

Situación Uruguay

1º SEMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE AMERICA DEL SUR



01 El estancamiento del consumo privado determinará el bajo crecimiento de la actividad económica en 2016 (0,7%). El PIB crecerá 1,5% en 2017.

02 Pocas chances de consolidación fiscal: el gobierno pone de relieve la necesidad de bajar el déficit fiscal aun a costa de precios. En 2016 el déficit se mantiene en 3,5% del PIB.

03 El dólar terminará el año en \$ 35,2 por unidad, y alcanzará \$ 37,1 a fin del próximo, sumando ganancias de competitividad.

04 Inflación: 9,2% en 2016 y 8,7% en 2017; salarios reales contendrán la inercia inflacionaria.

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global frágil y supeditado a China	4
3 La actividad económica crecerá sólo 0,7% en 2016 dado el estancamiento del consumo privado	6
4 Pocas chances de consolidación fiscal en el corto plazo	9
5 Mejora en las cuentas externas se mantiene en 2016	12
6 La inflación se mantiene elevada, ¿hay cambios?	15
Recuadro 1. La persistencia de la inflación en América Latina	17
7 El Banco Central, más agresivo	19
8 Mejora la competitividad de Uruguay se mantendrá hacia 2017	20
Recuadro 2. Exitosa transformación de la matriz energética	21
9 Tablas	25

Fecha de cierre: 20 de mayo de 2016

1 Editorial

El escenario económico global ha mejorado, pero el crecimiento mundial seguirá siendo bajo. Las tensiones en los mercados financieros internacionales se moderaron notablemente a partir de febrero, impulsados por la mejora de los indicadores económicos de China (incluyendo menores presiones bajistas sobre su tipo de cambio), la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed. Con todo, la mejora global continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año.

El crecimiento de América Latina se contraerá -1.1% en 2016 lastrado por Brasil y, en menor medida, por Argentina. El crecimiento en 2016 se verá lastrado fuertemente por Brasil, que volverá a mostrar una caída significativa del PIB (-3.0%), similar a la del 2015. En contraposición, los países de la Alianza del Pacífico seguirán manteniendo un ritmo de crecimiento alrededor del 2,5% en el bienio 2016-2017.

Los tipos de cambio de la región se depreciarán hacia adelante, presionados por la subida de tipos de interés por parte de la Fed y la moderación del crecimiento chino. Después de la apreciación de los últimos tres meses, las depreciaciones cambiarias venideras serán probablemente más intensas y duraderas en Argentina, Brasil por la elevada inflación y la necesidad de aumentar la competitividad externa.

Sin señales de recuperación del consumo privado en Uruguay durante 2016. Con indicadores de confianza del consumidor a un paso de caer en el “atendible pesimismo”, un mercado laboral deteriorado con tasas de desempleo en alza y salarios reales con crecimiento nulo, no esperamos que el consumo pueda dinamizar el nivel de actividad durante este año. La actividad apenas crecerá 0,7% en 2016 y recién recuperará en 2017 (1,5%) de la mano del sector externo y la inversión.

Siguen escasas las chances consolidación fiscal. No veremos en 2016 una mejora del resultado fiscal (-3,5% del PIB) ya que a los menores ingresos producto de la desaceleración económica se suma la inflexibilidad del gasto a la baja y la necesidad de atender contingencias como las ocurridas en la ciudad de Dolores. Sin embargo el gobierno ha mostrado un cambio de prioridad para el gobierno en la atención de los desequilibrios tomando la decisión de cuidar el “Investment Grade” y las cuentas públicas, aún a costa de permitir un desvío mayor en la inflación. De todas formas, la exitosa política de prefinanciación del gobierno aleja cualquier problema para cumplir con los compromisos asumidos.

Términos de intercambio favorables y el cambio en la matriz energética posibilitan una mejora en las cuentas externas. En 2016 continúa mejorando la cuenta corriente, no sólo por una reducción del déficit comercial sino también en la cuenta de servicios reales ya que el turismo vuelve a ser relevante. Este año la cuenta corriente alcanzará a -3,3% del PIB y una mejora adicional se verá en 2017, aquí si el turismo jugará un papel más importante, en particular por los visitantes de nacionalidad argentina que representan más del 50% del total.

La inflación se mantendrá elevada en 2016 y 2017, alcanzando 9,2% y 8,7% respectivamente. La desaceleración de la actividad económica y la maduración de las negociaciones salariales, bajo el nuevo esquema, morigeran la inercia inflacionaria en el mediano plazo. El BCU reforzó el perfil contractivo de la política monetaria, mientras esperamos una política fiscal menos expansiva.

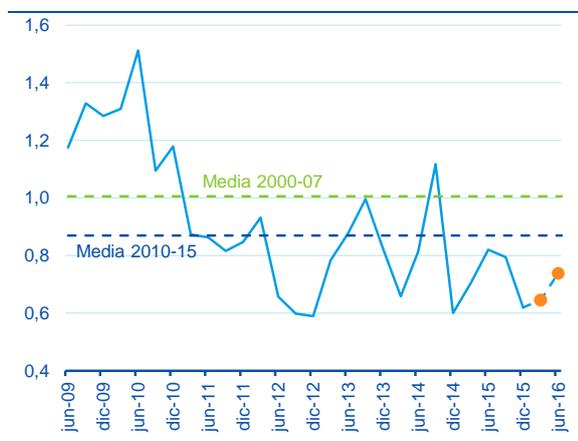
En sintonía con las monedas de la región el peso uruguayo perderá valor frente al dólar que cotizará a \$35,2 por unidad a fin de 2016 y \$ a 37,1 en 2017. A pesar de esta depreciación Uruguay sumará ganancias en su productividad por la recuperación de las monedas de Argentina y Brasil.

2 Crecimiento global frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN¹ cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

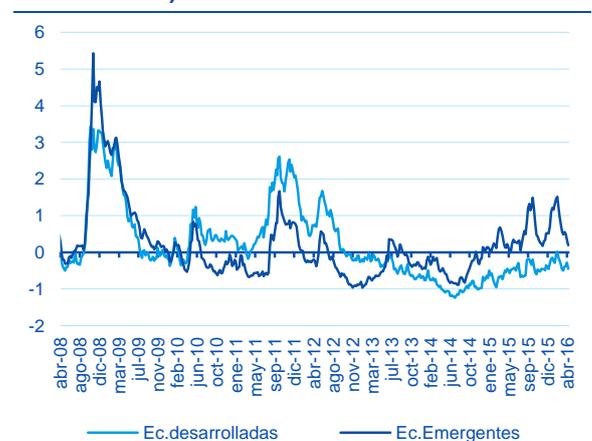
El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Haver

China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en

1: Véase <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

3 La actividad económica crecerá sólo 0,7% en 2016 dado el estancamiento del consumo privado

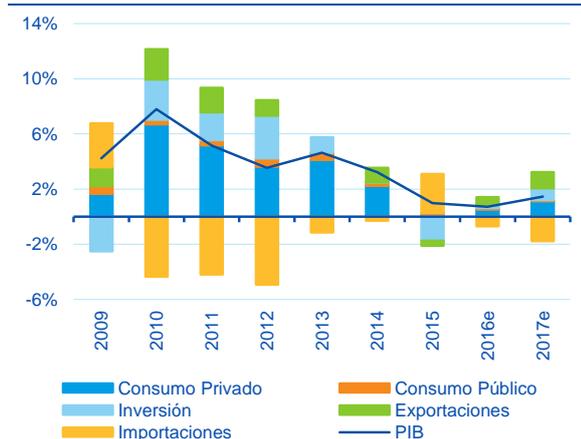
El consumo privado en 2015 al mismo nivel de 2014

En informes anteriores alertábamos sobre la rápida desaceleración que venía mostrando el consumo privado luego de alcanzar el pico de crecimiento en el año 2010 cuando aumentó 9,4% a/a. Esta continua desaceleración se transformó en un virtual estancamiento en el año 2015 ya que el consumo privado no varió respecto de los niveles observados en 2014. De esta forma la demanda interna se contrajo en 2015 (-1,5%) por efecto de la caída en la Inversión (-7,7%) que no pudo ser contrarrestada por el mayor consumo público (+2,6%) y con un consumo privado (que representa el 75% del PIB) sin cambios respecto del año previo. Esta vez el crecimiento, aunque débil, registrado en el nivel de la actividad vino dado por la demanda externa (+2,5%) debido a la contracción de las importaciones que superó de manera notoria a la caída de las exportaciones como se puede ver en el gráfico 3.1.

Al analizar la evolución de la actividad económica a lo largo de todo el año 2015, se advierte que el acotado crecimiento del PIB (1% vs previsión BBVA de 1,2%) estuvo prácticamente determinado por la industria manufacturera cuya incidencia en el mismo alcanzó a +0,7%.

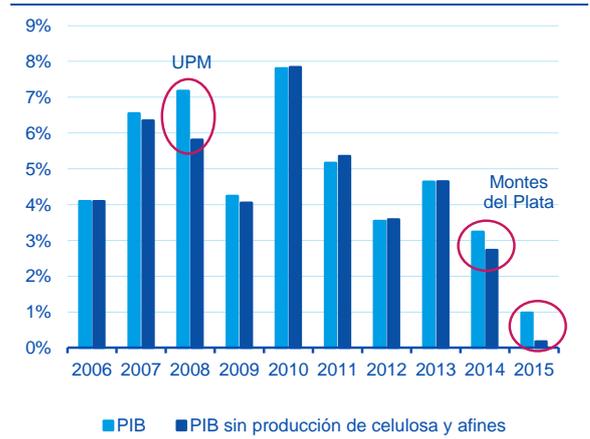
Cabe mencionar que durante los primeros meses del año, la expansión de la industria estuvo impulsada por la puesta a pleno de Montes del Plata pero al cumplirse el año desde el inicio de operaciones, este efecto se diluyó y por ello la industria no creció en el último trimestre de 2015. La contribución al crecimiento de Montes del Plata puede verse en el gráfico 3.2 para los años 2014 y 2015 al igual que ocurrió con la pastera UPM (ex Botnia) en 2008.

Gráfico 3.1
Contribuciones al PIB. Var % a/a



Fuente: BBVA Research en base a información del BCU

Gráfico 3.2
PIB y PIB sin Fabricación de Celulosa, papel y afines Var% a/a



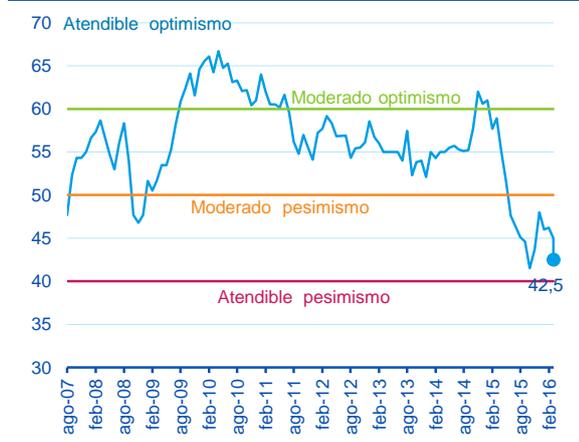
Fuente: BCU y BBVA Research

Sin señales de recuperación del consumo privado en 2016

Desde el punto de vista de la demanda interna, en los primeros meses de 2016 no se advierte ninguna dinamización del consumo privado. La confianza del consumidor (ICC), elaborada por la Consultora Equipos y la Universidad Católica del Uruguay, continuó deteriorándose y se encuentra actualmente boyando en una zona de moderado pesimismo (Gráfico 3.3). El ICC del 1T-16 se ubicó más de un 20% por debajo del 1T-15. Tres son las variables fundamentales que influyeron (e influyen) directamente en este deterioro: en

primer lugar, la devaluación del peso que afecta directamente el consumo de bienes durables -vía precios-; en segundo lugar, los altos registros inflacionarios que siguen deteriorando el poder adquisitivo del consumidor y la percepción de la erosión de los ingresos salariales. Al respecto es importante señalar que en 2016 no se espera un incremento en los salarios reales, tras el cambio implementado en las pautas de negociación colectiva de salarios (ver capítulo de Inflación) sino por el contrario una acotada caída, luego del estancamiento registrado en 2015 que repercutió negativamente sobre el consumo privado (Gráfico 3.4). El mercado laboral continuó deteriorándose en el inicio del año, con una tasa de desempleo del 8% en marzo comparado con un promedio de 7,4% en 2015, lo que también pone límite a la expansión de la demanda interna. No esperamos una recuperación de los niveles de empleo a lo largo de 2016. Aunque la tasa de desempleo seguirá en niveles relativamente bajos para Uruguay (8,3%), en el último año muestra una tendencia creciente desde los mínimos alcanzados (5,7%).

Gráfico 3.3
Confianza del Consumidor



Fuente: BBVA Research en base a información de Consultora Equipos y Universidad Católica del Uruguay

Gráfico 3.4
Índice de salarios reales del Sector Privado Var % a/a



Fuente: INE y BBVA Research

Uruguay no escapa al deterioro de las expectativas de crecimiento mundial: revisamos a la baja el PIB para 2016 / 2017

Las economías emergentes están siendo afectadas por la caída del precio de las materias primas y por depreciaciones en los tipos de cambio. Esto hace que más allá de los desequilibrios internos por los que Uruguay atraviesa, el entorno global y especialmente el regional no sea el más propicio para alcanzar tasas de crecimiento más cercanas al potencial.

El aporte de la demanda externa este año será más acotado que en 2015. La complicada situación de Brasil lleva a una profundización de la contracción económica prevista este año lo que está repercutiendo en un importante deterioro de las cuentas del sector público y privado. Argentina, por su parte, en medio de un reordenamiento de su economía no tiene previsto una expansión del producto para este año, aunque con perspectivas más favorables a partir del próximo año. Finalmente en China, el principal socio extra-regional de Uruguay, existe gran incertidumbre respecto de la transición hacia tasas de crecimiento más bajas y sostenibles en el mediano plazo que influye negativamente en la volatilidad de precios de materias primas.

Esperamos un ligero crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios, en torno al 1% a/a, pero básicamente por el aporte de los servicios reales, en particular turismo. Las cifras oficiales del primer trimestre muestran un récord de visitantes argentinos, aunque con un gasto promedio diario ligeramente inferior al del 1T-15. (ver Sección 5) Esperamos que este rubro vuelva a tener un aporte relevante al

crecimiento como en años anteriores. Las importaciones de bienes y servicios, por otra parte, se mostrarán relativamente estancadas, con un crecimiento prácticamente nulo en su volumen.

Finalmente, las señales del gobierno intentan transmitir algo de optimismo con los anuncios de inversiones en infraestructura (Puerto Nueva Palmira, por ejemplo) y la aprobación de créditos para sectores exportadores, pero el impulso a la inversión tardará en llegar y no será lo suficiente para compensar la pérdida de dinamismo del consumo privado que prácticamente no crecería este año (0,1% a/a). En este sentido, los imprevistos climáticos (inundaciones) sufridos en la región de Dolores y gran parte de la zona agrícola requerirán una especial atención a la inversión para reconstruir parte de los daños, por esta razón estimamos que la inversión, principalmente impulsada desde el sector público mostrará un crecimiento este año de 2% a/a.

Hemos revisado a la baja a 0,7% el PIB de 2016 desde 1,1% que teníamos antes de conocer las cifras del 4T-15, principalmente por la sorpresa negativa que significó un crecimiento nulo del consumo privado el año pasado, variable que ha sido la determinante del crecimiento en los últimos años. Sin embargo desde el lado de la oferta, las cifras preliminares muestran una expansión de la industria del orden del 1,7% a/a en el 1T-16 aunque este guarismo está muy influido por la refinería ya que la industria sin refinería cayó 0,3% a/a en este período. Lo positivo es que luego de caer fuerte en enero (-4,8% a/a) la industria sin refinería muestra valores positivos de crecimiento interanual en febrero y marzo de 2,2% y 1,5% respectivamente, en línea con nuestra previsión de moderado crecimiento en 2016.

En 2017, estimamos un crecimiento de 1,5% con la idea que los desequilibrios internos que se necesita corregir para crecer a una tasa más cercana al potencial demandarán un tiempo mayor al estimado previamente pero que tras un difícil 2016, el aporte de un contexto global menos adverso ayude a lograr mejores resultados. El consumo privado comenzaría a reactivarse (1,5% a/a) en la medida que la inflación comience a ceder y mejore la confianza.

4 Pocas chances de consolidación fiscal en el corto plazo

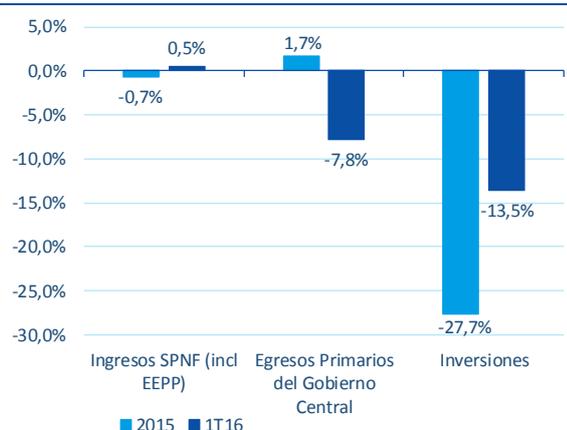
En 2015 se repitió un elevado déficit fiscal equivalente a 3,5% del PIB

En 2015, los esfuerzos para contener el gasto público fueron insuficientes para revertir el elevado déficit del año previo. A pesar de haber disminuido la tasa de expansión del gasto primario hasta 9% a/a (vs 15% a/a el año previo), el gasto público aún se mantiene elevado en relación al PIB (28,7%). El escaso ajuste llevado a cabo en 2015 se focalizó en una significativa baja en inversión pública y, en menor medida, en la contención de los aumentos salariales del sector público que, por primera vez en varios años, se mantuvieron prácticamente estables en términos reales. En efecto el índice de salarios del sector público registró una ligera caída del orden del 0,1% a/a.

En la misma dirección, el resultado de las empresas públicas tuvo un comportamiento favorable durante 2015 ya que algunas de ellas se beneficiaron no solo de la baja en el precio del petróleo sino también de la menor necesidad de importación del mismo gracias a la consolidación del cambio de la matriz energética hacia una con mayor presencia de energías renovables. Sin embargo, el menor crecimiento económico también afectó los ingresos fiscales, dificultando una mejora sustancial en el resultado global de sector público.

En detalle y quitando el efecto de la inflación sobre las cuentas públicas también se verifica que el mayor ajuste vino del lado de las inversiones. Medidos en términos reales, los ingresos totales del sector público (incluidas las empresas públicas) cayeron 0,7% en 2015 y los egresos corrientes aumentaron en 1,7% siempre en comparación con el año anterior, mientras que las inversiones cayeron un 27,7% en términos reales (Gráfico 4.1). Si bien el monto del gasto en inversiones es bajo en relación con el total de erogaciones, este ajuste muestra la voluntad del gobierno de reducir aquellas partidas discrecionales del gasto evitando comprometer el gasto social.

Gráfico 4.1
Ingresos, Gasto Primario e Inversiones: Var. % a/a en términos reales (deflactados por IPC)



Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 4.2
Índice de Salarios Reales para el Sector Público Var.% a/a



Fuente: INE y BBVA Research

Factores transitorios impiden una mejora del resultado fiscal en 2016 a pesar de la prioridad que se da a “cuidar el grado de inversión”

La situación fiscal no parece encausarse en el primer trimestre de este año, por el contrario, al mes de marzo, según las cifras publicadas por el Ministerio de Economía el déficit global trepa al 3,6% del PIB una vez que se corrige el efecto del adelanto de sueldos y pasividades de las cajas Policial y Militar que se registró en marzo 2015 y que en realidad correspondiera a abril de dicho año. A simple vista y sin considerar este punto, el resultado se ubicó en 2,9% del PIB según el informe del propio gobierno.

En términos reales, durante el 1T-16 se volvió a repetir el ajuste en inversiones, esta vez una baja del 13,5% a/a. Los ingresos apenas crecieron 0,4% a/a en este período mientras que los egresos cayeron un 7,4% a/a aunque esta cifra estaría distorsionada por los adelantos realizados en marzo 2015 como se comentara en el párrafo anterior, de modo que para confirmar una caída significativa del gasto en términos reales habría que esperar al mes de abril y así capturar dicho efecto en ambos períodos.

El gobierno buscará otra vez durante este año una mayor contención del gasto sin afectar el componente social del mismo. Dada la rigidez presupuestaria que existe, una posibilidad es lograr algún ahorro por medio de diferimiento de gastos no prioritarios o bien volviendo a ajustar las tarifas de las empresas públicas por encima de los valores de la inflación como se hizo durante el mes de enero de este año. **En este sentido remarcamos el cambio de prioridad para el gobierno en la atención de los desequilibrios: mientras que hasta el año pasado la prioridad era contener precios -aún a costa de mayor déficit fiscal-, este año la decisión es cuidar el “Investment Grade” y las cuentas públicas, permitiendo aumentos en los precios regulados que mejoren el resultado de las empresas públicas aunque esto conlleve un mayor nivel de inflación.**

A la ya compleja situación fiscal se le sumaron recientemente los efectos negativos del choque climático que afectó a la ciudad de Dolores -con el tornado- y las lluvias en gran parte de la zona norte país que afectan al sector agrícola. La ayuda requerida para paliar esta compleja situación requiere un desvío fondos del presupuesto (USD 100 millones, según fuentes oficiales) hacia esta región, parte de los cuales provendrá de diferimiento de gastos presupuestados y otra parte del uso de fondos reservados para este tipo de imprevistos.

No prevemos una mejora en el resultado global del sector público para este año, ya que las escasas mejoras por el lado de las erogaciones, que se ven empañadas con los hechos comentados en el párrafo anterior, se compensarán con los menores ingresos que acarrea la desaceleración económica. Nuestra estimación incluye un pequeño déficit primario para 2016 (-0,4% del PIB) frente a un resultado equilibrado en 2015. De acuerdo al perfil de vencimientos de este año, el servicio de la deuda rondaría el 3,1% del PIB, lo que arrojaría un resultado operativo deficitario en torno al 3,5% del PIB para 2016 y se mantendría en similares parámetro en 2017 ya que pese a que la recuperación del nivel de actividad permitiría incrementar en cierta medida los gastos, el diferimiento de una parte de los gastos de 2016 repercutirá el año entrante.

Se mantiene la estrategia de prefinanciación

Según el reciente reporte de Deuda del 1T-16, el gobierno central mantiene un stock de activos líquidos de USD 2.600 millones que le provee liquidez suficiente para mitigar cualquier eventual shock externo. En efecto, este “buffer” permitiría cubrir completamente los servicios de deuda hasta marzo de 2017. Como gran parte del déficit global está determinado por los intereses, ya que el resultado primario es ligeramente negativo, podemos decir que no tendría problemas para cubrir el déficit presupuestario.

Dentro de la estrategia de pre financiamiento, destacamos la exitosa emisión del Global 2027 en octubre de 2015, en la que se pudo emitir un total de USD 1.700 millones a una tasa del 4 ³/₈% (con una demanda cercana a los USD 3.000 millones). A partir del canje de una parte de la emisión por bonos pre-existentes

de corto plazo, se pudo simultáneamente mejorar el perfil de vencimientos y reducir el costo del servicio de la deuda.

Adicionalmente el gobierno también cuenta con líneas contingentes de crédito, por unos USD 2.400 millones al mes de abril (en marzo eran de USD 2.200 millones) provenientes de organismos multilaterales de crédito como el Banco de Desarrollo de América Latina, conocida como la CAF, el Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Los ratios de endeudamiento no generan mayores preocupaciones

A diciembre de 2015 el ratio deuda pública en términos de PIB cerró en 58,2% del PIB, igual parámetro que el año anterior. Las principales características de la evolución de la deuda pública durante el año pasado fueron que continuó bajando la deuda de corto plazo (menos de un año de maturity) como proporción de la deuda total, pasando del 26,6% a dic-2014 hasta el último dato de 17,1% a dic-2015. Otros indicadores de vulnerabilidad, como la participación de tenedores no residentes en favor de los residentes y la proporción de deuda que ajusta a tasa variable, también continuaron descendiendo.

Por otra parte, un cambio de portfolio de los tenedores de deuda, principalmente residentes e institucionales, determinó una baja de la deuda en moneda nacional en relación a la nominada en dólares, lo que derivó en un freno en el proceso de desdolarización iniciado años atrás. La deuda bruta en dólares ascendió a 31,6% del PIB a diciembre de 2015 respecto del 25,5% del PIB en diciembre de 2014. A los fines de quitar presión en el mercado cambiario en un contexto de elevada volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central (BCU) llevó adelante un proceso de recompra de Letras con vencimientos a corto plazo con la opción de canjearlos por otros títulos de más largo plazo o bien obtener directamente los dólares. Esta operatoria no solo quitaba la presión al mercado de cambios sino que además reducía el déficit cuasi fiscal y mejoraba el perfil de vencimientos ya que descomprimía el corto plazo, aunque como contrapartida los Activos de Reserva del BCU disminuyeron.

A los fines de coordinar la implementación de estrategias de manejo de deuda pública emitida tanto por el Gobierno o por el Banco Central se acordó la creación de un "Comité de coordinación de Deuda Pública – CCDP" que se reunirá trimestralmente para coordinar, analizar e intercambiar visiones sobre las distintas estrategias frente a los riesgos asociados a la administración y gestión de deuda pública.

5 Mejora en las cuentas externas se mantiene en 2016

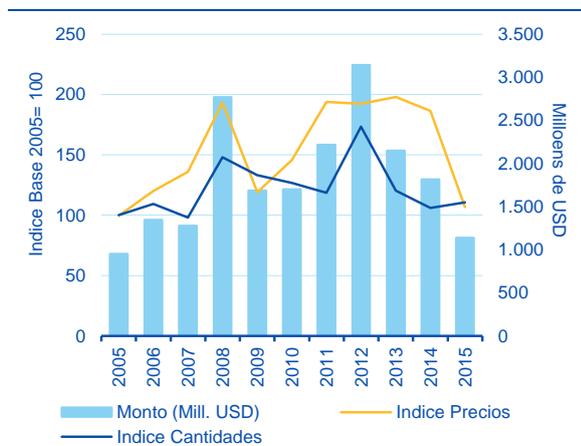
La menor demanda por importaciones de petróleo reducirá el déficit en cuenta corriente a 2,7% del PIB en 2017

A pesar del deterioro del contexto global, Uruguay mejoró su resultado externo en 2015, dejándolo en -3,6% del PIB (-4,6% en 2014) prácticamente en línea con nuestras previsiones (-3,5% del PIB). Esta mejora estuvo determinada principalmente por un significativo ajuste de las importaciones, en línea con el menor nivel de actividad, pero en particular por las menores importaciones de petróleo requeridas por la industria a partir del cambio en la matriz energética que incrementa el uso de energías renovables.

El impacto en cantidades importadas se suma a la caída de precio que viene registrando el petróleo en el último año, como se puede observar en el gráfico 5.1. En efecto, la mejora en los términos del intercambio se redujo hasta 1,9% a/a en 2015 desde casi 4% a/a en 2014, básicamente porque a la caída en precios de importación, principalmente debido a la baja en precios del petróleo, se le adicionó el efecto de una caída en los precios de las exportaciones (granos) como se puede apreciar en el gráfico 5.2.

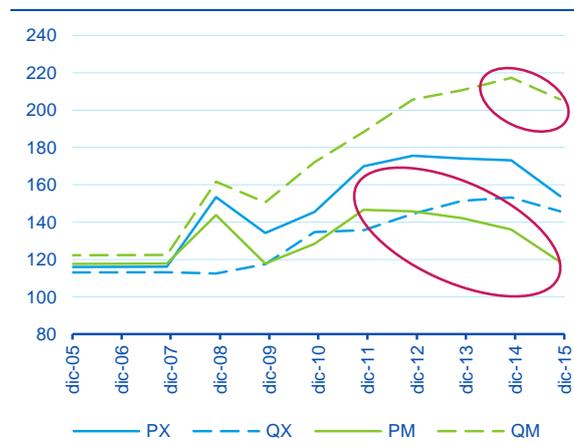
También marcó una contribución positiva al resultado externo el incremento en el superávit de servicios reales liderados por el turismo que pudo compensar el ligero deterioro de las salidas netas por Rentas.

Gráfico 5.1
Participación del Petróleo en las Importaciones.
Base 2005= 100



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 5.2
Precios y cantidades del comercio exterior.
Base 2005=100



Fuente: INE y BBVA Research

Para 2016 revisamos ligeramente nuestra previsión del ratio de cuenta corriente en términos del PIB (de -3,1% hasta -3,3%). Sin embargo, este deterioro tiene más que ver con un menor nivel del PIB en dólares (por menor crecimiento y mayor devaluación) que con un deterioro de la cuenta corriente propiamente dicho. Por el contrario, estimamos que el resultado de la cuenta corriente nominal mejore respecto de 2015 en aproximadamente unos USD 360 millones. Dicha mejora vendrá dada, al igual que en 2015, por el lado del resultado comercial (por menor importación de petróleo) y también por un mayor dinamismo de la industria del turismo. Este comportamiento ya se está verificando en el 1T-16, donde se produjo una caída más pronunciada en importaciones (-31,2% a/a) que en exportaciones (-12,8% a/a).

A lo largo de 2016, las ventas al exterior mostrarán un relativo estancamiento, ya que solo crecerían un 0,7% a/a. El exceso de lluvias en la zona agrícola en plena cosecha está provocando revisiones a la baja en la producción de soja, si bien aún no se tiene certeza de las pérdidas, es seguro que afectarán las cantidades exportadas (soja fue el tercer producto en orden de importancia en 2015). Este efecto será

parcialmente compensado por el aumento en precios de la oleaginosa que se vislumbra en el plano internacional precisamente por la menor oferta exportable de los otros países del Mercosur que también sufren problemas climáticos.

La recesión en Brasil (-3% a/a en 2016) también afectará al resto de las exportaciones ya que el principal socio comercial volverá a mostrar una contracción de la actividad este año. Las importaciones, por su parte, volverían a caer de la mano del petróleo por idénticas razones que en 2015, aunque en menor cuantía, pero también se contraerán el resto de las compras frente a un virtual estancamiento del consumo privado y precios más altos influidos por la devaluación del tipo de cambio. Estimamos una baja del orden del 2% para las importaciones de 2016.

Por el lado del turismo, transcurrido el 1T-16 que es el que más pondera en el año, la cantidad de turistas aumentó respecto a 1T-15 (+18,5% a/a), sin embargo, el ingreso de divisas cayó un 5% a/a por la reducción de gasto diario promedio de los visitantes. (Gráfico 5.4) Lo auspicioso de estas cifras es que la cantidad de turistas de nacionalidad argentina (55% del total), que ingresaron durante el trimestre, creció 33% a/a. Esto marca la relevancia de la liberación de las restricciones cambiarias en el vecino país ya que el incremento se produce en el marco de una moderada recesión en Argentina y con un tipo de cambio real mucho más depreciado en términos reales que un año atrás. Así podríamos esperar una dinamización de este sector en los siguientes trimestres a medida que Argentina vuelva a tasas mayores de crecimiento, como estimamos.

Para 2017 revisamos ligeramente a la baja el resultado comercial, por el lado de las exportaciones, por el deterioro de las perspectivas de crecimiento de Brasil, con menor crecimiento al esperado luego de la brusca caída de 2016, aunque seguimos estimando que mejorará gradualmente el resultado de turismo. Así el déficit en cuenta corriente se reduciría en unos USD 200 millones respecto de 2016 aunque en términos del PIB queda en -2,7% (anterior -3%), al igual que en 2016 por un menor nivel del PIB en dólares.

Se desacelera la Inversión Extranjera Directa aunque aún financia buena parte del déficit externo

Durante el año 2015, el ingreso de capitales bajo la forma de Inversión Directa se desaceleró en comparación con los años previos. En efecto, el año pasado ingresaron a Uruguay USD 1.647 millones de IED lo que representa un 3,1% del PIB. A pesar de esta desaceleración en la entrada de capitales frente a un 2014 en que ingresaron USD 2.188 millones (3,8% del PIB) y del récord de 2013 de USD 3.032 millones (5,2% del PIB) estos flujos fueron suficientes para financiar el 85% del déficit en cuenta corriente.

La baja de la IED está especialmente vinculada con la finalización de la obra de Montes del Plata que requirió una inversión de más de USD 2.000 millones y la ausencia de otro “mega proyecto” en el horizonte que requiera elevados montos de ingreso de capitales.

Gráfico 5.3
Cuenta Corriente e Inversión Extranjera Directa



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 5.4
Ingreso de visitantes y gasto promedio del 1T



Fuente: Ministerio de Turismo de Uruguay y BBVA Research

Sin embargo, la IED continúa en niveles históricamente altos (Gráfico 5.3) y a pesar de no existir un mega proyecto en cartera, aún persisten un importante número de proyectos de inversión que le dan cierto dinamismo a estos flujos de capitales. El hecho de continuar gozando del Investment Grade y la reputación de estabilidad que tiene Uruguay frente a otros países de la región mantienen un fuerte atractivo para la inversión.

6 La inflación se mantiene elevada, ¿hay cambios?

Tres observaciones bastan para confirmar que el incremento de precios no muestra señales claras de desaceleración. Primero, en marzo la inflación llegó a 10,60% a/a, marca que sólo fue superada en noviembre 2003, es decir 147 meses atrás. Segundo, la inflación acumulada de 5,64% en los primeros 4 meses del año supera incluso al 4,09% registrado en el mismo período del año 2002 cuando alcanzó 25,94% a/a en diciembre. Por último, si bien en abril se registró una leve desaceleración de la inflación que se ubicó en 10,47% a/a y 0,47% m/m -por debajo del promedio mensual de 1,69% del 1T16-, la inflación subyacente (10,42% a/a en abril) que ha explicado el 71% del aumento de precios acumulado de los últimos 12 meses, se mantiene elevada (Gráfico 6.1).

Sin embargo, a diferencia de informes anteriores, se visualiza un avance en reducir la inercia inflacionaria y la indexación salarial por la mayor adecuación de los salarios reales a las tasas de crecimiento de la productividad. En 2015 el aumento de los salarios reales fue sólo 0,39%, claramente por debajo del crecimiento anual promedio de 4,1% durante el período 2004 – 2014; y para 2016 será cercano a cero, restando impulso a la demanda. Esto se debe principalmente al moderado deterioro del mercado laboral y la maduración de los acuerdos salariales según el nuevo esquema de ajustes nominales decrecientes².

Por otro lado, la contención de las tarifas de servicios públicos y los precios de combustibles que fueron utilizados para morigerar el alza de precios en años pasados, abandonarían este rol debido a la nueva prioridad que el gobierno asignó al equilibrio fiscal y especialmente a la contribución al mismo del resultado de empresas públicas. Esta nueva estrategia, que implica aceptar al principio un aumento de la inflación para alinear precios relativos, queda explícita al observar la variación acumulada en 12 meses de los precios administrados: en abril 2016 aumentaron 9,6% a/a mientras que en abril del año anterior sólo habrían crecido 6,9% a/a (Gráfico 6.2).

Encontramos pues, luego de varios años, la conjunción de un compromiso –y algunas señales provenientes de las Empresas Públicas- de política fiscal más controlada, política de ingresos no expansiva y el Banco Central que aumenta su perfil astringente a través de la política monetaria y medidas macroprudenciales. El sostenimiento de este set de políticas, salarial, fiscal y monetaria, permitirá moderar el componente inercial de la inflación en el mediano plazo. Pero dado que aún se está procesando parte de la devaluación del año pasado, descontamos que nuevamente el Banco Central no logrará hacer converger la inflación al rango objetivo por los próximos dos años ya que estimamos que en 2016 la inflación alcanzará 9,2% y 8,7% en 2017.

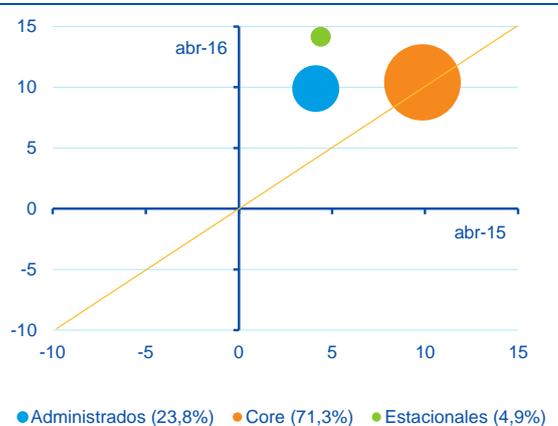
2: El nuevo esquema de negociaciones salariales fue brevemente detallado en el informe Situación Uruguay 2S15. A la fecha de la publicación de este informe, se habían firmado 2/3 del total de las negociaciones salariales.

Gráfico 6.1
Incidencias e IPC (variación % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 6.2
Inflatión comparada 2016 vs. 2015 por componentes (var. % a/a)



El tamaño del círculo indica la ponderación en el IPC
Fuente: Haver y BBVA Research

Recuadro 1. La persistencia de la inflación en América Latina

¿Cuándo volverá la inflación en Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay a estar en el rango meta? ¿Con qué velocidad se moderará la inflación en Argentina tras los recientes ajustes económicos adoptados? ¿Por cuánto tiempo se mantendrá la inflación por debajo del objetivo de 3% en México?

Para responder a estas preguntas, en particular, y para analizar la dinámica de los precios, en general, es clave comprender cuán persistente es la inflación en una determinada economía.

Una primera aproximación a la medición de la persistencia de la inflación puede basarse en la estimación de un modelo autoregresivo AR(1), en el que la inflación actual depende exclusivamente de la inflación en el período inmediatamente anterior. El valor estimado del parámetro que relaciona la inflación actual con la del mes anterior puede ser tomado como una medida de persistencia. Cuanto más alto, mayor es el impacto de la inflación pasada sobre la actual, lo que sugiere mayor persistencia.

Para esta primera aproximación a medir la persistencia de la inflación tomamos datos mensuales desde enero de 2004 hasta marzo de 2016, para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay. Como medida de inflación tomamos la inflación intermensual desestacionalizada y anualizada³.

El gráfico R.1.1 muestra que la persistencia de la inflación según el AR(1) es mayor en Argentina, Brasil y Colombia y menor en Chile, México, Perú y Uruguay⁴.

Una medición más refinada de la inercia inflacionaria a través de la curva de Phillips

Sin embargo, esta medida inicial de persistencia está en parte determinada por la dinámica de factores como la actividad económica, el tipo de

cambio, la inflación global, entre otros. Para excluir este tipo de efectos extrínsecos y tener una medida de persistencia que refleje básicamente el impacto de factores inerciales intrínsecos al proceso inflacionario, relacionados por ejemplo con la existencia de mecanismos de indexación de precios, utilizamos el método generalizado de los momentos (GMM) para estimar una curva de Phillips para cada economía, en que la inflación actual depende de la brecha del producto, la inflación pasada, las expectativas de inflación, el tipo de cambio y el precio de las materias primas en los mercados globales⁵.

Gráfico R.1.1
Persistencia de la inflación general: basado en la estimación de un modelo AR(1) (ene/04-mar/16)*



* Los resultados son estadísticamente significativos a 5%, con la excepción de Uruguay.
Fuente: BBVA Research

En este caso, el parámetro que relaciona la inflación actual con la pasada sirve como un indicador de persistencia intrínseca de la inflación, libre del efecto de las demás variables macroeconómicas incluidas en la estimación.

Pese a que en este caso el grado de persistencia cambia – en general se reduce en comparación con el análisis anterior- debido a la exclusión de

3: En ninguno de los países la serie de inflación presenta raíz unitaria, según los test convencionales. Se trata, por lo tanto, en todos los casos de series estacionarias.

4: En el período analizado la inflación promedió 19,8% en Argentina, 6,0% en Brasil, 3,4% en Chile, 4,3% en Colombia, 4,0% en México, 3,0% en Perú y 7,7% en Uruguay.

5: Se toman la misma medida de inflación y el mismo período de referencia utilizados en la estimación del AR(1), con la excepción de Argentina, donde por escasez de datos el análisis empieza en agosto 2006. Se estima un modelo con un sólo rezago de las variables explicativas, a parte de las expectativas de inflación que se incluyen sin ningún rezago.

factores extrínsecos, los resultados vuelven a mostrar que la persistencia es más elevada, alrededor de 0,5, en Argentina, Brasil y Colombia, y menor en los demás casos (Gráfico R.1.2)⁶.

Gráfico R.1.2

Grado de persistencia de la inflación general: basado en la estimación de una curva de Phillips (ene/04-mar/16)*



* La muestra de Argentina empieza en agosto de 2006. Los resultados son significativos a 5% para Argentina, Brasil, Colombia, Perú y México y a 10% para Chile. No son significativos para Uruguay. Fuente: BBVA Research

El análisis de la persistencia de la inflación subyacente muestra la importancia de la credibilidad del marco monetario

Aunque el análisis anterior tiene en cuenta el efecto de otras variables macroeconómicas en los procesos inflacionarios, tiene la desventaja de que incluye precios muy volátiles, que introducen demasiado ruido estadístico en las estimaciones. Para reducir ese problema, reestimamos el modelo anterior utilizando como variable dependiente, en lugar de la inflación general, la inflación subyacente, que excluye del cómputo los precios más volátiles como por ejemplo los de los regulados y de los alimentos. En este caso, el grado de persistencia estimado es en general menor que en el modelo con inflación general, con excepción de Argentina y Uruguay, donde, sin embargo, por escasez de datos, las muestras no son idénticas⁷. Se mantiene el resultado de

que la persistencia es más baja en Chile, Perú y México, pero ahora destacan especialmente Argentina, Uruguay y Brasil como los países con la mayor persistencia de la inflación dentro de la región (Gráfico R.1.3).

Así, de manera general, los resultados apoyan la idea de que la inercia inflacionaria es menor en países en que los bancos centrales han sido menos tolerantes con la inflación y mayor en los países en que la inflación es usualmente más elevada⁸.

Gráfico R.1.3

Grado de persistencia de la inflación subyacente: basado en la estimación de una curva de Phillips (ene/04-mar/16)*



* La muestra de Argentina y de Uruguay empiezan respectivamente en abril de 2008 y enero de 2011. Los resultados son significativos a 5% para Argentina, Brasil, Colombia y México y a 10% para Perú y Uruguay. Fuente: BBVA Research.

De una manera general, el análisis muestra que la persistencia de la inflación en algunos países representará un lastre para el proceso de convergencia de la inflación a sus respectivos objetivos en los próximos meses principalmente en Argentina, pero también en Brasil, Colombia y Uruguay, si es que no se produce un cambio significativo en la conducción de las políticas monetarias (como es el caso de Argentina) o en los mecanismos de indexación. En Chile, México y Perú, estos factores deben tener un peso menos relevante en la dinámica futura de la inflación.

6: La introducción de más rezagos en las variables explicativas no cambia significativamente los resultados, aunque en el caso de Chile hace que el grado de persistencia sea significativo a 5% y algo más elevado (alrededor de 0,25).

7: La comparación de los dos modelos utilizando períodos de tiempo idénticos muestra que en ambos países la persistencia es más alta en el modelo con inflación subyacente.

8: Los resultados no cambian de significativamente con la inclusión en el modelo de más rezagos de la inflación.

7 El Banco Central, más agresivo

Frente a los datos de inflación que permanecen por encima de la meta y que ya alcanzaron dos dígitos, el Banco Central decidió adoptar un sesgo más restrictivo en la política monetaria. En su última reunión del 7 de abril el Comité de Política Monetaria anunció la rebaja de la meta de crecimiento de la cantidad de dinero de la economía desde un rango de 7% - 9% interanual hasta uno de 4% - 6% interanual para el trimestre abril- junio de 2016.

Reforzando la actitud más agresiva, la autoridad monetaria anunció a principios de marzo el aumento de los encajes bancarios pasando de 23% a 28% los correspondientes a depósitos a la vista en moneda nacional para plazos de hasta 30 días, mientras que para los de moneda extranjera la alícuota pasó de 26% a 28% con plazos de hasta 180 días. De esta forma, el Banco Central retira de circulación unos USD 700 millones, profundizando la astringencia monetaria.

Aunque aún es temprano para evaluar el impacto sobre la inflación, esta medida ha implicado un costo en términos de rentabilidad para las entidades del sistema financiero, pues ahora se debe alocar una proporción mayor de recursos en activos no remunerados como son los encajes. Estimamos que deberían explorarse mecanismos para mitigar este costo, como puede ser la aceptación de instrumentos de deuda del BCU o del gobierno para el diferencial de integración generado con la nueva normativa.

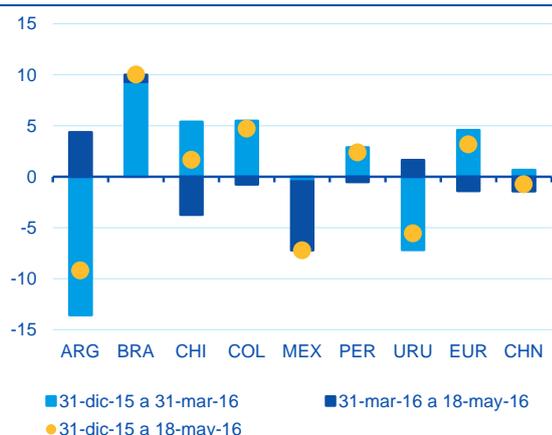
8 Mejora la competitividad de Uruguay se mantendrá hacia 2017

En los primeros tres meses del año el peso uruguayo se depreció 8,3%, pero terminado el 1T16 y con menor volatilidad internacional, la condición de mayor debilidad del dólar y la menor liquidez a nivel local revertieron la tendencia, produciendo una leve apreciación. Sin embargo, la recuperación del peso frente al dólar no implicó una pérdida de competitividad respecto a los socios regionales relevantes pues, producto de situaciones específicas a cada país las monedas locales se fortalecieron tanto en Argentina como en Brasil. Desde marzo hasta mediados de mayo y medidos en promedios, el peso argentino se apreció 4,6%, el real 4,9% y el peso uruguayo 2,0%. Es muy relevante tener en cuenta que esta situación cambiaria es de carácter coyuntural dado que la volatilidad, tanto el peso argentino y como el real, obedece a cuestiones transitorias más que a los fundamentos macroeconómicos (Gráfico 8.1).

Hacia el resto del corriente año, el tipo de cambio en Uruguay continuará devaluándose, hasta alcanzar \$35,2 por dólar que implica una pérdida de 18,4% a/a de valor del peso respecto a la moneda estadounidense. Los mercados estarán pendientes de la trayectoria de suba de tasas por parte de la Fed – aunque sería más lenta de lo estimado-, de temores sobre el crecimiento de China, lo cual continuaría debilitando la moneda local. En 2017, los mercados globales ya habrán procesado el ajuste de la FED y los regionales tenderán a una normalización restando volatilidad. En este escenario el dólar alcanzará \$ 37,1 por unidad a fin del próximo año.

Sin embargo, en el caso puntual de Uruguay también cobra destacada relevancia la evolución del dólar en Brasil y Argentina a los efectos de no perder la competitividad ganada en los últimos meses. La conjunción de los supuestos de menor depreciación hacia adelante e inflaciones aun relativamente altas de los socios comerciales configuran un sendero de tipo de cambio real multilateral, indicador clave de la competitividad de Uruguay, que muestra una recuperación importante hasta ubicarse levemente por sobre el promedio de largo plazo a fin de 2017, volviendo al nivel de fin de 2009.

Gráfico 8.1
Variación Tipo de Cambio (fdp)



(-) implica depreciación frente al dólar
Fuente: BCU, INE y BBVA Research

Gráfico 8.2
Tipo de Cambio Real Bilateral (base dic-01=1)



Fuente: Haver y BBVA Research

Recuadro 2. Exitosa transformación de la matriz energética

En los últimos años, Uruguay ha avanzado hacia una política de diversificación de la matriz energética, con predominancia de fuentes de energía renovables; es así que para 2015 el 92,8% de la energía eléctrica fue de origen renovable y solo el 7,2% de la dicha energía fue producida a partir de combustibles fósiles.

Este cambio se produjo principalmente a través de cambios en la potencia instalada que se ha duplicado durante la última década, pasando de 2.049 MW en 2005 hasta los 4.049 MW el año 2015. Lo relevante de este crecimiento es que se concentró en energías renovables de modo que, con una potencia de origen hidráulico fija en 1538 MW (38% del total), las fuentes de energía de origen renovable pasaron a representar un 71% de la potencia instalada considerando (incluye origen hidráulico) y solo un 29% continúa siendo de origen no renovable (térmico-fósil).

En primer lugar, la energía de origen térmico por biomasa, que ya existía en 2005 se volvió más significativa con la instalación de las 2 pasteras que reutilizan desechos industriales (biomasa) para la producción de una buena parte de su propia energía. En segundo lugar, la energía eólica que es la que mostró el mayor crecimiento en los últimos años gracias a los incentivos otorgados a las inversiones –tanto públicas (UTE) como privadas– de los parques eólicos. Finalmente, a partir de 2014 comienza a volverse significativo el aporte de la energía de origen solar en la potencia instalada total. (Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1

Evolución de la Potencia Instalada en MW



Fuente: MIEM y BBVA Research

Este cambio en la matriz comenzó a consolidarse a partir de una mayor participación del sector privado, que recibió (y recibe) incentivos fiscales. En 2009 se decretó la exoneración del *Impuesto a las Rentas de Actividades Económicas* para empresas que se dedicaran a la generación de energías renovables. En términos generales las empresas que se adherían a este beneficio tributario dejaba de pagar la mayor parte de este impuesto (casi un 90%) pero con el correr de los años este porcentaje de quita se va reduciendo (hasta terminar con 40% en 2020). La existencia de este régimen fiscal fue muy atractivo para la generación eólica lo que determinó el fuerte crecimiento de esta actividad.

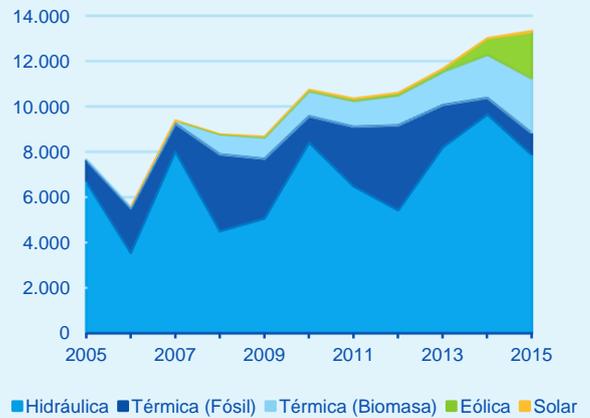
Evolución sustentable de la matriz eléctrica por fuente de generación

En el año 2015, las condiciones climáticas permitieron que la oferta de energía eléctrica fuera mayoritariamente de origen hidráulico (58,9%), seguida por la energía de origen térmico a partir de biomasa (18,0%) y en tercer lugar por energía eólica (15,5%). (Gráfico R.2.3) Esto marca un cambio sustancial respecto de lo que era la matriz primaria una década atrás.

En 2005, el 87% de la energía que se producía en el país era de origen hidráulico, mientras que un 12,5% del total era de origen térmico, a partir del

uso de combustibles fósiles, y sólo un 0,3% era de origen térmico (por biomasa). La ventaja de la generación hidráulica es que luego de afrontados los costos de instalación de las represas, los costos variables suelen ser bajos independientemente de la cantidad de energía generada. Sin embargo, este tipo de generación es altamente vulnerable al cambio de las condiciones climáticas; en otras palabras, depende del mantenimiento de aceptables niveles de hidraulicidad que no siempre se dan y en cuyo caso era necesario virar hacia otras fuentes de generación alternativas, como puede observarse en los valles de la serie en el gráfico R.2.2.

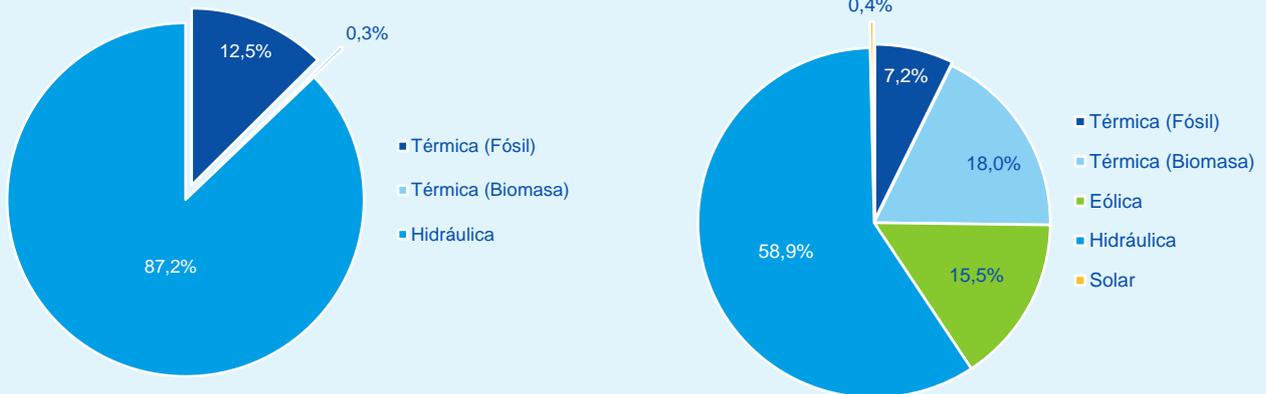
Gráfico R.2.2
Participación de las distintas fuentes de generación eléctrica



Fuente: MIEM y BBVA Research

En el caso de Uruguay, en los períodos de baja hidraulicidad se recurría a la generación térmica a partir del uso de combustibles fósiles lo que aumentaba sustancialmente el costo de generación, en particular en aquellos años de fuerte suba del precio del petróleo, ya que al no contar con estos recursos necesariamente debía importarlo.

Gráfico R.2.3
Comparación matriz energética 2005 vs 2015



Fuente: MIEM y BBVA Research

Con el correr de los años y gracias al incentivo otorgado a las inversiones en el sector energético, una diversificación en las fuentes de generación fue posible, en particular impulsada por las fuentes de generación más eficientes. Así,

en 2015 la energía de origen hidráulico sigue siendo la más importante pero ha bajado la proporción sobre la generación total; por otra parte la generación de origen térmico a partir del uso de combustibles fósiles se ha reducido

sustancialmente dando paso a otras fuentes de energía renovable como la eólica, la térmica a partir del uso de biomasa y la solar.

Impacto fiscal de los cambios de fuente de generación eléctrica

Uruguay importa, a través de la empresa estatal ANCAP, todo el petróleo que utiliza, ya sea para refinar y vender luego a las estaciones de servicio -y su posterior venta al público- como también a empresas que lo utilizan como insumo, por ejemplo la empresa estatal de energía UTE. De modo que UTE debía incurrir en mayores costos cuando debía importar petróleo a través de ANCAP para complementar la oferta de energía con la producción de origen térmico.

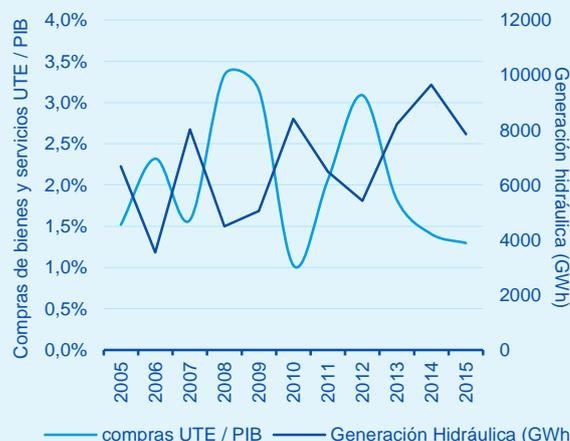
El problema adicional que conlleva este esquema es que en medio de un “súper ciclo” del precio del petróleo que se inició a mediados de la década pasada, se dieron períodos de baja hidraulicidad en Uruguay, lo que derivó en la necesidad de complementar con generación térmica implicando mayores erogaciones en concepto de compras de petróleo al exterior.

Esto se produjo al mismo tiempo que el gobierno debía contener precios ya que la inflación se mantenía fuera de rango meta del BCU y se estaba volviendo uno de los principales desequilibrios de la economía. En este sentido, el uso de los precios administrados (tarifas de electricidad, entre ellos) era una de las políticas utilizadas para evitar que la inflación acelere.

En el siguiente gráfico R.2.4 podemos ver la correlación que existe entre la baja hidraulicidad y por ende menor generación de energía a partir del uso de represas y las compras de petróleo que debe realizar la empresa de energía UTE para poder completar la oferta en orden a satisfacer la creciente demanda. En los últimos años además de lograr los máximos de generación hidráulica, el uso de petróleo disminuye por la diversificación de fuentes de generación.

Gráfico R.2.4

Correlación entre generación hidráulica y compras de petróleo de UTE



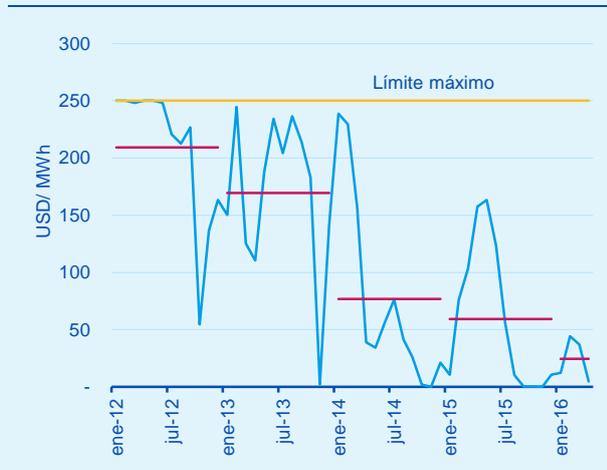
Fuente: UTE, MIEM y BBVA Research

El cambio en la matriz energética de los últimos años, combinado con una fuerte baja del precio internacional del petróleo, quita de presión sobre los resultados de la estatal UTE y con ello sobre las cuentas públicas pero en particular sobre las tarifas eléctricas y la inflación.

De hecho, más allá de la volatilidad propia del precio spot de la electricidad podemos ver en el gráfico R.2.5 una significativa baja en los últimos años. En efecto, el precio spot dependerá del mix de generación de acuerdo a la fuente de la misma.

En períodos en que se utiliza exclusivamente origen hidráulico, el precio será muy bajo dado que su costo variable se acerca a cero, en tanto cuando se utilizan fuentes de origen térmico (fósil) el precio lo fija el generador de menor rendimiento y por ende costo variable más elevado, a lo que se suma el precio del petróleo.

Gráfico R.2.5
Precio de la Energía Eléctrica USD/MWh



Fuente: MIEM y BBVA Research

Conclusiones Finales

La exitosa transformación de la matriz energética tiene importantes impactos en la economía uruguaya:

- En primer lugar, una mejora en el impacto ambiental de la generación eléctrica por viraje hacia el uso de energías renovables.
- Al diversificar las fuentes de generación de energía se reduce la incertidumbre y dependencia de condiciones climáticas que son necesarias para la generación hidroeléctrica.
- Además, se reduce también la dependencia del petróleo importado, otorgando mayor previsibilidad a la generación y mayor estabilidad a los precios de la energía. Esta nueva matriz, mejora uno de los problemas mencionados como componente del déficit estructural por cuenta corriente, el **balance energético**, que analizamos en “Sostenibilidad de la cuenta corriente” en el *Situación Uruguay del 2S de 2013*.
- Los costos de las empresas tienden a reducirse (por menor precio de la energía) aumentando su competitividad.

9 Tablas

Tabla 9.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016f	2017f
PBI (% a/a)	4,6	3,2	1,0	0,7	1,5
Inflación (% a/a, fdp)	8,5	8,3	9,4	9,2	8,7
Inflación (% a/a, promedio)	8,6	8,9	8,7	9,7	7,7
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	21,3	24,1	29,7	35,2	37,1
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,4	23,2	27,3	33,5	36,2
Tasas de interés activa (% , promedio)	17,7	21,5	21,4	24,3	22,8
Consumo Privado (% a/a)	5,5	3,0	0,0	0,1	1,5
Consumo Público (% a/a)	4,9	2,5	2,6	0,0	1,0
Inversión (% a/a)	4,8	0,0	-7,7	2,0	4,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,0	-4,6	-3,6	-3,3	-2,7

Fuente: BBVA Research

Tabla 9.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (% , promedio)
T1 14	3,3	9,6	22,0	22,0
T2 14	3,7	9,1	22,9	21,9
T3 14	3,7	8,7	23,7	21,0
T4 14	2,4	8,1	24,2	21,2
T1 15	4,2	7,7	24,8	21,2
T2 15	-0,5	8,4	26,5	21,2
T3 15	0,5	9,2	28,3	20,6
T4 15	-0,1	9,3	29,5	22,8
T1 16	-0,1	10,2	31,5	23,0
T2 16	0,9	10,4	33,0	25,7
T3 16	0,5	9,5	34,2	24,6
T4 16	1,5	8,7	34,7	23,8
T1 17	1,4	7,1	35,5	22,0
T2 17	1,6	7,2	36,0	22,3
T3 17	1,8	7,9	36,5	23,0
T4 17	1,3	8,5	37,0	23,8

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.serranoh@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