

Situación Uruguay

Primer Semestre 2013
Análisis Económico

- **La ralentización del consumo interno, la demora en el inicio de los grandes proyectos de inversión y el magro aporte del sector externo** determinarán para 2013 un crecimiento de sólo 3,7% con un ligero repunte en 2014 (3,9%) ayudado por mayores exportaciones.
- **La inflación es el principal desequilibrio macroeconómico:** se mantendrá en un 8% a fin de 2013 y 7% al cierre del 2014. Así, el Banco Central volverá incumplir el objetivo de inflación. La Tasa de Política Monetaria permanecerá en 9,25% en 2013, mientras que para el próximo año esperamos la recorte hasta alcanzar 7,5% en diciembre.
- **Los déficit gemelos se reducirán a medida que se reviertan los factores puntuales que afectaron 2012** inherentes a la necesidad de cubrir la demanda energética aunque persistirán los problemas de competitividad que harán que el desequilibrio externo será más vulnerable ante cambios en las condiciones globales.
- **La cuenta corriente cerrará con déficit de 3,6% en 2013 mejorando hasta 3,4% en 2014**, en tanto que el déficit fiscal alcanzará a 2,3% del PIB en 2013 y solo mejorará a 2,1% del PIB en 2014 debido a la rigidez a la baja del gasto.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Un escenario global más heterogéneo.....	4
3. Uruguay: privilegiando el crecimiento sobre la inflación.....	5
3.1. El crecimiento económico se modera.....	5
3.2. La inflación continúa siendo el principal foco de preocupación.....	6
Recuadro 1. El PIB potencial de Uruguay.....	9
3.3. El fuerte deterioro de la cuenta corriente se revertirá parcialmente en 2013.....	11
3.4. El mayor desequilibrio fiscal por factores coyunturales y estructurales.....	12
3.5. Se modera la expansión del crédito privado.....	14
4. Tablas.....	15

Fecha de cierre: 16 de mayo de 2013

1. Resumen

La información del año 2012 confirmó la desaceleración de la economía uruguaya al crecer **3,9% en dicho año**. La demanda interna sigue siendo el principal driver de crecimiento aunque cabe esperar una ralentización durante el presente año. Por el lado del consumo privado, la confianza está siendo influenciada por mayores incertidumbres en el mercado laboral, con menores aumentos salariales previstos a partir de este año. Los grandes proyectos de inversión, por su parte, se encuentran demorados, lo que repercutirá en una menor demanda interna en 2013. **Para 2013 esperamos que el crecimiento desacelere unas décimas y se ubique en 3,7% para comenzar a recuperar a partir de entonces gracias al aporte de la demanda externa llegando a 3,9% en 2014** y se establezca en los años subsiguientes en torno al crecimiento potencial (4%).

El principal desequilibrio macroeconómico continuará siendo la inflación que volverá a situarse por sobre el rango objetivo del Banco Central. La suba de los precios alcanzará 8% este año y se ubicará el 7% en 2014. La desaceleración del consumo y la apreciación del peso moderarán la presión sobre los precios. Además la autoridad monetaria mantendrá la Tasa de Política Monetaria invariable en 9,25% el resto del año, dejando de esta manera la tasa real en terreno positivo. La apreciación cambiaria luce como el límite de la política monetaria. Asignamos alta probabilidad a la utilización de herramientas heterodoxas o macroprudenciales.

El sorprendente déficit en cuenta corriente de 2012 (5,3% del PIB) tuvo su origen en factores puntuales relacionados principalmente con la necesidad de importar mayores cantidades de petróleo y energía, situación que esperamos no se repita durante 2013, mejorando el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, seguirá pobre el performance del rubro turismo hasta tanto no se revierta la apreciación cambiaria y las restricciones cambiarias impuestas en Argentina, que hacen que el turismo emisor aumente y baje el receptor, por lo que la mejora en las cuentas externas será acotada. **Así, esperamos un déficit en cuenta corriente de 3,6% del PIB para 2013 y de 3,4% del PIB para 2014, de la mano una cierta recuperación en la competitividad y mayores exportaciones.**

El fuerte deterioro fiscal de 2012 (déficit de 2,6% del PIB) también tuvo su origen en los factores puntuales relacionados con la compra de energía por parte de las empresas públicas y la necesidad de controlar los precios de las tarifas de estas empresas para evitar un mayor nivel de inflación. Así el gobierno absorbió esos mayores aumentos pero a costa de mayor déficit. Nuevamente esperamos que desaparecidos estos factores puntuales el Gobierno pueda mejorar su resultado que se verá condicionado por una menor recaudación (por menor actividad) y la imposibilidad de bajar el gasto en salarios y pasividades, particularmente previo a un año electoral. **De esta manera esperamos que el déficit fiscal llegue a 2,3% en 2013 y a 2,1% en 2014 favorecido por el ligero repunte de actividad.**

Continúa la apreciación cambiaria que no ha podido ser revertida a pesar de las fuertes compras de divisas del BCU. Este año esperamos que el Peso Uruguayo llegue a 19,05 (promedio diciembre) con lo cual permanecerán los problemas de competitividad. Recién para 2014 es posible que podamos ver alguna devaluación nominal del tipo de cambio, ante la necesidad de alinearse a las monedas de la región, sin embargo esto estará condicionado por la entrada de capitales que actuará en la dirección contraria.

2. Un escenario global más heterogéneo

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que **el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012** (gráfico 1). En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

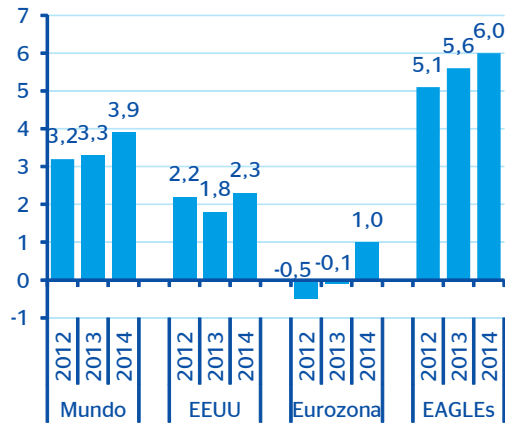
En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la **generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea**, lo que justifica la reciente **bajada de tipos de interés del BCE**. Es esta una medida positiva, aunque difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el **desigual funcionamiento del canal bancario**. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el **grado apropiado de consolidación fiscal**, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. ¿Qué falla en Europa? Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

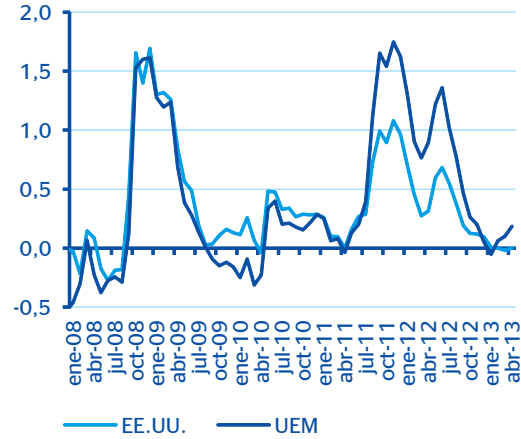
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una **expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza**. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB



EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Índice BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

3. Uruguay: privilegiando el crecimiento sobre la inflación

3.1. El crecimiento económico se modera

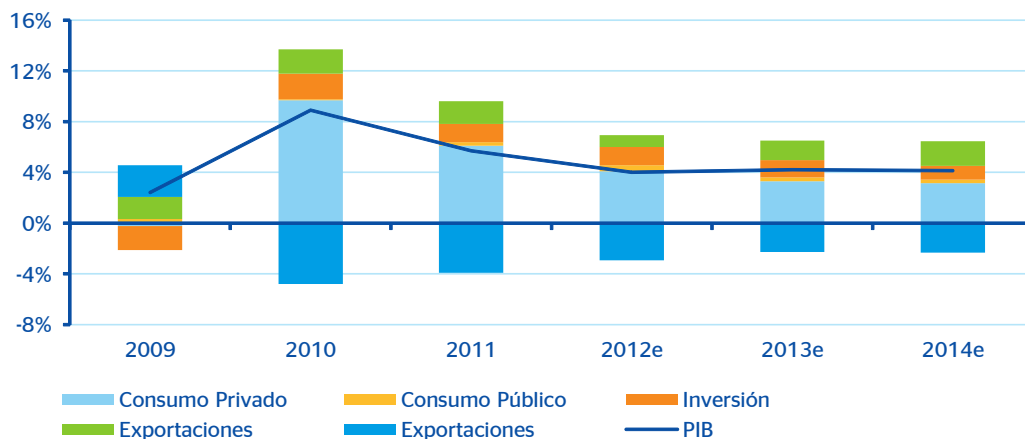
Durante el año 2012 la economía uruguaya creció al 3,9%, ligeramente por debajo de nuestra previsión del 4%, completando de esta forma una década de crecimiento ininterrumpido. Sin embargo, esta cifra muestra una desaceleración respecto de los últimos años, en los cuales Uruguay mostró una expansión de la actividad promedio superior al 6%, según la última información del Banco Central de Uruguay. A fines del año pasado el BCU revisó al alza las cifras de crecimiento de Uruguay desde 2009; particularmente en 2011 la corrección fue significativa,

pasando de 5,7% a 6,5% de crecimiento anual, elevando el arrastre estadístico para 2012 y determinando, por lo tanto, un menor crecimiento genuino el año pasado.

La demanda interna continúa siendo el principal motor de la actividad económica y a pesar que su ritmo de expansión desacelera ligeramente, durante el año 2013 estimamos que continúe impulsando al crecimiento. Esta tendencia es consistente con el hecho que tras varios años de recuperación de los niveles de empleo y salario real luego de la crisis de 2002, gran parte de la demanda postergada ya ha podido realizarse y resulta más previsible un crecimiento del consumo en línea con el PIB potencial.

Gráfico 3

PIB Uruguay: contribuciones al crecimiento



Fuente: BCU y BBVA Research

Indicadores parciales del 1T-13 van en el mismo sentido, sugiriendo que el nivel de actividad desaceleraría durante este año. Por el lado del consumo, el índice de confianza del consumidor lleva tres meses de caídas consecutivas, alejándose de los máximos para situarse en un “moderado optimismo” en el cual se destaca una menor predisposición a la compra de bienes durables influenciada por un aumento en las expectativas de desempleo. De hecho, en el 1T-13 el desempleo creció respecto de lo observado en igual período de 2012 (6,5% vs 5,7%) y se proyectan crecimientos salariales medios del orden del 3,5% en términos reales para este año, algo por debajo de los guarismos observados en años previos (4%/4,5%) lo que redundará en una ralentización en la tasa de crecimiento del consumo doméstico.

En el mismo sentido, la demora en el inicio de las obras de los grandes proyectos de inversión en cartera hace que no estemos tan optimistas en el crecimiento de la inversión privada durante este año como pensábamos y ello provoque una menor expansión del PIB.

El dinamismo de las exportaciones se verá acotado por entorno internacional sigue mejorando muy lentamente, donde el principal foco de preocupación sigue centrado en Europa a lo que se sumaría una posible desaceleración en el crecimiento de China -aunque esto sea solo temporario- impidiendo un mayor dinamismo de las exportaciones a dichos lugares. En la misma dirección apuntan las limitaciones puestas en práctica tanto por Argentina como por Brasil a sus importaciones.

Revisamos a la baja nuestra previsión de actividad de 2013 hasta 3,7% (antes 4,2%) mientras que comenzaría a repuntar a partir de 2014 (3,9%), de la mano de un crecimiento de las exportaciones con la puesta en marcha de Montes del Plata. A partir de entonces, el crecimiento convergerá al PIB potencial que, como comentamos en el recuadro se ubica en torno del 4%.

3.2. La inflación continúa siendo el principal foco de preocupación

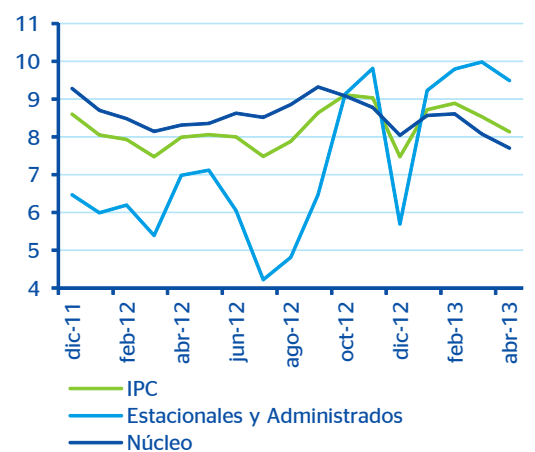
Durante el año 2012 los precios aumentaron 7,5% a/a según los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE). Esta variación capturó el efecto de la deflación del mes de diciembre (-0,7% m/m), producto del plan “Tu ahorro vale doble” que benefició a consumidores

con una reducción en la tarifa eléctrica siempre y cuando redujeran el uso de este servicio en dicho período como así también por el acuerdo de precios con supermercados. Vale aclarar que si en diciembre se hubiese repetido la variación de Dic'11, esto es, una suba de 0,7% m/m, la inflación hubiese alcanzado 9% a/a en todo 2012, apenas superior a nuestra estimación de 8,7% del Situación Uruguay de Noviembre 2012.

En los cuatro primeros meses de 2013 la inflación acumulada alcanzó 4,0%, (8,1% a/a) sobresaliendo los incrementos en Alimentos (4,4%), Educación (7,9%) y el rubro de Vivienda (11,0%) por un "efecto rebote" al retirar la reducción de la tarifa eléctrica de diciembre.

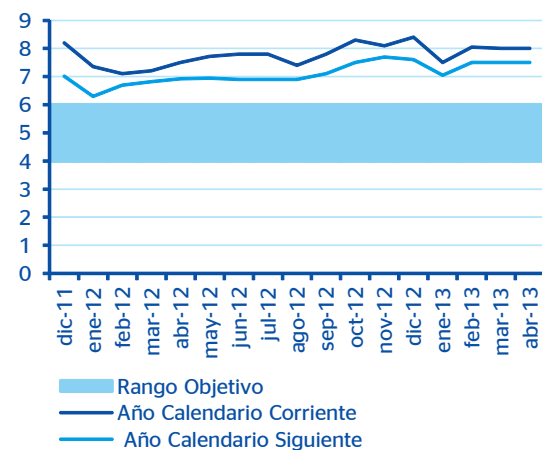
Para el resto del año esperamos una desaceleración en la tasa de incremento de los precios debido a una moderación del consumo, el menor aumento de los salarios reales respecto del año pasado y la apreciación del peso que abarata los bienes importados. Esta tendencia estaría respaldada por la evolución de la inflación núcleo que ha desacelerado por debajo del 8% (gráfico 4).

Gráfico 4
Inflación: nivel general, núcleo y precios regulados (Var. % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 5
Objetivo y expectativas de inflación anual (%)



Fuente: BCU y BBVA Research

A pesar de la pérdida en el ímpetu que muestran los precios, estimamos que la inflación se ubique nuevamente por sobre el rango objetivo, alcanzando 8% a/a a fin de 2013 para ceder levemente hasta un 7% en 2014, debido al mantenimiento por parte del BCU de la tasa real de interés levemente positiva y la convergencia del producto hacia el potencial.

La inercia salarial se mantiene como el principal empuje de los precios y ha marcado la impronta de una indexación implícita de la economía. Cabe destacar que el aumento anual promedio del salario real en los últimos cinco años alcanzó 4,5% y esperamos un incremento del orden de 3,5% para 2013 y 2014.

En vista de la laxitud de la política monetaria, (ver más abajo), y dado que la política fiscal requiere para sus objetivos de equidad social un sesgo expansivo, la percepción de los agentes es pesimista en cuanto la convergencia de la inflación hacia el rango objetivo como lo demuestran las expectativas de inflación (gráfico 5), que se encuentran claramente por fuera del rango objetivo.

Al observar el período que va desde dic'07, cuando se implementa el régimen de metas de inflación, hasta mar'13 surge que solamente en 14 de los 65 meses es decir el 22% del período, el BCU cumplió el objetivo. Se puede concluir que los agentes, dados los niveles de actividad actuales, aceptan una inflación elevada pero estable como la observada teniendo como umbral psicológico del 10%, por ser el disparador de ajuste de pasividades.

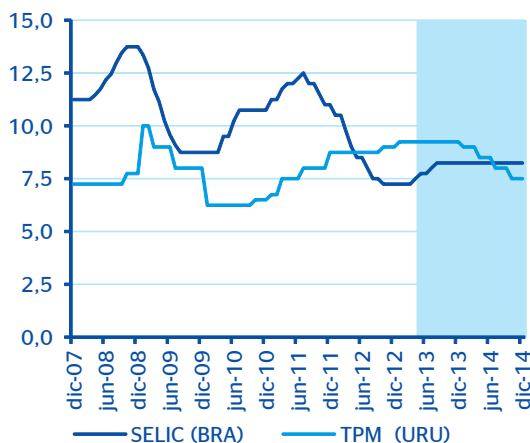
Ante la percepción de este "nivel de confort de los agentes" el BCU mantiene su esquema de decisión, como lo demuestran las decisiones tomadas en los últimos meses. En la reunión de

Dic '12 el Comité de Política Monetaria (COPOM) solo aumentó 25 bp la Tasa de Política Monetaria (TPM), alcanzando a 9,25%, y en la reunión de marzo dejó la tasa sin cambios e incrementó a partir de Abril en 5 pp. los encajes marginales (pasando la alícuota de la tasa de encaje de 20% a 25% para los depósitos en moneda nacional y de 40% a 45% para los realizados en moneda extranjera y dejando inalterada la estructura de remuneración de los encajes).

Estilizando estos hechos nos encontramos con el mismo diagnóstico elaborado en el informe anterior: demasiada carga para la política monetaria que induce al uso de medidas heterodoxas, o macroprudenciales, ante la actitud laxa de la política fiscal. La instrumentación de este mix de políticas responde a la escasa transmisión de la TPM y la apreciación cambiaria. De este modo, la actividad vuelve a ganar un nuevo round a los precios. Por esta razón estimamos que no habrá cambios en la TPM en lo que resta del año, dejando por tanto la tasa real de interés en terreno levemente positivo. Dicho spread positivo de la TPM con la inflación, aunque no es suficiente para hacer converger las expectativas hacia el objetivo, contendrá algo a la demanda lo cual ayudado por la apreciación del peso morigerará el proceso inflacionario.

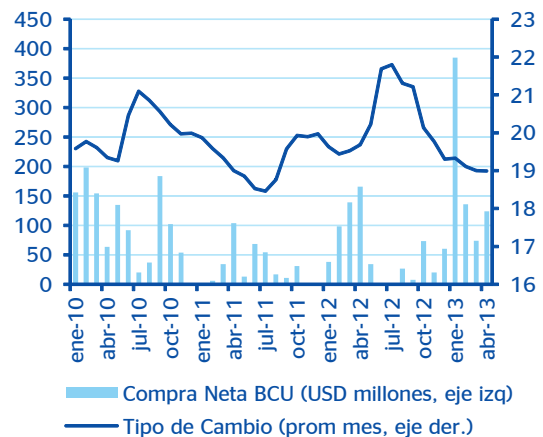
La ayuda que puede recibir la política monetaria llegaría desde Brasil que ya ha comenzado a incrementar la tasa Selic relajando -aunque marginalmente- la restricción cambiaria con el Real y liberando entonces espacio para ajuste en la TPM (gráfico 6). Sin embargo, asignamos baja probabilidad a esta subida de tasa en vista de la fuerte ponderación que tiene la actividad en la toma de decisiones del COPOM de Uruguay.

Gráfico 6
Tasas de Interés: Selic (Brasil) y Tasa



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 7
Intervención del BCU y Tipo de Cambio Nominal



Fuente: INE y BBVA Research

Esta preferencia por el objetivo de la actividad también se reflejó en el mercado cambiario. La apreciación del peso, atizada por el Investment Grade, la TPM elevada y la liquidez monetaria internacional, ha presionado de manera intensa al BCU que trató de mantener -con escaso éxito- la baja de la competitividad cambiaria a través de intervenciones en el mercado comprando divisas en volúmenes record, aprovechando el buen apetito por papeles de la entidad utilizados en la esterilización. En el primer cuatrimestre del año las compras netas alcanzaron USD 718,0 millones, superando al total del año pasado que fueron USD 662,1 millones, mientras que los rendimientos de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) no muestran signos evidentes de saturación en la demanda (gráfico 7).

Como resultado de esta operatoria, los Activos de Reserva crecieron en 2012 unos USD 3.287 millones, que representan un 6,6% del PIB. Durante los primeros meses de este año, el BCU continuó comprando divisas en el mercado cambiario y los Activos de Reserva continuaron creciendo unos USD 400 millones hasta alcanzar los USD 14.000 millones a mediados de abril de este año.

Recuadro 1. El PIB potencial de Uruguay

En este recuadro estimamos el PIB potencial de Uruguay. La idea de este análisis es evaluar, desde el lado de la oferta de la economía, cuáles han sido las fuentes últimas del crecimiento uruguayo, e intentar predecir cuál es el crecimiento que podría conseguir Uruguay en el futuro si todos sus factores de producción estuvieran plenamente ocupados. El PIB potencial es una variable “no observable” que se define como el nivel máximo de producto que puede alcanzar una economía, sin generar presiones inflacionarias, cuando los 2 factores de la producción, el stock de capital (K) y la fuerza de trabajo (L), se encuentran en pleno empleo. Es, entonces, una medida del “crecimiento sostenible” de una economía.

Técnicamente, el PIB potencial se estima utilizando una función de producción (usualmente del tipo Cobb-Douglas) que vincula en cada momento del tiempo el nivel de producto Y con el stock de capital K y la fuerza de trabajo L, a los cuales se le agrega el efecto de una variable A que resume la “Productividad Total de los Factores” (PTF) y que intenta capturar aquella parte del crecimiento que no se debe ni a aumentos del stock de capital ni de la cantidad de trabajo de una economía, sino que se debe al uso más eficiente de los factores productivos. Así, aumentos de la PTF se consideran como aumentos de la “eficiencia agregada” de la economía.

$$Y_t = AK_t^\alpha * L_t^\beta$$

El producto potencial se define como el nivel de producto que puede alcanzar una economía cuando i) la tasa de desempleo está en su nivel “natural”, ii) la utilización de la capacidad instalada está en su nivel “normal”, y iii) la productividad está en su “nivel tendencial de largo plazo”.

Como este nivel de producto potencial puede estimarse para cada momento del tiempo (t), esto es una herramienta muy potente para calcular la “brecha del producto”, es decir para conocer en cada “t” si el producto actual (el efectivamente alcanzado por la economía) está por encima del producto potencial de ese período, lo que generará presiones inflacionarias dado que la economía está “sobrecalentada”, o por debajo, lo que indica que hay una considerable capacidad ociosa.

Experiencia histórica

El crecimiento promedio del PIB potencial ha evolucionado positivamente desde los años ochenta. Al período seleccionado lo hemos dividido por décadas para facilitar su análisis. En las cuatro décadas seleccionadas, el mayor aporte lo realizó el factor capital, destacándose además un buen aumento en la productividad de los factores, medida por la PTF.

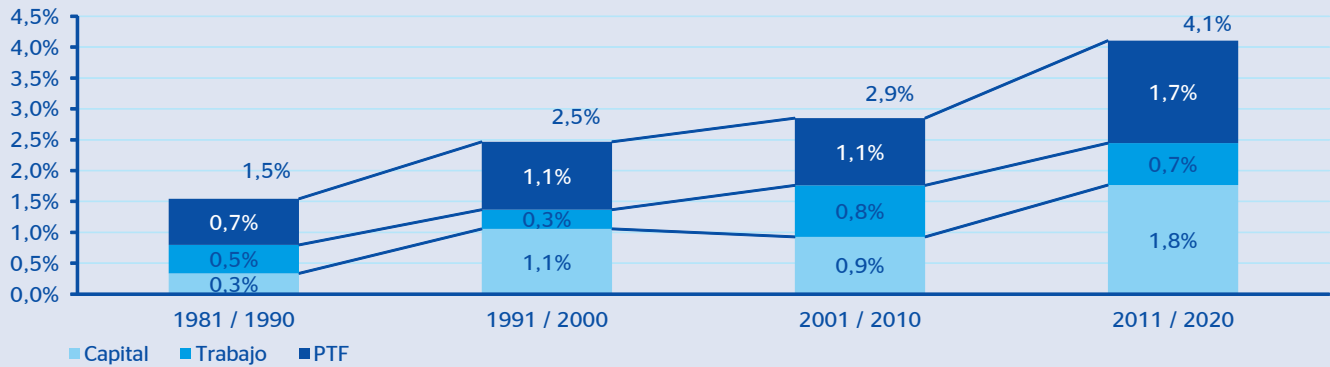
En los '80s, el PIB potencial alcanzó a 1,5% en promedio, con bajos aportes tanto de capital como de trabajo, haciendo que la PTF llevara el mayor mérito en el aporte al crecimiento potencial. En el segundo período, que incluye la década de los '90s, un mayor aporte de capital permitió suplir la ligera baja en el aporte del factor trabajo al tiempo que la productividad alcanzara una mejora de 0,4 pp. Esta combinación de factores permitió un aumento del PIB potencial de 1.0 pp respecto del promedio de la década anterior, llevándolo a 2,5%.

El tercer período incluye en su inicio los años de la última gran crisis de Uruguay (2002) en donde el aporte del capital al PIB potencial bajó respecto de la década previa pero se incrementó el aporte del trabajo por la baja del desempleo estructural que pasó de niveles de 17% en 2002 a niveles promedio del 6% en los años recientes. En consecuencia el crecimiento del PIB potencial subió 2,9% para el promedio de la década.

Es, sin embargo, el último período en donde se observa un importante aumento del crecimiento del PIB potencial hasta alcanzar 4,1% en promedio para la década actual. En este período el aporte de capital llega a su máximo gracias al impulso dado a las inversiones, tanto públicas como del sector privado, así como las tasas de crecimiento de la PTF que también alcanza valores por encima de los evidenciados hasta la década anterior. La contribución del factor trabajo, por su parte, registra una mínima caída en este período.

En el siguiente gráfico se puede ver la evolución promedio por década del PIB potencial de Uruguay y como han variado los aportes de los factores de producción y la productividad.

Gráfico 8
PIB Potencial de URUGUAY y aportes (promedios décadas)



Fuente: BBVA Research

En el período completo se observa que es el factor trabajo el que pone la restricción más relevante en el mediano plazo al crecimiento del PIB potencial. El comportamiento demográfico uruguayo si bien registra una elevada esperanza de vida tiene una muy baja tasa de natalidad, generando la baja tasa de crecimiento de la población observada. Así, entonces, la población en edad de trabajar en Uruguay creció sólo 0,56% promedio en el quinquenio 2005 - 2010, mientras que para el total de Latinoamérica el incremento fue de 1,64% en el mismo período.

El impacto que la IED tiene sobre el factor trabajo a través de un proceso de "learning by doing" hace que el factor trabajo se vuelva más productivo (aumenta la PTF) y sube el nivel del crecimiento potencial.

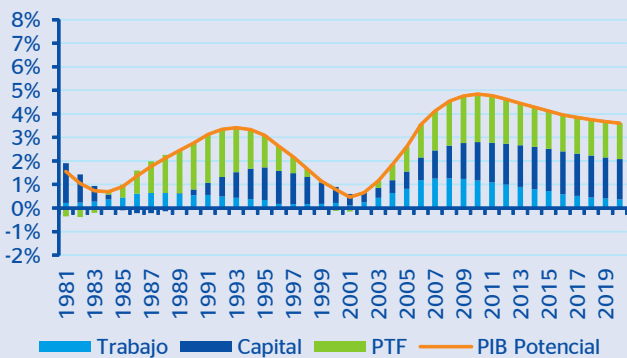
El escenario de alta liquidez internacional, el grado de Investment Grade alcanzado por Uruguay y su valorada estabilidad institucional llevan a pensar que el factor capital continúe aportando al crecimiento potencial. En el caso del factor trabajo la oferta de mano de obra es la restricción más importante; la misma es de solución a mediano y largo plazo puesto que más allá de programas de inmigración

son variables biológicas las que determinan la evolución. Queda entonces lograr una mejora en el aporte de la PTF, y es aquí dónde el gobierno debe realizar el mayor esfuerzo en vista de la necesidad de modernizar aspectos de la organización del trabajo. Será necesario entonces que las autoridades tomen medidas tendientes a mejorar la eficiencia y eliminar distorsiones, por ejemplo en lo que se refiere a la rigidez de los estatutos sindicales, reducir la burocracia en los trámites, agilizar los tiempos de la justicia e incrementar la innovación, aspectos en los cuales Uruguay no está bien posicionado internacionalmente.

Ciclo de expansión y de contracción del PIB

Actualmente al observar la brecha entre el PIB observado y el potencial surge que la economía se encuentra operando por sobre su nivel potencial. Esto se corrobora por la persistencia del fenómeno inflacionario. La convergencia estimada en nuestro modelo en valores cercanos al 4%, supone una política monetaria más restrictiva que en años anteriores de manera de sostener la tasa real en terreno positivo para morigerar la demanda. El mismo giro hacia una posición menos acomodaticia debería guiar la política fiscal.

Gráfico 9
Crecimiento PIB Potencial y participaciones



Fuente: BBVA Research

Gráfico 10
Brecha PIB observado y potencial



Fuente: BBVA Research

3.3. El fuerte deterioro de la cuenta corriente se revertirá parcialmente en 2013

El déficit en cuenta corriente alcanzó los USD 2.625 millones (sólo en 4T-12 el déficit fue de USD 950 millones), equivalentes al 5,3% del PIB en 2012, por encima de nuestra previsión de 3,8% a/a. Este fuerte deterioro se explica totalmente por el resultado comercial y de la cuenta de Servicios Reales, ya que los rubros Transferencias y Rentas registraron una leve mejora.

El mayor déficit comercial se explicó básicamente por las importantes cantidades de petróleo que debieron ser importadas para abastecer energía eléctrica (generación térmica) ante la falta de hidraulicidad (por sequía) además de la recomposición de stocks de petróleo que llevó adelante la petrolera estatal ANCAP y la mayor demanda de insumos y bienes de capital por parte de los proyectos de inversión en curso.

Así mientras las exportaciones crecieron al 7% a/a en dólares corrientes, las importaciones crecieron al doble (14% a/a) en 2012. Adicionalmente, el magro resultado de la cuenta servicios reales, se debió a la combinación de una caída de los ingresos por turismo receptivo (-6,3% a/a) y un aumento del turismo emisivo (+19,2% a/a), en ambos casos favorecidos por un tipo de cambio apreciado en términos reales, pero en el caso particular del turismo proveniente de Argentina (tradicionalmente más del 50% de los ingresos a Uruguay) fue afectado por las restricciones cambiarias aplicadas por el Gobierno del país vecino.

En 2013 prevemos un clima más benévolo, con normalización del régimen de lluvias que permitirán un mejor (y más económico) abastecimiento energético, con lo cual no serán necesarias grandes importaciones de petróleo como en 2012. Sin embargo, otros factores que contribuyeron, aunque en menor medida, al deterioro de la cuenta corriente en 2012 continuarán presentes durante 2013. Los datos del Ministerio de Turismo correspondientes al 1T-13 mostraron una baja del orden del 11,8% en los ingresos de dólares por turismo receptivo respecto del 1T-12. Para el mismo período el número de visitantes argentinos descendió 4,2% a/a, los de origen brasilero bajaron 15,6% mientras que se registró una suba del 14% en los turistas de otras nacionalidades. Sin embargo, el peso de los primeros, particularmente de argentinos, en el total hace que la cantidad de turistas descendiera 2,4% a/a.

Por otra parte, el deterioro de la competitividad continuará este año ya que prevemos que el tipo de cambio real multilateral continúe apreciándose este año alrededor de un 5% a/a (gráfico 9) lo cual dificultará la colocación de productos uruguayos en el exterior y alentará las importaciones.

Más aún, la pérdida de competitividad es un problema que viene aquejando crecientemente a Uruguay en los últimos años, favorecida por un importante influjo de capitales y que deja al descubierto la baja tasa de ahorro doméstico estructural. Adicionalmente la falta de una industria de insumos de base -entre los cuales se destaca el petróleo- y de bienes de capital hace que Uruguay dependa de mayores importaciones para mantener un ritmo de crecimiento alto. En otras palabras, para mantener el crecimiento promedio del 6% anual que registró Uruguay durante la última década fue necesario incrementar significativamente las importaciones, situación que derivó en sucesivos déficits comerciales de considerada magnitud, principal determinante de los déficits en cuenta corriente. De este modo, Uruguay seguirá mostrando resultados negativos en su balance externo mientras mantenga un crecimiento -como prevemos- convergiendo al potencial en los próximos años.

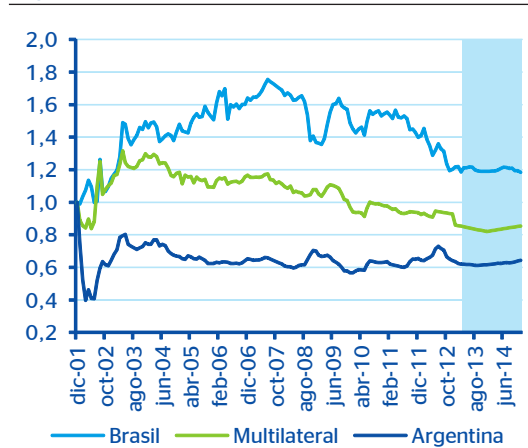
En efecto, como se puede ver en el gráfico 11, Uruguay continúa más apreciado en términos reales respecto de sus socios comerciales (Tipo de Cambio Real Multilateral = TCRM), particularmente esta situación es más evidente con Argentina (Tipo de Cambio Real Bilateral= TCRA). En los años recientes, se puede observar como se revierte la ganancia de competitividad que Uruguay obtuvo frente a Brasil (TCRB) durante la primera mitad de la década pasada.

Estimamos que el déficit en cuenta corriente se ubique en torno a 3,8% del PIB, lo que implica una mejora sustancial respecto de 2012, aunque se ubicará algo por encima de nuestra previsión anterior (3,3% del PIB). Esta mejora, sin embargo, solo implica que no se vuelvan a repetir los factores puntuales inherentes al déficit energético que estuvieron presentes el año pasado ya

que los problemas de competitividad aún estarán afectando las cuentas externas durante este año. Recién para 2014 prevemos una incipiente mejora en términos de competitividad en la medida que las bajas previstas en la tasa de interés y las dudas en la sostenibilidad de los déficits externos en los parámetros actuales comiencen a corregir la apreciación cambiaria. En este contexto y con un crecimiento más dinámico de las exportaciones en tanto se pueda comenzar a exportar la producción de Montes del Plata, que para entonces ya debería estar operativa, el déficit en cuenta corriente descendería a 3,4% del PIB.

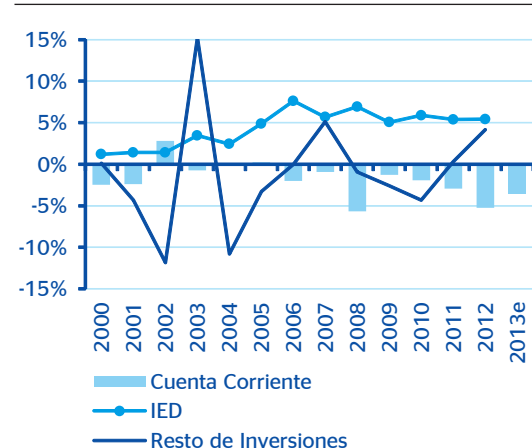
Vale la pena mencionar que los sucesivos déficits externos que viene registrando Uruguay son perfectamente financiados con los crecientes flujos de inversión extranjera directa (IED). De hecho, en 2012 la IED alcanzó un récord de USD 2.700 millones, equivalente al 5,2% del PIB. Sin embargo, el hecho de depender constantemente del ahorro externo agrega una cierta vulnerabilidad ante un cambio repentino en el contexto internacional, por lo cual sería deseable que Uruguay incrementara su tasa de ahorro interno, la que ha ido disminuyendo en los últimos años hasta alcanzar 12,3% del PIB en 2012.

Gráfico 11
Tipo de Cambio Multilateral y Bilateral con Argentina y Brasil (Base dic-2001=1)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
Cuenta Corriente, Inversión Extranjera Directa y Otras Inversiones (% PIB)



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta al resto de la cuenta capital, además de la IED es importante el flujo de Inversión en Cartera que sumó el año pasado unos USD 1.650 millones (41% del total de inversiones), lo que puede atribuirse prácticamente en su totalidad al Sector Público Financiero (gráfico 12). En efecto, desde la obtención del grado inversor Uruguay ha atraído más capitales de corto plazo volcados a las Letras de Regulación Monetaria (LRM) del Banco Central y más recientemente, con la implementación del Régimen de Fondos Inmovilizados que regula esta operatoria, la demanda de no residentes se desvió hacia los títulos del Gobierno Central.

Un factor de riesgo inherente a este punto se encuentra en si ante la demora en el inicio de las obras de los grandes proyectos en cartera y con la finalización de Montes del Plata, la IED seguirá en esos niveles o podría caer hasta tanto no se comiencen con las obras pendientes.

3.4. El mayor desequilibrio fiscal por factores coyunturales y estructurales

Durante 2012 las cuentas públicas uruguayas empeoraron tanto por cuestiones coyunturales como estructurales. El superávit primario desapareció el año pasado (en 2011 había alcanzado a 2% del PIB) mientras que la carga de intereses en términos del PIB se redujo ligeramente hasta alcanzar 2,6% del PIB en 2012. Así, el déficit global del sector público cerró en 2,6% del PIB frente al déficit de 0,9% del PIB en 2011, en línea con nuestras previsiones.

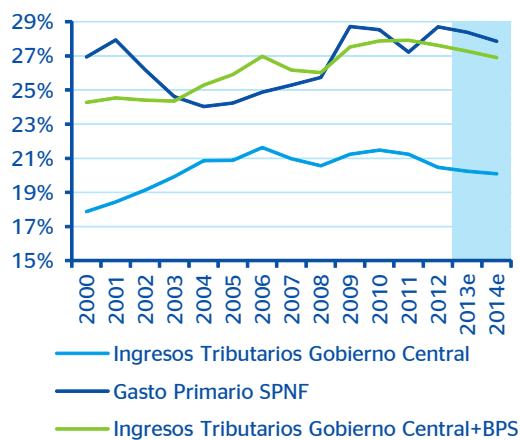
La desaceleración económica trajo consigo un menor crecimiento en la recaudación del IVA, IMESI e IRAE (+10% a/a vs +15% a/a del 2011). Por su parte, se evidenció una expansión del gasto primario que pasó de 27,2% del PIB en 2011 a 28,7% del PIB en 2012. Esta expansión del gasto obedeció al mayor aumento del pago de remuneraciones y pasividades que responden básicamente a mecanismos de indexación establecidos en la normativa legal.

El rubro transferencias viene aumentando tanto por factores estructurales como coyunturales. Desde el año 2007 las transferencias se incrementaron en casi 4 puntos del PIB como consecuencia principalmente de la mayor asistencia social al conjunto de la población. Por un lado, se llevó adelante la reforma del sistema de salud, uno de cuyos objetivos era asumir el carácter universal de la prestación médica, incorporando una cantidad creciente de jubilados y pensionados, pero también se implementaron subsidios a los sectores más desfavorecidos de la población.

Adicionalmente en 2012 las transferencias también crecieron por los pagos realizados por el gobierno para terminar con la disputa con instituciones financieras extranjeras por la liquidación del Banco Comercial (0,25% del PIB) y asociados al cierre de PLUNA (0,1% del PIB), entre otros. También fue determinante el sobre costo fiscal ocasionado por la necesidad de abastecer la demanda eléctrica con generación térmica ya que la falta de lluvias impidió el normal funcionamiento de las centrales hidroeléctricas. Este aumento del gasto de 2012 contrasta con la reducción observada en 2011, aunque esta estuvo determinada por una baja sustantiva en el rubro Inversiones (gráfico 13).

Gráfico 13

Gasto Primario e Ingresos Tributarios con y sin BPS (% PIB)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay

Gráfico 14

Resultado de las Empresas Públicas (% PIB)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay

Para el presente año, estimamos una mejora en el resultado fiscal dado que la mayor parte de los gastos discrecionales de 2012 no volverían a repetirse, en particular se espera que un clima más benévolo que permita abastecer la demanda energética sin necesidad de poner en marcha las centrales térmicas. Sin embargo, el aumento en gastos corrientes (remuneraciones y pasividades) continuará este año, aunque moderado por menores crecimientos del salario real del sector público proyectado en alrededor del 3% a/a. Esto se combinará con una menor recaudación derivada de una ralentización en la actividad. De este modo, nuestra estimación cerraría el 2013 con un déficit de 2,3% del PIB, mejorando ligeramente respecto de 2012.

Así, a pesar de observarse una mejora en las cuentas públicas, no se alcance la meta de déficit global de 1,4% del PIB como tiene pautado el Gobierno. Además con una inflación en los rangos actuales el gobierno podría seguir aplicando medidas heterodoxas de modo de controlar más aún los precios administrados -tarifas de empresas públicas- para evitar un mayor salto en la inflación, quedando claro que el objetivo de la política fiscal es alcanzar los objetivos sociales

del Gobierno como el crecimiento y mejora en la distribución del ingreso. Para 2014 seguimos pensando en una nueva reducción, pero acotada, del déficit ubicándose en 2,1% del PIB, dado que los gastos corrientes no desaceleraran por tratarse de un año electoral y la actividad irá convergiendo gradualmente a su potencial (4%).

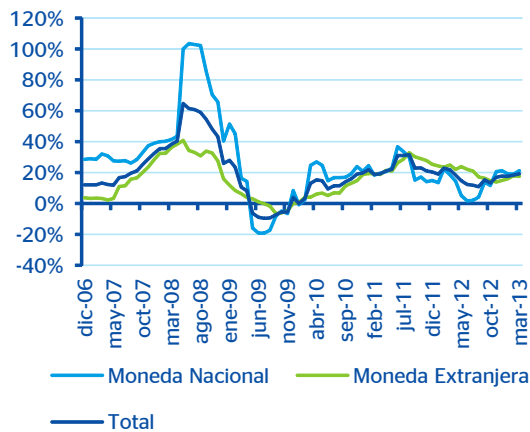
Continúa el buen manejo de la deuda, sin restricciones en lo que se refiere al financiamiento externo. De hecho Uruguay cuenta con líneas contingentes aún no desembolsadas con la CAF por USD 400 millones, el Fondo Latinoamericano de Reserva (FLAR) por USD 470 millones y con el Banco Mundial por USD 520 millones que pueden ser utilizadas por el Gobierno.

Con el propósito de disminuir los riesgos inherentes al refinanciamiento de la deuda y abaratar su costo el Gobierno pre canceló en enero préstamos por USD 520 millones que mantenía con BID con vencimientos hasta 2024 y cuya tasa de interés era superior al actual costo de fondeo del Gobierno, operación que significó un ahorro de USD 40 millones en términos de valor presente. En marzo de este año firmó un nuevo préstamo por USD 550 millones con el BID que reemplazó a préstamos cancelado en enero.

3.5. Se modera la expansión del crédito privado

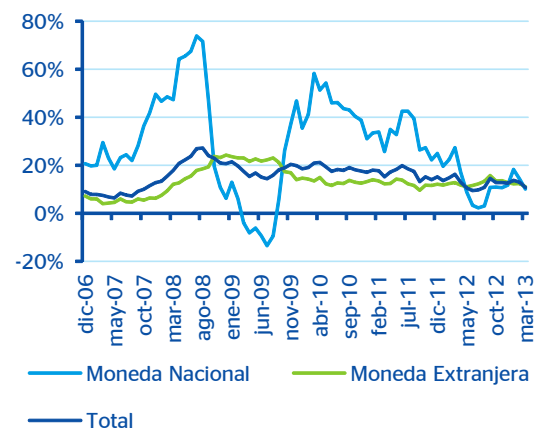
La evolución del crédito al sector privado se estabilizó en una tasa de crecimiento promedio en torno al 18% a/a en el último semestre (gráfico 15). Los factores detrás de esta moderación son el incremento de los encajes marginales y la mayor prudencia de las familias a endeudarse en vista del escenario de menor crecimiento. Mientras que los depósitos del Sector Privado No Financiero Residente, que representan un 42% del pasivo del sistema financiero, han registrado una tasa de crecimiento promedio de 13% en el mismo período (gráfico 16). Los depósitos no han mostrado mayores indicios de desdolarización, manteniéndose en una participación promedio de moneda nacional de 25%.

Gráfico 15
Crédito al Sector Privado Var. % a/a



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay

Gráfico 16
Depósitos al Sector Privado Var. % a/a



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay

En un breve balance de fortalezas y debilidades, destacamos nuevamente la elevada liquidez y solvencia primeras, mientras que en los puntos a mejorar se mantiene el riesgo por descalce de monedas ante un evento de "salida" de depósitos o una brusca devaluación.

4. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PBI (% a/a)	8,9	6,5	3,9	3,7	3,9
Inflación (% a/a, promedio)	6,7	8,1	8,1	8,2	6,9
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,0	19,3	20,2	19,1	19,7
Tasas de interés (% , promedio)	6,3	7,0	8,8	9,3	8,3
Consumo Privado (% a/a)	13,7	8,9	6,5	5,4	3,0
Consumo Público (% a/a)	1,0	3,6	5,4	3,0	1,0
Inversión (% a/a)	8,1	11,4	14,2	6,0	4,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,2	-0,9	-2,8	-2,3	-2,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,9	-2,9	-5,3	-3,6	-3,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (%, promedio)
T1 11	7,5	7,7	19,6	7,00
T2 11	6,3	8,5	18,7	7,50
T3 11	8,8	7,9	18,8	8,00
T4 11	3,8	8,3	19,9	8,25
T1 12	4,4	7,8	19,5	8,75
T2 12	3,7	8,0	20,4	8,75
T3 12	2,9	8,0	21,4	8,75
T4 12	4,8	8,5	19,7	9,00
T1 13	2,9	8,7	19,1	9,25
T2 13	3,6	8,3	19,1	9,25
T3 13	3,4	8,6	19,1	9,25
T4 13	4,7	7,3	19,0	9,25
T1 14	4,7	6,7	19,2	9,00
T2 14	4,0	6,9	19,5	8,50
T3 14	3,6	6,9	19,8	8,00
T4 14	3,3	7,0	20,1	7,50

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

Economista Jefe de Argentina**Gloria Sorensen**
gsorensen@bbva.com**Juan Manuel Manias**
juan.manias@bbva.com**Adriana Haring**
aharing@bbva.com

Con la colaboración de:

Andrés Escardó
aescardo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo**Jorge Sicilia****Economías Emergentes:****Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk**Coordinación Latam****Juan Ruiz**
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com**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@bbvacompass.com**Áreas Globales:**

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com**Sistemas Financieros y Regulación:****Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@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
E-mail: bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com