

Situación Uruguay

2º SEMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE AMERICA DEL SUR



01
La mejora del contexto internacional será solo marginal durante 2016. Uruguay cercado por la débil performance de Brasil y Argentina

02
La demanda interna cae más rápido de lo previsto impulsada por bajas en las confianzas y un mercado laboral más debilitado

03
Un presupuesto quinquenal con ajuste fiscal que resulta poco ambicioso en el marco de un escenario macro que luce optimista

04
La inflación llegará a 9,2% este año y 8,5% en 2016. El gobierno cambia la estrategia para desactivar la indexación salarial

Índice

1 Editorial	3
2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	4
3 La demanda interna ajusta más rápido de lo previsto	6
4 Reversión de los términos de intercambio favorables en 2016 dificultará el ajuste de la cuenta corriente	9
5 Escasa consolidación fiscal	12
6 ¿Nueva estrategia contra la inflación?	14
7 La competitividad mejora de manera marginal	16
Recuadro 1. Riesgo de una devaluación sobre el sector privado uruguayo	18
8 Tablas	22

Fecha de cierre: 20 de noviembre de 2015

1 Editorial

El escenario externo continuó deteriorándose en 2015. Las crecientes dudas sobre la recuperación de China sumado a la proximidad del ciclo alcista de tasas de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, ha inducido un mayor descenso de los precios de las materias primas, un incremento de la percepción de riesgo de las economías emergentes, salidas de capitales de esos países y depreciaciones de sus monedas. En este contexto de mayor debilidad que la prevista, sobre todo en las economías emergentes, estimamos que el PIB mundial avanzará 3,2% en 2015 (3,4% el año previo) y 3,5% en 2016, en ambos casos dos décimas de punto porcentual por debajo de nuestra previsión anterior.

Luego de una década de crecimiento anual promedio de 5,4%, la economía de Uruguay da señales de entrar en un nuevo ciclo con tasas de expansión convergentes al producto potencial de largo plazo. La demanda interna, motor principal de la expansión de estos últimos años, ya muestra signos de fatiga en un escenario laboral con incipiente deterioro y salarios reales que entran en una dinámica de desaceleración. Así, la actividad crecerá 1,7% este año y 1,5% en 2016, la inversión recogerá el relanzamiento de los proyectos con participación pública y privada compensando parte de la caída de la demanda externa y la pérdida de dinamismo del consumo.

El presupuesto plurianual ha mostrado la escasa ambición del gobierno para cerrar la brecha fiscal al proponer una consolidación de apenas 1pp de PIB en 5 años, otorgando un importante peso de la mejora al resultado de las empresas públicas. Esperamos que 2015 termine con un déficit global de 3,3% del PIB, determinado en gran parte por el servicio de la deuda, ya que el resultado primario será ligeramente negativo (-0,1% del PIB). Para 2016 no prevemos cambios significativos en las cuentas públicas con un déficit global de 3,2% del PIB porque el menor aumento de los ingresos no logra ser compensado por menores gastos debido a que 70% de las partidas con inflexibles a la baja.

Los términos de intercambio sufrirán un leve retroceso en 2016, tras la ganancia acumulada en los últimos años ya que esperamos que el precio del petróleo se recupere en mayor medida que los commodities agrícolas. El déficit en cuenta corriente se reducirá hasta 3,7% del PIB gracias a la mejora de la balanza comercial y del aporte del sector de Turismo. Para 2016 no prevemos una mejora significativa, la cuenta corriente sería de -3,6% del PIB, mejora marginal originada principalmente en la menor demanda de petróleo importado.

A pesar que el Banco Central ha cumplido con las metas asumidas, en materia de política monetaria, seguimos pensando que dichas metas siguen siendo insuficientes para lograr adecuar los niveles de inflación al rango meta propuesto por el mismo BCU.

La inflación se mantendrá otro bienio por sobre el rango objetivo de 3%-7% al alcanzar 9,2% en 2015 y 8,5% en el año próximo debido a la menor presión de la demanda, devaluación más contenida y el sostenimiento de la política monetaria contractiva. No descartamos mayor utilización de herramientas heterodoxas para la contención de precios. La novedad positiva es que ante la persistencia de la inercia inflacionaria, el gobierno ha instrumentado un nuevo esquema de pautas salariales basadas en incrementos nominales decrecientes con el objetivo de desactivar el principal mecanismo de indexación, pero aún se han firmado pocos convenios bajo el nuevo esquema como para tener un veredicto claro sobre su capacidad de quebrar la indexación salarial.

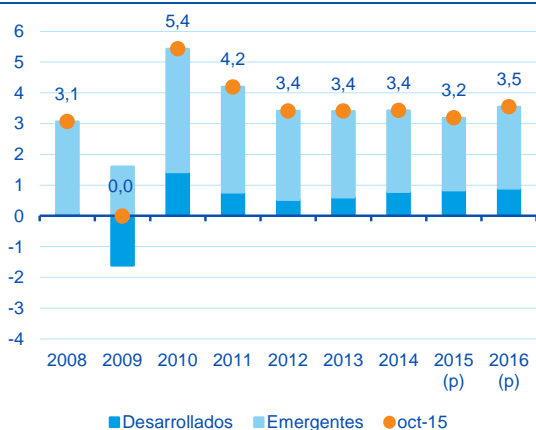
La incipiente mejora en términos de competitividad de Uruguay, medida por el tipo de cambio real multilateral y por los salarios en dólares ajustados por productividad industrial ha restado presión al tipo de cambio nominal. Esperamos que 2015 la cotización del dólar se ubique en torno a los \$31, mientras que para 2016 se deslice más moderadamente hasta \$33,7 por dólar.

2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría encadenado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014 debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas

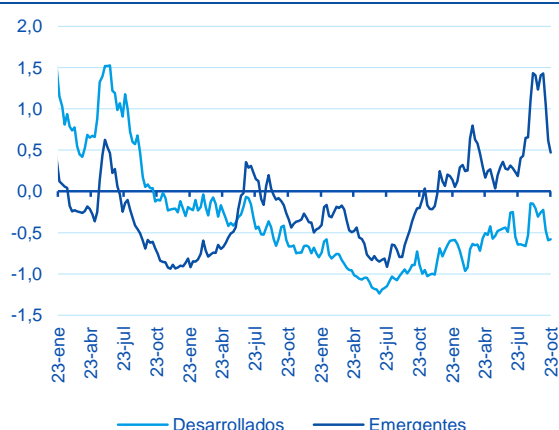
De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (gráfico 2.1) y con una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tasas de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un shock financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular.

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería el 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la Fed y el inicio de la primera subida de tasas de interés, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de tasas de interés se antoja muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un shock financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de las tasas de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tasas de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no caiga por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en el 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por el relanzamiento de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro parecería impulsar a BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado.

3 La demanda interna ajusta más rápido de lo previsto

Sorpresa negativa en el PIB del 2T-15

Si bien esperábamos una desaceleración de la actividad, el dato publicado por el Banco Central sorprendió negativamente dado la fuerte contracción que se registró en el 2T-15. En efecto, la actividad pasó de crecer 4,5% a/a (cifra que se revisó al alza desde un 4% a/a publicado anteriormente) durante el 1T-15 a caer 0,1% a/a en el 2T-15. En términos desestacionalizados, el PIB cayó 1,8% respecto del 1T-15.

Si bien durante el período relevado la actividad sufrió los efectos de la sequía, lo cual tuvo un fuerte impacto negativo sobre la generación hidroeléctrica, lo cierto es que la mayoría de los sectores muestran desaceleración en su crecimiento, siendo la industria manufacturera el único sector que hasta entonces se mantenía dinámico.

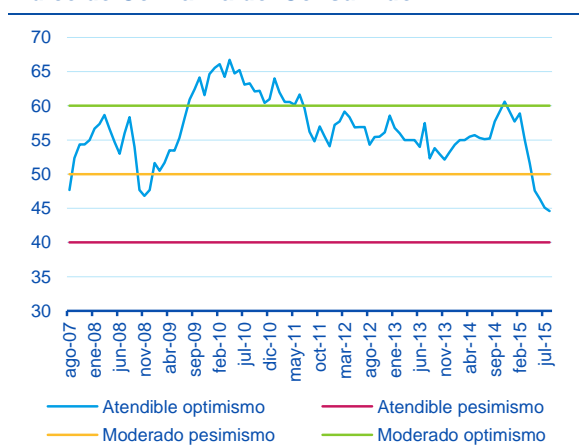
La falta de lluvias determinó una caída en el Sector *Electricidad, Gas y Agua* del 58,5% a/a, lo que tuvo una incidencia de -1,6% a/a en el PIB del 2T-15. Con la normalización del registro de lluvias en los meses recientes, ese efecto puntual y transitorio debería revertirse y traducirse en una mejora en la contribución de este sector al crecimiento.

Desde el enfoque de la demanda, sorprendió la caída del 1,1% a/a del consumo privado en el 2T-15 (con una incidencia de -0,8% en el PIB). Si bien esperábamos una desaceleración del consumo privado, anticipado por las expectativas de mercado y una confianza del consumidor que ha quebrado el límite del “moderado pesimismo” según el relevamiento de Equipos, el ajuste fue bastante mayor al previsto, como puede apreciarse en el gráfico 3.1. Uno de los factores que pesan en el humor de los consumidores es el deterioro que poco a poco se observa en el mercado laboral uruguayo. La tasa de desempleo viene aumentando y ya en septiembre se ubicó en torno al 8%. Por otra parte el salario real continúa creciendo pero por debajo de lo que crecía los años previos, lo que hace que los consumidores cuenten con un menor poder adquisitivo y moderen sus gastos.

La industria sin el efecto diferencial de Montes del Plata no crece en 3T-15

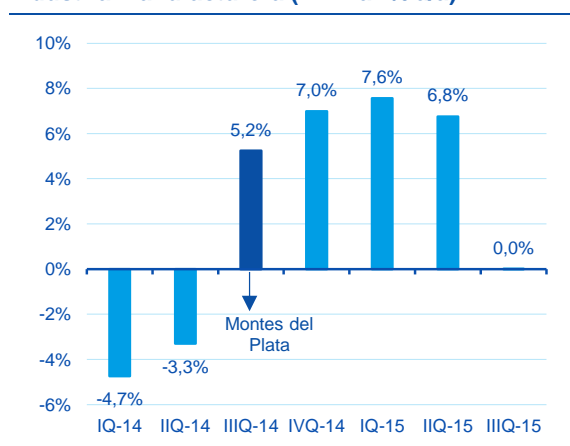
La información relevada por el Instituto Nacional de Estadística dio cuenta del deterioro de la actividad industrial durante el 3T-15. Luego de más de un año expandiéndose, la producción de las industrias manufactureras acusó una caída interanual del 1,2% durante el mes de agosto y 5,8% en septiembre, con lo cual no esperamos un aporte positivo de este sector al PIB del 3T-15, ya que estas caídas compensarían la suba de julio de 7,3% a/a, como puede verse en el gráfico 3.2. Más aun considerando que recién en este último trimestre del año se estaría dejando de lado el “efecto Montes del Plata” que provocó un salto en la producción entorno al 1% del PIB cuando empezara a operar en el 3T-14.

Gráfico 3.1
Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Consultora Equipos y BBVA Research

Gráfico 3.2
Industria manufacturera (IVF Var % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Revisión a la baja para nuestro escenario de crecimiento...

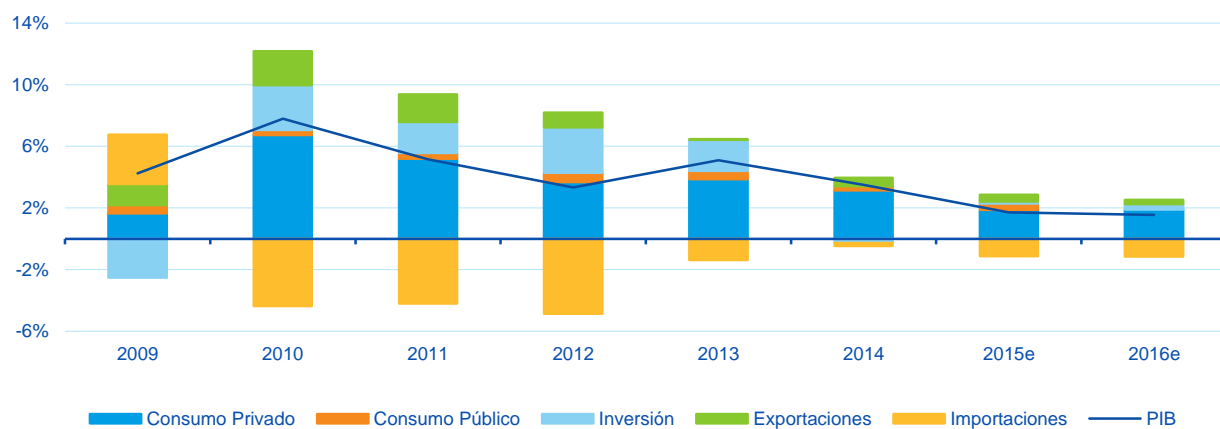
En base a lo anterior, revisamos a la baja la previsión de crecimiento para 2015 hasta 1,7% (desde 2,4%). Si bien es probable un rebote de la actividad en el IIIT-15 con la normalización de la hidráulicidad, el contexto externo a nivel global se ha deteriorado significativamente y lo que resulta más complicado aún es que los principales socios comerciales de Uruguay (Brasil, China y Argentina) están atravesando coyunturas difíciles con lo cual no podemos prever un aporte significativo de la demanda externa para compensar la desaceleración del consumo doméstico.

Para el año 2016, revisamos el crecimiento desde 2,1% hasta 1,5%. En esta nueva previsión, se tiene en cuenta no sólo el empeoramiento del contexto regional, en particular de Brasil, sino también el menor dinamismo de la demanda interna ya observado en 2015, como puede advertirse en el gráfico 3.3. En particular, el consumo privado continuará afectado por bajos niveles de confianza y un mercado laboral más deteriorado.

Sin embargo, también considera el efecto positivo que sobre la inversión tendrá la ejecución de los proyectos en infraestructura (licitación de las rutas 21 y 24 ya realizada y 6 nuevos paquetes de corredores viales a licitar el año próximo) y en el sector de energías renovables previstos para 2016 a partir del nuevo impulso que podría tomar la inversión con participación público-privada, que con mejoras en los diseños de las licitaciones contará además con el financiamiento de un fideicomiso constituido por la Corporación Andina de Fomento (CAF) para financiar la fase de construcción de infraestructura y su riesgo.

Estimamos que el próximo año se producirá un quiebre en la tendencia decreciente del nivel de actividad para poder iniciar luego una trayectoria de variación del PIB que converja con el Potencial que estimamos ronda 2,9% anual.

Gráfico 3.3
PIB por componente de Gasto: contribución al crecimiento (%)



Fuente: BCU y BBVA Research

4 Reversión de los términos de intercambio favorables en 2016 dificultará el ajuste de la cuenta corriente

En 2015, la mejora lograda en el intercambio comercial se traslada a la cuenta corriente...

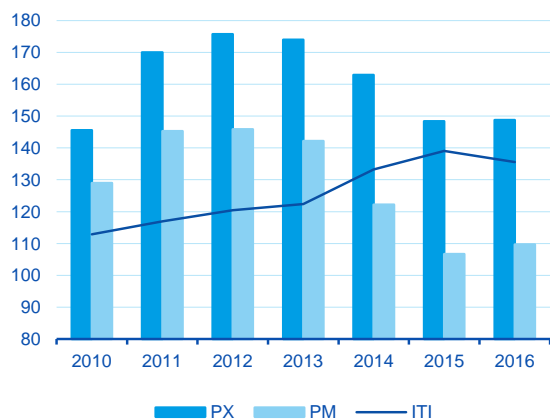
Durante el primer semestre del año la cuenta corriente arrojó un déficit de poco más de USD 1,0 mil millones, prácticamente la mitad del observado en el 1S-14. En términos del PIB, la cuenta corriente durante los últimos 12 meses a junio se ubicó en 4,2% mientras que un año atrás este guarismo alcanzaba a 5,1% del PIB. Este avance viene prácticamente determinado por la mejora del resultado comercial: tanto de bienes como de servicios reales.

En lo que se refiere al comercio de bienes, la descomposición de las exportaciones e importaciones entre precio y cantidad a lo largo de 2015, nos muestra el fuerte impacto de la caída del precio de los commodities por un lado y del mayor deterioro contexto internacional y regional por otro lado.

Durante 2015 la ganancia de los términos de intercambio estaría en el orden del 4,3% respecto del año previo, como lo muestra el gráfico 4.1, y está relacionada por la fuerte baja del precio del petróleo, que Uruguay necesita importar en mayor cuantía cuando se produce una sequía como la de este año, y cuyo abaratamiento pudo más que compensar el efecto de la baja generalizada de los productos agrícolas que se encuentran entre los principales exportables del país.

Gráfico 4.1

Términos de Intercambio revertirían en 2016



Fuente: BCU, Haver y BBVA Research

Tabla 4.1

Exportaciones: principales destinos y productos

Principales exportaciones acum. Enero-septiembre

Destino	Producto	Var.% acum a/a	% participación
China	Soja	-31,2%	47,1%
	Carne	83,0%	31,5%
88,5%	Lana y tejidos	23,8%	9,8%
Brasil	Lácteos	75,0%	17,4%
	Plásticos	-26,9%	12,1%
	Vehículos	-33,4%	8,8%
38,2%			

Fuente: Uruguay XXI y BBVA Research

Las cantidades, tanto exportadas como importadas han comenzado a mostrar caídas interanuales más pronunciadas durante el 3T-15, evidenciando el menor dinamismo de la economía doméstica como así también por el deterioro del contexto internacional. Como puede apreciarse en la tabla 4.1 que muestra el comportamiento del 88,5% de las exportaciones a China y 38% de las exportaciones a Brasil, si bien las colocaciones de algunos productos todavía continúan incrementándose, las importaciones de los dos principales socios de Uruguay están mostrando caídas en productos claves, sumando tanto efectos en precios pero también en cantidades –principalmente en Brasil– lo que repercute negativamente en el saldo comercial.

Considerando los meses transcurridos y la tendencia observada, estimamos que para todo 2015 las exportaciones se reducirán 9% a/a y las importaciones lo harán en un 13,5% a/a, ambas medidas en dólares corrientes, lo que repercute positivamente sobre el saldo comercial. De esta manera el déficit comercial alcanzaría a unos USD 1.900 millones, esto es, una mejora de casi USD 500 respecto del año 2014.

... y también la recuperación del turismo

Además de la mejora en el saldo comercial también se registró durante 2015 una mejora en el sector de Turismo que constituye una importante fuente de ingreso de divisas al país. Según fuentes oficiales en los primeros 9 meses del año, la cantidad total de turistas aumentó casi un 8% respecto de igual período de 2014, siendo los que más crecieron los de nacionalidad argentina (+14,4%) pudiendo más que compensar las caídas observadas en el número de turistas ingresados desde otros países de la región (Brasil -2,2% a/a, Paraguay, -10,3% a/a y Chilenos -10,3% a/a).

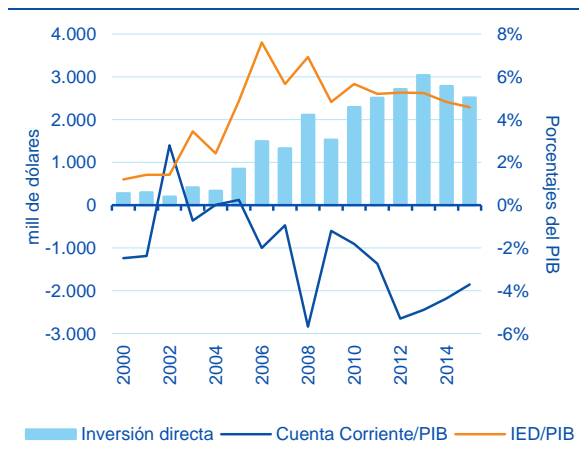
En materia de divisas, en 2015 llevan ingresados USD 1.400 millones por turismo, equivalente a un 2,6% del PIB; lo que significa un crecimiento de casi 9% respecto de los ingresos registrados en igual período del año anterior, con lo cual estimamos que todo 2015 cierre con una mejor performance que el año 2014 (gráfico 4.3). También la caída del turismo emisivo durante los primeros tres trimestres (-6,7% a/a en el número de turistas uruguayos al exterior y -14,8% a/a el gasto realizado) refleja la depreciación del tipo de cambio y ayuda a mejorar la balanza de turismo y en consecuencia, la cuenta corriente.

Estas mejoras en el intercambio de bienes y servicios permitirán acceder a una mejora en la cuenta corriente la que se ubicaría en torno al 3,7% del PIB para todo 2015, ya que las Rentas se mantienen prácticamente sin cambios respecto del año previo.

Para 2016, no prevemos una mejora significativa en el resultado por cuenta corriente (rondaría 3,6% del PIB). Los términos de intercambio caerían el próximo año un 2,3% de acuerdo a nuestras proyecciones (gráfico 4.1) revirtiendo marginalmente la mejora lograda en los últimos años mientras que las cantidades exportadas no tienen una gran expectativa de crecimiento ante el complicado panorama internacional. Sin embargo, el resultado comercial se mantendría estable si, como esperamos, las compras de petróleo se reducen –por menor necesidad de importar para cubrir la producción eléctrica frente a la normalización del clima- y el resto de las importaciones tampoco crece atento al menor nivel de crecimiento esperado para Uruguay en relación a los años previos.

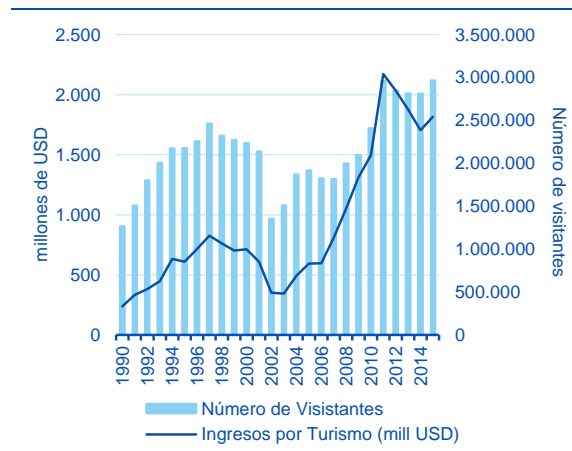
Por su parte, el turismo podrá aportar -aunque menos que en 2015- ya que tanto en Argentina como en Brasil los panoramas lucen más complicados y con tipos de cambios más devaluados en comparación con Uruguay.

Gráfico 4.2
Balanza de Pagos: déficit externo se financia con IED



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 4.3
Los ingresos por turismo siguen siendo relevantes



Fuente: Ministerio de Turismo de Uruguay y BBVA Research

La IED sigue financiando el déficit de ahorro interno...

Afortunadamente, a pesar del complicado panorama internacional, el flujo de inversiones directas siguió ingresando durante este período para poder financiar el déficit en cuenta corriente. Solo en el 1S-15 ingresaron USD 1.256 millones, cifra que anualizada alcanza al 4,5% del PIB estimado para 2015 (gráfico 4.2). El interrogante que se nos plantea en este punto es si los flujos de capitales podrán seguir ingresando a Uruguay en vista de la falta de proyectos de inversión de gran envergadura como los que se llevaron a cabo hasta el año pasado y en un contexto de mayor incertidumbre internacional. El relanzamiento del programa de inversiones con participación público-privada es oportuno para captar más inversión del exterior, más allá de los grandes proyectos que fueron financiados enteramente con IED en el pasado.

5 Escasa consolidación fiscal

La menor actividad repercute en la recaudación tributaria

Si bien la recaudación tributaria (DGI), que representa la mayor parte de los ingresos del gobierno, acumulada a septiembre de 2015, muestra un crecimiento de 2,1% en términos reales, la misma está fuertemente influenciada por impuestos a la renta pagados en gran parte por las empresas públicas y el IMESI (grava combustibles, tabaco, automotores) que sufrió un ajuste en la alícuota a comienzos de año y que con ello pudo lograr un crecimiento del 9,2% a/a en términos reales. En resto de los impuestos relacionados directamente a consumo y la actividad han caído como el al IVA (que determina la mitad prácticamente de la recaudación DGI) tuvo una caída del 1,9% a/a en términos reales, evidenciado el debilitamiento del consumo privado.

Por otra parte, dado que el gobierno tiene como prioridad la contención de la inflación -que ya se encuentra en niveles incómodamente elevados- en años anteriores ha regulado las tarifas de las empresas públicas de manera de evitar que éstas impacten en precios aunque con ello incurriera en un costo fiscal. No podemos descartar similar política en los últimos meses de este año.

El problema sigue siendo la inflexibilidad del gasto a la baja...

El mayor problema fiscal radica en la imposibilidad de moderar el gasto, el cual crece a una tasa mayor que los ingresos. Medidos en términos reales, los últimos 12 meses a septiembre de 2015, los ingresos totales del gobierno (incluidos Banco de Previsión Social y Empresas Públicas) crecen 0,4% a/a mientras que los gastos corrientes crecen al 2,6%, impidiendo el cierre de la brecha. La imposibilidad de ajustar las dos terceras partes de los gastos (que cuentan con reglas de ajuste automáticas como salarios y pasividades) resta margen de maniobra para lograr revertir el déficit. El ajuste -aunque insuficiente- está llevándose a cabo por el lado de las inversiones del sector público que acumulan una caída del 10,6% a/a.

... sin embargo, no presentaría un problema de financiamiento

Esperamos que 2015 termine con un déficit global de 3,3% del PIB ya que ante la falta de generación de superávit primario, todo lo pagado en concepto de intereses determinará el resultado operativo. No vemos una mejora para el 2016: el escenario de desaceleración económica continuará, lo que impedirá aumentar los ingresos fiscales mientras que el gasto en términos del PIB se mantendrá relativamente estable (por lo comentado en la sección anterior) como puede verse en el gráfico 5.2. Sin embargo, no creemos que el mantenimiento de este déficit 2015/2016 represente un problema para Uruguay.

La percepción del mercado sobre el bajo riesgo de financiamiento de Uruguay, (reforzado por el Investment Grade a pesar del *downgrade* de Brasil) quedó explícita en la colocación en octubre de un bono por USD 1700 millones con vencimiento en 2027 a una tasa de 4,375% anual, llevando el plazo promedio de vencimiento de la deuda a 15 años. Vale aclarar en este sentido que el Tesoro se encuentra prefinanciado en 18 meses, además de contar con líneas contingentes con Organismos Multilaterales por USD 2.100 millones.

Continuamos destacando una buena gestión de la deuda pública uruguaya. A junio 2015 el total de la deuda alcanzaba a 62,6% del PIB, reduciendo sensiblemente la participación de la deuda nominada en moneda extranjera y a tasa variable. La deuda pública neta de los activos del gobierno (en su gran mayoría, activos de reservas del BCU) se mantiene en 22,9% del PIB.

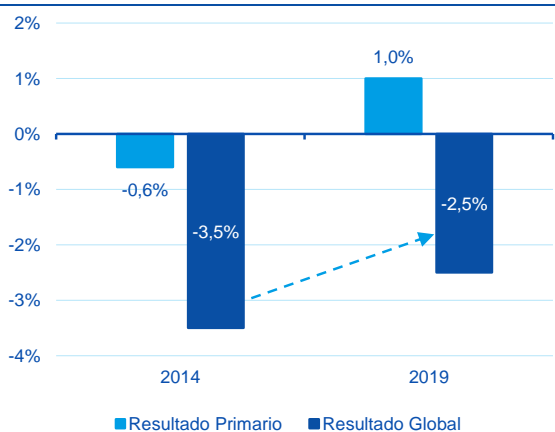
Un presupuesto poco ambicioso: sólo prevé reducir el déficit en un 1% del PIB en 5 años...

Recientemente ha sido aprobada la Ley de Presupuesto presentada por el Gobierno para el período 2015-2019 en donde se plantea la reducción del déficit fiscal operativo desde 3,5% del PIB (2014) hasta 2,5% en 2019 (gráfico 5.1). La reducción de 1 punto porcentual en 5 años luce poco ambiciosa pero lo cierto es que la coyuntura a la cual se enfrenta Uruguay para poder llevar a cabo un ajuste fiscal no es favorable. En líneas generales, el presupuesto prevé un aumento moderado del gasto centrado en los primeros dos años del período al que hace referencia y pone énfasis en la recomposición de los resultados de las empresas públicas.

Con niveles de crecimiento económico mucho más bajos que en la última década (en promedio estimamos que se crecerá un 2,3% en el período 2015-19, vs. 5,2% del promedio de los últimos 10 años) las chances de lograr mayores incrementos de la recaudación en términos reales son bajas. Por otra parte, a pesar de que el presupuesto estima un aumento moderado del gasto, la elevada proporción del gasto corriente en salarios, pasividades y contratos previos lo vuelve inflexible a la baja (un 70% del gasto primario) con lo cual ajustes más sustanciales por el lado de recortes de gasto corriente lucen también muy poco probables.

Gráfico 5.1

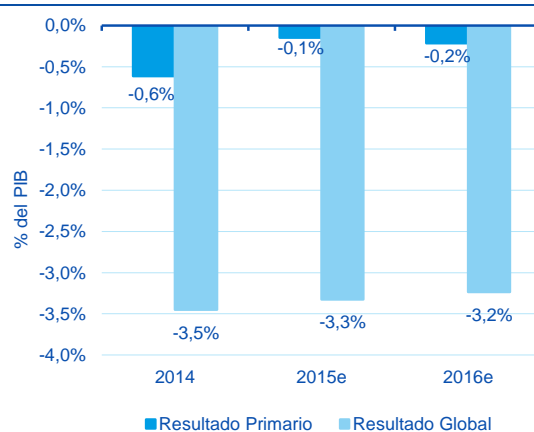
Presupuesto: ajuste poco ambicioso



Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 5.2

Ausencia de superávit primario



Fuente: MEF y BBVA Research

Si bien los considerandos del presupuesto reconocen el empeoramiento de las condiciones internacionales, el escenario que se tuvo en cuenta para realizar las principales proyecciones fiscales de los próximos años resulta, a nuestro juicio, bastante optimista. El Gobierno prevé un crecimiento económico para los próximos 5 años que acelera gradualmente desde 2,5% en 2015 hasta 3% en 2019, menor devaluación del tipo de cambio –especialmente en los primeros años del período- y una tasa de inflación promedio que converge al rango BCU más rápido que lo que estimamos en BBVA Research.

Este panorama, planteado por el Gobierno, resulta bastante optimista en comparación con nuestro escenario macroeconómico, y aun así la mejora en las cuentas públicas no es muy significativa a lo largo del quinquenio. Si finalmente, el escenario macro no resulta como el que prevé el Gobierno, y no se pueda ajustar más rápidamente a la baja el gasto (ver más arriba) deberían plantearse medidas adicionales, quizá desde el lado impositivo, que permitan recomponer las cuentas fiscales a través de una mayor recaudación tributaria.

6 ¿Nueva estrategia contra la inflación?

Transcurridos 10 meses de 2015, los precios acumularon un incremento de 9,57%, mientras que en el mismo período del año pasado la variación alcanzaba 8,68% como resultado de una inflación promedio mensual de 0,92% para el período en 2015 y de 0,84% en 2014. Sin embargo, observando el IPC por sus componentes se revela que la inercia del proceso inflacionario no cede, tal como lo explicita la inflación subyacente que registró una variación mensual promedio de 0,82% para los primeros 10 meses de 2015, casi idéntica al 0,83% del mismo lapso de 2014. Por su parte los precios administrados, que representan un 21% de la canasta relevada por el IPC y fueron destacados protagonistas de la desaceleración del año pasado, muestran una tendencia alcista en lo que va de 2015 (gráfico 6.1), al crecer 1,19% mensual promedio desde enero a octubre claramente por encima del 0,79% mensual promedio observado en el mismo período durante 2014.

La presión sobre los precios del próximo año provendrá, al igual que en los años anteriores aunque con menor intensidad, básicamente de la demanda doméstica atizada por ganancias de salarios reales no necesariamente correspondidas con aumentos de productividad. Luego de un largo período, donde la indexación salarial fue uno de los mecanismos más relevantes en la transmisión de la inflación, el gobierno ha decidido un cambio de estrategia. Así, la autoridad ha implementado un nuevo esquema de pautas salariales¹ que consisten en acuerdos por 24 o 36 meses de aumentos salariales nominales decrecientes de manera de compatibilizar los aumentos de las remuneraciones con los niveles de inflación pero no garantizar continuamente incrementos en los salarios reales que no puedan ser absorbidos por el crecimiento de la productividad de las empresas.

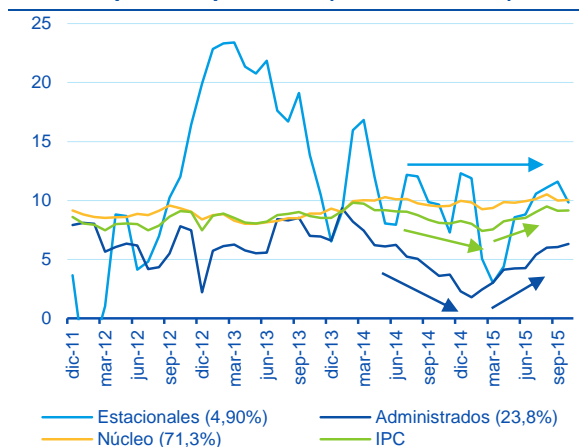
El vencimiento de todos los acuerdos salariales del esquema anterior, que aseguraba ganancias en términos reales, en lo que resta del presente año y durante 2016 agrega urgencia a la necesidad de mostrar en el corto plazo una inflación más moderada y compatible con los aumentos de precios presentados en los nuevos acuerdos.

En línea con este diagnóstico y la alta propensión del gobierno a la utilización de herramientas de corte heterodoxo, se entiende la implementación de un nuevo acuerdo de congelamiento de precios, esta vez por un período más prolongado, desde 01.nov.15 hasta 31.ene.16, y mayor cantidad de familias de productos que se suma a la rebaja de combustibles realizada por ANCAP en octubre.

Estimamos que las probabilidades de instrumentación de este tipo de medidas heterodoxas han aumentado puesto que el BCU necesita contención del traspaso a precios, por los motivos antes expresados, de la necesaria corrección cambiaria. Si bien la autoridad monetaria ha cumplido los objetivos de política, a través de los crecimientos del agregado de referencia, estimamos debería haber actuado con mayor agresividad con el fin de torcer la inflación hacia el centro del rango meta.

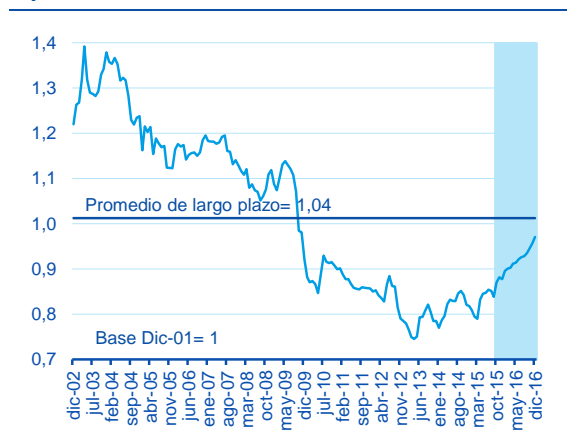
1: El nuevo esquema de negociaciones salariales propuesto por el gobierno se basa en aumentos nominales decrecientes en períodos de 2 a 3 años, con una cláusula de salvaguarda automática de recomposición que se dispara en caso que la inflación acumulada en el primer año de vigencia del acuerdo superase el 12% a/a y "ajustes correctivos" cada dos años para la diferencia del acumulado de los precios con los ajustes otorgados. Para definir las pautas y contemplando la heterogeneidad de los sectores de la economía, las partes deben tabularse de manera voluntaria en 3 grupos considerando su desempeño, siendo los incrementos proporcionales al dinamismo del sector ocupado. La idea de la reforma es hacer converger los salarios hacia niveles acordes a la evolución de los precios y que las ganancias reales se correspondan a incrementos de productividad, teniendo en cuenta el desempeño sectorial.

Gráfico 6.1
Inflación por Componentes (variación % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 6.2
Tipo de cambio real multilateral Base dic 2001= 1



Fuente: Haver y BBVA Research

La conjunción de las expectativas de menores presupuestos de gasto de las familias en un mercado laboral más deteriorado, una menor devaluación a la observada en 2015 y el sostenimiento de un perfil astringente de la política monetaria, nos lleva a estimar una inflación de 8,5% para el año 2016 (9,2% para 2015). A modo de corolario, al observar el promedio de 8,5% de aumentos de remuneraciones según las pautas asignadas por el gobierno para los sectores con desenvolvimiento normal en el primer año de vigencia de los convenios surge que, el propio gobierno descuenta un nuevo año de incumplimiento del rango meta de 3%-7% del BCU.

7 La competitividad mejora de manera marginal

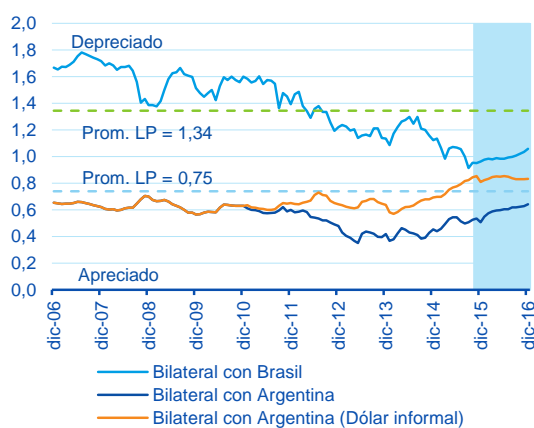
Esta menor inflación determinará para 2016 una leve ganancia de competitividad medida por el tipo de cambio real multilateral que relaciona las monedas e inflaciones de los socios comerciales ponderados por el comercio con cada uno de ellos con Uruguay (gráfico 6.2). En este sentido, a fines de 2015 el tipo de cambio real multilateral acumularía una depreciación de solo 10% respecto de fin de 2014, pese a que la devaluación nominal del peso uruguayo terminaría cerca del 28% a/a; esto es así dado que el efecto de la mayor devaluación nominal del peso uruguayo fue contrarrestado en parte por la fuerte depreciación de sus vecinos (Brasil= 50% y Argentina = 27%).

La combinación de las devaluaciones (e inflaciones) previstas por BBVA Research para los principales socios comerciales -con mayor ponderación en el Multilateral- llevará a que durante el año 2016, a pesar de tener una menor depreciación nominal que la observada en 2015, siga mejorando su competitividad (multilateral), es decir se deprecie en términos reales.

Al considerar los tipos de cambio reales bilaterales respecto de Brasil y Argentina (gráfico 7.1) se observa que durante los últimos meses se ha acentuado la pérdida de competitividad frente a Brasil (quien devaluó casi el doble que Uruguay a lo largo de 2015) aunque durante 2016 podría comenzar a revertir el proceso, aunque sólo marginalmente. Frente a Argentina, en cambio Uruguay ha mostrado una mínima ganancia de competitividad (se ha depreciado relativamente) que se ve aumentada si en los cálculos incorporamos el dólar informal de Argentina (que tiene mayor incidencia en los intercambios de turismo) en lugar del oficial.

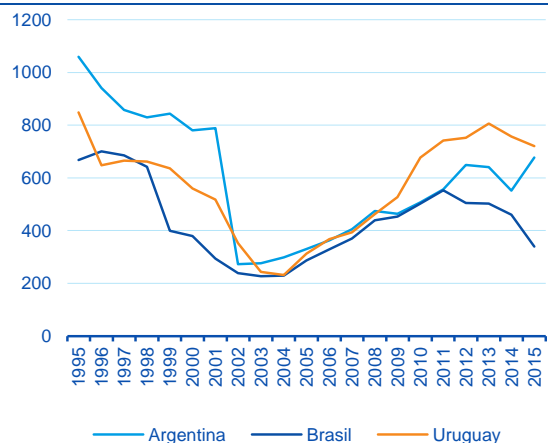
Otra forma de ver la incipiente mejora en la competitividad de Uruguay frente a sus vecinos es comparar los salarios en dólares constantes ajustados por productividad en la industria de cada uno de los países.

Gráfico 7.1
Tipo de Cambio Real Bilateral (índice base dic-01=1)



Fuente: BCU, BCRA, BCB y BBVA Research

Gráfico 7.2
Salarios medios en dólares constantes (1995) de la Industria ajustados por productividad



Fuente: INE, CIU, INDEC, Haver y BBVA Research

En el gráfico 7.2 podemos ver que en los últimos años los costos laborales de Uruguay habían crecido respecto de Argentina y de Brasil, marcando una pérdida de competitividad para las exportaciones manufacturadas. A pesar que en el último bienio, Uruguay ha comenzado a recortar la diferencia al aumentar la devaluación del tipo de cambio y hacer caer los salarios en dólares, estos siguen estando por encima de los correspondientes a sus vecinos, aún ajustados por productividad. Se advierte, además, como

la brecha aumenta respecto de los salarios de Brasil ya que éstos tienen incorporados la fuerte depreciación del Real en 2015, con lo cual la mejora de Uruguay se desluce en términos comparativos.

En 2016, estimamos que la economía uruguaya continuará ganando competitividad con una devaluación moderada del peso cercana al 9%. En este sentido, acompañará el encarecimiento global del dólar pero evitando un ajuste brusco en sintonía con el diagnóstico oficial respecto de la proximidad del tipo de cambio observado actualmente respecto al de equilibrio. Finalmente, la predisposición y capacidad en reservas para moderar cualquier variación brusca en la demanda de divisas del mercado cambiario contribuirá a contener la tasa de depreciación.

Lo anterior nos lleva a concluir que el BCU dispone de los medios necesarios para actuar con discrecionalidad en el mercado cambiario y podrá gestionar una devaluación de modo tal que no generar presiones elevadas en el sistema de precios, para suavizar el *pass-through* con la ayuda de la política monetaria y salarial. Así el tipo de cambio terminará 2015 en \$31,0 por USD y \$ 33,7 a fin de 2016 sin comprometer significativamente el ritmo de variación de los precios.

Recuadro 1. Riesgo de una devaluación sobre el sector privado uruguayo

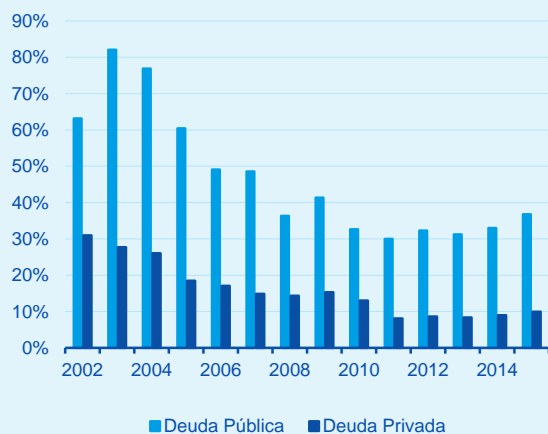
Se reduce el endeudamiento en moneda extranjera

La envergadura y configuración de la dolarización de la economía uruguayo hacen relevantes de estudio los efectos de una devaluación. Antes de abordar la situación en detalle conviene aclarar que la dolarización óptima no es la ausencia de activos y pasivos en moneda extranjera en los balances de los agentes económicos sino aquella posición que permite realizar una cobertura adecuada de los riesgos cambiarios según la actividad del propio agente y sus principales relacionados.

Es necesario en primer lugar indagar brevemente el sector público como actor determinante del riesgo para el resto de la economía.

La deuda externa total de Uruguay a junio de 2015 sumaba USD 25.411 millones, esto es, un 46,5% del PIB; valor alcanzado luego de llevar adelante un proceso de reestructuración de la deuda pública tras la crisis de 2002. La deuda externa correspondiente al sector público (gráfico R.1.1) marcó un máximo de 82,1% del PIB (2003) para luego mejorar en los años subsiguientes hasta la actualidad (36,6% del PIB), logrando también una mejora sustancial en lo que hace al perfil de vencimientos.

Gráfico R.1.1
Deuda Externa (%PIB)



Fuente: BCU y BBVA Research

La misma situación se ha observado en los indicadores de deuda pública total (interna + externa) nominada en moneda extranjera. La mejora en este caso fue desde un máximo de 98,8% del PIB en 2003 hasta los recientes 29,7% del PIB.

Financiamiento anticipado y acceso a mercados mitigan los riesgos de un Sudden stop

La reducción de los ratios de deuda obedece a la reestructuración realizada en 2005 que pudo ser llevada a cabo en un contexto externo favorable de abundante liquidez y tasas de interés bajas. Además, el enfoque “amistoso” sin quitas de capital logró cimentar la buena reputación que el Gobierno uruguayo ha logrado forjar en los últimos años. La recuperación por parte de Uruguay del *Investment Grade* en abril de 2012, reforzó el acceso continuo a los mercados de crédito y favoreciendo el ingreso de capitales. También le ha permitido al BCU aprovechar este período de bonanza y acumular reservas. De hecho las reservas crecieron más de USD 15.000 millones en los últimos 10 años. Las reservas brutas llegan a un 29% del PIB y si tomamos en cuenta las reservas netas, que excluyen las obligaciones en moneda extranjera con el gobierno y con el sistema financiero (encajes) estas llegan a 9,6% del PIB.

De manera adicional el gobierno ha logrado instrumentar un programa de emisiones de bonos para armar un “buffer” contando así con los recursos necesarios para hacer frente a las obligaciones de deuda de los próximos 18 meses.

Resulta así que el Sector Público no representa un factor de riesgo adicional en caso de una caída abrupta en el ingreso de divisas. En el caso de una devaluación abrupta del tipo de cambio, el servicio de la deuda se encarecerá y aumentará el déficit. Suponiendo que el total de vencimientos previstos para 2016 sean en dólares (posición de máxima), una devaluación de 10% adicional a nuestra previsión de tipo de cambio para ese año llevará a un aumento del déficit estimado en 0,3

puntos porcentuales; pero no se presentarán problemas de liquidez para hacer frente a los vencimientos por los buffers y las reservas con las que cuenta Uruguay.

También mejoraron los ratios de endeudamiento privado con el exterior...

Ahora bien, solo USD 5.415 millones, es decir el 9,9% del PIB, es endeudamiento externo del sector privado, ratio que bajó también notablemente luego de la crisis (27% del PIB en 2003).

Al observar cómo está conformado ese endeudamiento externo se advierte que la mayor proporción está determinada por el rubro *Depósitos Netos*, que están prácticamente determinados por los depósitos de no residentes en el sistema financiero uruguayo, donde aproximadamente el 75% del total corresponde a depósitos de argentinos.

La ausencia de empresas localizadas en Uruguay como emisores de deuda corporativa en mercados internacionales simplifica el análisis del presente trabajo al delimitar el universo de agentes impactados por los efectos macroeconómicos de una devaluación.

Los depósitos de no residentes constituyen el principal pasivo externo del sistema financiero uruguayo

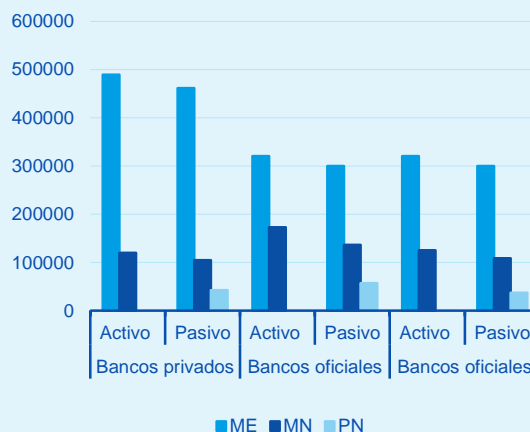
Si bien el sistema financiero uruguayo goza de buena salud, el hecho que mantenga aún un alto grado de dolarización, genera incertidumbres respecto de la ocurrencia de alguna contingencia.

Al analizar los balances por grupos de entidades, se observa que las posiciones activas en moneda extranjeras superan las posiciones pasivas lo que resta un problema de requerimientos de capital en caso de una devaluación (gráfico R.1.2).

Los depósitos totales del sistema ascienden a unos USD 27,7 mM, esto es un 50% del PIB, de los cuales algo más del 80% del total se encuentran nominados en moneda extranjera.

Del total de depósitos en moneda extranjera unos USD 4,5 mM (8,1% del PIB) son de no Residentes (en su gran mayoría argentinos).

Gráfico R.1.2
Balances Sistema Financiero
(Octubre 2015, en millones de pesos)



Fuente: BCU y BBVA Research

En la hoja de los activos de los bancos, el total de créditos al sector privado asciende a 25,6% del PIB de los cuales la cantidad otorgada a no Residentes es marginal (solo el 1% del total) mientras que los préstamos al sector público solo ascienden al 1,6% del PIB.

Gráfico R.1.3
Evolución de Créditos y Recursos (% PIB)



Fuente: BCU y BBVA Research

Tomando el stock promedio mensual 2015, en agosto el 56% del total del crédito (15,8% del PIB) estaba otorgado en moneda extranjera, mientras que los pasivos captados en dicha moneda ascendían al 78% (gráfico R.1.3). Los riesgos de una fuga de depósitos en moneda extranjera

están contenidos por la existencia de abundantes activos líquidos en la misma moneda.

El crédito en dólares al sector doméstico genera un riesgo de tipo de cambio

Según la regulación uruguaya, los fondos en dólares captados por los bancos pueden ser colocados a individuos o empresas independientemente de si generan ingresos en dólares o moneda doméstica generando así un Riesgo Tipo de Cambio Implícito (RTCI) en caso de una devaluación que lleve a la mora sistémica a los tomadores de créditos en moneda extranjera que generan ingresos en moneda local.

Por esto la posible insolvencia de un deudor ante una devaluación, por descortes de moneda de su balance, origina una contingencia en las entidades financieras. Si bien no existen regulaciones que limiten el perímetro de destinos elegibles para las colocaciones en dólares, son varias las normas regulatorias tendientes a moderar el riesgo tipo de cambio.

Estas regulaciones prudenciales incluyen: requerimientos de capital diferenciales para préstamos según sean en moneda extranjera o nacional; provisiones específicas y diferenciadas para préstamos comerciales y de consumo en moneda extranjera; requerimientos de liquidez diferenciales según moneda, residencia del titular y plazos para depósitos, ídem para requerimientos de reservas y limitaciones para posiciones abiertas en moneda extranjera.

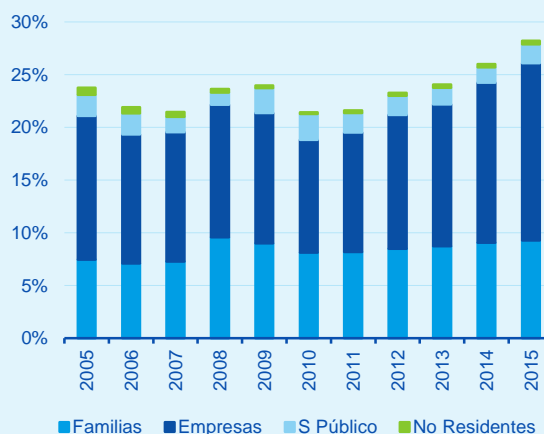
El ejercicio de arbitraje entre tasa y tipo de cambio esperado determina elecciones que pueden pasar de ser las óptimas a contraproducentes de modo muy rápido ante movimientos en el mercado cambiario que a su vez depende tanto de factores domésticos como exógenos.

Por esto la importancia de analizar qué sectores son los mayores deudores del sistema financiero en moneda extranjera para aproximar la exposición del sistema financiero al Riesgo Tipo de Cambio.

Deudores del sistema financiero uruguayo por sectores

Al analizar, los deudores del sistema financiero por sectores (gráfico R.1.4), surge que los mayores tomadores son las empresas que es destino de 59,6% de las colocaciones, seguido por Familias con 32,9%.

Gráfico R.1.4
Crédito por sectores (%PIB) total monedas



Fuente: BCU y BBVA Research

Las familias poco endeudadas en dólares...

En el caso de las familias residentes en Uruguay, un encarecimiento del dólar determinará un empobrecimiento de las mismas dado que amplios segmentos de la oferta son bienes importados.

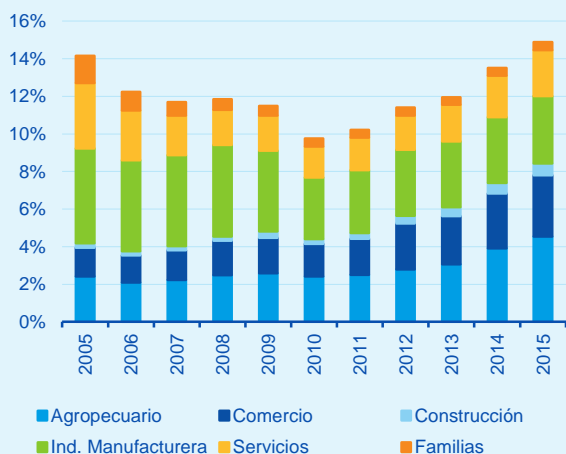
La mayoría de las obligaciones originadas por financiación al consumo de las familias están nominadas en pesos y las hipotecas en unidades indexadas, siendo estas últimas impactadas por efectos de segunda ronda cuando se traslade a precios la devaluación y sea capturado por el índice de indexación de estos contratos.

En última instancia, la consecuente caída del salario real incrementará en términos relativos la carga financiera de las familias, pero sin llegar a un impacto abrupto sobre la posibilidad de honrar la deuda por la ausencia de dolarización de pasivos.

Pero en el universo de las empresas...

El impacto de una devaluación sobre el balance de las empresas relacionadas al comercio exterior, dependerá de la posición neta en moneda extranjera. En términos generales un tipo de cambio más alto resta negocios a los importadores y genera nuevas oportunidades para las ventas de bienes y servicios uruguayos al resto del mundo. Estas recomposiciones de balance son el canal de transmisión al resto de la economía por la vía de los contratos de las empresas con el sector financiero.

Gráfico R.1.5
Créditos por Sectores en ME (% PIB)

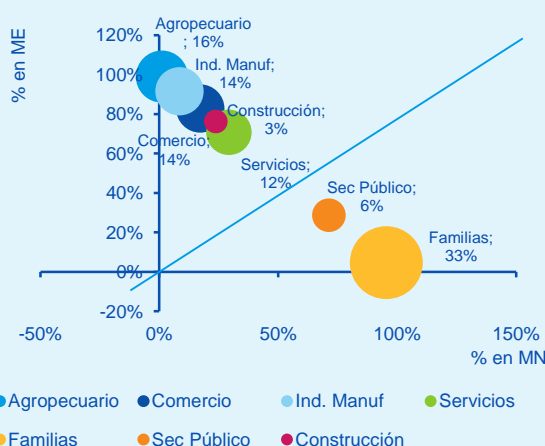


Fuente: BCU y BBVA Research

En lo que respecta al crédito en moneda extranjera otorgado a empresas, la situación es la opuesta a las familias (gráfico R.1.5), dado que en su gran mayoría las colocaciones son en dólares. Cuando se analiza a que sectores corresponden las empresas tomadoras de crédito, los mayores demandantes pertenecen al sector agropecuario, comercio e industrias manufactureras. Salvo en el caso de los comercios y la construcción², entre ambos sectores suman solo el 3,9% del crédito en moneda extranjera en términos de PIB, el resto están muy vinculados con el comercio exterior, generando dólares genuinos, con lo cual se mitigaría el riesgo de tipo de cambio implícito

sobre los balances de los bancos. En el caso de la industria manufacturera, tiene una parte importante de producción que se exporta y otro tanto que se destina al mercado interno. Para el sector no financiero no existen en el mercado local muchos instrumentos para generar cobertura en estas situaciones, como un mercado de futuros con profundidad suficiente salvo contratos de tipo OTC con bancos.

Gráfico R.1.6
Créditos, participación y dolarización (% Total Créditos; % en Mn y ME)



Los sectores ubicados por sobre la diagonal tienen mayor proporción de crédito tomado en moneda extranjera. El tamaño del círculo indica el la participación en el total de los créditos de Bancos al Sector No financiero
Fuente: BCU y BBVA Research

A manera de conclusión, observando la cartera activa promedio del sistema financiero, podemos sostener que la posición asumida por los bancos (gráfico R.1.6), más allá de la calidad crediticia de cada entidad, se encuentra en niveles de aceptación confortable de riesgo tipo de cambio implícito puesto que la exposición del crédito en dólares a sectores no transables es moderada y se ha ido reduciendo desde 2003. La baja proporción de crédito en moneda extranjera fondeado con depósitos morigerada aún más el riesgo. Además, la autoridad financiera ha incorporado regulaciones tendientes a desincentivar este tipo de crédito, aumentando los requerimientos de capital y liquidez para los créditos otorgados en moneda extranjera.

2: Si bien el sector servicios es asumido generalmente como No Transable, en el caso de Uruguay la elevada ponderación de Turismo de Origen extranjero hace que los ingresos del sector están muy correlacionados con la moneda extranjera.

8 Tablas

Tabla 8.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015f	2016f
PBI (% a/a)	3,3	5,1	3,5	1,7	1,5
Inflación (% a/a, fdp)	7,5	8,5	8,3	9,2	8,5
Inflación (% a/a, promedio)	8,1	8,6	8,9	8,6	7,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	19,3	21,3	24,1	31,0	33,7
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,2	20,4	23,2	27,5	32,5
Tasas de interés activa (% promedio)	18,6	17,7	21,5	21,6	23,0
Consumo Público (% a/a)	5,9	5,0	2,5	4,0	1,5
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,7	-2,4	-3,5	-3,3	-3,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,3	-4,9	-4,4	-3,7	-3,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 8.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (%, promedio)
T1 13	4,6	8,7	24,2	17,5
T2 13	6,5	8,1	23,9	15,9
T3 13	3,7	8,9	23,9	16,5
T4 13	5,6	8,6	24,1	20,8
T1 14	3,1	9,6	22,0	22,0
T2 14	3,9	9,1	22,9	21,9
T3 14	3,7	8,7	23,7	21,0
T4 14	3,3	8,1	24,2	21,2
T1 15	4,5	7,7	24,8	21,2
T2 15	-0,1	8,4	26,5	21,2
T3 15	1,5	9,2	28,3	20,6
T4 15	1,0	9,0	30,3	24,5
T1 16	0,9	7,8	31,5	22,6
T2 16	3,1	8,2	32,1	23,1
T3 16	1,1	7,8	32,8	22,8
T4 16	0,8	8,0	33,5	23,5

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 especial 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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@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

Julio Pineda
juliocesar.pineda@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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvarojorge.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
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