actividades fueran las que registraron un mejor desempeño en el contexto de emergencia sanitaria, y es de esperar que la contribución positiva de estos sectores siga actuando en los próximos trimestres, contribuyendo al proceso de reactivación de la economía.

**La contracción de la actividad económica ha provocado un deterioro en los ingresos laborales de los hogares.** Luego de observarse algunos signos de recuperación en mayo y junio, el mercado laboral pasó por tres meses donde las tasas de actividad, empleo y desempleo se mantuvieron prácticamente incambiadas. Por su parte, el salario real alcanzó un mínimo en abril, para luego recuperarse en los dos



meses posteriores, empujado en junio por los ajustes nominales a los salarios públicos y en julio por ajustes en el sector privado, sin alcanzar los niveles de marzo. Desde entonces, se ha retomado una trayectoria descendente, consistentemente con la evolución de la inflación y con la ausencia de presiones alcistas en el mercado de trabajo, dado el contexto de la pandemia. La falta de dinamismo en el mercado laboral, y sus consecuencias sobre el comportamiento del salario real promedio, podría extenderse hasta el año 2021, si se tiene en cuenta la deducción de la caída del PIB de los correctivos de inflación previstos en los actuales convenios salariales. La persistencia de la situación depresiva en el mercado de trabajo y la previsible reducción de los ingresos laborales podrían operar como freno para el proceso de recuperación, sobre todo si las exportaciones y la inversión productiva no realizan una contribución significativa para la expansión de la demanda agregada.

**La reactivación de la economía estará vinculada con la forma en que se vaya resolviendo la situación sanitaria en el país y en el exterior.** Los recientes anuncios de cierre de las fronteras y la circulación limitada de extranjeros en el país acotan, definitivamente, una de las posibles fuentes de recuperación de la economía. El período durante el cual estas medidas se mantengan vigentes dependerá de la evolución de la pandemia. En estos días, se han encendido señales de alarma ante la elevación de las cifras de contagio, aunque en términos absolutos el número de personas que están cursando la enfermedad es muy reducido. La incertidumbre se ubica, fundamentalmente, en lo que acontezca en los países vecinos en materia sanitaria y de las perspectivas en relación con la disponibilidad de una vacuna, así como de la rapidez con que ésta pueda aplicarse en la región y en el mundo.

**En este contexto, la conducción económica le ha otorgado máxima prioridad a la reducción del déficit fiscal.** El principal lineamiento de la política fiscal apunta a realizar un ajuste en las cuentas públicas con el objetivo de abatir el desequilibrio fiscal lo más rápidamente posible. Las expectativas del gobierno en materia de reactivación de la economía están puestas en que estas medidas estimulen la inversión privada y favorezcan a las actividades de exportación. La programación fiscal que acompaña al Presupuesto Nacional para el periodo 2021-2025, que se encuentra actualmente a consideración del Poder Legislativo, no contempla aumentos impositivos, por lo que la totalidad del ajuste se realizaría a través de una reducción del gasto público en términos reales, que afectaría en mayor o en menor medida a todos los componentes del mismo. El gobierno cuenta con que la reactivación de la economía aportará ingresos tributarios adicionales y que no será necesario sostener los apoyos asociados a la atención de la emergencia sanitaria, por lo que la verificación en la práctica de estos supuestos se convierte en una pieza clave para la política fiscal.

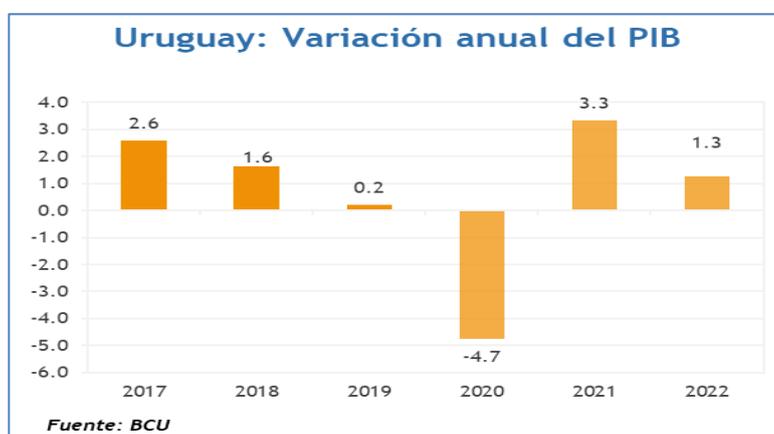
**Las autoridades del BCU han anunciado el mantenimiento de una política monetaria expansiva, al menos hasta que se haya encaminado el proceso de recuperación de la actividad económica.** La política monetaria, que ha vuelto a utilizar la tasa de interés como instrumento, continuará mostrando un sesgo expansivo hasta que se diluyan los efectos negativos de la crisis sanitaria. Una vez superada esta situación, la autoridad monetaria priorizaría la reducción de la inflación, por lo que previsiblemente adoptaría una estrategia contractiva que contribuya a alinear las expectativas inflacionarias con el rango meta establecido en el marco del régimen de objetivos de inflación.

**El BCU ha realizado escasas intervenciones directas en el mercado de cambios.** Luego de vender USD 140 millones en el mercado spot durante el mes de marzo, la autoridad monetaria no ha vuelto a intervenir hasta julio, cuando lo hizo en sentido contrario, permitiendo que los inversores en Letras de

Regulación Monetaria (LRM) pudieran integrar sus valores en dólares, de manera de quitar presión bajista sobre el tipo de cambio en un contexto de ajustes de portafolio a favor del peso. Desde entonces, se han integrado valores del BCU a través de esta modalidad por USD 1.009 millones. Todo indica que la estabilidad cambiaria le ha otorgado mayor margen al BCU para bajar tasas e intervenir y para asegurar la disponibilidad de liquidez, sin que se dispare el tipo de cambio y sin efectos significativos sobre el comportamiento de la tasa de inflación.

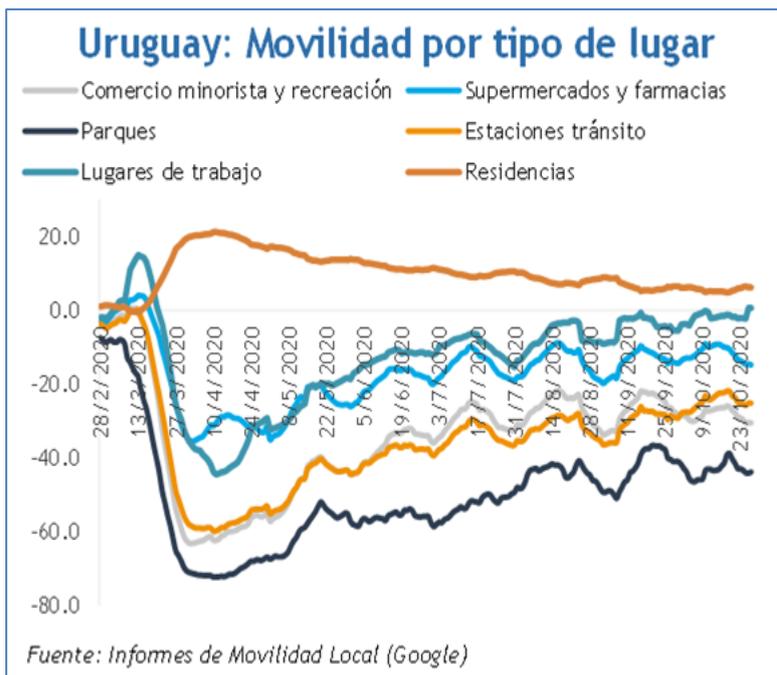
## Perspectivas macroeconómicas

Las proyecciones actuales implican una caída del PIB para 2020 de -4,7% y una recuperación que se traduciría en un crecimiento anual del 3,3% para 2021 y del 1,3% para 2022. Las perspectivas del nivel de actividad de la economía uruguaya asignan una muy baja probabilidad a que durante 2021 se pueda alcanzar el PIB de finales de 2019. Los rasgos que tendría el proceso de reactivación podrían provocar efectos favorables sobre el mercado de trabajo, aunque durante el próximo año se consolidarían niveles de empleo inferiores a los observados antes de la irrupción de la pandemia.



Las proyecciones actuales indican que en el tercer trimestre del presente año se iniciaría una recuperación moderada, que estaría seguida por una convergencia lenta hacia los niveles de actividad vigentes en 2019. Se espera que en el tercer trimestre el PIB registre un incremento del 4,5% en términos desestacionalizados. La expansión se extendería hasta el segundo trimestre del año 2021. A partir de entonces la economía iría perdiendo dinamismo, asumiendo una pérdida de dinamismo durante los siguientes trimestres. El proceso de recuperación asumiría, en las etapas iniciales una forma de “V asimétrica”, seguida de un comportamiento del nivel de actividad en que la economía iría moderando su ritmo de crecimiento.

La trayectoria proyectada está determinada, principalmente, por la evolución sanitaria, que determinará la forma en que se irá disipando el shock de oferta que dio origen a la crisis, y por el aporte que pueda provenir de las obras bajo régimen de PPP y la construcción de la planta de celulosa. Los niveles de movilidad alcanzaron su nivel mínimo en el mes de abril y, desde entonces, ha tendido a aumentar, aunque a un ritmo más lento a partir de junio. Las previsiones actuales implican que la movilidad convergería a valores similares a los anteriores a la pandemia hacia mediados de 2021. Cabe precisar que en la elaboración de las proyecciones no se ha contemplado la adopción de restricciones adicionales por razones sanitarias, con excepción de la decisión de mantener cerradas las fronteras. En lo que refiere a las perspectivas de ejecución de las obras de infraestructura y construcción de la planta de celulosa, se espera que durante el segundo semestre del presente año se duplique la



ejecución observada en el primer semestre del año y que el grueso de las restantes inversiones se materialice durante el año 2021, quedando para el primer semestre de 2022 la culminación de las obras previstas en algunos de los proyectos. En el segundo semestre de 2022 la puesta en marcha de la planta de UPM2 permitirá sostener el crecimiento, de modo que los efectos de las inversiones se observarán primero en el sector construcción y al final del período en sector industrial.

**Las posibilidades de que se disipen por completo los efectos del shock negativo que está afectando a la economía uruguaya dependerán, en buena medida, de las perspectivas de recuperación de la demanda externa.** En materia de exportaciones de bienes, las perspectivas de recuperación del comercio mundial, aunque moderadas, alientan a que las ventas externas puedan de manera progresiva convertirse en un factor que estimule el crecimiento. Por su parte, la mayor parte de las exportaciones de servicios depende del comportamiento de las economías de Argentina y Brasil, por lo que sus perspectivas de estas actividades estarán asociadas a la salida de la emergencia sanitaria y a las probabilidades de que se consolide la recuperación de la actividad económica en estos países antes de los esperado Las proyecciones indican que una parte del *shock* no se disipará al finalizar la pandemia.

**El único factor que podría impulsar a la demanda interna es la inversión productiva, ya que las posibilidades de expansión del consumo privado son limitadas.** Los convenios laborales que estarán vigentes durante 2021 contemplan una caída del salario real que podría verse algo limitada por la caída del PIB registrada en 2020. En este contexto, el *shock* sobre los ingresos laborales, se trasladaría al consumo privado. La posibilidad de una rápida recuperación de la inversión estaría vinculada a los efectos de derrame que podría tener el proyecto UPM2 y a una expansión de la demanda externa por encima de lo esperado. La elevada capacidad ociosa que existe en la actualidad en la mayor parte de los sectores productivos y el previsible aumento del número de desempleados generan dudas acerca del aporte de la demanda interna a la recuperación de los niveles de actividad.

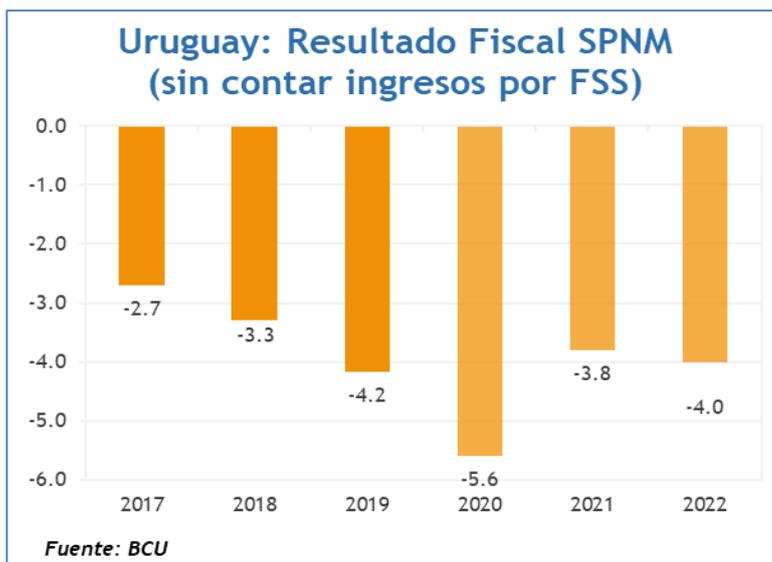
**La balanza comercial de bienes ha registrado un deterioro transitorio que se corregiría una vez que se hayan disipado los efectos distorsivos de la crisis sanitaria sobre los flujos de comercio exterior.** La pandemia ha golpeado fuertemente al exportador de la economía uruguaya, altamente dependiente de la demanda china. La caída del comercio exterior se manifestó en un deterioro del saldo comercial durante el primer semestre de 2020, como consecuencia de una caída del 11,4% en las exportaciones y de apenas el 4,2% en las importaciones, cuyo comportamiento se encuentra estrechamente vinculado a la evolución de la demanda interna. El complejo panorama por el que están atravesando los

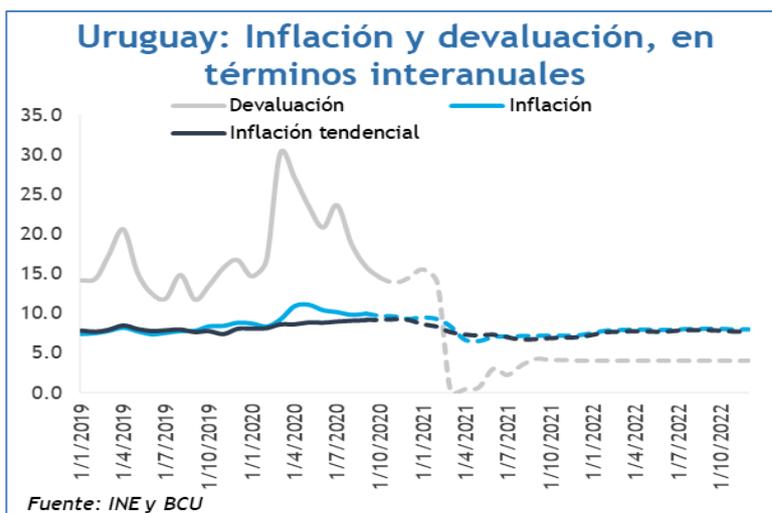
exportadores está generado, fundamentalmente, por dos factores. Por un lado, la extensión de la pandemia en Estados Unidos, la Unión Europea) y Brasil ha deprimido la actividad económica en algunos de los principales socios comerciales de Uruguay, lo que está generando una mayor incertidumbre sobre importantes actividades exportadoras. Por otra parte, la consolidación de la recuperación económica en China representa una novedad positiva para algunos rubros de exportación (soja y carne). En este escenario, se espera que a partir del año 2021 el saldo de la balanza comercial tienda paulatinamente a mejorar. Este proceso se verá fortalecido considerablemente con la puesta en marcha de la nueva planta de celulosa.

**El cambio de base en el cálculo del PIB mejorará los indicadores fiscales y de endeudamiento público.** El Banco Central del Uruguay (BCU) ha divulgado a finales de octubre los primeros resultados de la actualización metodológica y cambio de base que se está realizando en las Cuentas Nacionales. Con la nueva metodología de medición del PIB para el año 2012, año de referencia, la revisión del PIB de la economía uruguaya lo ubica 8% por encima del PIB con año

base 2005. El BCU está completando los trabajos de actualización de los cuadros de oferta y demanda agregada, adoptando como nueva base el año 2016. Los datos definitivos estarían disponibles durante el mes de diciembre. Una de las consecuencias que se derivan de los cambios metodológicos es que los valores de déficit fiscal como la deuda pública expresados como proporción del PIB probablemente se reduzcan, por lo que los indicadores de la posición fiscal y financiera mejorarían. El déficit estimado para 2020, con la información disponible al momento de realizar las proyecciones podría estar en un piso del -5% del PIB, sin considerar el efecto del fideicomiso de seguridad social (FSS) y entre -5.6% y -6% si se excluyen estos ingresos. En 2021 y 2022 el déficit fiscal tendería a ubicarse entre el -3.8% y el -4%.

**El último dato disponible sobre el endeudamiento público correspondiente al segundo trimestre de 2020 ubica a la deuda bruta del SPNF en USD 30.766 millones, lo que representa el 59,9% del PIB.** Este porcentaje se incrementaría durante lo que resta del año hasta ubicarse en el 65.6% del PIB. La proyección del gobierno que se hizo pública en ocasión de la presentación del Presupuesto Nacional implica que hacia finales de 2021 y 2022, el endeudamiento público bruto alcance a 65,7% y 67,7% del PIB, respectivamente. Es importante subrayar que el gobierno ha podido emitir bonos en los mercados internacionales de forma exitosa, y que ha logrado condiciones en materia de plazos y tasas que han mantenido bajo control los distintos tipos de riesgos financieros.





La tasa de inflación se irá reduciendo de forma paulatina en un contexto caracterizado por la lenta recuperación de la actividad económica, por la estabilidad del tipo de cambio y por la moderación de los salarios. El impacto inicial de la crisis sanitaria fue contractivo e inflacionario, debido a los efectos que tuvo impacto sobre los precios de consumo la fuerte depreciación de la moneda nacional que se registró en el

mes de marzo. En una economía dolarizada y abierta al comercio internacional, el efecto del alza del tipo de cambio se reflejaron rápidamente sobre los índices inflacionarios. Luego de alcanzar un máximo de casi \$46 por dólar en marzo, la cotización de la divisa fue bajando hasta mediados de año, estabilizándose a partir de entonces en torno al nivel de \$42,5 por dólar. La tasa de inflación anual pasó de registrar un nivel máximo del 11,05% en mayo, a ubicarse por debajo del 10% durante los tres últimos meses, a pesar de que la inflación tendencial ha continuado aumentando. En la situación actual se espera que la inflación tendencial se mantenga estable en lo que resta del presente año, para luego caer durante la primera mitad de 2021 y recuperarse a partir de entonces, registrando valores cercanos al 7% y al 7,7% en 2021 y 2022, respectivamente. La trayectoria proyectada para la inflación global para 2020, 2021 y 2022 es del 9,25%, del 7,19% y del 7,93%, respectivamente.

**Durante los dos próximos años, el empleo se estabilizaría en niveles inferiores a los de 2019.** En la medida en que se mantenga la debilidad en el mercado de trabajo, es poco probable que la economía pueda generar una cantidad de nuevos empleos que permitan contener el aumento del desempleo. La debilidad de la demanda interna afectará a los sectores más intensivos en mano de obra, por lo que es poco probable que la tasa de empleo vuelva rápidamente a los niveles previos a la pandemia. En este contexto, se espera que la tasa de empleo vaya aumentando hasta estabilizarse en el entorno del 56% durante los dos próximos años y la tasa de actividad se incremente gradualmente, hasta converger al 62,5%, algo por debajo del nivel de 2019. Con esto, la tasa de desempleo prepararía hasta ubicarse en 11,4% y 11,3% a finales de 2020 y 2021. Si la tasa de actividad alcanza el 62,5% en 2022, el desempleo podría ubicarse en el entorno del 12%. En caso de que no se prolongaran las dificultades de incorporación a la fuerza de trabajo, por la extensión en el tiempo de las restricciones a la movilidad y por las medidas de distanciamiento social, la tasa de desempleo, podría retornar a los valores previos a la pandemia en un periodo más breve que el previsto.