

Situación Uruguay

Primer semestre 2015

Unidad de Argentina

- Uruguay se desacopla del Mercosur y crecerá 2,6% en 2015 y 3,0% en 2016 a pesar del menor impulso de la demanda interna.
- No prevemos una gran mejora fiscal en 2015 (déficit de 3,1% del PIB) a pesar de ser una de las principales preocupaciones del nuevo gobierno quien deberá lograr un mayor control del gasto, ya que la caída en actividad resta margen de acción sobre ingresos.
- El déficit en cuenta corriente se reducirá a 3,9% del PIB en 2015 y 3,5% en 2016 gracias a unos términos de intercambio más favorables y mejoras en la cuenta de Turismo.
- Empujados por la inercia salarial y la devaluación, los precios se mantendrán dos años más fuera del rango objetivo registrando una inflación de 8,4% en 2015 y 7,7% en 2016.
- El dólar alcanzará \$28 a fin de 2015 y \$ 30 a diciembre 2016, mostrando una devaluación menor que sus socios comerciales; el mercado valida así los mejores indicadores de Uruguay.

Índice

1 Resumen	3
2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	4
3 Situación Uruguay	6
Recuadro 1. Spillover Brasil sobre Uruguay, tomado del trabajo de Latam	9
4 Tablas	20

Fecha de cierre: 20 de mayo de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial 2015 ha sido revisado a la baja hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014. En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed.

El pasado 1° de marzo el Frente Amplio (izquierda) inició su tercer período de gobierno, el segundo del Dr. Tabaré Vázquez y, en líneas generales, no se esperan cambios de política económica sólo ajustes necesarios para revertir los desequilibrios existentes.

El crecimiento económico de Uruguay está desacelerando conforme a lo previsto. Tras un crecimiento de 3,5% en 2014 esperamos que en 2015 crezca al 2,6% para luego crecer al 3% en 2016. Si bien la demanda interna continúa siendo el principal impulsor de dicho crecimiento, el consumo privado se ralentizará en sintonía con el menor dinamismo del mercado laboral mientras que la inversión también mostrará cierta ralentización ya que no existe ningún proyecto privado de envergadura como el de Montes del Plata hasta el año pasado y la inversión pública se encontrará relegada frente a la necesidad de un ahorro fiscal.

Una de las principales preocupaciones del nuevo gobierno es el elevado déficit fiscal (3,3% del PIB en 2014). El presupuesto quinquenal -que se encuentra en elaboración- será clave para mantener un prudente control del gasto. De todos modos no esperamos grandes mejoras durante este año previendo que el déficit alcance al 3,1% del PIB, principalmente por menor déficit de empresas públicas debido a la caída del precio del petróleo

El sector externo mejora pero muy lentamente y el déficit en cuenta corriente se mantiene elevado. Uruguay necesita aprovechar unos términos de intercambio favorables e impulsar sus exportaciones industriales para lograr una mejora adicional. El Turismo parece haber marcado un punto de inflexión en 2014, con lo cual esperamos que la cuenta corriente mejore en 2015 hasta 3,9% del PIB, con una mejora adicional para 2016 (3,5% del PIB).

La inflación no muestra signos claros de torcer al centro del rango objetivo en el mediano plazo. La conjunción de la inercia salarial y el traslado, hasta ahora moderado, de la devaluación del peso uruguayo a los precios domésticos superan el esfuerzo BCU para la contención de la inflación. Hemos revisado al alza nuestra estimación de inflación, pasando de 8,0% a 8,4% en 2015 y de 6,9% a 7,7% en 2016.

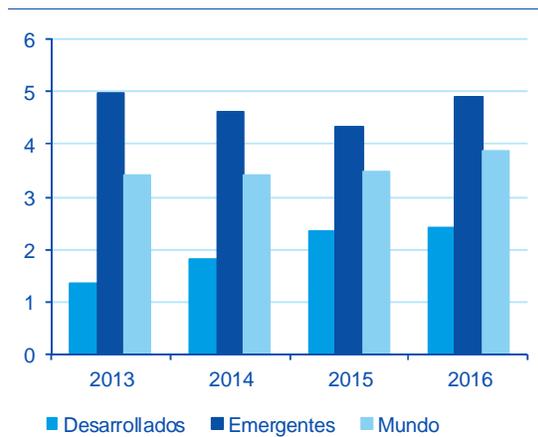
Si bien el peso no escapa a la apreciación global del USD, los fundamentales de Uruguay evitan una depreciación como la de sus principales socios comerciales. Así, el peso se depreciará un 16,3% hasta alcanzar \$28 por dólar al cierre de este año y otro 7,2% en 2016 dejando el tipo de cambio en \$ 30 por dólar.

2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

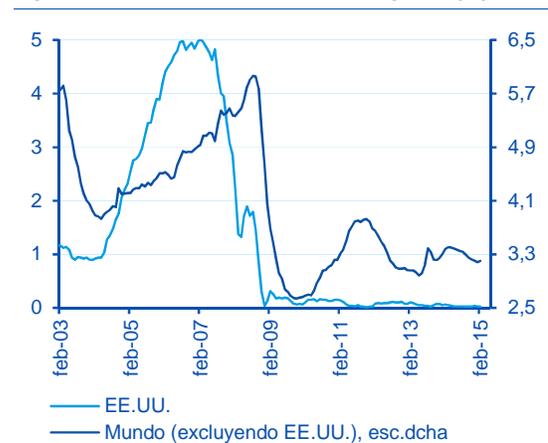
La moderación del crecimiento mundial en el primer trimestre se produjo por la desaceleración de la economía de EE.UU., el menor dinamismo de China y el deterioro de la actividad en algunos de los principales países emergentes (es el caso de Rusia y Brasil). La consolidación del crecimiento en el bloque de países desarrollados contrasta con la pérdida de pulso, prácticamente generalizada, de los emergentes, más intensa en Asia y Latinoamérica que en Europa del Este.

Gráfico 2.1
Crecimiento del PIB mundial (%): Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Tipos de interés nominales a corto plazo (%)



Fuente: BBVA Research

Así, revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta el 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y solo una décima más que la cifra de 2014 (Gráfico 2.1). En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio del 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas en los países desarrollados, que obtendrían su mejor registro desde 2010. Las economías emergentes, en un escenario de desaceleración tendencial y gradual de China, revertirían la desaceleración actual gracias al efecto arrastre de las desarrolladas, el paulatino aumento de precios de las materias primas y un posible incremento de las tasas de interés más contenido que en anteriores episodios de normalización de la Fed.

La subida progresiva del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el refuerzo de políticas monetarias laxas de alcance global han sido dos de los elementos destacados del panorama económico en los últimos meses. En efecto, se ha producido un mayor activismo de los bancos centrales, tanto desarrollados como emergentes. Aunque la Fed opte por una estrategia de endurecimiento monetario gradual, las economías emergentes han decidido priorizar la reactivación de su demanda doméstica buscando recortar los tipos de interés (Gráfico 2.2), en algunos casos a costa de asumir una mayor volatilidad en la cotización de sus divisas y de menores incentivos a la entrada y mantenimiento de flujos de capital extranjero.

Con todo, y pese a que las políticas económicas continuarán siendo acomodaticias, los riesgos a la baja para el crecimiento mundial persisten. Los más relevantes residen en el alcance de la desaceleración de China y las repercusiones del inicio de la normalización de tipos de interés de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas al descenso del precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y el posible fracaso del BCE a la hora de relanzar las expectativas de inflación en la eurozona son riesgos que, pese a mostrar una menor probabilidad e impacto esperado que hace meses, no pueden descartarse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la falta de acuerdo entre el gobierno griego y las instituciones europeas y el FMI sobre la refinanciación de su deuda.

Se ralentizó el crecimiento en EEUU en el primer trimestre...

EE.UU. ha iniciado 2015 con una ralentización significativa de su ritmo de crecimiento hasta el 0,2% trimestral anualizado frente a un incremento del 1% en promedio en los tres trimestres anteriores. La atípica severidad de las condiciones meteorológicas explica parte de esta desaceleración, a lo que se une la caída del precio del petróleo y su impacto sobre el sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar sobre las exportaciones. Con todo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral debería continuar dando soporte a la renta de los hogares y al consumo privado. Así, el crecimiento anual de EE.UU. podría alcanzar el 2,9% en 2015 y mantener tasas cercanas al 3% también en 2016.

La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento del primer trimestre definirá su función de reacción en adelante. Lo más probable es que el primer aumento de los fed funds se produzca en septiembre de 2015, con una subida gradual posterior para llegar no más allá de 1,5% a finales de 2016.

... y también lo hizo en China

En China, la desaceleración económica ha ganado intensidad en los últimos meses, al crecer 7% interanual en el primer trimestre de 2015, con un ajuste de la producción industrial y la inversión, pero un mejor comportamiento relativo del consumo privado. La desaceleración viene de la mano de la corrección en curso del mercado inmobiliario, la incertidumbre política previa a la celebración de la Asamblea Popular Nacional de marzo; el deterioro de competitividad por la apreciación global del renminbi y, por último, los efectos de la consolidación fiscal de las administraciones locales iniciada en 2014.

El carácter estructural de los factores mencionados soporta el pronóstico de que China crecerá a medio plazo menos y con una volatilidad mayor. El objetivo de crecimiento anual del 7% para 2015 establecido por las autoridades del país descansa en la implementación de nuevas medidas de estímulo, tanto monetario como fiscal. Ya en 2016, el crecimiento se seguiría ajustando al 6,6%.

La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

La eurozona es, de las economías desarrolladas, la que ha mostrado un mejor comportamiento relativo en el arranque de 2015. El PIB podría haber crecido al ritmo más elevado desde mediados de 2011, con Alemania y España liderando el crecimiento del conjunto del área. La recuperación viene impulsada por las mejores condiciones de financiación y la depreciación del euro, ambas generadas por el programa de *quantitative easing* del BCE, junto con el descenso de los precios del petróleo. El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en los países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento. De este modo, el avance anual del PIB sería 1,6% en 2015, que aumentaría a 2,2% en 2016.

3 Situación Uruguay

Aterrizaje suave de la economía uruguaya: desacelera conforme a lo previsto

La economía uruguaya creció al 3,5% durante el año 2014, en línea con nuestra previsión (3,4%). Durante esta fase expansiva, que ya acumula 12 años ininterrumpidos, la demanda interna ha sido el principal “driver” de crecimiento, aunque evidencia una sensible desaceleración particularmente durante el último año en el cual su aporte al crecimiento cayó de 6,4% a 3,1%, en línea con nuestras previsiones. (Tabla 3.1).

No solo el consumo privado muestra una desaceleración sino que también la inversión privada cae como consecuencia de la finalización de la construcción de la planta de celulosa Montes del Plata. Por su parte el aporte de la demanda externa evidenció, por primera vez en años, un aporte positivo gracias no solo al comienzo de las exportaciones de Montes del Plata (2S-14) sino también por las menores importaciones de petróleo, no solo por su baja en el precio sino también por menores cantidades requeridas por las empresas públicas. En esto incide positivamente el cambio de la matriz energética que está llevando adelante Uruguay. En este sentido vale la pena mencionar que la generación eléctrica de Uruguay en 2014 fue de origen hidráulico en un 74%, un 7% de origen térmico, 13% biomasa y 6% eólico, cuando en 2005 la composición era de 87% hidráulico y 13% de origen fósil, lo que destaca un gran avance hacia el uso de energía renovable, bajando la dependencia del petróleo y en menor medida de cuestiones climáticas.

Tabla 3.1

Oferta y Demanda Agregada: variaciones porcentuales interanuales

Var. interanuales	2011	2012	2013	2014	2015 p	2016 p
Consumo Total	6,7%	5,1%	5,2%	4,0%	3,1%	2,9%
Consumo Privado	7,2%	5,0%	5,2%	4,2%	3,3%	3,0%
Consumo Público	3,7%	5,9%	5,0%	2,5%	1,5%	2,0%
Inversión	9,9%	13,9%	8,6%	-1,2%	1,0%	3,0%
Demanda Interna *	7,6%	7,2%	6,4%	3,1%	2,9%	3,2%
Exportaciones	5,8%	3,1%	0,2%	1,9%	3,0%	4,5%
Importaciones	12,5%	13,5%	3,5%	0,5%	3,0%	4,0%
Balance Comercial *	-2,4%	-3,9%	-1,3%	0,4%	-0,3%	-0,2%
PIB Corrientes (mill \$)	926.356	1.043.637	1.178.197	1.335.977	1.466.773	1.615.772
a/a	5,2%	3,3%	5,1%	3,5%	2,6%	3,0%

*: incidencias

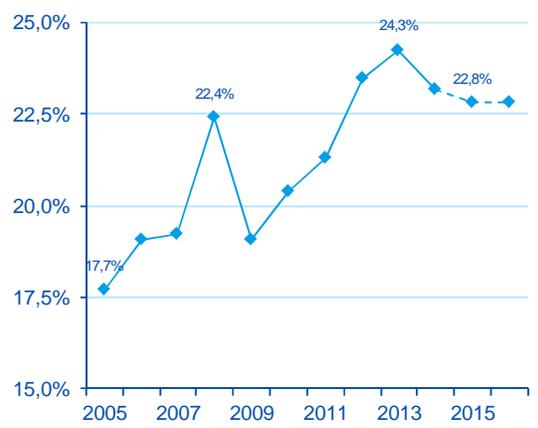
Fuente: BCU y BBVA Research

Todos los sectores de actividad mostraron un comportamiento positivo a lo largo de 2014 con excepción de Construcción que tuvo una incidencia de -0,1%. Los sectores que se destacaron, liderando la expansión fueron nuevamente Transporte, almacenamiento y comunicaciones (por la continua expansión de las telecomunicaciones) y también el sector de las Industrias Manufactureras impulsado por las ramas productivas orientadas a la exportación (carne, celulosa, entre ellas).

En 2015, Uruguay continuará ralentizando su crecimiento. El consumo interno seguirá acomodándose hacia niveles más sostenibles sin que la inversión pueda sobresalir con algún proyecto de gran envergadura. Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento para este año desde 2,9% hasta 2,6% ya que la demanda externa volverá a incidir negativamente por un desempeño peor de lo esperado de sus principales socios regionales, Brasil y Argentina.

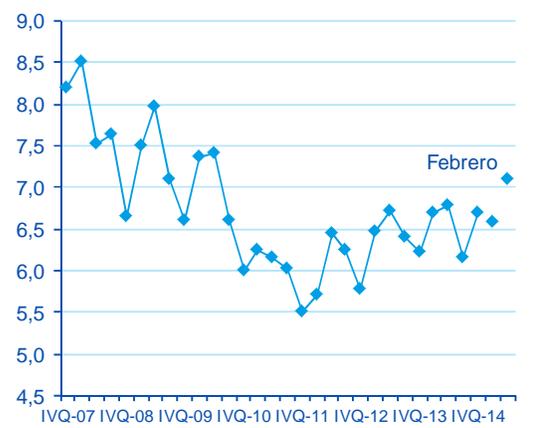
En los primeros meses de 2015, ciertos indicadores continuaron mostrando desaceleración de la demanda doméstica. En efecto, las cantidades importadas de bienes de consumo cayeron 6,6% a/a durante el primer bimestre del año mientras que la recaudación tributaria creció, pero por debajo de la inflación. Asimismo, la confianza del consumidor continuó deteriorándose en marzo (-6,7% m/m) confirmando la tendencia negativa desde el mes de noviembre. Un tema no menor es el deterioro del mercado laboral durante el primer bimestre del año: el registro de febrero ubicó a la tasa de desempleo en el 7,1% de la población económicamente activa, el nivel más elevado de los últimos dos años dentro de niveles históricamente bajos que aún prevalecen en Uruguay (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Evolución de la Inversión en el PIB



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 3.2
Tasa de desempleo: promedios trimestrales, excepto enero y febrero 2015



Fuente: BBVA Research en base a información de INE

Uruguay se desacopla de sus socios del Mercosur

Uruguay ha logrado, a pesar de la desaceleración, desacoplarse de la tendencia recesiva que muestran sus principales socios comerciales del Mercosur. Allá por el año 2009, en plena crisis global, Uruguay también logró eludir la recesión que afectó a la Región y desde 2013 vuelve a desacoplarse, pudiendo mantener tasas de crecimiento positivas y por encima que el resto de los países, aun cuando se prevé estancamiento o recesión en los principales socios del Mercosur (Gráfico 3.3).

Diversos factores han contribuido a esta diferenciación de Uruguay, algunos de origen doméstico y otros externos. En primer lugar, la estabilidad jurídica y el clima de negocios han sostenido una elevada tasa de inversión. Uruguay es reconocido internacionalmente por su buena reputación, liderando los rankings de calidad institucional y libertad económica. Esto le ha permitido recuperar el grado inversor en abril de 2012 y atraer flujos de capitales extranjeros bajo la forma de Inversión Extranjera Directa (IED). El ambiente de negocios se volvió más atractivo en los últimos años ya que no existe un tratamiento diferencial entre el capital nacional o extranjero, con lo cual todo inversor puede acceder a los beneficios de la Ley de Promoción de Inversiones y en caso de ser extranjero, no existen limitaciones a la transferencia de utilidades o la repatriación de capitales. El propio Gobierno estimula la inversión de origen extranjero en la medida en que promueve leyes que propician las inversiones extranjeras (Ley 156.906 de Promoción y Protección de Inversiones) a partir del otorgamiento de exoneraciones tributarias. Además Uruguay cuenta con diversos regímenes que generan un atractivo marco normativo para captar inversiones: Ley de Zonas Francas, Puertos y Aeropuertos Libres, Parques Industriales, Admisión Temporal de Importaciones, Ley

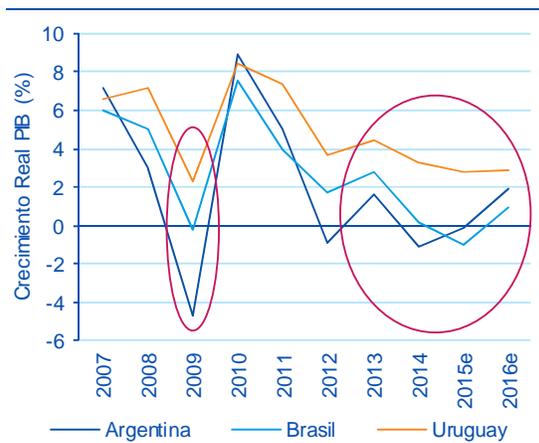
de Participación Público Privada, Ley de Vivienda de Interés Social y normativa específica para cada sector económico.

Otro de los factores que ayudaron a Uruguay a diferenciarse positivamente es la prudente administración de deuda pública. Supo aprovechar los años en los que prevalecía un contexto internacional favorable, donde la abundancia de liquidez internacional y las bajas tasas de interés para extender los plazos de vencimiento de su deuda como también bajar la exposición al tipo de cambio, con una mayor proporción de deuda en moneda nacional.

Sin embargo, este modelo de crecimiento basado en la expansión de la demanda interna con insuficiente ahorro doméstico, hizo necesario recurrir al ahorro externo, lo cual derivó en sustanciales incrementos de su déficit exterior. En el mismo sentido, los mayores montos invertidos por las empresas públicas engrosaron el déficit fiscal como también lo hizo la política de precios administrados que, con el objeto de evitar una mayor inflación, congeló los precios de las tarifas absorbiendo este costo las mismas empresas del estado.

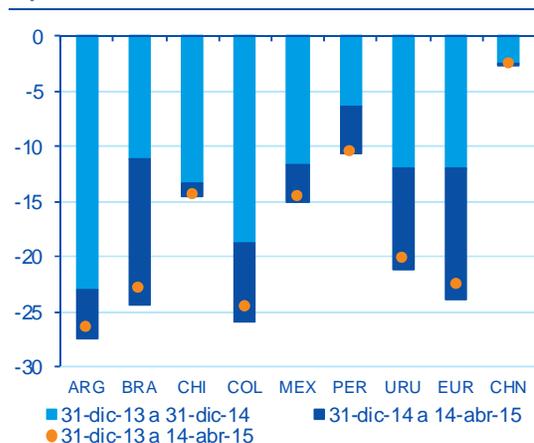
El interrogante que se plantea a futuro es si Uruguay podrá sostener tasas de crecimiento significativas al tiempo que lleva adelante un plan de ajuste fiscal que permita volver a lograr resultados primarios superavitaros como los que supo conseguir, sin que esto repercuta negativamente sobre los precios y la inversión. La principal duda se centra en la probabilidad de que la demanda interna siga creciendo a tasas vigorosas en un nuevo contexto internacional donde quizá no le resulte tan fácil seguir con un modelo de crecimiento basado en el uso de ahorro externo.

Gráfico 3.3
Evolución del PIB en el Mercosur



Fuente: Haver y BBVA Research

Gráfico 3.4
Tipos de cambio



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

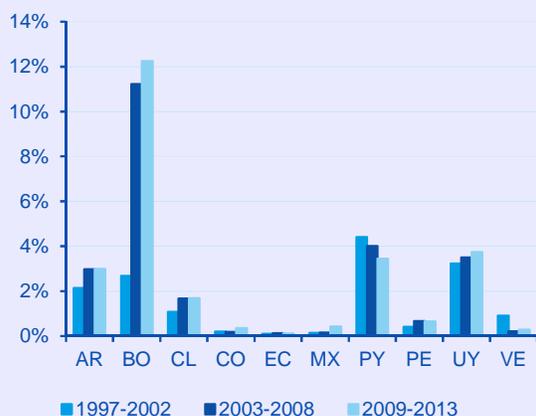
Recuadro 1. ¿Qué impacto tiene Brasil sobre la economía uruguaya y la región?

La fuerte desaceleración reciente de la economía brasileña y la preocupación del impacto que ello tiene en Uruguay, nos lleva a analizar en este recuadro qué magnitud y a través de que canales los eventos económicos en Brasil se trasladan a los de otro país, poniendo a Uruguay en comparación con los demás países de la región.

El canal comercial: la importancia del Mercosur

En la última década, las importaciones de bienes de Brasil estuvieron en torno al 9% de su PIB; siendo las manufacturas 75% del total y el resto commodities. A su vez, del total de compras de Brasil, el 15% proviene de Latinoamérica, con una participación similar por rubros que las del resto del mundo. Por países, destaca la participación de Argentina en las importaciones totales de Brasil (alrededor de 6% en los últimos años), seguida por Chile y México (2% aproximadamente en ambos casos), mientras que Uruguay no alcanza al 1%.

Gráfico R.1.1
Importancia de exportaciones a Brasil (en % del PIB de cada país exportador)

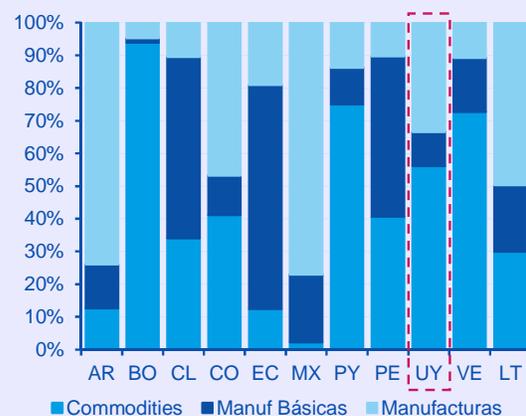


Fuente: Base Alice y WTO

Al observar las ventas a Brasil como proporción del PIB de cada país (Gráfico R.1.1), la situación de mayor sensibilidad potencial es la de los socios originales del Mercosur (Argentina, Paraguay y Uruguay), seguida por la de Chile.

Desde el punto de vista cualitativo, que surge de analizar qué ítems componen las importaciones de Brasil desde Latinoamérica, también se observa una heterogeneidad entre países (Gráfico R.1.2). Argentina y México serían los países más afectados por un descenso brusco de la demanda de Brasil, seguidos por Colombia y Uruguay. En el resto de los países los bienes más transados son commodities y manufacturas básicas que presentan menos rigideces en caso comercialización a otros destinos.

Gráfico R.1.2
Exportaciones a Brasil por grupo de bienes (en %, promedio anual 2008 – 2013)



Fuente: Base Alice y WTO

Así, Argentina sería el más afectado por una caída de la demanda brasilera ya que desde los 1990s, impulsado por el acuerdo comercial del Mercosur, Brasil es el principal socio comercial de Argentina, siendo en 2012-13 el 21% de las exportaciones argentinas (2,8% del PIB). Dentro de esta fuerte relación comercial, destaca el acuerdo automotriz que generó la instalación de fábricas automotrices en ambos países. Así la vulnerabilidad de Argentina es alta ya que el volumen de comercio es importante y tiene una gran proporción de manufacturas, especialmente automotrices (49% en 2013 del total de exportaciones a Brasil), siendo un sector que tiene altas rigideces en su comercio por el ciclo de rotación del producto, por especificaciones técnicas y legales del mercado

de destino y por las características de comercialización. Lo ocurrido en 2014 ilustra este riesgo: ante el freno de la economía brasilera las exportaciones industriales argentinas a Brasil cayeron 16% y las de vehículos 18%.

Turismo: los brasileños son importantes en el total de turistas, pero no en términos del PIB

Aunque el turismo brasileño en el flujo total de turistas es relevante en los miembros originales del Mercosur (Gráfico R.1.3), el turismo brasileño tiene un peso muy reducido en la economía de estos países: 0,5% del PIB de Uruguay, 0,3% del de Paraguay y 0,2% del de Argentina. Así, en ningún caso representa un riesgo más allá de para algunos nichos o locaciones específicas.

Gráfico R.1.3
Turistas brasileños sobre el total (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

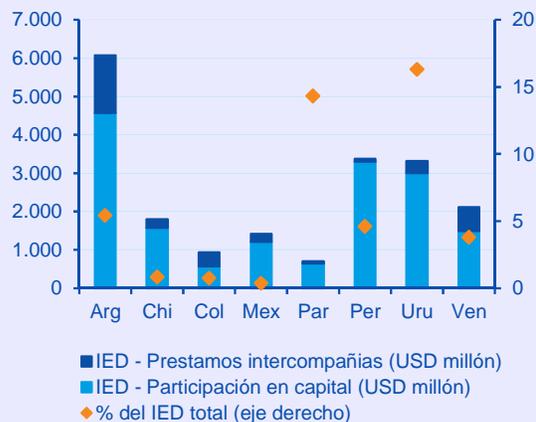
El canal de IED: peso relevante en los países del Mercosur y en Perú

El flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) brasilera a los países de la región aumentó con fuerza en los últimos años, haciendo que en 2013 el stock de IED a los países de América Latina alcance USD19.7 mM, correspondiendo casi un tercio a Argentina (Gráfico R.1.4). En términos de stock total de IED en cada país, el peso de Brasil es significativo en Uruguay y Paraguay (16% y 14%) y relevante en Argentina y Perú (5% aproximadamente). Así al medir el stock de IED brasileño en porcentaje del PIB del país receptor, Uruguay muestra la mayor exposición con el 6%,

seguido por Paraguay con 2,5% siendo bastante menos relevante para el resto de los países de la muestra (Gráfico R.1.6).

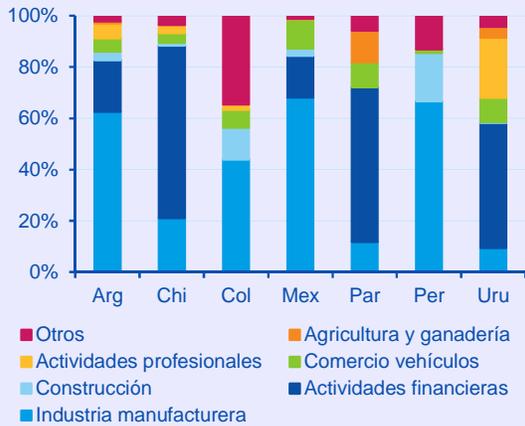
El desglose por sectores muestra que son la industria manufacturera y las actividades financieras las que concentran gran parte del stock de IED brasileño (Gráfico R.1.5), siendo una parte significativa de la IED del sector manufacturero inversiones de Petrobras. En particular, dado el escándalo de corrupción involucrando a Petrobras, algunos países podrían ser impactados por los problemas financieros de la petrolera. Esto muestra que, además del posible impacto macroeconómico, hay sectores más sensibles a una moderación de los flujos de IED brasileño. En Uruguay se destaca la presencia de la inversión en el sector financiero con activos que representan un 11% de los activos totales del sistema financiero.

Gráfico R.1.4
IED con origen en Brasil, stock en 2013 (en USD millones y % del stock total)



Fuente: BCB, WTO

Gráfico R.1.5
IED de Brasil, por sectores en 2013 (% del total de la IED de Brasil en el país)*

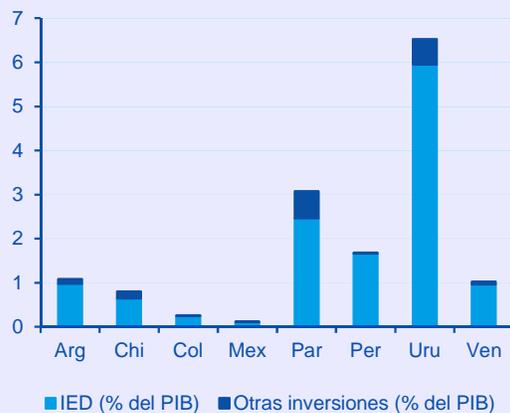


* Sólo IED – Participación en el capital.
Fuente: BCB

El canal de inversiones en cartera: poco significativo

El stock de inversiones en cartera y en inmuebles es mayor en Argentina y Chile: USD 0,6 y USD 0,4 mM, respectivamente, teniendo más peso las inversiones en renta variable. En los demás países de la región, son más significativas las tenencias de monedas y depósitos, así como de inmuebles, pero en todos los casos este tipo de inversiones brasileñas son muy poco significativas (Gráfico R.1.6).

Gráfico R.1.6
Stock de Inversiones brasileñas en 2013 (% PIB)

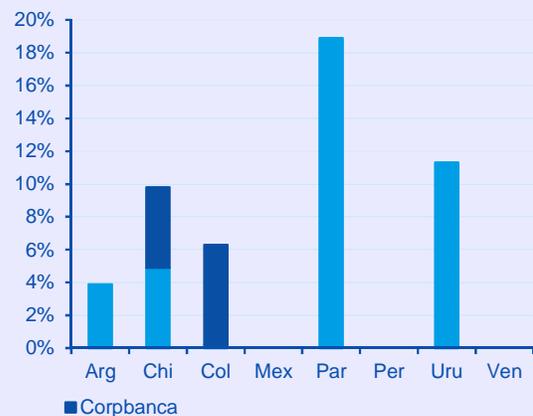


Fuente: BCB, IMF

El canal bancario: la banca brasileña tiene un peso importante en algunos países

Los bancos brasileños representan cerca de 10% del mercado bancario uruguayo, colombiano y chileno. Sin embargo, la predominancia del modelo de sucursales sobre el de filiales ayuda a aislar los efectos de los ciclos y shocks con origen en Brasil en estos países.

Gráfico R.1.7
Participación de bancos de control brasileño en el total del sistema financiero (%)*

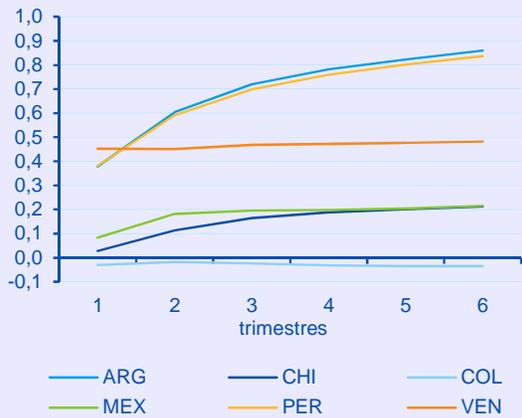


* La fusión de Corpbanca e Itaú está aún pendiente de autorización.
Fuente: BBVA Research, estadísticas nacionales

Cuantificando económicamente el impacto de Brasil: importante efecto en Uruguay

Para estimar el impacto de un shock en Brasil estimamos dos modelos econométricos. El primero es un VAR que incluye al PIB global, una medida de condiciones financieras globales, precios de materias primas, y los PIB de Brasil y resto de Latinoamérica. Este análisis apunta a que es Argentina la que más sufre ante problemas en Brasil, aunque todos los países del Mercosur sean significativamente impactados. En concreto el impacto acumulado tras seis trimestres de un shock de una desviación estándar del PIB de Brasil es de unos 0,8 p.p. en Argentina, de 0,6 p.p. en Uruguay y de 0,4 p.p. en Paraguay. Con respecto a los países andinos sólo en Perú el efecto es fuerte. Para el resto de economías el efecto es casi nulo.

Gráfico R.1.8
Impulso-respuesta (GVAR), impacto acumulado de 1 desviación estándar sobre el PIB de Brasil en los países de Latam



Fuente: BBVA Research

El segundo modelo es Global VAR (GVAR). Este modelo se estima para el periodo 1980 a 2014. A diferencia de un VAR, el GVAR aísla el efecto de un *shock* idiosincrático de Brasil del efecto que pudiese tener sobre el resto de economías de la región. Los resultados de este modelo también sugieren que los efectos de un *shock* de un punto porcentual del PIB de Brasil son más fuertes en los países del Mercosur, principalmente en Argentina, y en Perú. En México, Chile y Colombia el efecto es mucho menor y de corta duración (Gráfico R.1.8).

Conclusiones

Nuestro análisis confirma que son los miembros originales del Mercosur, los que están más conectados con - y por tanto más expuestos a- Brasil; especialmente Argentina por la alta magnitud de sus exportaciones de productos manufacturados; en este sentido Uruguay contaría con la posibilidad de relocalización de sus productos por tratarse de commodities en su mayoría para moderar la contingencia. Así, son los países del Mercosur y, en menor medida, Perú, los que podrían ser más impactados por la recesión que Brasil exhibiría en 2015.

La mejora del balance externo aún luce insuficiente

Durante el año 2014 el déficit en cuenta corriente alcanzó al 4,6% del PIB en línea con nuestra previsión y marcando una mejora de algo menos de un punto porcentual respecto de 2013 (5,4% del PIB). Dicha mejora estuvo determinada básicamente por el ajuste en el saldo comercial de bienes, ya que no hubo grandes cambios en el resto de los rubros de la cuenta corriente. En efecto, el saldo comercial mejoró cerca de USD 430 millones en 2014 gracias a que las exportaciones crecieron en promedio más de 1% en valores corrientes impulsadas por las ventas de productos industrializados, principalmente carne y pasta celulosa (Montes del Plata 2S-14) mientras que las importaciones cayeron por menores compras de petróleo y energía. Esta mejora del comercio de bienes fue parcialmente compensada por el deterioro de la cuenta de Servicios Reales (Turismo) que durante el 2014 logró un resultado de solo USD 1,2 millones lejos de los USD 1.500 millones que obtuvo en su mejor momento de 2011 (Gráfico 3.5).

Para 2015, esperamos que el déficit en cuenta corriente descienda hasta 3,9% del PIB. La mejora vendrá tanto del lado del intercambio comercial como por el lado de los servicios reales. Los términos de intercambio mostrarán una nueva mejora porque los precios de importaciones capturarán la fuerte caída del petróleo que será mayor a la baja prevista en los precios de exportaciones (básicamente productos agrícolas). Dado un entorno regional más complicado, los volúmenes exportados se estancarían este año o aún podrían mostrar una ligera baja, pero estimamos una reducción mayor en las importaciones por efecto de menores compras de petróleo.

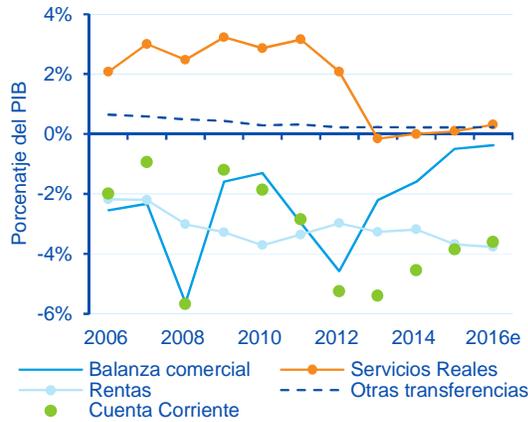
Finalizada la temporada más fuerte para el Turismo (1T-15), la información oficial del Ministerio da cuenta de mejores cifras a las esperadas inicialmente. La cantidad de turistas creció un 11,6% respecto del 1T-14, aunque el gasto lo hizo en menor medida (7,6%). Los argentinos continúan liderando los ingresos (64% del total de visitantes) y aumentaron 14,5% respecto de igual período de 2014 mientras que el gasto creció en 18,8% en igual período. De confirmarse esta tendencia en los siguientes trimestres, como estimamos, la cuenta Turismo volverá a presentar un modesto superávit de unos USD 180 millones (alrededor de 0,3% del PIB) en 2015.

La mejora marginal de la cuenta corriente se extendería hasta 2016 (3,6% del PIB) ya que las exportaciones crecerían por unos precios más estabilizados y una gradual mejora en el contexto regional, mientras que si bien el precio del crudo mostrará una tendencia creciente, estimamos que los cambios en la matriz energética uruguaya que comentamos anteriormente volverán al país menos dependiente de las importaciones de petróleo.

Si bien es cierto que durante el año pasado el monto de IED se redujo hasta USD 2.750 millones (4,8% del PIB) frente a los USD 3.030 millones (5,2% del PIB) del año 2013, este monto resultó suficiente para cubrir el déficit en cuenta corriente. Hasta el momento Uruguay no tuvo problemas en financiar sus déficits externos con IED que, como muestra el gráfico 3.6, han sido bastante estables en los últimos años a diferencia de los capitales de corto plazo que son mucho más volátiles y que en períodos más complicados tienen a reducirse, como en 2009 y 2010.

La mayor preocupación radica en que, frente a un empeoramiento de las condiciones mundiales como las que se están dando, la menor disponibilidad de capitales internacionales que tengan como destino a Uruguay no resulte suficiente para cubrir déficits elevados como los actuales. Por ello es necesario de reducir el uso de ahorro externo y fomentar el aumento del ahorro interno para poder financiar el crecimiento.

Gráfico 3.5
Componentes de la Cuenta Corriente (% del PIB)



Fuente: BBVA en base a datos de BCU

Gráfico 3.6
IED, Otras inversiones (% del PIB)



Fuente: BBVA en base a datos de BCU

El desequilibrio fiscal en valores preocupantes

El déficit fiscal del año 2014 fue el peor de la última década (3,3% del PIB) y estuvo en línea con nuestra previsión de 3,2% del PIB. El deterioro obedeció casi exclusivamente al menor resultado primario (- 0,5% del PIB) debido a los magros resultados del Gobierno Central y del BPS. El nuevo gobierno ha enfatizado la necesidad de controlar las cuentas públicas, particularmente haciendo hincapié en la programación y coordinación del gasto y las inversiones particularmente de las Empresas Públicas que son las que aportan un resultado cada vez más volátil al resultado global del sector público. El manejo de los precios administrados y tarifas de las empresas públicas con el propósito de reducir los niveles de inflación tuvo como contrapartida un alto costo fiscal que el gobierno debió asumir.

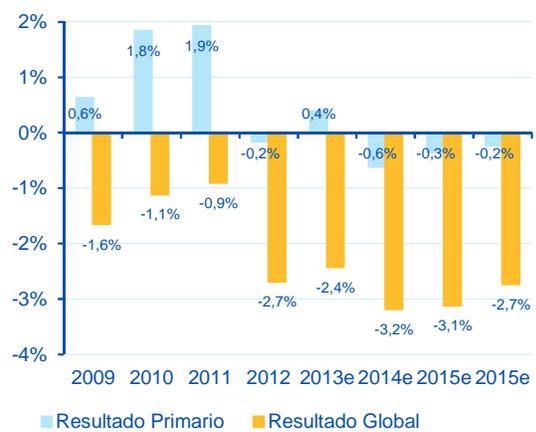
Durante el 1T-15 el resultado primario volvió a deteriorarse. El déficit del Sector Público Consolidado en el año móvil a marzo se ubicó en 3,8% del PIB, sin embargo, este resultado se encuentra distorsionado por el adelanto de sueldos y pasividades realizados por el Gobierno ya que éstos pagos coincidían con la Semana de Turismo de Semana Santa. Con la corrección pertinente, el resultado fiscal igualmente se mantiene algo elevado en -3,4% del PIB mostrando un leve deterioro de 0,2% respecto de la cifra de febrero.

Estimamos que la mejora fiscal será muy gradual durante 2015 alcanzando a un resultado global del 3,1% del PIB. La desaceleración de la actividad prevista para este período repercutirá negativamente sobre los ingresos tributarios a lo que se suma una buena parte del gasto que es inflexible a la baja (remuneraciones y pasividades, de modo que el ajuste solo podrá venir del lado de inversiones o gastos no personales. No obstante, la fuerte caída del precio del petróleo iniciada a finales de 2014 posibilitará una mejora en el resultado de las empresas públicas por menor uso de precios administrados para contener la inflación. Recién hacia 2016 podría verse una mejora más significativa en la solvencia fiscal si el gobierno continúa con la contención del gasto y los ingresos comienzan a aumentar más significativamente de la mano del crecimiento económico. (Gráfico 3.7).

Tal como estimábamos la nueva administración mantendrá las directrices de la política económica, pero marcando su impronta en gestionar una mayor contención fiscal sin afectar el gasto social. El gobierno dio inicio a la elaboración de la Ley de Presupuesto quinquenal que es fundamental para encausar las cuentas públicas a lo largo de la actual gestión, pero más allá de promover la cautela y moderación en el gasto no se han dado a conocer la cifras que maneja el Ministerio de Economía.

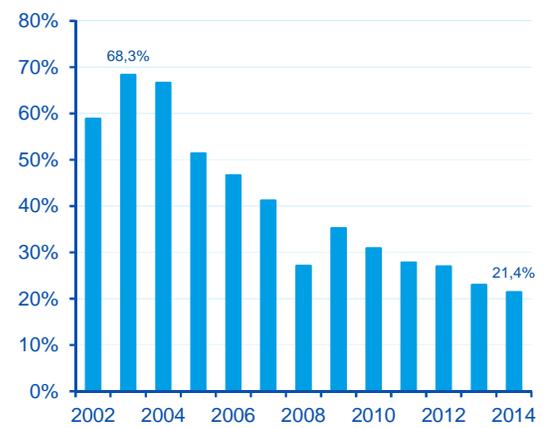
El nuevo gobierno tiene la difícil tarea de reducir el gasto público, o por lo menos no permitir que aumente al mismo ritmo de los ingresos durante los próximos años. El interrogante que se nos plantea es si será suficiente para volver a generar resultados primarios positivos solo recortar el denominado gasto de capital, que es el más importante para sostener las inversiones y el crecimiento económico y no implementar acciones concretas con respecto al gasto corriente. La persistencia de un déficit primario y la acumulación de desequilibrios a lo largo del tiempo llevarían en última instancia a un aumento de deuda pública en un contexto internacional con menos liquidez y más adverso al riesgo, que podría echar por tierra el prudente manejo de las finanzas públicas llevado a cabo desde 2004.

Gráfico 3.7
Resultado Primario y Global como porcentaje del PIB



Fuente: Ministerio de Economía, BCU y BBVA Research

Gráfico 3.8
Deuda Pública como porcentaje del PIB



Fuente: BBVA Research en base a datos del BCU

El gobierno volvió a salir a los mercados internacionales el pasado 23 de febrero con la reapertura del Bono Global en dólares con vencimiento en 2050 por un monto de USD 1.200 millones. De esta manera, el bajo costo al que Uruguay pudo colocar esta nueva emisión (5,014%, uno de los más bajos entre los países emergentes) confirma los buenos *fundamentals* de la economía uruguaya que se ven reflejados en su *Investment Grade*. Con esta operación, el gobierno logró extender el plazo promedio de vencimientos de la deuda hasta 15,5 años (en diciembre 2014 era de 14,4 años) uno de los más largos para las emisiones soberanas. Con esta operación, Uruguay consigue que sus activos líquidos alcancen al 6,1% del PIB, una posición lo suficientemente cómoda como para cubrir en más de un año los servicios de la deuda y también sigue manteniendo un adicional de 3,5% del PIB en líneas de crédito contingentes con organismos multilaterales. Como muestra el gráfico 3.8, la deuda pública cerró 2014 a su nivel más bajo de la última década.

Los precios siguen fuera del rango objetivo

En el primer cuatrimestre de 2015, el IPC registró similar incremento promedio mensual de 1,1% que en el mismo período del año anterior, cuándo en abril se implementaron medidas para contener los precios. Si bien la medición interanual en abril 2014 alcanzaba 9,2% a/a mientras que en abril 2015 fue 8,2% a/a, la desaceleración de la inflación da muestras de cierto agotamiento.

La inflación subyacente, que refleja la inercia del universo de precios por incluir aquellos bienes y servicios que no son afectados por cuestiones estacionales ni regulatorias, suma evidencia al posible cambio de

tendencia de los precios a partir de abril. Este conjunto, que alcanza al 75% de los precios relevados, ha mostrado en abril un aumento de 9,3% a/a, superando al promedio de 9,0% a/a alcanzado el 1T15.

Los factores externos tendrán impactos contrapuestos sobre las presiones inflacionarias en Uruguay. El perfil de importador neto de petróleo podría augurar que el derrumbe del precio del crudo resulte en una caída de los precios domésticos del combustible, presionando a la baja la inflación. Para este año, no estimamos la instrumentación del plan de ATE u otro de costo fiscal en vista del cuidado sobre los balances de las empresas públicas mencionado por el nuevo ministro de economía, pero tampoco una caída de los precios regulados de la energía. En este aspecto el bajo precio del petróleo en el mediano plazo otorga espacio de maniobra para recomponer balances de empresas energéticas (ANCAP y UTE) sin aumentar precios y tarifas, más que para reducir precios domésticos como en otros países.

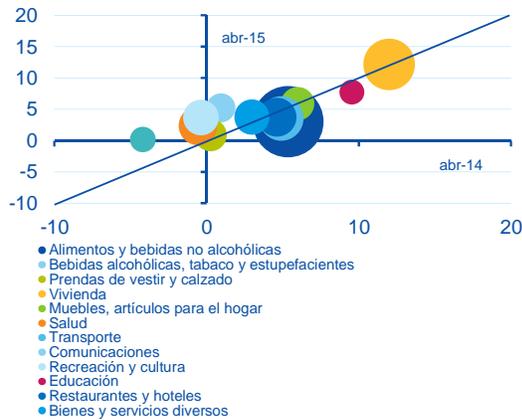
En segundo lugar, la importancia de la oferta de bienes importados en la canasta del consumidor uruguayo hace que la sensibilidad de los precios al tipo de cambio sea muy elevada. Así la devaluación de 9,1% del primer cuatrimestre tendría un impacto rezagado en los precios que además continuarán sostenidos por el empuje de la demanda dada la inercia en los salarios que, aunque más moderada, mantendrá la ganancia en términos reales de los haberes.

Más allá del desvío de marzo, destacamos el cumplimiento de los compromisos trimestrales asumidos por el BCU en el crecimiento del M1 Amplio anunciado en su política monetaria (Gráfico 3.1). Esto nos lleva a resaltar que dada la característica del agregado de control M1 Amplio, que no es plenamente determinado por la autoridad monetaria, se puede inferir que el BCU ha recorrido con bastante éxito el proceso de aprendizaje sobre la conducta de los agentes que al final del día determinan el agregado.

De este breve inventario de factores internos y externos destacados en la formación de precios, podemos armar un breve balance para determinar la dinámica que los precios tomarán en el mediano plazo. Los precios serán impulsados por el traslado de la devaluación del peso y la inercia salarial; efectos que serán morigerados por la caída del precio del petróleo que recién repuntará hacia 2016 y la política monetaria de perfil astringente, que dado el tiempo transcurrido en el cumplimiento de su objetivo va teniendo mayor eficacia en un ambiente de tasas reales positivas y un frente fiscal que debería mostrar cierta moderación.

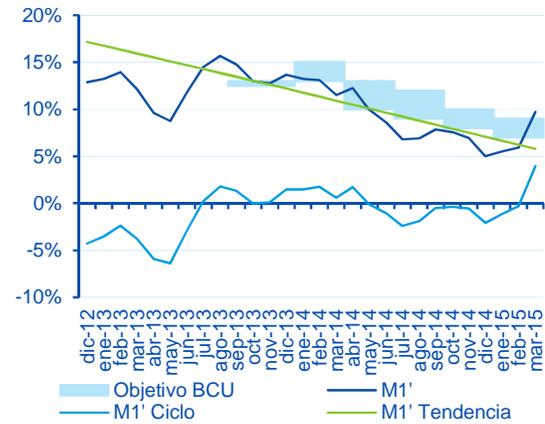
En el balance, teniendo en cuenta el elevado *pass-through* de Uruguay, estimamos que prevalecerá el impacto de la mayor tasa de devaluación por lo que hemos revisado al alza nuestra estimación de inflación para 2015 pasando de 8,0% a 8,4% y de 6,9% a 7,7% para 2016.

Gráfico 3.9
IPC por capítulos (variación % a/a y ponderación)



La superficie del círculo muestra la ponderación del capítulo en el índice. En cada eje figura la var. a/a en 2014 y 2015.
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 3.10
Política monetaria: Evolución y cumplimiento



Fuente: BBVA Research y BCU

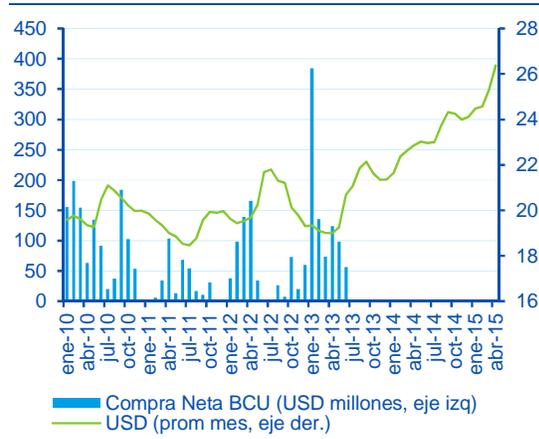
La competitividad cambiaría con leve ganancia en el margen

En el mediano plazo, las fuertes inversiones extranjeras, básicamente en las plantas de celulosa y en el avance del uso de las nuevas tecnologías en el agro, permiten pensar en ganancias de productividad en la economía que posibilitarían sostener un tipo de cambio más apreciado. Pero la importante devaluación de los principales socios comerciales erosionó aún más la competitividad aumentando la presión sobre el peso uruguayo. Estimamos pues una aceleración en la tasa de devaluación durante este año que mejoraría en el margen la competitividad y con ello las cuentas externas, aunque podría repercutir negativamente en inflación.

La ausencia del BCU en el mercado de cambios (Gráfico 3.11), no significa que la autoridad monetaria no haya tomado nota de la evolución del tipo de cambio y sus consecuencias, como lo demuestra la remoción de las medidas macroprudenciales implementadas en su momento, para restar incentivo el ingreso de divisas. De esta manera apuntaron a ampliar la oferta de divisas para descomprimir el mercado y logró su cometido.

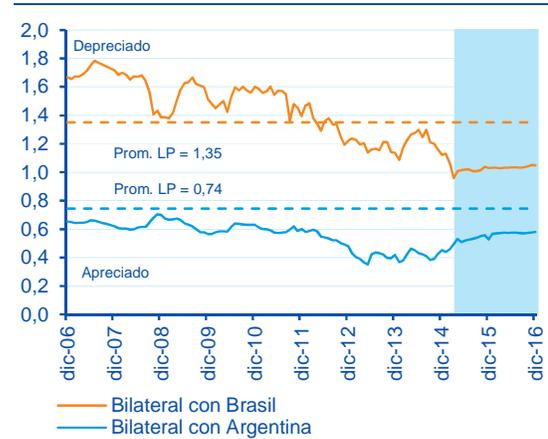
El tipo de cambio, podría trepar así hasta \$28 por dólar al cierre de este año lo que implicaría una devaluación próxima al 16,3%, resultando así en una ganancia de la competitividad de 2,5% (Gráfico 3.12). Si este proceso resulta exitoso durante el 2016, la devaluación sólo alcanzaría a un 8,6% dejando el tipo de cambio en \$ 30,4 por dólar.

Gráfico 3.11
Evolución del TC e intervención



Fuente: Banco Central de Uruguay y BBVA Research

Gráfico 3.12
Tipos de Cambio Reales Bilaterales



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

Balance de riesgos externos y domésticos acotado

Si bien Uruguay no es inmune a los riesgos inherentes a un empeoramiento del contexto internacional, su vulnerabilidad se encuentra acotada respecto de lo que fue en períodos anteriores. La exposición a factores de riesgo tanto externos como de origen local puede afectar la evolución de la economía aunque cada uno de ellos impacte de manera diferente.

Comenzando con los factores externos, un aumento de la volatilidad de los mercados financieros internacionales que venga de la mano del retiro de estímulos monetarios por parte de la FED, podría tener un impacto moderado sobre el riesgo país de Uruguay, que actualmente cuenta con la categoría de *Investment Grade*, derivando en una menor entrada de capitales externos y mayor depreciación del peso uruguayo. A corto plazo estos factores están acotados no solo por la sólida calificación de la deuda uruguayo, sino por el hecho que la mayor cuantía de los capitales que ingresan al país lo hace bajo la forma de IED, que es mucho más estable que los capitales de corto plazo. Además, el BCU cuenta con un respaldo de Reservas de 32% del PIB suficiente para afrontar una salida de capitales o evitar una brusca depreciación del peso que complique alcanzar el objetivo inflacionario del BCU.

Un menor crecimiento mundial, particularmente en China, podría afectar el precio de los bienes comercializados por Uruguay. Así, una menor demanda podría presionar a la baja el precio de los exportables uruguayos, principalmente los *commodities* de origen agrícola con elevada ponderación en las exportaciones del país, pero la baja en el precio del petróleo amortigua estos riesgos, ya que aunque cada vez dependa menos de este producto, aún es importante en el total de importaciones. Ahora bien, el riesgo podría aumentar significativamente si la caída de la demanda se produce en los países de la región, principalmente de Argentina y de Brasil, ya que se vería afectado no solo el comercio, sino también los flujos de turismo y las inversiones directas (ver Recuadro).

En este contexto, Uruguay no dispone de un amplio margen de maniobra para llevar a cabo políticas anti cíclicas que moderen una potencial contracción de la actividad económica por contagio de los vecinos. La demora en llevar adelante algún ajuste fiscal, y la permanencia de estos niveles de déficit primario impedirían llevar a cabo una rápida expansión del gasto público para compensar la caída del gasto privado a un escenario adverso. Adicionalmente, ponen a la deuda pública en una trayectoria creciente en relación al PIB que podría generar dudas a futuro sobre su sostenibilidad.

La permanencia de la inflación persistentemente por fuera del rango meta del BCU también limita los grados de libertad de la política monetaria ya que acota la posibilidad de implementar un sustancial relajamiento monetario o permitir un debilitamiento rápido del peso uruguayo que compense de cierto modo el impacto negativo del sector externo.

Del breve recuento de “focos” de vulnerabilidad de Uruguay, concluimos que las probabilidades de un evento de crisis relevante son muy bajas en vista de nuestro escenario base doméstico e internacional. Es menester subrayar que muchas de las condiciones que determinan la “baja vulnerabilidad” fueron generadas mediante políticas deliberadas como el manejo de la deuda y la racionalidad en el uso de medidas macroprudenciales. Esto no quita a las nuevas autoridades la tarea de trabajar sobre el frente fiscal y la inflación de manera de poder contar con poder de fuego para instrumentar políticas anticíclicas en el momento que sean necesarias.

4 Tablas

Tabla 4.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015	2016
PBI (% a/a)	3,3	5,1	3,5	2,6	3,0
Inflación (% a/a, fdp)	7,5	8,5	8,3	8,4	7,7
Inflación (% a/a, promedio)	8,1	8,6	8,9	8,1	7,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	19,3	21,3	24,1	28,0	30,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,2	20,4	23,2	26,8	29,3
Tasas de interés activa (% promedio)	18,6	17,7	21,5	19,2	18,2
Consumo Privado (% a/a)	5,0	5,2	4,2	3,3	3,0
Consumo Público (% a/a)	5,9	5,0	2,5	1,5	2,0
Inversión (% a/a)	13,9	8,6	-1,2	1,0	3,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,7	-2,4	-3,2	-3,1	-2,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,3	-5,4	-4,6	-3,9	-3,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés activa (%, promedio)
T1 14	3,1	9,6	22,0	22,4
T2 14	3,9	9,1	22,9	20,3
T3 14	3,7	8,7	23,7	19,9
T4 14	3,3	8,1	24,2	19,7
T1 15	3,7	7,7	24,8	18,1
T2 15	2,2	8,4	26,5	19,1
T3 15	2,6	8,4	27,1	18,8
T4 15	2,1	7,8	27,8	19,4
T1 16	2,4	6,9	28,4	18,1
T2 16	3,0	7,0	29,0	18,2
T3 16	3,4	7,3	29,6	18,2
T4 16	2,9	7,6	30,2	18,2

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

Economista Jefe de Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Juan Manuel Manías
juan.manias@bbva.com

Con la colaboración de

Andrés Escardó
aescardo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research – BBVA Banco Francés

Reconquista 199, 1ª planta
C1003ABC - Buenos Aires (Argentina)
Tel.: (+54) 11 4346 4000
Fax: (+54) 11 4346 4416
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com