

Situación Uruguay

Mayo 2011
Análisis Económico

- **Estimamos un buen desempeño de la economía en los próximos dos años aunque morigerando el ritmo**, con la demanda interna como motor principal.
- **La inflación es la principal preocupación en una economía** que ya muestra tasas de desempleo estructuralmente bajas y señales de recalentamiento.
- **A pesar de la fuerte decisión de la autoridad monetaria en contener los precios, será difícil evitar que la tasa de inflación se ubique por encima del techo de la banda en 2011.** El Banco Central recientemente elevó los encajes bancarios, medios y marginales, apuntalando la política monetaria por medio del canal del crédito.
- **El peso continuará mostrando un leve sesgo a la apreciación**, impulsando una moderada pérdida de competitividad del tipo de cambio real multilateral.
- **Uruguay presenta un foco de vulnerabilidad ante un escenario de precios elevados del petróleo** durante un período prolongado ya que los mayores precios de la energía implicarían costos fiscales para evitar el traslado a los precios al consumidor.

Índice

1. Situación global: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades.....	3
2. El crecimiento económico se mantiene fuerte.....	6
3. ... y comienza a mostrar signos de recalentamiento.....	6
4. El deterioro del balance comercial es moderado por los precios de materias primas.....	7
5. Presiones inflacionarias al alza.....	8
6. Apreciación y flujo de capitales.....	9
7. Una política fiscal relativamente acomodaticia.....	9
8. Con riesgos domésticos y externos manejables.....	10
9. Tablas	11

Fecha de cierre: 9 de mayo de 2011

1. Situación global: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial

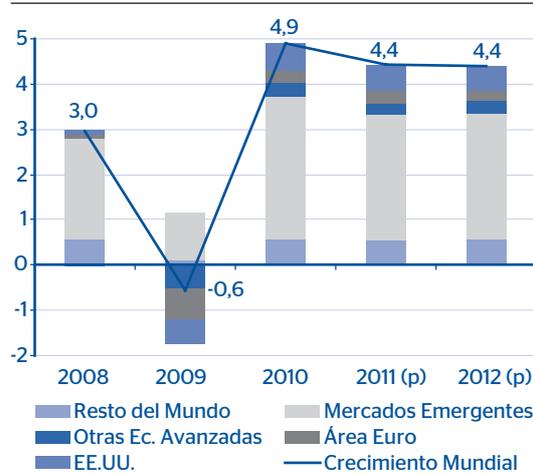
El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas

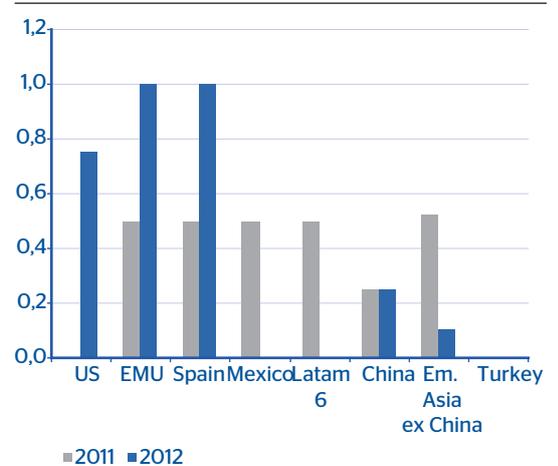
El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
Cambios en los tipos de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales de solvencia, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero -con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, aunque en el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de precio de las materias primas

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

2. El crecimiento económico se mantiene fuerte...

La economía uruguaya creció 8,5% en 2010, ligeramente por debajo de nuestra previsión (8,7%). La solidez de la demanda interna fue el principal motor de expansión de la actividad económica en un contexto donde se combinaron tasas de desocupación en mínimos históricos (6,3% en febrero) y aumentos de salarios en términos reales no inferiores al 4% anual. También colaboró el fuerte aumento de las exportaciones que se vieron favorecidas por una muy buena cosecha agrícola, altos precios internacionales y el crecimiento económico de los principales socios comerciales de Uruguay.

Estimamos que estas condiciones van a perdurar en el próximo bienio y que Uruguay seguirá creciendo aunque a un ritmo más moderado y cercano a su potencial de mediano y largo plazo. En 2011 el PIB crecería en torno al 5,3% donde casi 2 puntos está explicado por el efecto arrastre del año previo.

En un entorno de elevada confianza, el consumo privado mantendrá su dinamismo sostenido por las favorables condiciones del mercado laboral y el crecimiento del crédito al sector privado. Por su parte la inversión se beneficiará por el comienzo hacia mediados de año de las obras del proyecto Montes del Plata, dedicado a la industria celulósica, con un monto total estimado de USD 1.900 millones a desembolsar durante este año y el próximo.

Sin embargo, desde el lado de la oferta, hay factores que no se volverán a repetir este año y que ralentizarán la expansión: en 2010 la normalización de las condiciones climáticas tras la sequía del año previo permitió un fuerte crecimiento no solo del sector agropecuario sino más importante aún, sobre la generación de electricidad.

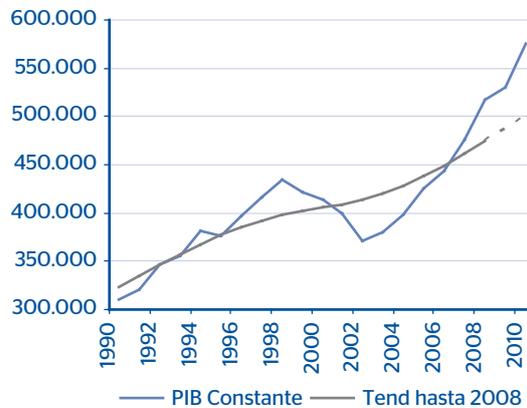
Hacia 2012 seguirá el crecimiento, aunque irá desacelerando (4,6%) en la medida que las medidas de política que debieran aplicarse para contrarrestar las presiones inflacionarias y la pérdida de competitividad, desalienten la demanda interna al tiempo que se vayan disipando las favorables condiciones externas que ayudaron también al crecimiento, tales como bajas tasas de interés internacionales, altos precios de commodities y elevado crecimiento de los principales socios comerciales.

3. ... y comienza a mostrar signos de recalentamiento

Dada la configuración a dos velocidades que adoptó la economía mundial luego de la crisis, el riesgo de sobrecalentamiento es una constante en una buena cantidad de países que lideraron la recuperación, en especial los emergentes. En su última edición del World Economic Outlook, el FMI diseñó un sistema de alerta temprana utilizando un conjunto de indicadores seleccionados, que surgen de comparar las situaciones actuales con los promedios históricos o estructurales y en base a los cuales, se determina el grado de riesgo de sobrecalentamiento.

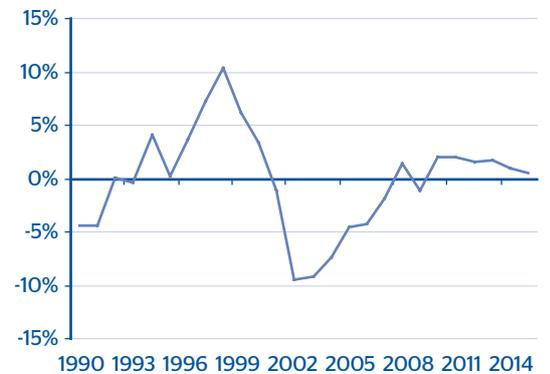
El primer indicador considerado es el crecimiento de la economía contrastado con la tendencia hasta la crisis de 2008 de manera de verificar si la economía ya ha superado la tendencia pre-crisis. En el caso de Uruguay, el PIB del último bienio supera ampliamente a la proyección de la tendencia (Gráfico 1). La brecha positiva con el producto potencial, que recién se cerraría hacia 2015, confirma la primera señal de alerta de sobrecalentamiento. En 2013, cuando entre en funcionamiento la planta de celulosa de Montes del Plata, la capacidad de producción se incrementará algo por encima de lo que en 2008 había subido con la puesta en actividad de Botnia, produciendo un aporte al PIB de aproximadamente 1,2%, elevando también el PIB potencial que se ubicaría entorno a 4,6% anual.

Gráfico 3
PIB constante y tendencia (en millones de UYU\$ de 2005)



Fuente: BCU, INE y estimaciones BBVA Research

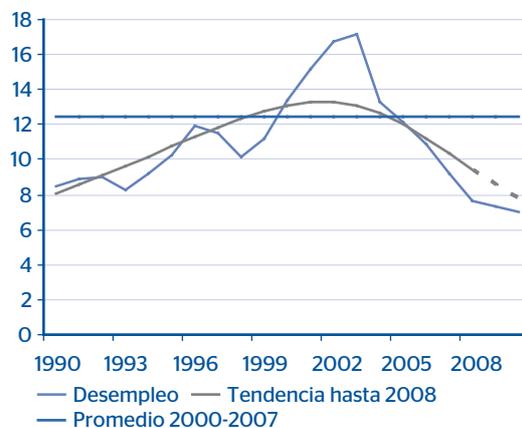
Gráfico 4
Output Gap como % del PIB potencial



Fuente: BCU y BBVA Research

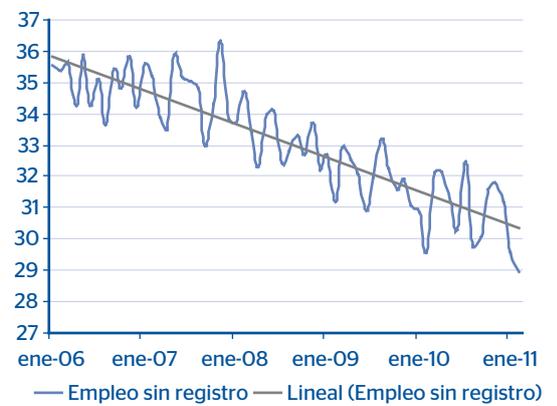
Otra de las consecuencias del sostenido aumento de la actividad de los últimos años es la reducción del desempleo, que ha alcanzado mínimos históricos ubicándose por debajo del nivel de la tendencia y acercándose a la tasa de desempleo natural. El ajustado balance del mercado laboral explica gran parte de la ganancia real de los haberes en los últimos períodos e implica presiones por mayores remuneraciones futuras, sumando otra luz de alerta sobre las posibilidades de seguir creciendo a estas tasas sin exacerbar las presiones inflacionarias.

Gráfico 5
Tasa de desempleo y tendencia



Fuente: BBVA Research, INE, FMI

Gráfico 6
Trabajadores informales como % de la población ocupada y tendencia lineal



Fuente: INE y BBVA Research, en porcentaje

4. El deterioro del balance comercial es moderado por los precios de materias primas

Este importante crecimiento económico impulsado por la demanda interna hace necesario que Uruguay complemente la oferta doméstica con importaciones. Durante el último año, si bien las exportaciones crecieron a buen ritmo tanto por efecto precio (+6,8%) como en cantidades (+17%), las importaciones de bienes crecieron por encima del 25% a/a, observándose particularmente un fuerte dinamismo de las compras de bienes de consumo (+10% en cantidades).

Como ocurre en Uruguay en períodos de alto crecimiento económico la cuenta corriente se vuelve deficitaria (-0,4% del PIB en 2010) principalmente por el saldo negativo de la balanza comercial, aunque perfectamente financiable gracias a la afluencia de capitales externos. Preveemos que durante este año el mayor crecimiento económico deteriore aún más la cuenta corriente alcanzado -0,8% en términos del PIB.

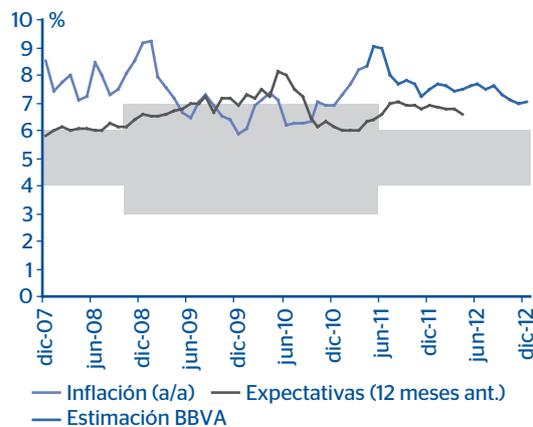
5. Presiones inflacionarias al alza

Pero sin lugar a dudas es la inflación el indicador más claro de que la economía ya muestra señales de recalentamiento. En 2010 el índice de precios al consumidor (IPC) aumentó 6,9%, de los cuales la incidencia del alza del precio de la carne por efecto de la sequía puede estimarse en alrededor de 0,8 pp. Los efectos de la reducción del stock de ganado vacuno continuarán restringiendo la oferta a lo largo de 2011 y presionando al alza los precios de la carne vacuna. El aumento de 7,2% acumulado hasta marzo explica 0,5 pp de la inflación de 3,6% del primer trimestre del corriente año.

En lo que va de 2011, el alza de precios minoristas ha desbordado el rango objetivo establecido por la autoridad monetaria, ubicándose en 8,3% a/a a abril 2011. Casi 25% del incremento de 4% acumulado en el año responde a presiones provenientes de los precios internacionales del petróleo que se reflejaron en aumentos de precios administrados de electricidad, gas y transporte. Aunque, la inflación desacelerará hacia la segunda mitad del año de la mano del fortalecimiento del tipo de cambio y la gradual corrección de los precios de materias primas, será difícil que se ubique dentro de la banda objetivo del BCU de 4% a 6% que rige a partir de junio.

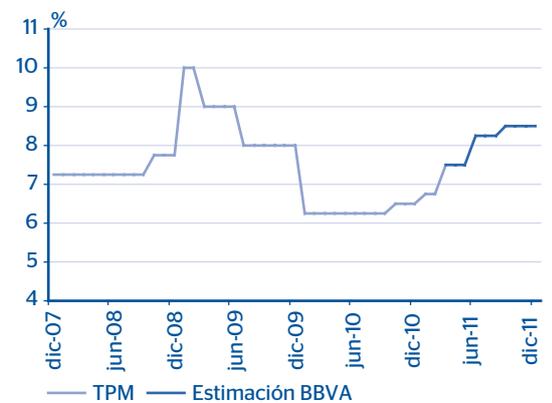
La tasa de política monetaria se encuentra actualmente en 7,5% y es negativa en términos reales, indicando que aún hay espacio para un endurecimiento de la política monetaria que reduzca las expectativas inflacionarias (actualmente en 6,6% para mayo 2012, según la encuesta del BCU). Puesto que el compromiso del BCU en contener la inflación ha sido confirmado con la subida sorpresiva de 75 puntos básicos de la TPM en marzo, estimamos que la autoridad monetaria continuará endureciendo la política monetaria a lo largo del año, entorno a 100 puntos básicos en lo que resta de 2011 de manera de transmitir un mensaje claro.

Gráfico 7
Inflación: evolución y previsiones



Fuente: BCU, INE, BBVA Research

Gráfico 8
Tasa Política Monetaria



Fuente: BCU y BBVA Research

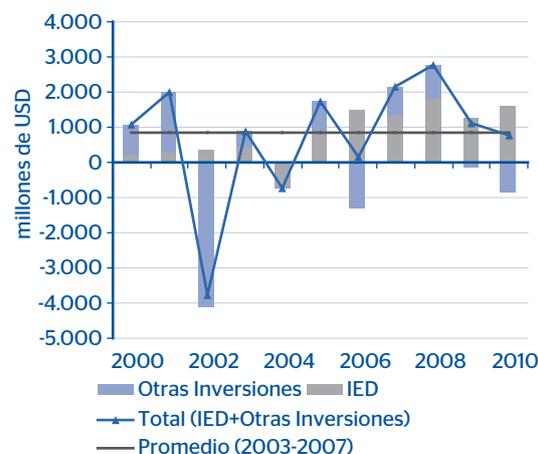
Para colaborar con el trabajo de la tasa de política monetaria, en un contexto de alta dolarización, el BCU ha introducido recientemente medidas macro prudenciales, elevando los encajes medios, creando encajes marginales sobre el crecimiento de los depósitos por encima del promedio de abril 2011 y reglando las respectivas remuneraciones de manera de no afectar la rentabilidad de los bancos ni del BCU. No descartamos la posibilidad del uso de otras medidas a futuro tales como la imposición de mayores requerimientos de provisiones bancarias para moderar el crecimiento del crédito.

Dentro del menú de medidas más heterodoxas que el gobierno tiene disponible y ha utilizado en otras oportunidades para combatir la inflación se encuentran los precios administrados. No descartamos totalmente que puedan implementarse medidas de este tipo (congelamiento de tarifas, acuerdos de precios con grandes superficies, etc) en el segundo semestre del año que permitan alcanzar la meta de inflación cerca del tope de la banda. Pero el uso de estos implica un costo extra para las empresas públicas que prestan el servicio y contribuirá solo transitoriamente a reducir las expectativas de inflación sino se actúa al mismo tiempo para llevar al crecimiento a un ritmo sostenible.

6. Apreciación y flujo de capitales

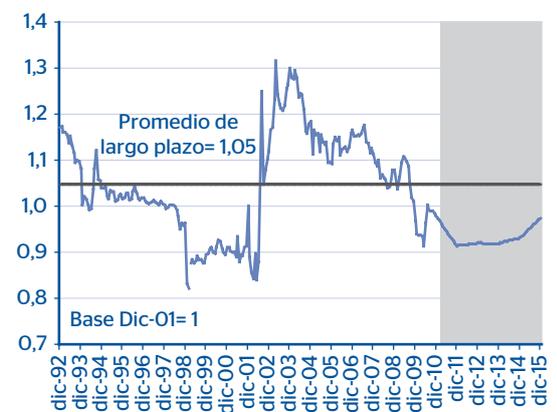
Las medidas monetarias generarán más presiones a la apreciación del peso uruguayo en el mercado cambiario lo que se verá reforzado por los movimientos de capitales que, con excepción del año 2002 y en menor medida el 2004, han mostrado una tendencia positiva en la última década (ver gráfico 7). En particular, la Inversión Extranjera Directa (IED) que representa la gran parte de las entradas de capital, muestra un claro dinamismo que está muy relacionado con la construcción de plantas productoras de celulosa y en menor medida inversiones en el sector agropecuario e inmobiliario. Sin embargo, las inversiones en cartera no han mostrado mayor aceleración en el último bienio, ubicándose ligeramente por debajo del promedio pre-crisis, por lo cual el gobierno no se ha visto en la necesidad de impulsar medidas tendientes a desalentar los flujos de capitales.

Gráfico 9
Flujo de Capitales: evolución reciente



Fuente: BCU, BBVA Research

Gráfico 10
Índice de tipo de cambio real multilateral



Fuente: BBVA Research

En sintonía con la tendencia regional el peso uruguayo seguirá mostrando un leve sesgo a la apreciación, finalizando el año cercano a \$ 18,5/USD a pesar de una moderada intervención del Banco Central en el mercado cambiario. Con este tipo de cambio y con una inflación del 7,5% para 2011 el Tipo de Cambio Real Multilateral marcaría una nueva apreciación del orden del 6,5%, luego de la relativa estabilidad observada en 2010. Hacia fines de 2011, el peso uruguayo mostrará una apreciación real en torno al 13% con respecto a los promedios de largo plazo que se irá corrigiendo parcialmente en la medida que logren contenerse las presiones inflacionarias. En términos relativos, la economía podría tolerar una fortaleza de la moneda mayor que en los 90's, considerando la mejora estructural en los términos de intercambio para los países exportadores de materias primas como Uruguay.

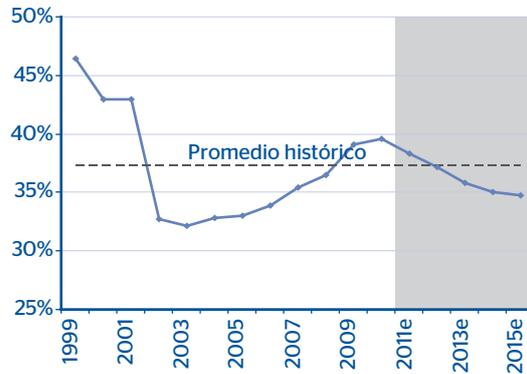
7. Una política fiscal relativamente acomodaticia

El balance fiscal captura los riesgos de un escenario con elevados precios del petróleo puesto que, en razón de evitar mayor inflación, el aumento de los precios internacionales probablemente no se transmitirá de lleno a los precios locales de la energía sino que los mayores costos serán absorbidos por el balance de las empresas públicas, por lo que el consolidado fiscal terminará con un déficit de 1,6% del PIB. Los requerimientos financieros del sector público, sin embargo, no generan mayores dudas dado el programa de adelantamiento de colocación de deuda y las relaciones fluidas con los organismos internacionales.

El comportamiento del Gasto Primario ha mostrado en años recientes una tendencia ligeramente procíclica, luego de la fuerte reducción que se produjo con la crisis del 2002. Aunque en 2010 el aumento del gasto primario a precios constantes desaceleró respecto del año previo (de 13% a 6%), aún se ubica por encima del crecimiento tendencial de largo estimado entorno a 4%.

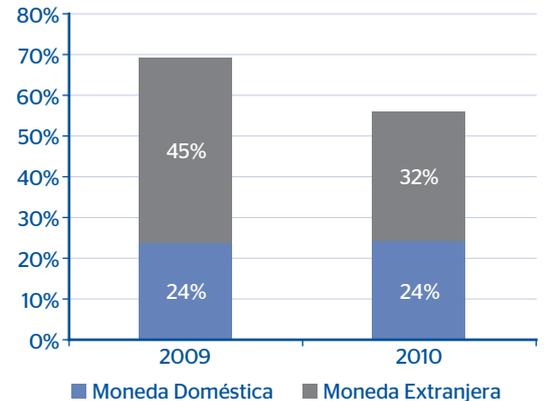
Nuestras estimaciones para este año y el próximo contemplan el cumplimiento, por lo menos en parte, de los objetivos del Gobierno para el plan quinquenal 2010-2014 en materia de eficiencia del gasto con lo cual se neutralizaría gradualmente el impulso fiscal.

Gráfico 11
Gasto Primario a precios de 2010 / PIB (potencial)



Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 12
Deuda Pública Bruta como % del PIB



Fuente: BCU y BBVA Research

El fuerte crecimiento del PIB en dólares durante el 2010, por su parte, hizo que a pesar del aumento en la deuda pública neta en el orden de los USD 1.422 millones, el ratio deuda/PIB cayera de 35% en 2009 a 30% en 2010. Adicionalmente, el Gobierno pudo acercarse al objetivo planteado en el presupuesto plurianual de reducir el peso de la deuda en moneda extranjera y se espera que hacia fin de 2011 llegue al 55%. Reforzando este accionar, el Gobierno tiene previsto realizar un nuevo canje de deuda para continuar reduciendo el peso de la moneda extranjera en el transcurso de este año, aunque a la fecha no se dieron a conocer detalles de la operación.

8. Con riesgos domésticos y externos manejables...

La inestabilidad política de Oriente Medio y el Norte de África incrementa los riesgos de Uruguay en el frente externo dado la alta dependencia de la matriz energética de Uruguay a las importaciones de petróleo. Es probable que ante el dilema entre permitir un mayor traslado a precios internos o un menor resultado fiscal, el gobierno se incline por la segunda opción ya que un crecimiento de la inflación puede tener efectos de segunda ronda como un aumento de salarios y pasividades y esto complicaría aún más el resultado fiscal.

El repaso de los indicadores del sector real y de inflación sugiere que la economía uruguaya continúa expandiéndose rápidamente y deberá ralentizarse hacia un ritmo de crecimiento más moderado. Creemos que existe margen de maniobra para lograr que la economía converja a un sendero de crecimiento sostenible en los próximos años, si se implementan en el corto plazo medidas para reducir el impulso de la demanda doméstica.

La voluntad política para llevar a cabo los ajustes necesarios quedó reflejada en las declaraciones del Presidente Mujica respecto a la severidad con que se atacará el problema de la inflación. En la misma línea el Presidente del Banco Central no descartó el uso de instrumentos no convencionales de política económica para alcanzar las metas.

La credibilidad de las autoridades económicas y la implementación de políticas públicas tendientes a reducir el grado de sobrecalentamiento permitirán a Uruguay continuar en su camino hacia el logro del grado de inversión. En febrero de este año DBRS, destacando la mejora en el perfil de vencimientos de la deuda y el nivel de reservas, revisó al alza la calificación de la deuda soberana situándola en BB y cambiando las perspectivas de estables a positivas, lo que podría indicar una nueva revisión al alza en los próximos meses.

9. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconomicas Anuales

	2009	2010	2011	2012
PBI (% a/a)	2,6	8,5	5,3	4,6
Inflación (% a/a, promedio)	7,1	6,7	7,6	6,1
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	22,5	20,0	18,9	19,0
Tasas de interés (% , promedio)	8,7	6,3	7,9	8,4
Consumo Privado (% a/a)	2,1	11,4	6,8	5,7
Consumo Público (% a/a)	3,9	2,2	1,0	1,0
Inversión (% a/a)	-12,7	13,2	12,0	10,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,7	-1,1	-1,6	-1,3
Cuenta Corriente (% PIB)	0,7	-0,4	-0,7	-0,7

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (% , promedio)
T1 09	2,6	8,2	23,5	9,7
T2 09	0,6	6,7	23,7	9,0
T3 09	2,6	7,1	22,7	8,0
T4 09	4,4	6,3	20,3	8,0
T1 10	9,6	6,7	19,6	6,3
T2 10	10,5	6,9	19,6	6,3
T3 10	7,7	6,3	20,8	6,3
T4 10	6,5	6,9	20,0	6,5
T1 11	6,6	7,7	19,6	7,0
T2 11	4,9	8,8	18,9	7,8
T3 11	4,8	6,9	18,6	8,3
T4 11	5,0	6,9	18,4	8,5
T1 12	4,8	6,0	18,7	8,5
T2 12	4,6	5,5	18,9	8,4
T3 12	4,5	6,1	19,2	8,3
T4 12	4,4	6,8	19,4	8,3

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

*Economista Jefe***Gloria Sorensen**

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Juan Manuel Manias

juan.manias@bancofrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bancofrances.com.ar

Con la colaboración de:

Diego Pereira Pereyra

dpereira@grupobbva.com.uy

Martín Pastorino Rodríguez

fpastorino@grupobbva.com.uy

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

*España y Europa:***Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Escenarios Económicos y Financieros :

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research - BBVA Francés

Reconquista 199, 1ª planta

C1003ABC - Buenos Aires (Argentina)

Tel.: (+54) 11 4346 4000

Fax: (+54) 11 4346 4416

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com