

SITUACIÓN

URUGUAY

2º SEMESTRE 2016



- El escenario económico global continua apuntando a una lenta recuperación. El crecimiento del PIB mejorará ligeramente a partir del segundo semestre de 2016, pero los riesgos globales siguen siendo elevados.
- Punto de inflexión en América Latina. El PIB pasará de -1,2% en 2016 a 1,5% en 2017. Se empiezan a ver los primeros signos de inflexión de la actividad en algunos países de la región, pero la recuperación en 2017 será gradual y aún por debajo del crecimiento potencial en muchos países.
- Uruguay crecerá solo 0,5% en 2016 pero mejoran las perspectivas para 2017 por una contribución positiva de la demanda externa. A su vez, el consumo privado comenzará a salir del estancamiento a medida que persistan las mejoras en el poder adquisitivo como consecuencia de la desaceleración de la inflación.
- Comienza a ceder la inflación ante las menores presiones cambiarias y de demanda pero se ubicará nuevamente por encima del rango. Los precios subirán 9,2% en 2016 con un ligero retroceso a 8,7% en 2017 al mantenerse una política monetaria restrictiva y desacelerar salarios.
- El dólar a \$28,4 al cierre de 2016 y \$30,7 para diciembre de 2017. La apreciación del peso desde fin del primer trimestre de 2016 obedece fundamentalmente al fortalecimiento del Real, menores expectativas de suba de la tasa de la Fed tras Brexit y la ausencia de grandes demandantes locales (AFAP's y Bancos).

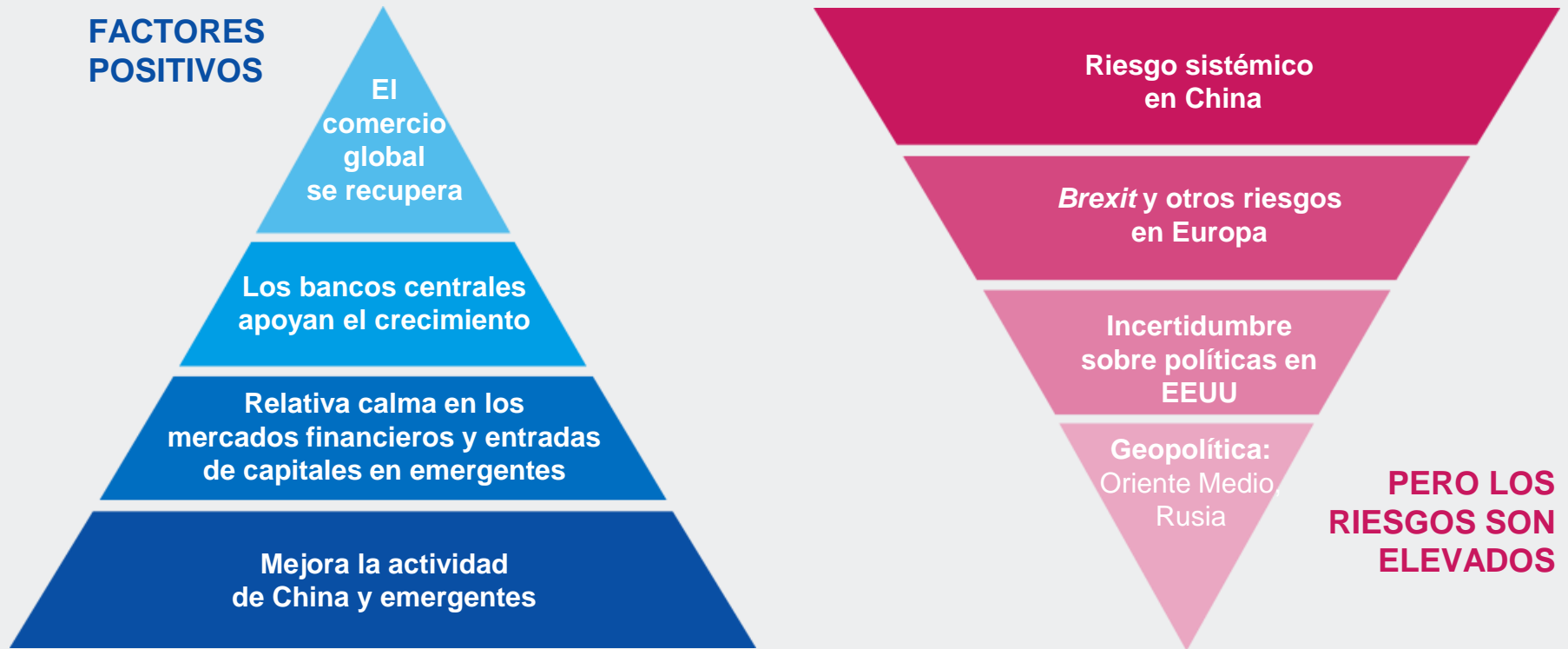
GLOBAL

UNA LENTA RECUPERACIÓN DEL
CRECIMIENTO



FACTORES GLOBALES

Datos positivos, pero riesgos todavía elevados



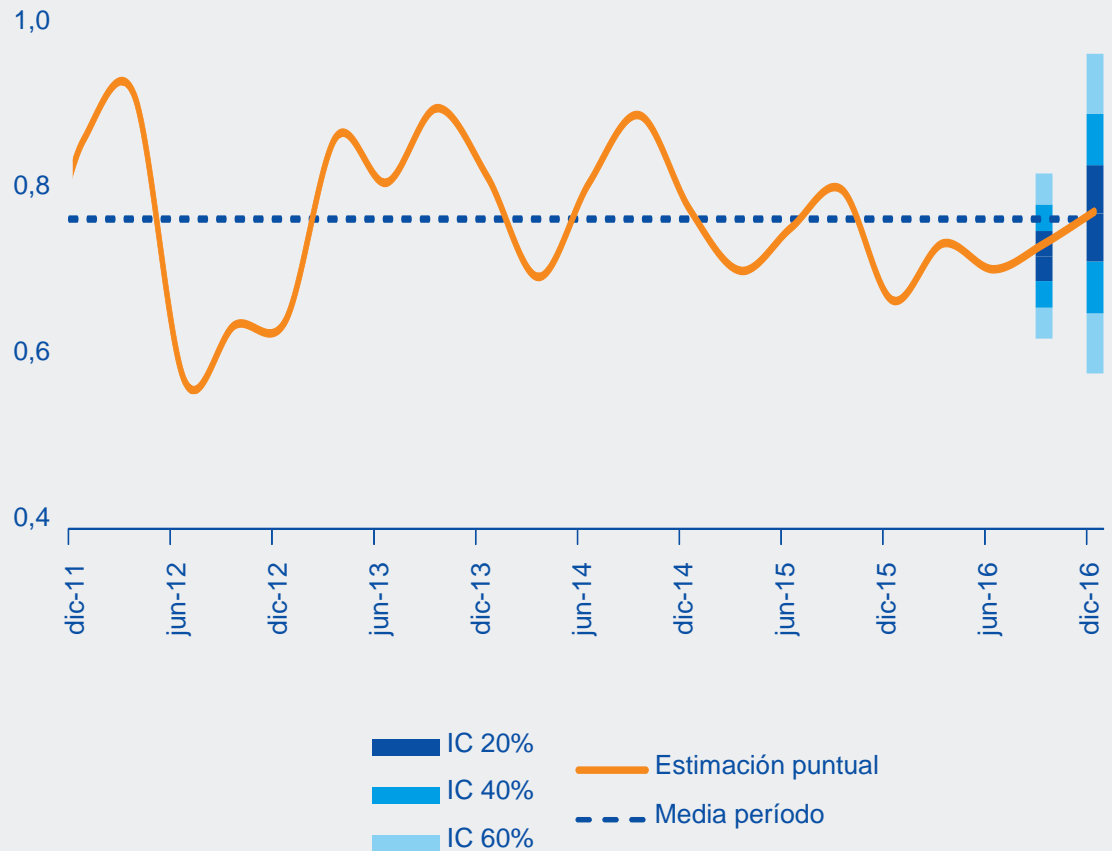
CRECIMIENTO MUNDIAL

Los datos muestran una mejora ligera del crecimiento mundial estable en el segundo semestre

- Ventas al por menor sugieren un fuerte impulso al consumo global
- Los datos de confianza son algo más optimistas, con recuperaciones en muchos países, pero los datos de actividad no son concluyentes aún
- Crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja al 3,0% en 2016 y se mantiene la perspectiva de una mejora ligera al 3,2%, en 2017

CRECIMIENTO MUNDIAL (% TRIMESTRAL EN TASA ANUALIZADA)

Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% t/t)



CRECIMIENTO MUNDIAL

Factores que afectan a la recuperación

**Bancos centrales
y tipos bajos**

Las **tasas de interés bajas** están aquí para quedarse, por problemas cíclicos y estructurales

Las **políticas monetarias expansivas** en los países desarrollados se acercan a sus límites

**Coordinación de las
diferentes políticas**

Llamada creciente a que las **políticas fiscal y estructurales complementen a la monetaria**

EE.UU. y Alemania tienen margen para **medidas fiscales expansivas**

Otros países tienen margen para modificar la **composición del gasto público**

**Comercio global**

Caída de la actividad global genera menor comercio...

... pero la relación entre comercio y crecimiento del PIB global es menor que antes de la crisis:

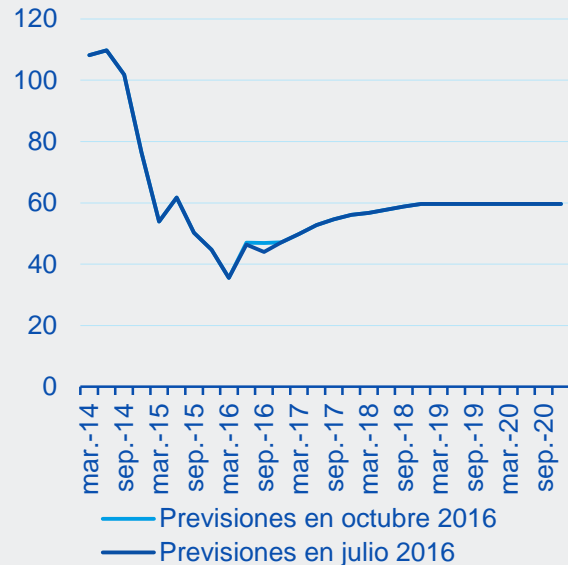
1. Contracción de las cadenas de valor (China)
2. Menor inversión global
3. Proteccionismo

Recuperación lenta del comercio

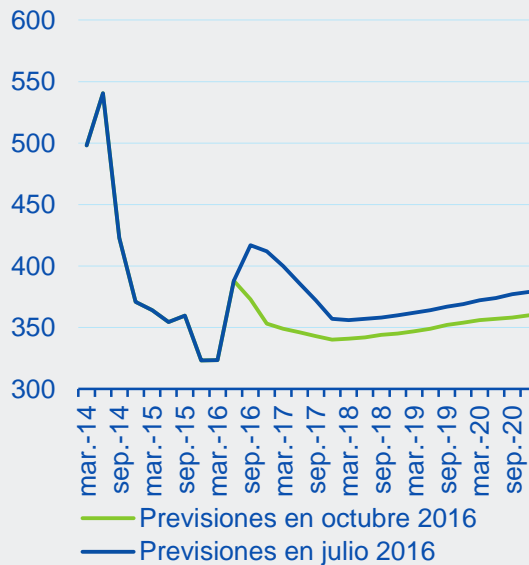
COMMODITIES

Petróleo y cobre en línea con una recuperación muy gradual. Soja afectada por aumento de oferta

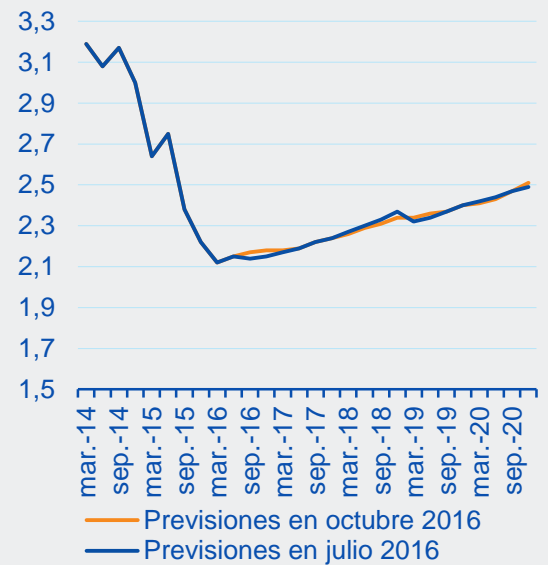
PETRÓLEO BRENT
(USD/B)



SOJA
(USD/TM)



COBRE
(USD/LB)



- Los precios del petróleo y del cobre se recuperarán gradualmente a medida que se reabsorba la sobreoferta actual

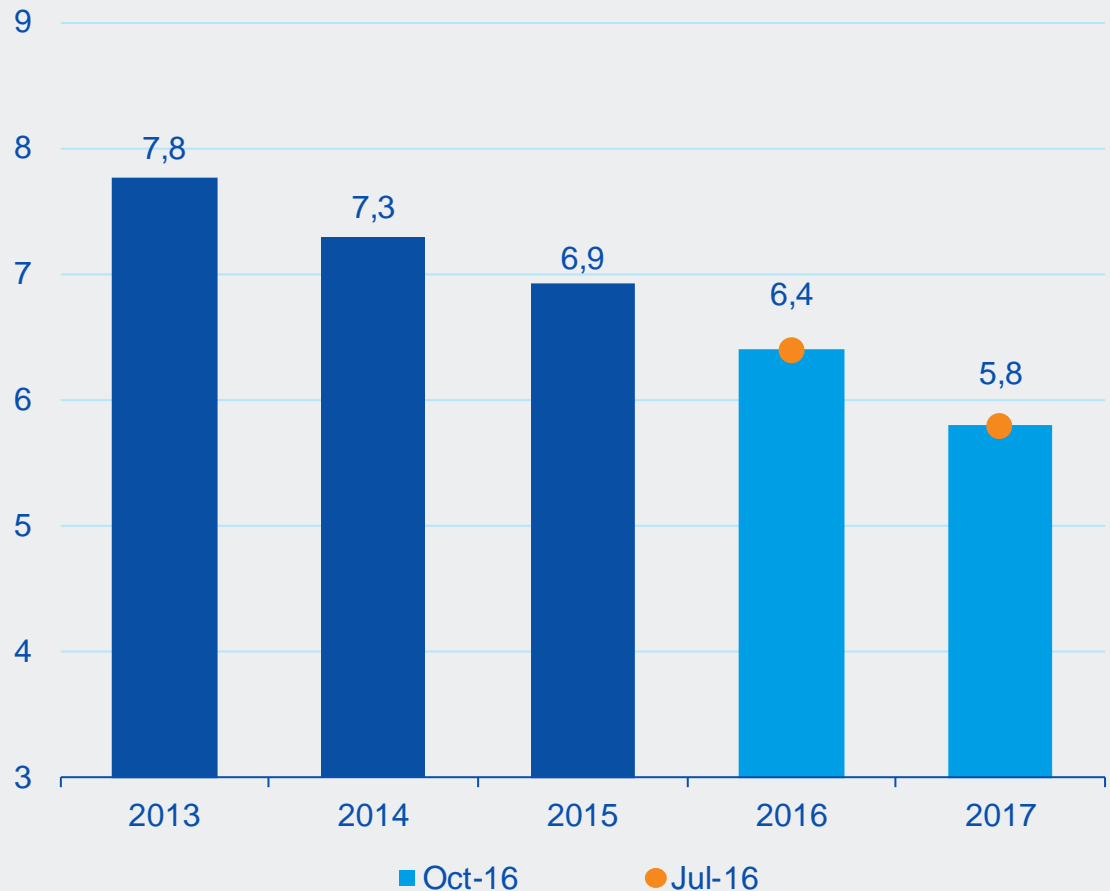
- El precio de la soja se ajusta a la baja por la sorpresa al alza de la cosecha mundial, especialmente en EEUU y Brasil

CHINA

El escenario base continúa incorporando un ajuste gradual. Ligerá revisión al alza en 2016

- **Demanda interna fortalecida** por el nuevo impulso monetario y fiscal
- Se **posponen las medidas monetarias adicionales** para frenar la burbuja inmobiliaria, mientras avanzan las macroprudenciales
- Persisten los riesgos a medio plazo:
 1. Endeudamiento de las empresas privadas y falta de reformas en las públicas
 2. Mercado inmobiliario
 3. Salidas de capital y depreciación del tipo de cambio
 4. Banca en la sombra

CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB (%)

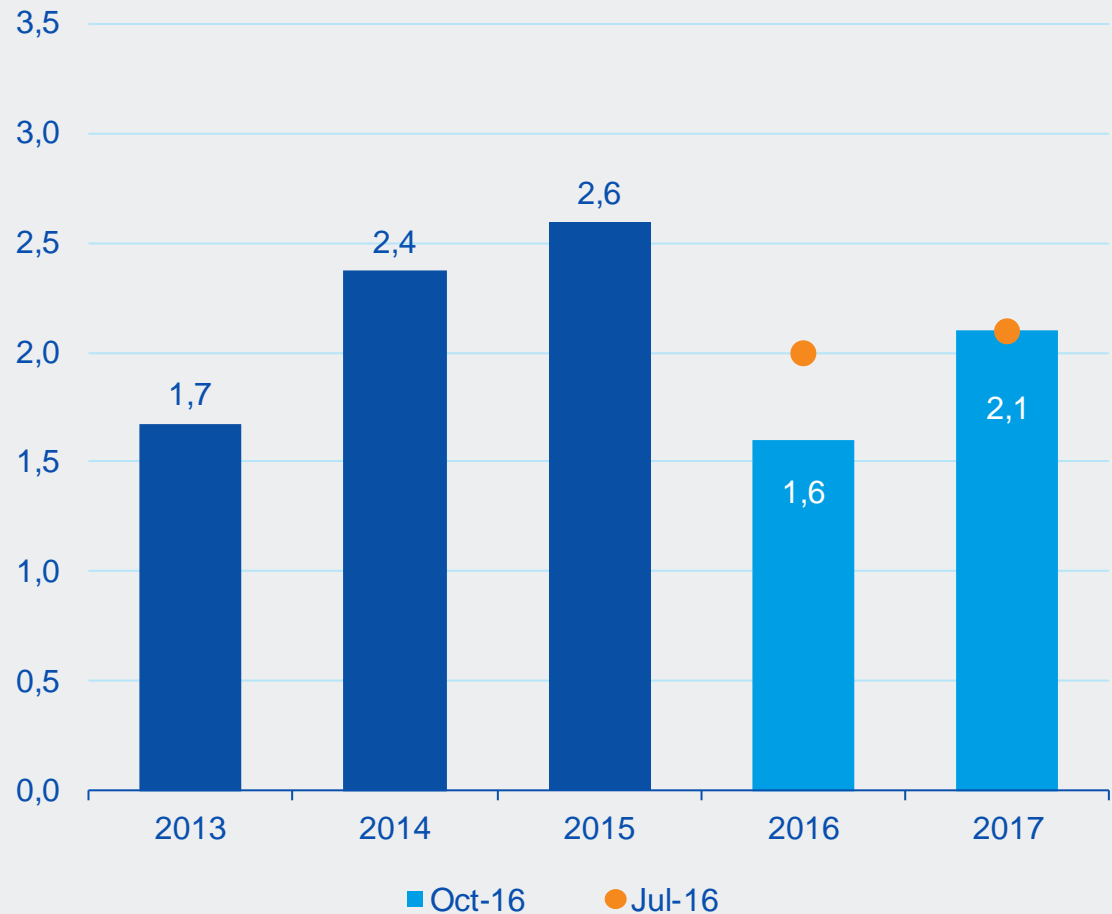


EE. UU.

Revisión a la baja del crecimiento en 2016

- Revisión a la baja por:
 1. Indicadores sugieren un **crecimiento sin** la suficiente **fortaleza** en 2ª16, tras la debilidad de 1S16
 2. Persiste la **baja productividad**
- **Fed:** esperamos un aumento de tipos de interés en diciembre 2016 y dos en 2017, hasta el 1,25%
- **Incertidumbre sobre las políticas** que implemente el nuevo presidente Trump a partir de 2017

EE. UU.: CRECIMIENTO DEL PIB (%)



LATAM

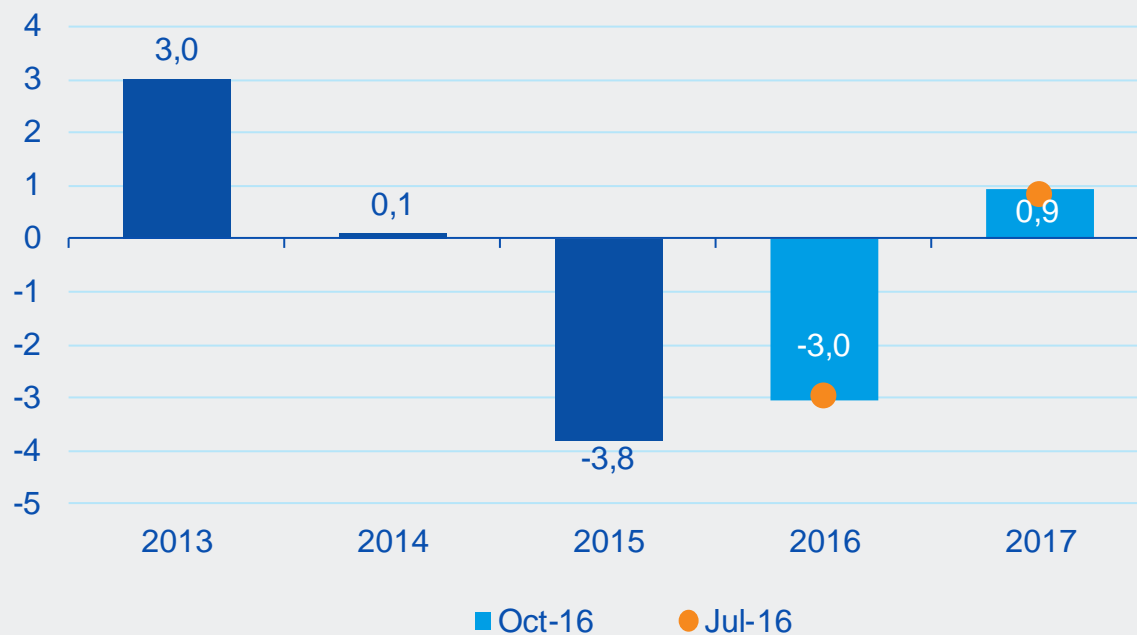
Hacia una gradual recuperación
del crecimiento



BRASIL

Vuelve a crecer en 2017

BRASIL: CRECIMIENTO DEL PIB (%)



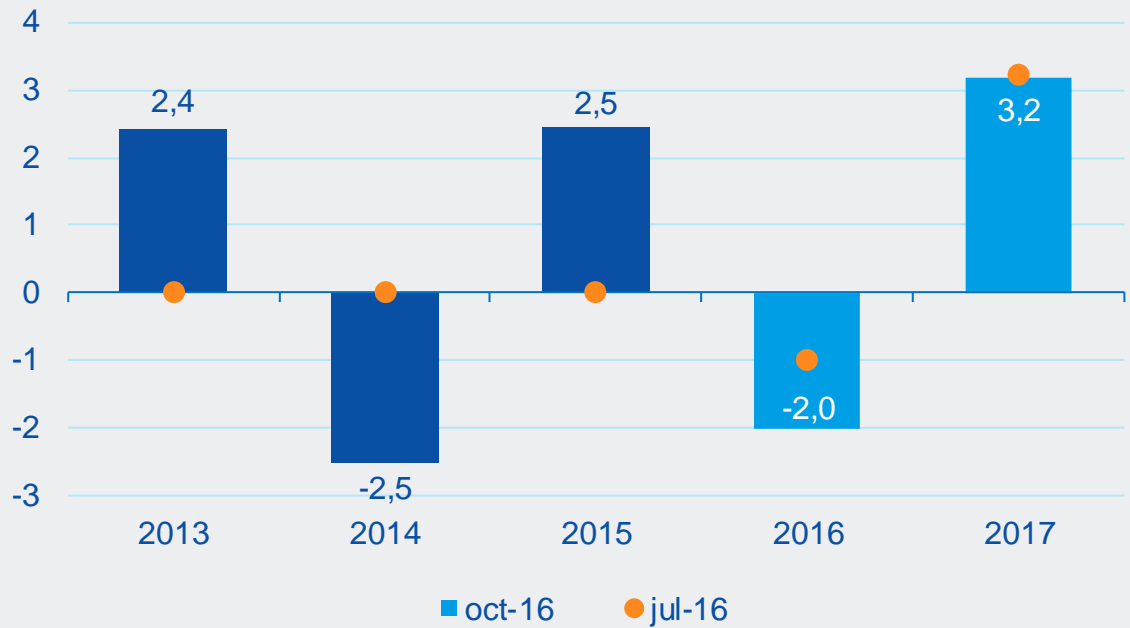
- Se reduce la incertidumbre política y se incrementa la confianza
- Aumentaron las probabilidades de aprobación de la reforma fiscal en el Congreso que podría dar un sesgo al alza al crecimiento en 2017
- Riesgos:
 - Solvencia del sector público
 - El sector corporativo expuesto a la depreciación por su endeudamiento, tasas de interés elevadas y debilidad de la demanda

ARGENTINA

La economía se contrae más de lo esperado en 2016 pero crecerá 3,2% en 2017

- La economía tocaría fondo en 3T16 promediando una caída del PIB de 2% en 2016. En 2017, fuerte impulso de la inversión y un moderado empuje del consumo llevarían el crecimiento a 3,2%
- La inflación desaceleró fuertemente en 3T16 hacia una inflación subyacente entorno a 1,6% promedio mensual. El BCRA mantendrá tasas reales positivas altas hasta cerrar la brecha entre las expectativas y sus objetivos.
- Importante entrada de divisas por emisiones de deuda pública y privada presionan a la baja el tipo de cambio. Estimamos \$ 15,7/USD para dic-16 y \$ 17,6/USD para dic-17

ARGENTINA: CRECIMIENTO DEL PIB (%)



URUGUAY

2º SEMESTRE 2016



PIB 2016

“Salvado” por el Sector Eléctrico, aunque solo crecerá 0,5%

Por sector de oferta:

- La elevada hidráulidad permitió el importante aumento de la generación eléctrica de bajo costo.

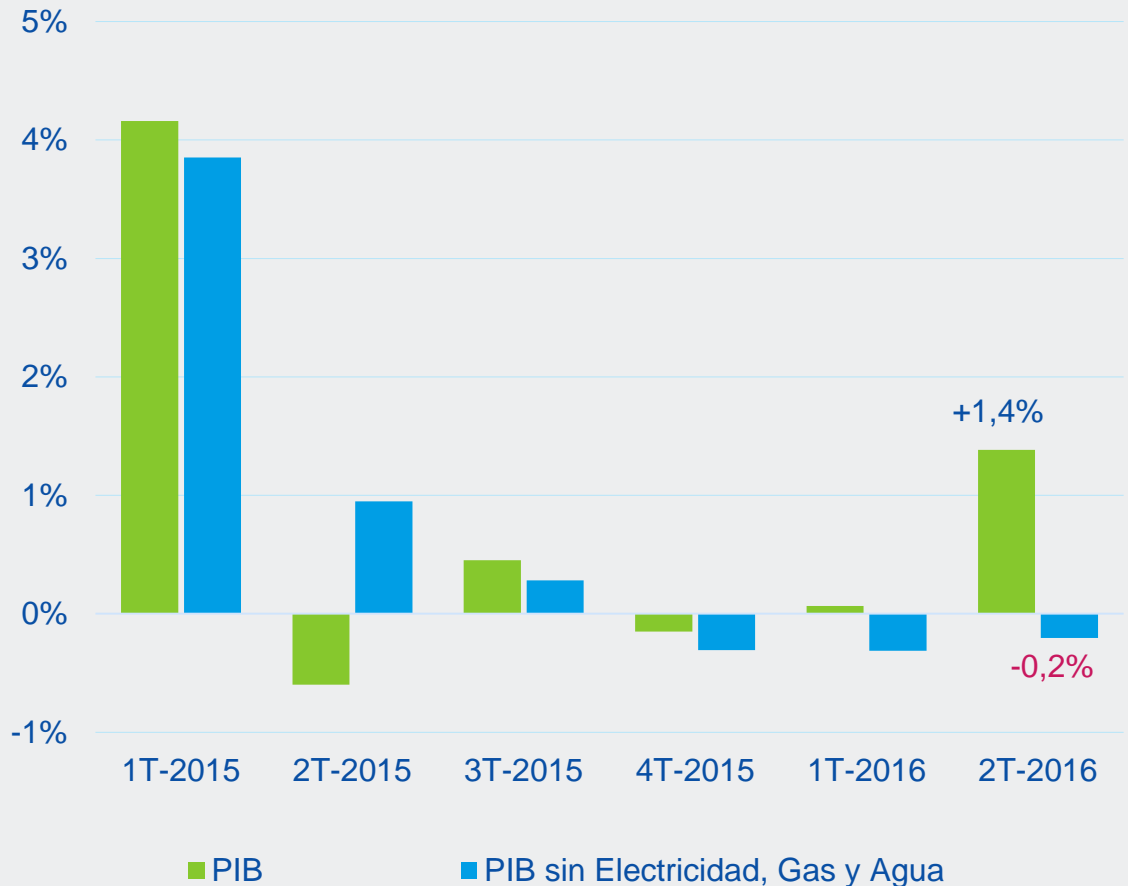
Por componente de gasto:

- El fuerte impulso de la inversión, tanto pública como privada asociada a proyectos de energía renovable (molinos eólicos)

Si bien la economía se encuentra relativamente estancada, mejoran las perspectivas alejando posibilidades de recesión. La desaceleración de la inflación, principalmente por menor presión cambiaria, mejora el poder adquisitivo de las familias y esto se ha traducido en mayores niveles de confianza

PIB TRIMESTRAL OBSERVADO CON Y SIN EL SECTOR ELECTRICIDAD

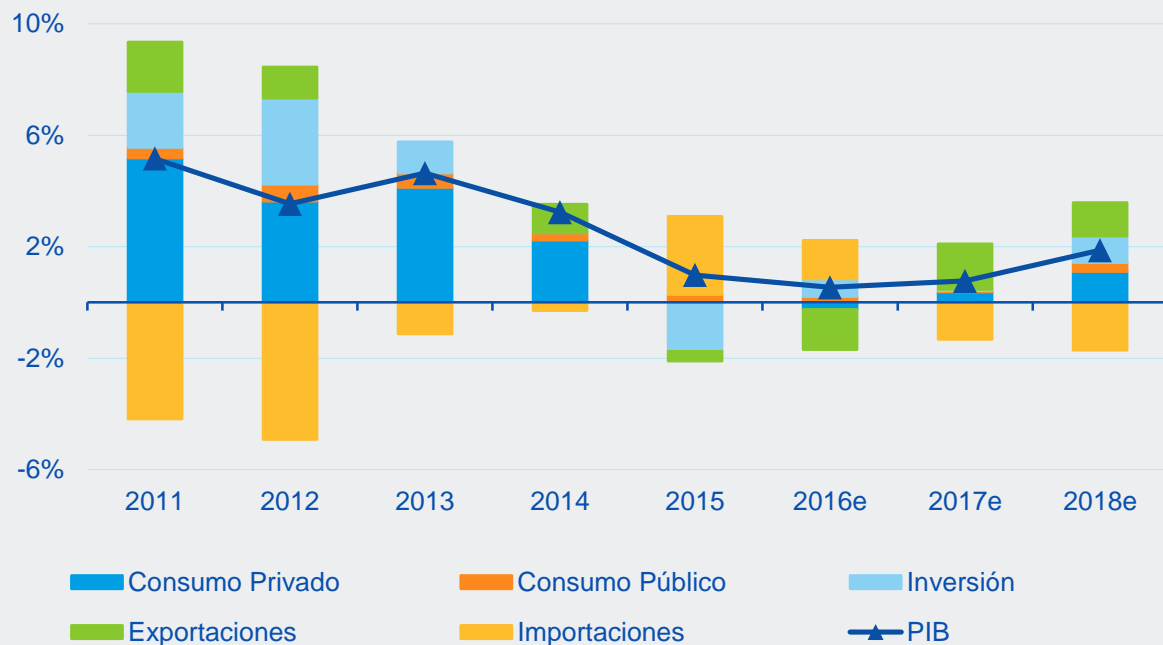
VAR.% REAL A/A



CRECIMIENTO DE 2017

El frente externo comenzará a contribuir positivamente al PIB frente a una demanda interna que aún mostrará poco dinamismo en 2017

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO
VARIACIONES % REAL A/A



Crecimiento de 2017 en torno al 0,8%

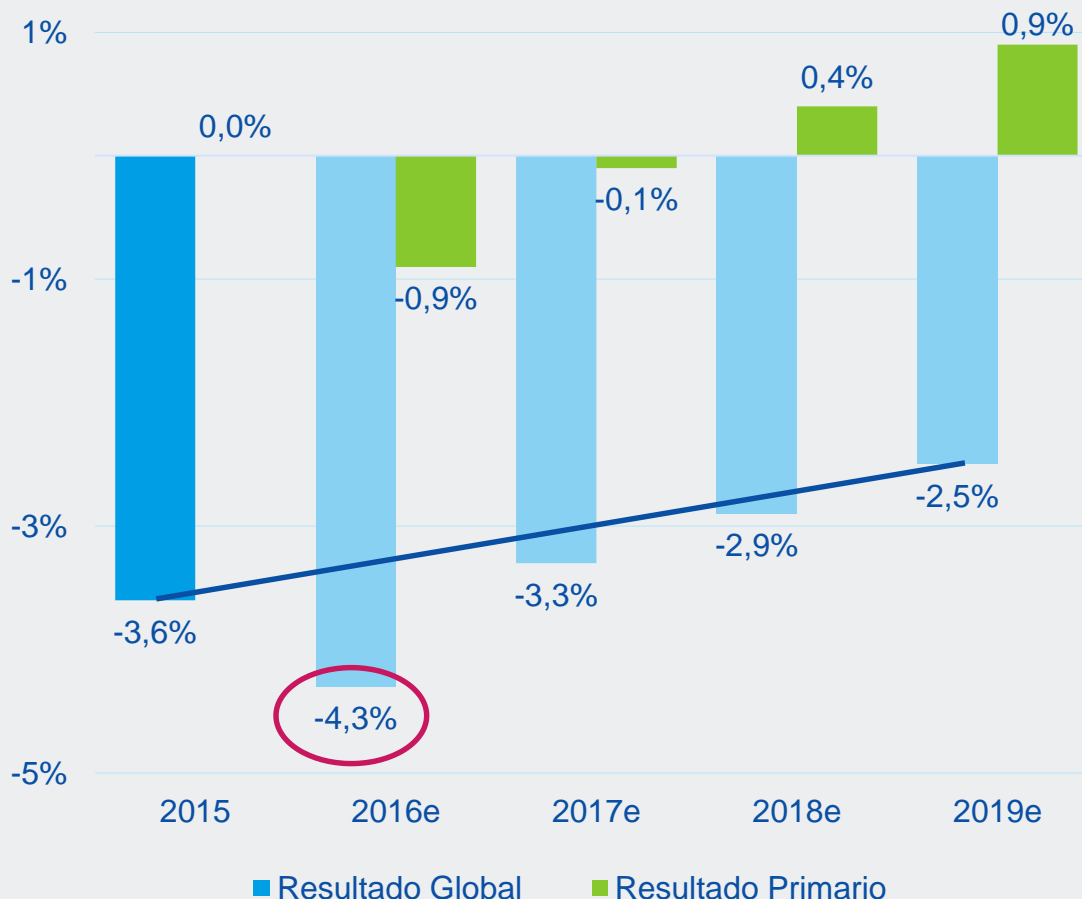
- Mejoras en el contexto regional gracias a la recuperación del crecimiento en Brasil y Argentina redundarán en aumentos de exportaciones, aunque en forma gradual
- Las mejoras en el consumo privado serán graduales, en la medida en que la menor inflación y mejoras (acotadas) en el salario real compensen al menos parcialmente la suba del desempleo
- Esperamos que la inversión comience a dinamizarse recién hacia comienzos de 2018, al concretarse la instalación de la tercera planta de celulosa que demandará Inversión privada de USD 4.000 millones e Inversión pública (infraestructura) por USD 1.000 millones

FISCAL

La revisión de las previsiones fiscales del gobierno fue realizada en el marco de un contexto más desfavorable

- En junio se llevó a cabo el balance de la ejecución presupuestaria (conocida como **Rendición de Cuentas**) de 2015 y se revisaron las previsiones oficiales
- **El Gobierno aumentó la proyección de déficit fiscal para 2016 hasta -4,3% del PIB**
- Con ajuste fiscal mediante se mantiene sin embargo el objetivo de llegar a -2,5% del PIB en 2019

EVOLUCIÓN DEL RESULTADO FISCAL PROYECTADO POR EL GOBIERNO EN % DEL PIB



El Gobierno impulsó un ajuste fiscal para corregir el desequilibrio y cuidar el Investment Grade

Los principales lineamientos del ajuste fiscal tienen como objetivo mejorar el resultado en 1% del PIB a partir del 2017

INGRESOS:

- IVA rebaja de 2 pp en Débito
- IRAE se modificó el cálculo (2016)
- IRPF sube alícuota (a partir de enero 2017)



+0,7%
del PIB

GASTOS:

- Gobierno Central (postergan gastos)
- Empresas Públicas (recorte de inversiones)
- Transferencia de la Caja Militar



+0,3%
del PIB

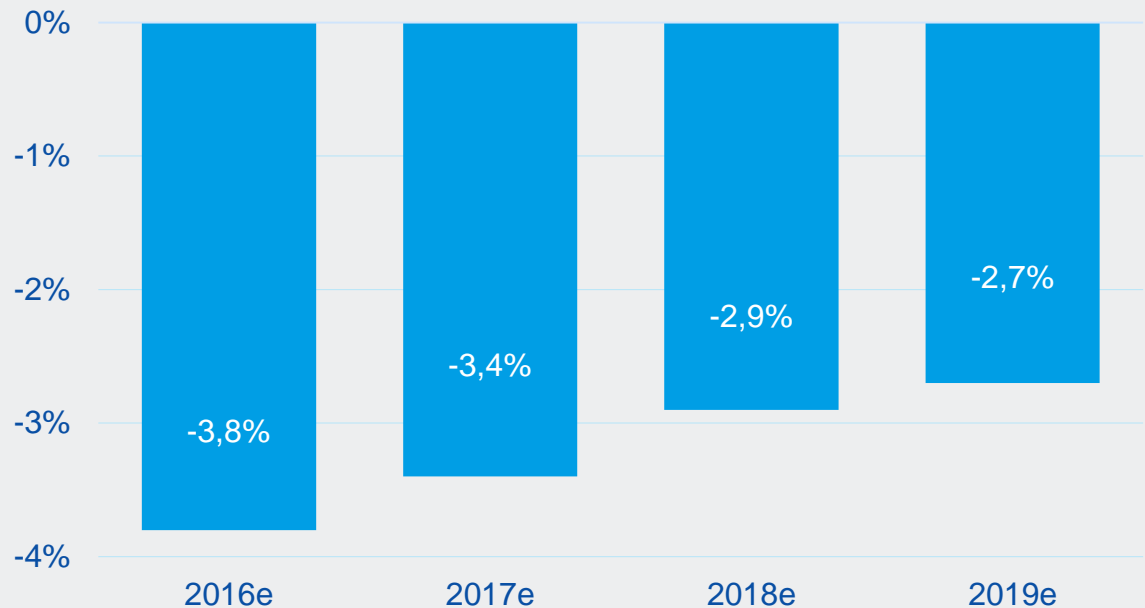
- Impuesto a la Rentas de Actividades Económicas IRAE: Enero 2016
- Impuesto a las Rentas de los Individuos IRFP: Enero 2017

AJUSTE FISCAL

Tal como esta previsto no resulta suficiente para alcanzar la meta presupuestaria de un déficit de 2,5% en 2019

- Para 2016 estimamos un déficit de 3,8% del PIB. El resultado de 12 meses a septiembre (-3,5%) que incluye el resultado de la cancelación de deuda de ANCAP con PDVSA
- El principal ajuste fiscal está dándose vía tarifas. Estas dejaron de ser una herramienta para controlar la inflación y comenzaron a ser representados mejor los costos de las empresas públicas
- Para 2017 está previsto el aumento en la alícuota del IRPF que afectará directamente a los consumidores de mayores ingresos.
- Escasa mejora del déficit en 2017 (-3,4% del PIB). La reforma impositiva mejora la recaudación pero del impuesto pero desalienta el consumo e impacta negativamente sobre la recaudación del IVA

PREVISIÓN BBVA DEL DÉFICIT FISCAL
% DEL PIB



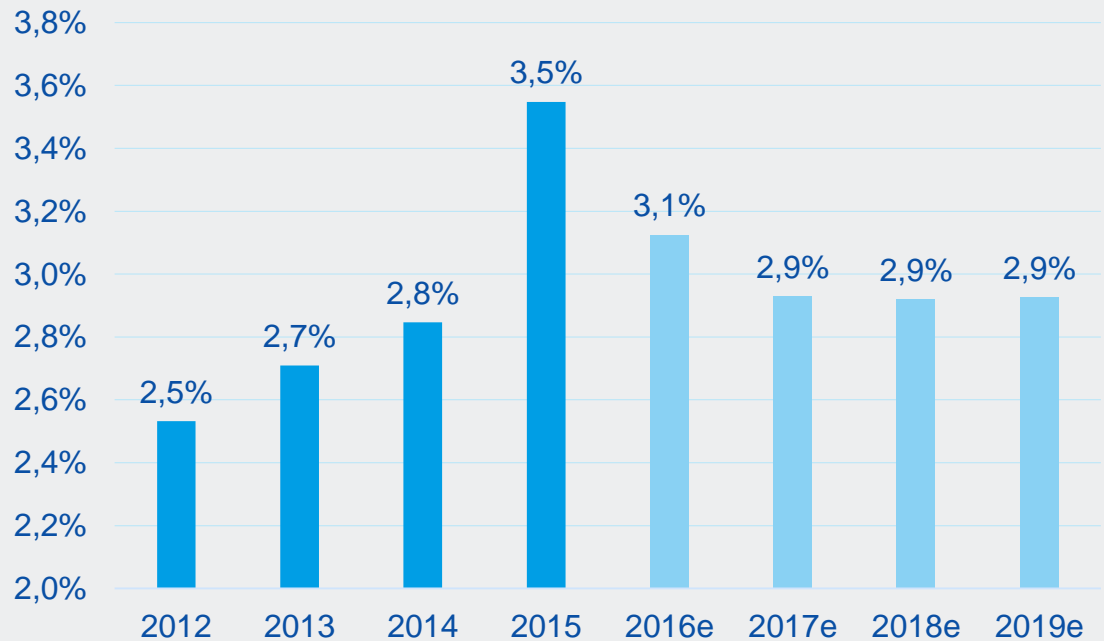
VULNERABILIDAD FISCAL

Reducir la vulnerabilidad fiscal resulta costoso

- Uruguay tiene una carga financiera importante que es la responsable de casi todo el déficit fiscal
- La política de pre financiamiento del déficit por un lado le permite cubrirse ante shocks inesperados pero también esto le genera un costo que se acumula en los intereses
- Los créditos contingentes con BM, CAF, BID y FLAR alcanzan a 4,2% del PIB y si bien están a disposición frente a cualquier eventualidad, también generan un costo, aunque acotado

La inflexibilidad del gasto primario a la baja en un contexto de bajo crecimiento, acota las chances de obtener un superávit primario suficiente para bajar los niveles de endeudamiento

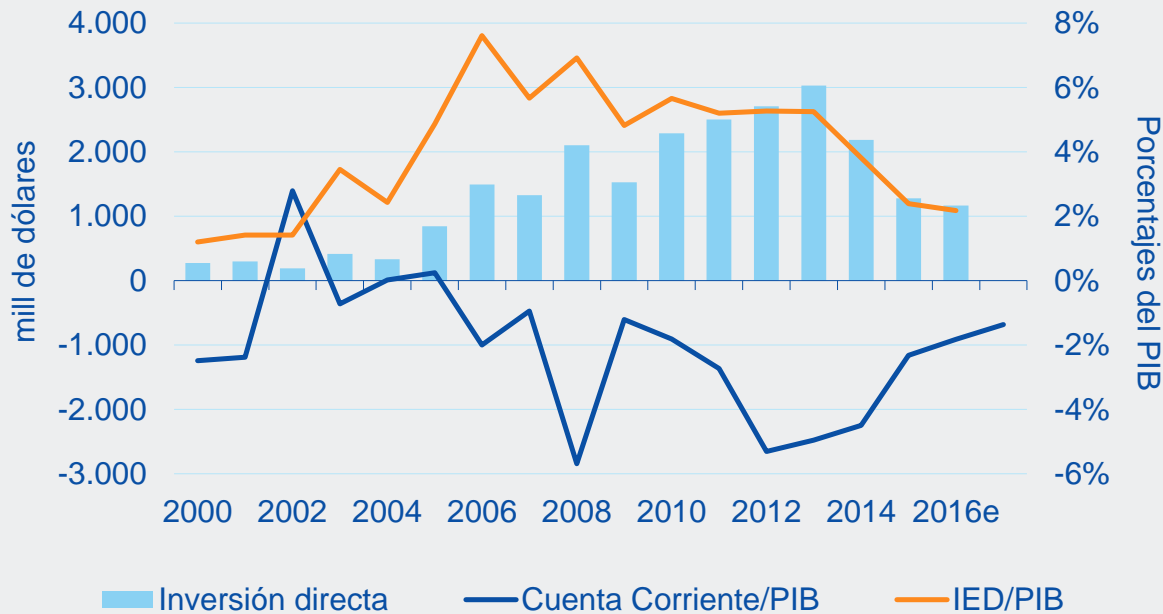
INTERESES DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
% DEL PIB



CUENTAS EXTERNAS

Importante mejora de las cuentas externas...

CUENTA CORRIENTE E IED
% DEL PIB

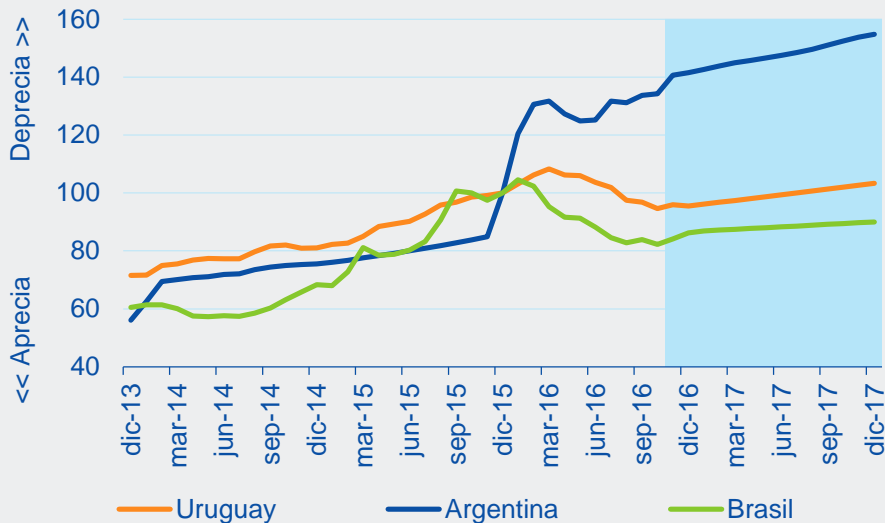


- Sustancial mejora en la balanza comercial: las importaciones caen más que las exportaciones, tanto en cantidades como en precios
- En 2017 esperamos una significativa mejora de la temporada turística que impactará positivamente en la cuenta corriente llevándola a -1,4% del PIB
- La IED sigue financiando el déficit aunque en ausencia de grandes proyectos de inversión se ha ido desacelerando
- Prevemos que para 2018 comience a deteriorarse gradualmente la cuenta corriente como consecuencia de la construcción de la tercera planta celulosa

TIPO DE CAMBIO

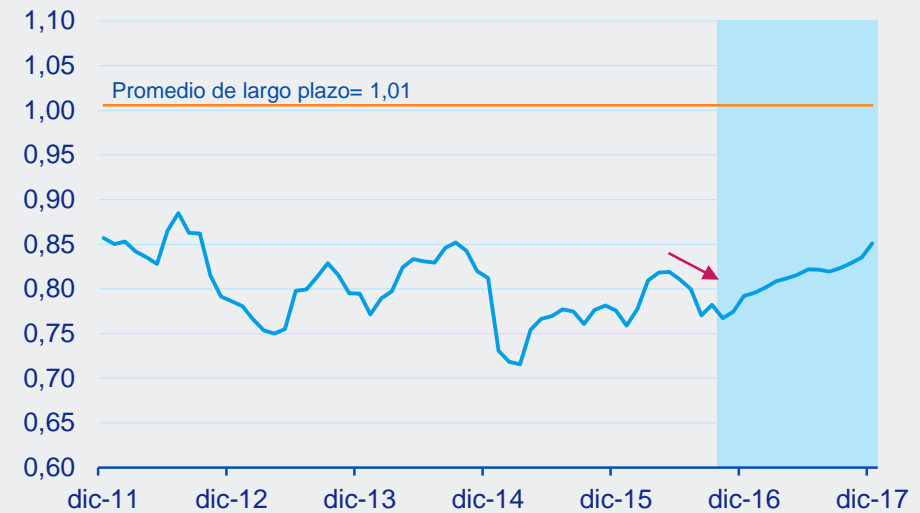
El tipo de cambio se aprecia... al ritmo del Real

TIPOS DE CAMBIO
BASE 100 =DIC 2015



- El peso no escapa a la tendencia de Brasil, tanto en la depreciación como al apreciarse

TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL
BASE DIC01=1

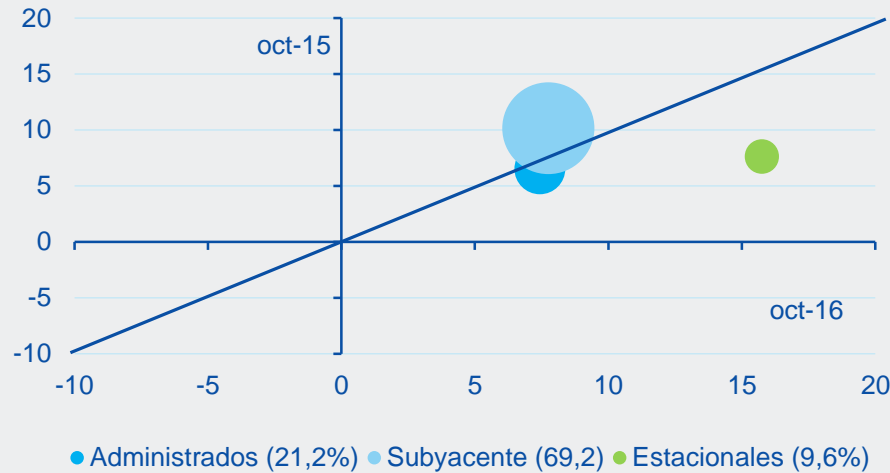


- ... tras la reciente apreciación, el tipo de cambio real continuaría con alguna ganancia de competitividad en 2017 por la apreciación real de Argentina

PRECIOS

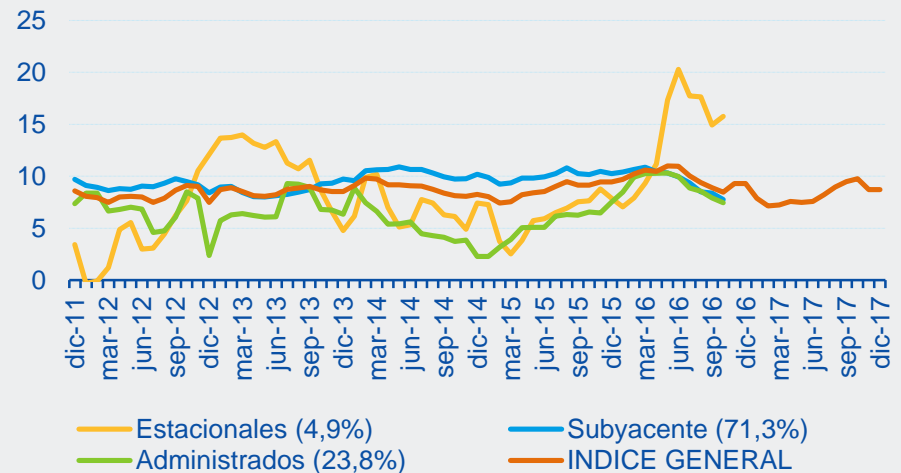
Los precios crecen más despacio pero aún se ubican fuera del rango del BCU, alcanzado 9,2% en 2016

IPC POR COMPONENTES
VAR% A/A



- En oct-16, la inflación núcleo desacelera a 7,7% a/a desde el máximo de 10,9% alcanzado en marzo. En oct-15 explicaba el 77% del registro interanual pero en oct-16 el 63%

IPC POR COMPONENTES
VAR% A/A



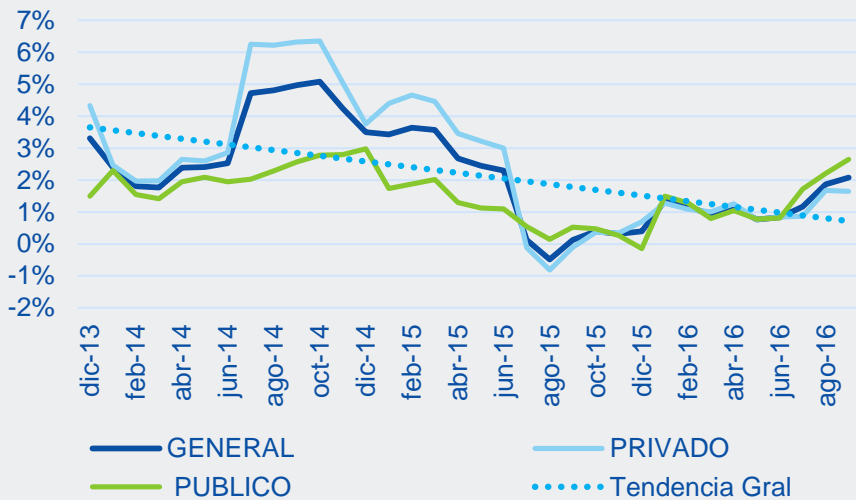
- Por su parte los administrados siguen recuperando el terreno perdido en 2014, demostrando la relevancia dada al balance fiscal y el abandono de las tarifas como instrumento contra la inflación

SALARIOS Y POLÍTICA MONETARIA

Salarios reales contenidos y política monetaria contractiva contribuyen a la desaceleración de la inflación a 8,7% en 2017

EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS REALES

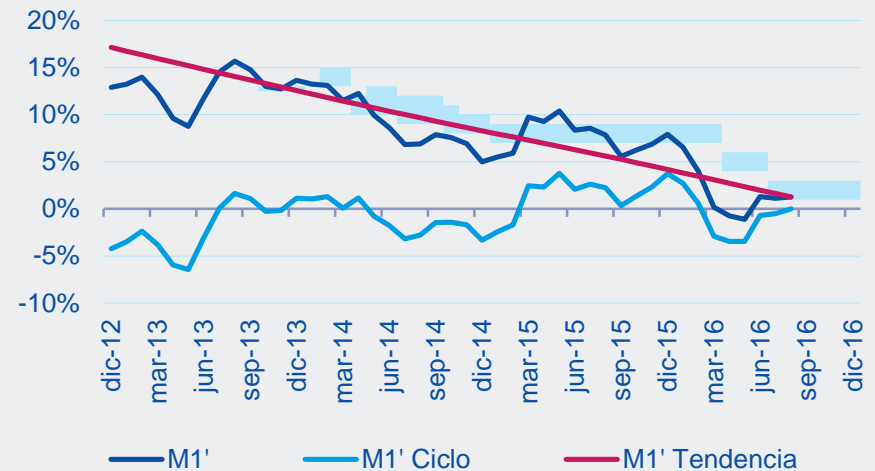
VAR% A/A



- Moderación en el crecimiento de los salarios reales por debilidad de la actividad y vigencia de los nuevos acuerdos bajo el esquema de pautas salariales nominales decrecientes

POLÍTICA MONETARIA

m1 amplio, rango objetivo



- El BCU refuerza, y cumple, su perfil astringente. Aumentan las probabilidades de medidas macroprudenciales, para moderar la apreciación del peso

Previsiones

Uruguay					
	2013	2014	2015	2016e	2017e
PBI (% a/a)	4,6	3,2	1,0	0,5	0,8
Inflación (% a/a, fdp)	8,5	8,3	9,4	9,3	8,7
Inflación (% a/a, promedio)	8,6	8,9	8,7	9,8	8,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	21,3	24,1	29,7	28,4	30,7
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,4	23,2	27,3	30,2	29,6
Tasas de interés activa (% , promedio)	17,7	21,5	21,4	22,8	23,1
Consumo Privado (% a/a)	5,5	3,0	0,0	-0,3	0,5
Consumo Público (% a/a)	4,9	2,5	2,6	2,0	0,5
Inversión (% a/a)	4,8	0,0	-7,7	3,0	0,2
Resultado Fiscal (% PIB)	-2,4	-3,5	-3,5	-3,8	-3,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,0	-4,5	-2,3	-1,8	-1,4

SITUACIÓN URUGUAY

2º SEMESTRE 2016

