

# Situación Uruguay

Segundo Semestre 2013  
Análisis Económico

- **Mantenemos nuestras estimaciones de crecimiento en 3,7% y 3,9% para 2013 y 2014 a pesar de las sorpresas positivas del 1S13.** En 2S13, la demanda interna desacelera por incipiente desmejora en el mercado laboral y menores niveles de inversión.
- **El Banco Central muda hacia el manejo de agregados monetarios, pero la inflación persiste por encima de la banda objetivo.** Elevamos nuestra previsión de inflación hasta 8,7% en 2013 (8,2% en 2014).
- **Se mantiene la actitud laxa del fisco a pesar del escaso ahorro doméstico;** el balance global cerrará el año con un déficit en 2,1% del PIB y 2,3% el próximo.
- **Mantenemos nuestra previsión de tipo de cambio en \$/USD 21,5 para 2013 y \$/USD 23,6 para 2014,** en la medida que Estados Unidos comience a disminuir los estímulos monetarios y se aprecie más el dólar en Latam.
- **Mejoran las cuentas externas a -3,6% del PIB en 2013 y -3,4% del PIB en 2014,** por menores requerimientos de petróleo.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja .....	4
3. Uruguay: Sorprendió positivamente el crecimiento del 2T-13 .....	7
Recuadro 1. El negocio inmobiliario ¿Cambio de paradigma?.....	9
4. Tendencia al alza de la inflación difícil de domesticar .....	10
5. Cambio de instrumento pero no de tendencia: la inflación sigue fuera de meta.....	11
6. Mayor volatilidad cambiaria a corto plazo por el cambio de política monetaria .....	13
7. La política fiscal... ¿neutral? .....	14
8. Las menores importaciones de petróleo mejoran balance comercial .....	15
Recuadro 2: sostenibilidad de la Cuenta Corriente .....	16
9. Uruguay menos vulnerable que la Región ante shocks externos .....	20
10. Tablas .....	21

Fecha de cierre: 4 de noviembre de 2013

## 1. Resumen

Sorpresa positiva en el crecimiento del 2T-13 (+2,1% t/t), el doble de nuestra estimación. En términos interanuales el PIB subió 5,6% en el 2T-13, acumulando un crecimiento del 4,8% a/a en la primera mitad del año. No prevemos cambios para nuestras estimaciones de crecimiento 2013/2014. Este año cerraría en 3,7% ya que esperamos un ajuste en el 2S-13 de la mano de una desaceleración del consumo privado por una ligera desmejora en el mercado laboral mientras que para el año próximo estimamos una incipiente mejora de la demanda externa.

La inflación acelera desde mitad de año marcando 8,7% a/a al fin del oct-13. Si bien son los precios administrados y estacionales los que lideran el incremento, es el repunte de la inflación subyacente que marca la inercia en la dinámica de precios. En 2013 estimamos una inflación de 8,7% (8,2% en 2014), descontando que el gobierno apelará a herramientas heterodoxas para evitar que la inflación llegue al umbral psicológico del 10%.

Desde julio la autoridad monetaria decidió cambiar de instrumento de Política Monetaria abandonando la fijación de la tasa de interés para manejar agregados monetarios, también alargó el horizonte de relevancia a 24 meses y volvió al rango objetivo de 3% a 7%. La evolución del agregado en cuestión fue con tasas menos expansivas validando la actitud contractiva declarada por el BCU. Las expectativas de inflación para los próximos 24 meses mostraron sólo variaciones marginales desde la implementación del nuevo instrumento en la medida que no se ha abordado aún de forma decidida la reducción de los mecanismos de indexación salarial.

El tipo de cambio nominal se mantuvo más volátil a corto plazo aunque los anuncios de la Fed de retirar los estímulos monetarios harán que el peso se deprecie frente a un dólar más fuerte.

La política fiscal no es lo suficientemente restrictiva como para generar el superávit primario que permita una mejora sustancial de la solvencia fiscal como así tampoco para apoyar a la política monetaria en su esfuerzo para reducir la inflación. Seguimos estimando un resultado global del orden del 2,1% del PIB para 2013 con un ligero deterioro para 2014 (2,3% del PIB).

En 2013 el déficit comercial evidenciará una modesta mejora alcanzando a los USD 2.313 millones. Con este resultado y un menor aporte del sector turismo (especialmente el proveniente de Argentina), el déficit por cuenta corriente mejoraría pero no más del 3,6% del PIB. En 2014 los términos de intercambio no serán favorables para Uruguay mientras que el turismo aportará menor cantidad de divisas que en 2013 dado que continuarán las restricciones en Argentina. Sin embargo, en un contexto sin dificultades climáticas, la menor demanda de petróleo permitirá una ligera mejora en el déficit (3,4% del PIB).

Este déficit está prácticamente determinado por el componente estructural que se origina, al igual que en la mayoría de los países de la región, en el fuerte crecimiento de la inversión sin que el ahorro, tanto privado como público, acompañe este dinamismo.

La vulnerabilidad a un shock externo es relativamente baja en Uruguay, particularmente si lo comparamos con el umbral de riesgo de los países emergentes.

## 2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja

### El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación enérgica

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

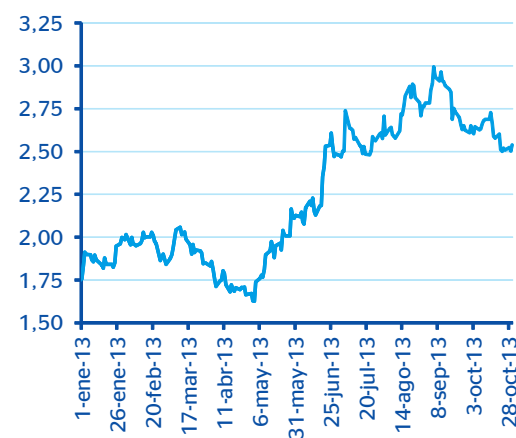
En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (conocido como *tapering del QE*). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga.

Gráfico 1  
Crecimiento mundial y contribución por regiones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
EEUU:  
tasas de interés de la deuda pública a 10 años



Fuente: BBVA Research y FMI

## Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del tapering de la Fed remiten, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). Al retrasar su inicio, ha venido a reforzar el carácter del programa “dependiente de los datos”, además del efecto proveniente de la incertidumbre sobre la negociación del déficit fiscal y el techo de deuda.

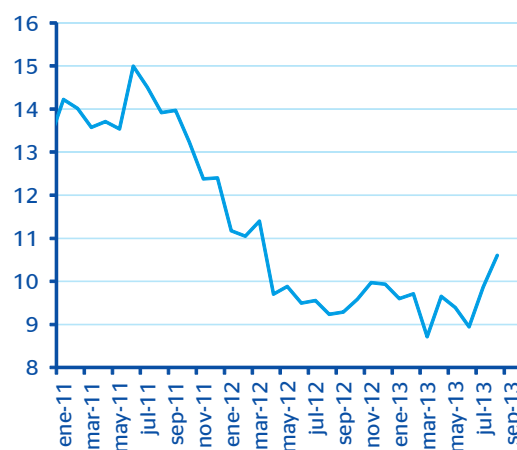
Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado a su primer anuncio y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tasas de interés registrada desde mayo (gráfico 2) y los mercados ahora no anticipan alzas de tasas hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por una reducción de las entradas de capital. Así, los temores de un “frenazo brusco” en emergentes han ido perdiendo paulatinamente intensidad y, al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año.

En todo caso, el *tapering* terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha será, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

## China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

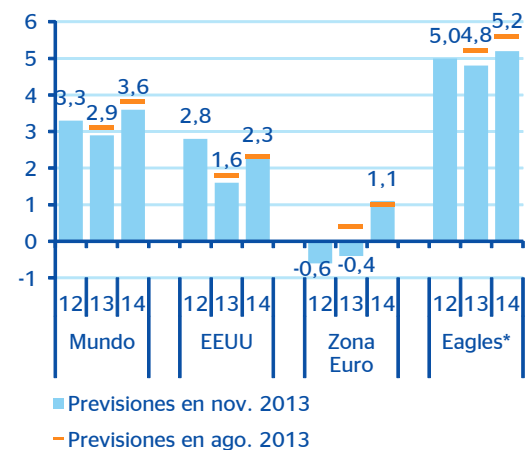
También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía: ha mantenido un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (Gráfico 3). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito.

Gráfico 3  
China: producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4  
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: BBVA Research y FMI

## Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos, pues el reciente rebote se fundamenta también en una mejora de la demanda doméstica y la mejora de la actividad se extiende también a la periferia, contribuyendo a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

## El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El acuerdo fiscal alcanzado el 16 de octubre en EEUU es una mera prórroga de la situación actual, ya que tan sólo incluye que el Gobierno tendrá financiación hasta enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado en febrero. Se avecinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. En todo caso continuará una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EEUU habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía americana. En todo caso, en nuestro escenario central, un menor lastre fiscal en 2014 y la continuación de la recuperación permitirán un aumento del crecimiento en EEUU, desde el 1,6% que estimamos para 2013, hasta el 2,3% en 2014 (Gráfico 4).

## Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario central detallado antes se han reducido. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de las tasas de interés (en EEUU, y en otros

países). Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, especialmente en la zona euro.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas que a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global menos favorable.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, desde un freno en las reformas necesarias hasta resultados inesperados en los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

### 3. Uruguay: Sorprendió positivamente el crecimiento del 2T-13

El PIB uruguayo del 2T-13 creció 2,1% t/t, en términos desestacionalizados, el doble de nuestra estimación. En términos interanuales el PIB subió 5,6% en el 2T-13, acumulando un crecimiento del 4,8% a/a en la primera mitad del año. Los sectores de servicios, fundamentalmente Suministro de Electricidad, Transporte y Comunicaciones y Comercio, Restaurantes y Hoteles, se destacaron por su muy buen desempeño.

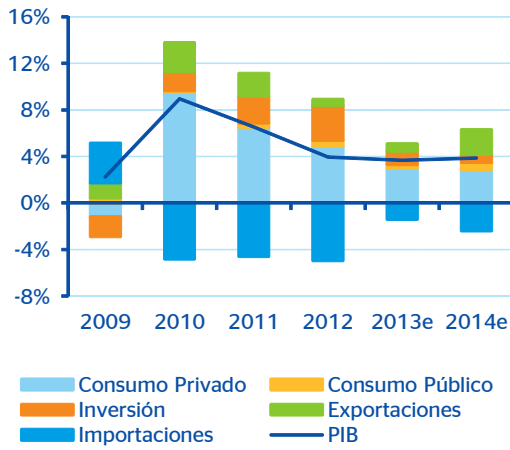
Desde el punto de vista de la demanda, el consumo está perdiendo ímpetu, aunque a un ritmo más lento de lo previsto, convergiendo de este modo a tasas de crecimiento similares a las logradas por el PIB, mientras que la inversión ha caído (ver gráfico 6), evidenciando la finalización de la etapa de construcción de la planta de Montes del Plata (empresa forestal dedicada a la producción y exportación de celulosa), como así también las menores inversiones de residentes argentinos en el sector inmobiliario (Ver más abajo).

La contribución de la demanda externa al crecimiento fue levemente positiva por el aporte de las exportaciones de soja, mientras que las importaciones desaceleran, fundamentalmente por menores necesidades de importar petróleo gracias a la ausencia de problemas climáticos y por la desaceleración de la demanda doméstica. (Ver gráfico 5).

No prevemos cambios para nuestras estimaciones de crecimiento 2013/2014. Este año cerraría en 3,7% ya que esperamos una corrección en el 2S-13 de la mano de una desaceleración del consumo privado por una incipiente desmejora en el mercado laboral (crece ligeramente la tasa de desempleo y se concretan menores aumentos salariales en términos reales). Asimismo, los mayores niveles de inflación incidirán negativamente sobre la confianza de los consumidores. Por el lado de la demanda externa, no se observaría una recuperación significativa por mayores controles a las importaciones en Argentina y el magro crecimiento de Brasil.

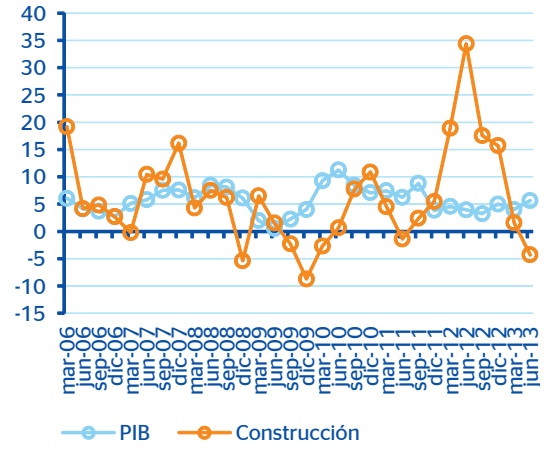
Para 2014 seguimos pensando en un crecimiento del orden de 3,9%, próximo al potencial y mínimamente por encima de este año. A pesar de que prevemos que la temporada turística se mantenga débil (principalmente por mayores restricciones en Argentina), es factible que comience a operar Montes del Plata y con ello se logre cierto dinamismo en las exportaciones, como así también se concreten parte de los proyectos de inversión -de menor envergadura- que el gobierno mantiene actualmente en cartera por un total de USD 2.000 millones que deben cumplimentarse en el corto plazo, caso contrario perderían los beneficios impositivos lo cual asegura un piso de inversión para los próximos dos años.

Gráfico 5  
Contribución al PIB



Fuente: BCU y Research BBVA Francés

Gráfico 6  
PIB y PIB Construcción (var. % a/a)



Fuente: BCU y Research BBVA Francés

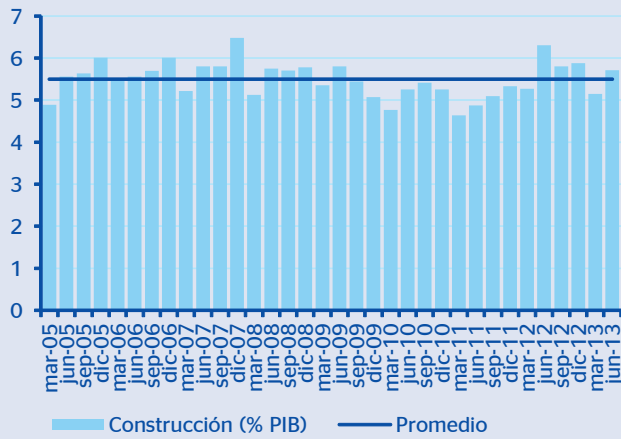


### Recuadro 1. El negocio inmobiliario ¿Cambio de paradigma?

La construcción representa aproximadamente un 6% del PIB (ver gráfico 7) y en la primera mitad del año pasado marcó un dinamismo sorprendente puesto que capturaba la construcción de Montes del Plata y un creciente flujo de inversores, especialmente argentinos, que buscaban mantener el valor de sus ahorros en emprendimientos de alto valor. Luego de un crecimiento récord de 34,2% a/a en el 2T12, el sector ha entrado en una pronunciada

pendiente de caída, marcando -4,3% a/a en 3T13, dada la finalización de la etapa de construcción de Montes del Plata, la disminución de inversiones de No Residentes - por mayores controles cambiarios en Argentina - y el encarecimiento de la construcción en Uruguay que en un escenario de apreciación del peso, mostró un sendero del Índice del Costo de la Construcción, siempre por encima del IPC desde fines de 2010. (Ver Gráfico 8).

Gráfico 7  
Contribución al PIB

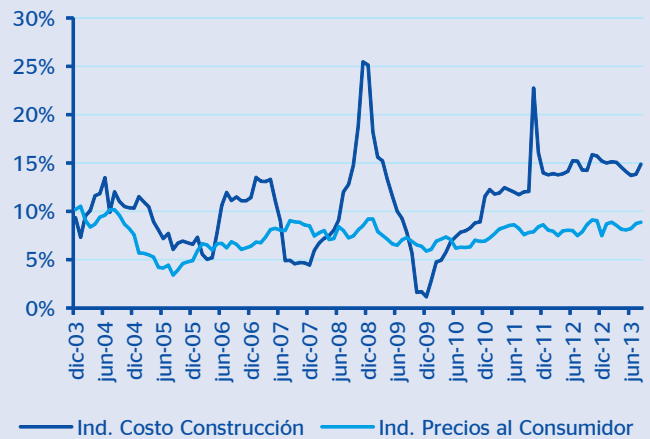


Fuente: BCU y Research BBVA Francés

El frenazo en la construcción residencial fue muy marcado porque gran parte del mercado inmobiliario está pensado para un público inversor, en su gran mayoría proveniente de Argentina, resultando así unidades de alto valor en las zonas más exclusivas del país. Por la imposición del “cepo cambiario” en Argentina se cortó casi todo el flujo que financia estos desarrollos en zonas como Punta del Este o la costa de Montevideo en menor medida.

En vista de esta especificidad del mercado inmobiliario y de la construcción en Uruguay, se promulgó en 2011 la Ley 18.795<sup>1</sup> denominada “Acceso a la Vivienda de Interés Social” (VIS) para incentivar al desarrollo habitacional en zonas postergadas. Si bien todavía no hay terminado ningún proyecto bajo esta ley, los resultados preliminares lucen optimistas puesto que la Agencia Nacional de Vivienda ha recibido proyectos para construir 7.115 unidades en los últimos dos años superando las 6.000 previstas por el gobierno para el quinquenio de las cuales 3.454 ya están en construcción.

Gráfico 8  
Índices de Precios al Consumidor y Costo de la Construcción (var% a/a)



Fuente: INE y Research BBVA Francés

Aunque es prematuro sugerir que en el corto plazo la actividad generada por la VIS compensará la caída observada en los otros proyectos, podemos percibir un incipiente cambio de paradigma del negocio de la construcción e inmobiliario orientado ahora directamente hacia los usuarios finales (propietarios) antes que a inversores. A priori este nuevo esquema brindaría un horizonte menos volátil y más sustentable al sector que cuenta con amplia demanda que da prioridad absoluta a la vivienda propia.

En vista de la nueva arquitectura de negocio que introdujo esta ley y de los primeros datos del mismo es factible pensar que el mercado inmobiliario y de la construcción se encuentra en un momento de cambio. Si lugar a dudas requerirá algunos años la implementación acitada de este nuevo esquema orientado al usuario para que alcance la masa crítica necesaria para compensar el modelo tradicional; pero una vez alcanzada será un vehículo idóneo para canalizar el ahorro, generando nuevas oportunidades para un conjunto de agentes vinculados al sector desde las constructoras hasta bancos, y satisfacer una demanda relegada durante años.

1: La Ley 18.795 estipula la exoneración tributaria para desarrolladores inmobiliarios de modo de asegurar una tasa de retorno atractiva tanto para la venta del inmueble o alquiler en caso que el constructor decida quedarse con la propiedad del mismo.

## 4. Tendencia al alza de la inflación difícil de domesticar

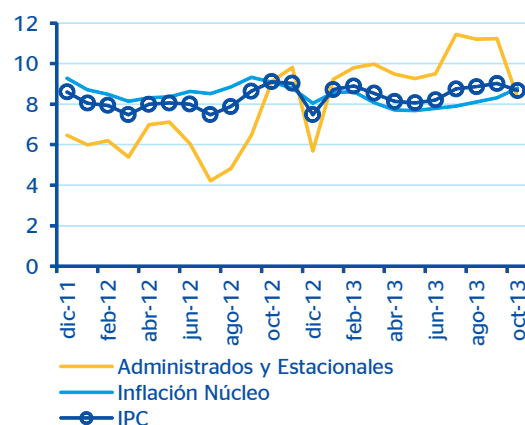
En octubre la inflación alcanzó 8,7% interanual y un acumulado de 9,1% en los primeros diez meses del año, para el mismo período del año anterior el registro fue 9,1% a/a y 7,9% acumulado. Los capítulos que más inciden en este aumento de la inflación son Alimentos y Bebidas con una incidencia de 2,4 pp en el acumulado del año, seguido por Vivienda con 2,1 pp., ambos rubros marcan una inflación de 9,8% y 9,2% interanual respectivamente. Por su parte Transporte, que tenía un aumento promedio de sólo 0,57% mensual en los doce meses anteriores, sufrió un incremento de 3,1% m/m en septiembre y 1,1% en octubre por el aumento en los combustibles a mediados de septiembre y el efecto de estos sobre tarifas de transporte público y taxis. Ver gráfico 10.

El incremento de los precios con marcada sensibilidad estacional (como frutas y verduras) junto con los administrados (que son los determinados por empresas públicas, organismos estatales o tienen un fuerte componente fiscal) ha superado ampliamente al aumento del resto de los precios desde enero de 2013. El comportamiento de estos últimos estaría indicando una adecuación de tarifas. (Ver Gráfico 9). Mientras que la inflación núcleo<sup>2</sup> muestra cierta morigeración en la inercia de los precios, vale destacar que desde mayo este componente ha incrementado su registro todos los meses, confirmando las preocupaciones sobre la aceleración en la suba de precios.

En vista del comportamiento reciente de la inflación subyacente y el rezago esperado en los efectos de la Política Monetaria, elevamos nuestra estimación de inflación para 2013 a 8,7% (antes 8,2%). Esta nueva estimación tiene incorporado el efecto de caída de los precios de energía proveniente de la aplicación en dic-13 del plan de la empresa estatal de electricidad UTE "Tu ahorro vale doble". Este plan, que bonifica la tarifa eléctrica según el ahorro de energía comparado con el año anterior, ha sido anunciado como una estrategia comercial de la compañía estatal pero no deja de influir en el IPC, como ocurrió en Dic-12, que se utiliza para indexar contratos entre ellos acuerdos salariales y deuda del gobierno. A partir de esto vale remarcar dos puntos; en primer lugar la posibilidad de originar una vulnerabilidad legal al Estado por ser parte interesada de estos contratos pero también "responsable" en una caída de precios. El otro punto es el protagonismo de la indexación salarial en la formación de expectativas de inflación.

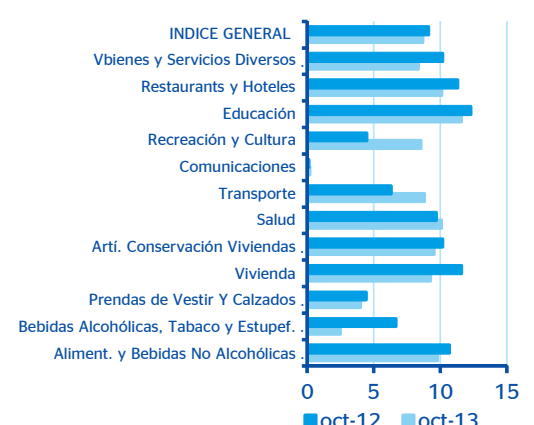
Para 2014 estimamos una leve moderación de la inflación a 8,2% (antes 7,6%) basados en que el BCU mantenga el sendero contractivo de la política monetaria y se verifiquen menores incrementos de los salarios en términos reales como tenemos estimado.

Gráfico 9  
Inflación (var% a/a)



Fuente: INE y Research BBVA Francés

Gráfico 10  
Inflación por capítulos (var %a/a)



Fuente: INE y Research BBVA Francés

2: Según cálculos propios. La inflación núcleo o subyacente surge de excluir del IPC los precios con fuerte componente estacional y los administrados o con importante componente fiscal.

## 5. Cambio de instrumento pero no de tendencia: la inflación sigue fuera de meta

A partir del mes de julio el Comité de Política Monetaria (COPOM) decidió cambiar de instrumento de política monetaria, abandonando la fijación de la tasa de interés (tasa de política monetaria, TPM) para pasar al manejo de agregados monetarios<sup>3</sup>. Además anunció el alargamiento del horizonte relevante de la política monetaria a 24 meses, y la ampliación del rango objetivo a partir del julio 2014 pasando del actual 4%-6% al anterior de 3%-7%. También dejó explícita la menor capacidad de manejo del banco central sobre el nuevo instrumento, dada la relevancia que juegan las preferencias del público en la determinación del agregado. El Banco Central de Uruguay (BCU) imputa como ventaja esta "opacidad" en la determinación final del precio del dinero. Además, el BCU valora la mayor flexibilidad del instrumento y la volatilidad que agrega a las tasas de interés de corto plazo, encareciendo el "carry trade", dado el aumento de la prima de riesgo por la incertidumbre adicionada.

Un breve balance de desempeño de la política monetaria mediante la fijación de la TPM no resulta positivo, pues en todo el período no se logró encauzar la inflación hacia el centro de intervalo-meta definido por la autoridad monetaria, ya sea mediante el precio del dinero e incluso con el uso adicional de medidas heterodoxas. Tampoco tuvo efecto en bajar las expectativas de inflación de los agentes.

Si bien el escaso éxito del manejo de la TPM para controlar la inflación podría atribuirse -a priori- a la falta de transmisión de la política monetaria por los canales habituales de tasas de préstamos, debido a la escasa penetración del crédito en Uruguay, se debe tener en cuenta dos factores de relevancia en este caso particular. Primero, la inercia de los precios tiene su motor principal en la indexación salarial que ha marcado aumentos muy significativos en términos reales en los últimos años, por lo que el encarecimiento del dinero pierde relevancia en las decisiones de consumo al ser compensado con mayores ingresos, en especial en agentes con poca propensión al endeudamiento. En segundo lugar, la fuerte percepción por parte de los agentes que el BCU estaba en una zona de confort limitada por el umbral psicológico del 10%, sin sentir la obligación de converger al rango meta más bajo. Además, la apreciación del peso acotaba un incremento mayor de la TPM para evitar entradas de capitales que erosionaran a la ya deteriorada competitividad uruguaya.

La tasa de interés media de mercado (TMM), que se encontraba en torno al 9% a principios de julio, respondió al cambio de instrumentos con una dispersión muy elevada. Explicada en un primer momento por la idea de los agentes de una política monetaria de sesgo fuertemente expansivo por parte del BCU para alentar la depreciación del peso, descendió a un 2% pero luego de un lapso de 10 jornadas el mercado quedó ilíquido llevando la tasa del mercado interbancario hasta 35% en un día. Si bien en todo nuevo escenario se debe transitar un proceso de aprendizaje, la nueva configuración del mercado<sup>4</sup> de Letras de Regulación Monetaria (LRM) ha revelado cierta rigidez que determinó tasas de interés que reflejaban un componente extra a la falta de experiencia para sintonizar en el nuevo escenario. Este problema de diseño fue la caja de resonancia para el incremento de la tasa puesto que dejó sin pesos a los bancos formadores de mercado. Es de esperar que en la medida que mejore la capacidad del BCU de administrar la nueva política y su "timing", se irá reduciendo la volatilidad de las tasas de interés.

3: El agregado de referencia es el M1 Ampliado (M1<sup>A</sup>). El mismo agrupa el circulante en poder del público, las cuentas a la vista y los depósitos a la vista. El seguimiento es a través de promedio móviles mensuales de tres meses y se contrasta la variación interanual con la meta establecida por el COPOM. La autoridad monetaria ha expresado su vocación de asumir un sendero de tono contractivo llegando a una expansión del 8% para jul-15 que es el horizonte de evaluación de política. Este objetivo es consistente con nuestro cálculo de PIB potencial de 4% más 4% de inflación.

4: La reforma del mercado del dinero consiste en la designación de agentes primarios o formadores de mercados, con obligación de licitar en todos los tramos, y el resto de las entidades que deben operar en el mercado secundario.

El aumento de la tasa de interés se verificó en las licitaciones de Letras de Regulación Monetaria (LRM) donde el BCU convalidó tasas más elevadas que llegaron al 15%, estas mayores tasas se trasladaron parcialmente a los préstamos otorgados al segmento empresas que ya se encuentran en el límite determinado por la Tasa de Usura del 18%; el crédito al consumo todavía no se encareció. Luego el mercado procesó parte de esta volatilidad y la curva recobró una leve pendiente positiva. (Ver Gráfico 12).

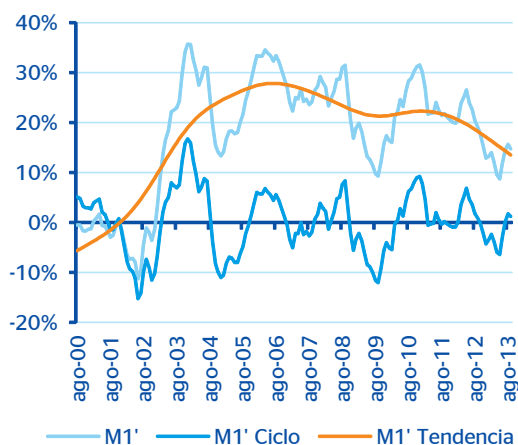
En la última reunión el COPOM volvió a insistir en la tónica contractiva de la política monetaria y estableció un objetivo de crecimiento de 15%-17% para el último trimestre del año. Si bien la variación interanual sugiere una mayor expansión, la autoridad monetaria indicó que se mantiene el sesgo contractivo y que es necesario ajustar cuestiones estacionales para una correcta apreciación.

En principio se podría asumir un cierto grado de cumplimiento en el carácter contractivo, menos expansivo en rigor de verdad, de la política monetaria puesto que al examinar la descomposición en tendencia y ciclo de la evolución evaluada por el COPOM del M1' (ver gráfico 11), se verifica una clara desaceleración tendencial. Reafirmando el sentido contractivo, el 19 de septiembre, el BCU aumento la tasa de Facilidad Marginal de Crédito para intermediarios financieros, o tasa Lombarda, de 20% a 30% anual.

Si bien es prematuro analizar el desempeño del nuevo instrumento, dado el necesario proceso de aprendizaje que tanto autoridades como agentes están recorriendo, es prioritaria la construcción y publicación de indicadores de seguimiento intermedios, y sus respectivas metas, con mayor frecuencia que la trimestral actual, de manera de que se genere una formación de expectativas más parsimoniosa.

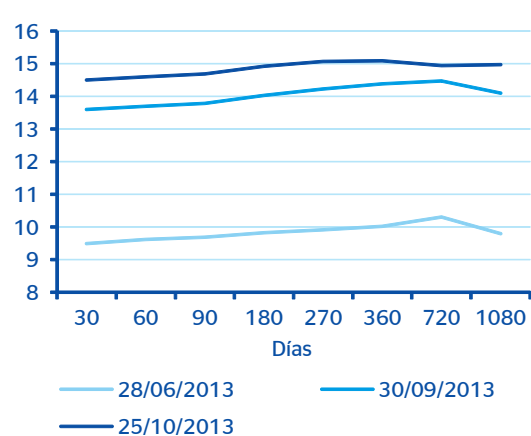
Por último es muy relevante aclarar que más allá del necesario buen comportamiento del instrumento seleccionado de política monetaria, la convergencia de la inflación hacia el centro del rango objetivo requiere que se desactive la inercia en la indexación salarial para lo cual es perentorio orientar las negociaciones a escenarios más descentralizados y con la productividad como el determinante principal. Además, el BCU debe demostrar que su compromiso está en el cumplimiento del objetivo asumiendo costos, de manera de ir desmontando la percepción del umbral del 10%.

Gráfico 11  
**M1'. Descomposición Tendencia Ciclo**



Fuente: BCU y Research BBVA Francés

Gráfico 12  
**Rendimiento LRM en Pesos**



Fuente: Bevsy y Research BBVA Francés

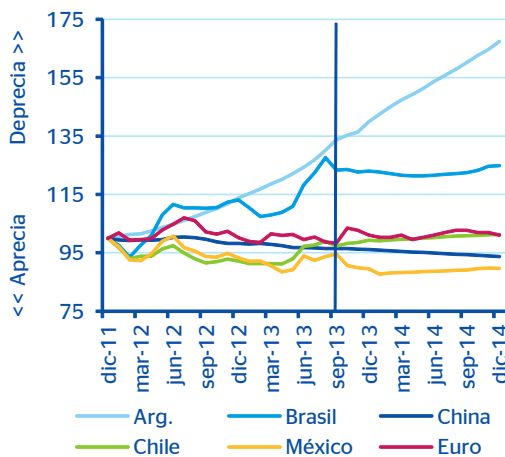
## 6. Mayor volatilidad cambiaria a corto plazo por el cambio de política monetaria

Tras alcanzar un máximo a fines del mes de mayo, el peso comenzó perder valor frente al dólar. Esta tendencia obedeció en primer lugar a una ampliación de los encajes a la compra de títulos públicos por parte de no residentes que dispuso el gobierno para contener el ingreso de capitales pero también al anuncio por parte de la FED del posible comienzo del “tapering” del QE3 y por lo tanto el fortalecimiento del dólar con respecto a las monedas emergentes, particularmente el Real brasileño.

El BCU aprovechó el nuevo escenario y se retiró del mercado de cambios hasta el momento del presente informe, suspendiendo la compra de divisas. Vale aclarar que el hasta el 6 de junio, es decir en solo medio año (fecha de la última intervención), había acumulado compras netas por USD 873 millones, cifra claramente superior a los USD 662 millones de todo el 2012.

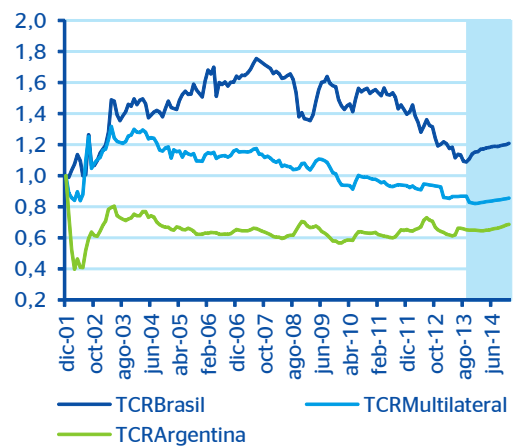
No podemos ignorar que la cotización del peso uruguayo dependerá mucho de lo que ocurra con el dólar en la región, principalmente en Brasil. Mantenemos nuestra estimación de tipo de cambio en \$ 21,50 por USD para fin de 2013, actualmente el peso uruguayo está ligeramente más depreciado pero estacionalmente suele apreciarse hacia fin de año (por temporada de turismo que si bien no será uno de los mejores años, le asegurará igualmente una entrada de divisas) lo que implica una devaluación de 11,5% en el año. En 2014 el peso se depreciaría 9,7% alcanzando una cotización de \$ 23,6/USD en la medida que se comience a efectivizar el “tapering” del QE3 y esto determine una mayor apreciación del dólar en Latam. Esto le permitirá a Uruguay recuperar algo de la competitividad perdida contras sus socios regionales en los últimos años (ver gráfico 14).

Gráfico 13  
Tipos de cambio de Uruguay y comparados



Fuente: Haver y Research BBVA Francés

Gráfico 14  
Tipos de cambio real de Uruguay  
Indices Base dic-01=1



Fuente: Haver y Research BBVA Francés

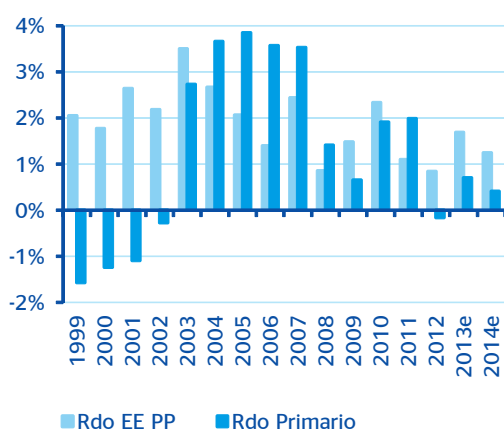
## 7. La política fiscal... ¿neutral?

La normalización de las condiciones climáticas permitió mejorar el resultado de las empresas públicas, logrando un aporte importante al resultado fiscal. En los primeros ocho meses del año, Uruguay logra nuevamente superávit primario y estimamos que se mantenga hasta fin de año. Sin embargo, a diferencia del período post crisis 2002, este resultado primario no resulta suficiente para poder afrontar el pago de los intereses de la deuda pública. A pesar del prudente manejo de la deuda, que ha reducido la carga de intereses a 2,8% del PIB, se advierte que la política fiscal no es lo suficientemente restrictiva como para generar un superávit primario elevado que permita una mejora sustancial de la solvencia fiscal como así tampoco para apoyar a la política monetaria en su esfuerzo para reducir la inflación. (Ver gráfico 15)

Así la mejora del déficit fiscal que estimamos para 2013 (-2,1% del PIB vs -2,8% en 2012) se debe básicamente por factores transitorios asociados a la sequía y a las empresas públicas del área energética. Nuestra previsión contempla tanto un resultado financiero positivo extraordinario de comienzos de año por un pago anticipado de ANCAP, permitiéndole una ganancia del orden de 0,4% del PIB, como así también los aportes de USD 100 y USD 50 millones al Fondo de Estabilización Energética (FEE) que fueron posibles gracias a la mejora de los resultados de las empresas públicas este año. Para 2014 el déficit, se incrementará ligeramente, tal como lo marcan nuestras previsiones, hasta 2,3% del PIB. A pesar de tratarse de un año electoral, no prevemos que el gasto acelere su tasa de expansión, pero los ingresos acompañaran la ralentización del consumo privado.

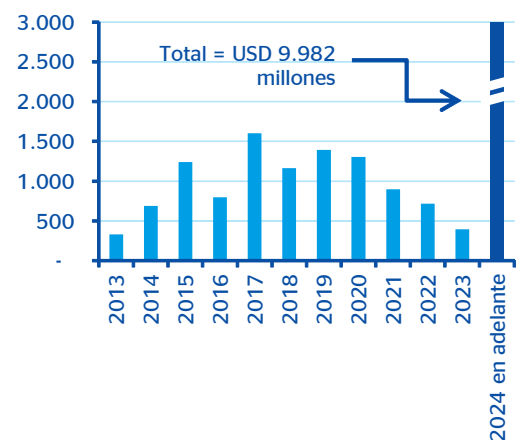
Remarcamos el buen manejo de la deuda pública en Uruguay que ha permitido descomprimir los vencimientos en el corto/mediano plazo, aprovechando la liquidez y bajas tasas internacionales, así como también virar el financiamiento hacia una mayor proporción de pesos que de dólares, logrando una menor vulnerabilidad frente a un empeoramiento del contexto que presione al alza el tipo de cambio (Ver gráfico 16). Así mismo, también permitió mantener cubiertas las necesidades de financiamiento del gobierno en por un plazo no inferior a dos años. Según el Banco Central de Uruguay, a junio de 2013 la deuda bruta del Sector Público Global alcanzaba a unos USD 30.877 millones (56% del PIB), siendo la mayor proporción del Sector Público no financiero y aproximadamente el 30% del total es atribuible al BCU.

Gráfico 15  
**Resultado Primario y Aporte de las EEP**  
Como % del PIB



Fuente: Research BBVA Francés y MEF

Gráfico 16  
**Perfil de Vencimientos del Gobierno Central**  
Millones de USD



Fuente: Research BBVA Francés. Y BCU

## 8. Las menores importaciones de petróleo mejoran balance comercial

En 2013, los términos de intercambio mejoraron para Uruguay dado que la caída del precio de las importaciones (-4%) será mayor a la caída de los precios de las exportaciones (-1,5%). En este contexto, a pesar de una ralentización en el crecimiento de los volúmenes tanto de exportaciones como de importaciones, se produciría una reducción del déficit comercial del orden de los USD 400 millones. Las exportaciones ascenderán a USD 8.777 millones mientras que las importaciones se ubicarán en USD 11.090 millones, arrojando un déficit de USD 2.313 millones en 2013. Con este resultado y un menor aporte del sector turismo, la cuenta corriente mejorará pero solo hasta 3,6% del PIB comparado con 5,3% en 2012.

Para 2014, los términos de intercambio no serán favorables para Uruguay, ya que esperamos una caída de los precios de las exportaciones arrastrados por el descenso de los precios agrícolas mientras que los precios de las importaciones se verán dominados por una ligera suba del precio del petróleo. El turismo aportará menor cantidad de divisas que en 2013 dado que las restricciones en Argentina se intensificarán, sin que se evidencien una significativa reducción de la apreciación del peso que pueda atraer turismo de otros países de la región, como se puede advertir en el gráfico 14. Con todo, la cuenta corriente podría mejorar ligeramente (3,4% del PIB) ya que además de suponer que se tratará de un año climáticamente normal, el "balance externo" de Montes del Plata revertiría su performance negativa, al no requerir importaciones de bienes de capital y podría comenzar hacia finales de año con las primeras exportaciones de su producción.

## Recuadro 2. Sostenibilidad de la Cuenta Corriente

### Échale la culpa a la Inversión...

El “auge” de las materias primas iniciado a comienzos de la pasada década determinó una fuerte suba de sus precios, beneficiando a los países productores. Sin embargo, la gran mayoría de los países de Latinoamérica que producen y exportan estas materias primas (soja, cobre, petróleo, entre las más importantes) se han visto favorecidos por esta coyuntura sin que ello haya logrado mejorar sus desequilibrios externos lo que ha dejado en claro que muchos de estos países mantienen un déficit en cuenta corriente estructural.

Dado que esta característica involucra también a Uruguay, cabría preguntarse por la sostenibilidad de la cuenta corriente frente a un “Sudden Stop” en los capitales que financian este desequilibrio. En un contexto de “tapering” gradual del QE3 que prevemos en el corto plazo y donde las materias primas ya no exhiban precios tan elevados como los que se dieron en los últimos meses cabría preguntarse si Uruguay podría volverse mas vulnerable

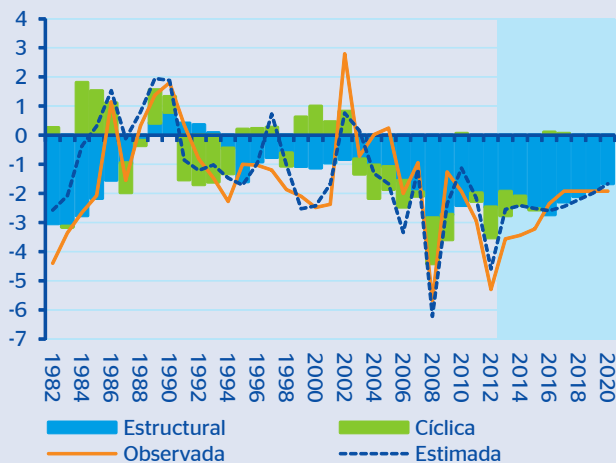
en sus cuentas externas y enfrentar una crisis de Balanza de Pagos.

Históricamente Uruguay ha incrementado el déficit en cuenta corriente en los períodos de mayor crecimiento. Prácticamente una década después de la crisis ha logrado altas tasas de **crecimiento del PIB** que coexistieron con elevados déficits en cuenta corriente. Al tratarse de una economía pequeña y abierta, altas tasas de crecimiento son impulsadas por un sostenido aumento de la absorción doméstica lo cual está asociado a mayores niveles de importaciones.

Un modelo de estimación de la cuenta corriente estructural de Uruguay proyecta que el déficit en cuenta corriente para los próximos años rondará el 3% del PIB, lo cual es coincidente con nuestras previsiones. Este déficit estará prácticamente determinado por el componente estructural, el cual es dominante en prácticamente toda la serie (ver gráfico 17).

Gráfico 17

Cuenta Corriente Cíclica vs Estructural: descomposición. Porcentaje del PIB



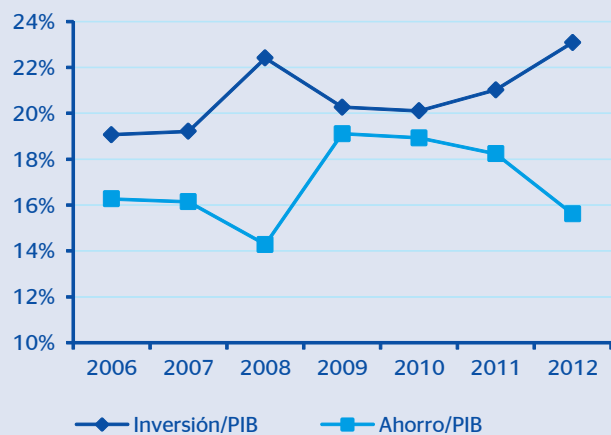
Fuente: Research BBVA Francés y BCU

El déficit en cuenta corriente estructural de Uruguay, como en muchos de los países de la región, tiene su origen en el desequilibrio ahorro-inversión que se profundizó en los últimos años (Ver gráficos 18 y 20). Las crecientes necesidades de inversión fueron y son financiadas con ahorro externo -ante la insuficiencia de ahorro interno- provocando un déficit en la cuenta corriente.

En efecto, Uruguay ha podido elevar su tasa de inversión a más de 23% del PIB, fundamentalmente debido al fuerte ingreso de capitales bajo la forma de IED que se destinaron para la construcción de megaproyectos de inversión al

Gráfico 18

Ahorro e inversión. Porcentaje del PIB



Fuente: Research BBVA Francés y BCU

estilo de la ex Botnia (hoy, UPM) o la más reciente -y ya en su etapa final de construcción- Montes del Plata, ambas productoras de pasta celulosa, sin que el reducido ahorro interno resulte un limitante. En efecto, las dinámicas tasas de crecimiento del consumo privado que ha evidenciado Uruguay en años recientes (muy superiores al crecimiento real del PIB) así como la acumulación de resultados fiscales negativos han determinado un deterioro en la tasa de ahorro bruto en el país con lo cual tuvo que acceder a “ahorro externo” para financiar los niveles crecientes de inversión, derivando en déficit en cuenta corriente. Este importante aumento de la inversión, que se da



principalmente desde mediados de la década de los '90, sin embargo, debe verse como una ganancia futura en la productividad y por ende posibilitará un mayor crecimiento de las exportaciones en el mediano plazo, revirtiendo el déficit externo. Sin embargo, la dependencia de ahorro externo vuelve menos sostenible el déficit en cuenta corriente ya que ante cualquier evento de riesgo que reduzca los flujos de capitales hacia emergentes, Uruguay podría verse afectado. Es menester incrementar el ahorro interno a través de políticas públicas que lo incentiven. Sin embargo, la dependencia de ahorro externo vuelve menos sostenible el déficit en cuenta corriente ya que ante cualquier evento de riesgo que reduzca los flujos de capitales hacia emergentes, Uruguay podría verse afectado. A fin de evitar problemas de sostenibilidad de la cuenta corriente, es menester incrementar el ahorro interno a través de políticas públicas que lo incentiven.

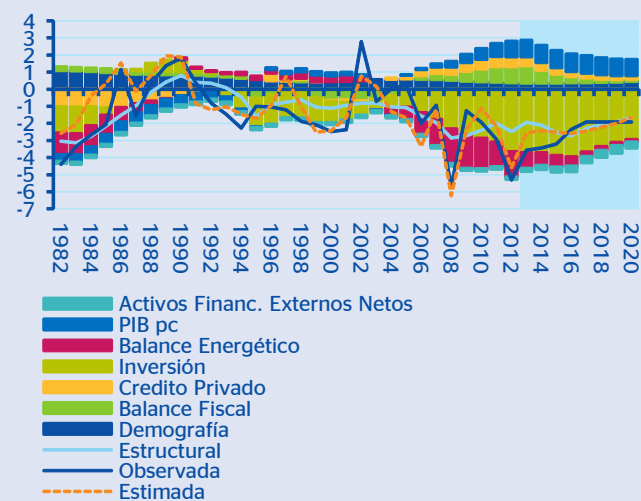
Sin embargo existen otros determinantes que contribuyen a explicar el déficit estructural aunque en menor

cuantía (Ver gráfico 19). Una proporción importante de importaciones uruguayas está determinada por el petróleo y energía. En este sentido, la matriz energética de Uruguay esta ampliamente basada en la hidroelectricidad, de modo que requiere grandes importaciones de petróleo para abastecer la demanda doméstica, en particular en aquellos períodos de sequía. El **balance energético** es claramente otro determinante del déficit estructural en Uruguay.

Un aporte positivo a la cuenta corriente está dado por el relativamente alto **PIB per cápita** que registra Uruguay (no hay efecto catch-up) y en menor medida por las variables demográficas. La tasa de crecimiento de la población es baja en Uruguay y los ratios de dependencia (personas mayores de 65 años o bien menores de 14 años sobre el total de la población de entre 14 y 65 años) también son moderados lo cual tiene un aporte positivo a la capacidad de ahorro de las familias.

Gráfico 19

**Cuenta Corriente Estructural: descomposición. Porcentaje del PIB**



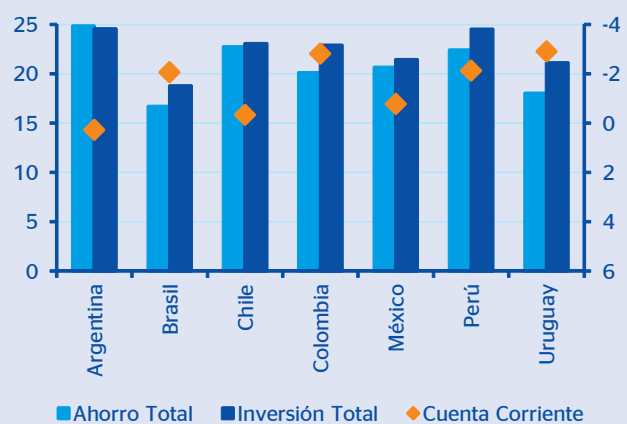
Fuente: Research BBVA Francés y BCU

**Uruguay no se vio favorecido por el boom de precios de commodities**

Los importantes aumentos de los precios de las materias primas junto con un escenario de bajas tasas de interés internacionales posibilitaron a los países una recomposición de sus cuentas fiscales. No obstante, a diferencia de la mayoría de los países de la región, Uruguay no se vio significativamente favorecido por los

Gráfico 20

**Comparación con Latam. Porcentaje del PIB**

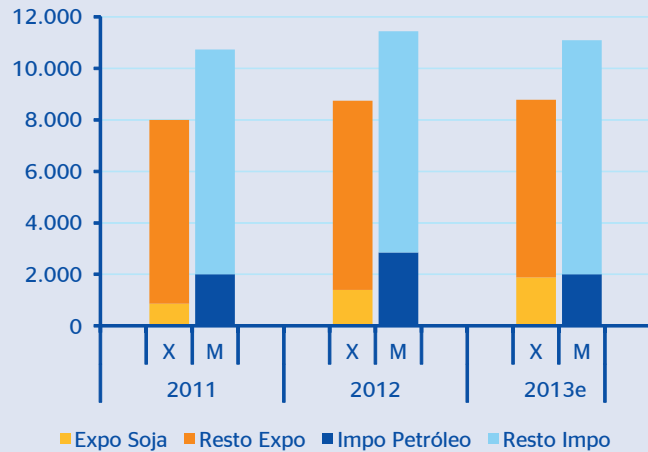


Fuente: Research BBVA Francés y BCU

precios de las materias primas, dada su dependencia al petróleo importado y el tardío posicionamiento como exportador de soja. En efecto, el sostenido aumento de los precios de exportación se vio contrarrestado por el aumento de los precios de importación, dejando los términos de intercambio con mínimos aumentos durante el último período, mientras que otros países de la Región subieron considerablemente (Ver gráfico 22).

Gráfico 21

Participación de petróleo en Importaciones y soja en Exportaciones (Mill. Dólares)



Fuente: Research BBVA Francés y BCU

Sin embargo, Uruguay es vulnerable a una corrección en los precios de las materias primas tanto por el equilibrio externo como el fiscal. Por el lado de las exportaciones, una caída del precio de la soja repercute negativamente puesto que el 21,6% de las exportaciones se corresponden a esta materia prima. Contrariamente, si aumenta el precio del petróleo (20% de las importaciones), las complicaciones para Uruguay son mayores, dada la alta dependencia del país a este *commodity*, particularmente en años “secos” cuando deben suplir la hidroelectricidad por otras fuentes de energía (importadas). Adicionalmente ante un aumento del precio del petróleo y la necesidad de importarlo, no solo afectaría las cuentas externas sino también, como ocurrió en 2012, afectaría el resultado fiscal dado que el Gobierno no permitiría un traspaso pleno del precio a las tarifas al consumo para evitar una nueva escalada de la inflación. Para los próximos años, nuestras previsiones del precio de la soja (a la baja) y del petróleo (ligeramente al alza) afectarían negativamente los balances externo y fiscal, que se podría complicar más aún en caso de condiciones climáticas adversas que afectarían no solo la cosecha de soja sino también sería necesario mayor importación de petróleo para abastecer la demanda energética local. Esta situación contribuye también a agravar el problema de falta de ahorro público que también es causante del déficit y que se ha venido deteriorando en los últimos años (Ver gráfico 15).

Gráfico 22

Términos de intercambio (Índice Base 2005=100)



Fuente: Cepal

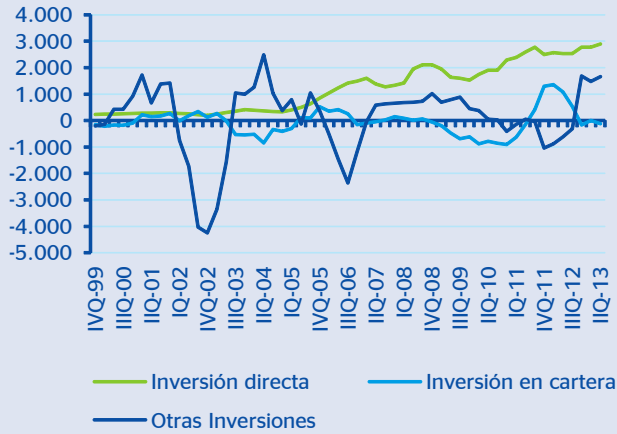
Sostenibilidad de la cuenta corriente

El déficit de la cuenta corriente es sostenible siempre y cuando no existan inconvenientes para financiarlo de manera regular. En el caso de Uruguay, su déficit se ha financiado con Inversión Extranjera Directa, la cual llega a más de 5 pp del PIB, superando ampliamente el desequilibrio a financiar (Ver gráficos 23 y 24). Del total de esa IED, sólo un 30% aproximadamente es inversión en Construcción, siendo el restante 70% destinada a inversión productiva lo cual asegura una mayor producción en el futuro para poder saldar el mayor endeudamiento presente.

En los últimos años Uruguay se ha beneficiado de un entorno internacional con liquidez excedente y ha demostrado una muy buena reputación a la hora de favorecer negocios -con Investment Grade incluido- lo más probable es que cualquier situación externa que ponga en riesgo los flujos de capitales (*Sudden Stop*), Uruguay será uno de los países menos perjudicados por salidas abruptas de los mismos ya que los flujos de cartera constituyen una proporción menor del financiamiento. Al mismo tiempo, Uruguay ha aprovechado este contexto reciente para aumentar su nivel de reservas, alcanzando casi al 30% del PIB, lo cual junto con la facilidad de acceso a líneas de financiamiento de organismos multilaterales, le suma instrumentos para financiar transitoriamente el desequilibrio externo ante un frenazo de capitales.

Gráfico 23

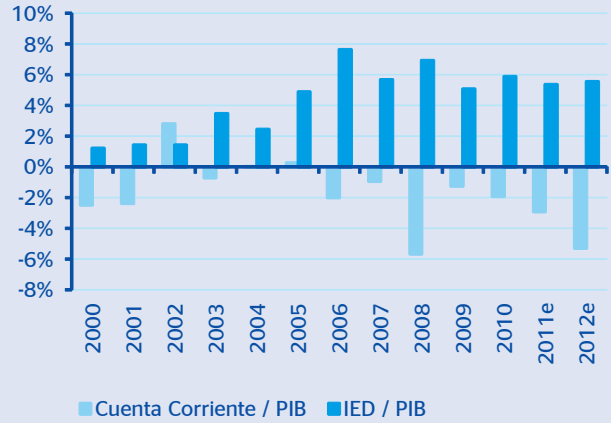
Composición de los flujos de capitales a Uruguay  
Millones de USD



Fuente: Research BBVA Francés y BCU

Gráfico 24

Cuenta Corriente e IED en términos de PIB



Fuente: Research BBVA Francés y BCU

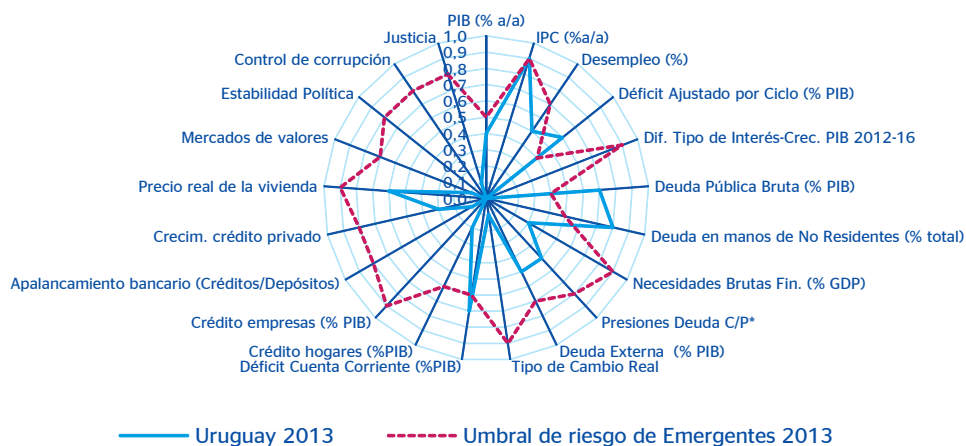
## 9. Uruguay menos vulnerable que la Región ante shocks externos

La vulnerabilidad a un shock externo es relativamente baja en Uruguay, particularmente si lo comparamos con el umbral de riesgo de los países emergentes.

El radar de vulnerabilidad muestra en forma estática cuán vulnerable es un país en diferentes dimensiones y nos posibilita compararlo con otros países o como en este caso con un umbral de riesgo. Es decir, para cada variable o conjunto de variables de Uruguay confrontamos los resultados de Uruguay dentro del total de países de la muestra, en este caso con países emergentes. Las posiciones interiores (próximas a 0) muestran un nivel de vulnerabilidad bajo, mientras que las mas cercanas a 1 presentan mayor vulnerabilidad.

Gráfico 25

Uruguay: Radar de Vulnerabilidad



Fuente: Research BBVA Frances

### Dimensiones de Vulnerabilidad: que está bien y que está mal...

En el área **Macroeconómica** que incluye variables como PIB, inflación y desempleo Uruguay logra un bajo grado de vulnerabilidad dado que los fundamentos son suficientemente sólidos como para que un choque externo no genere excesivos costos en términos sociales y económicos. El crecimiento del producto por encima del 3% y un bajo nivel de desempleo sustentan esta calificación. Sin embargo, en materia de Inflación, si bien está por debajo del 10% anual su proximidad a este “umbral de riesgo” marca una luz de alerta ya que en caso de un shock externo, la capacidad para implementar una política monetaria anticíclica se vería limitada por este factor.

Respecto de la **vulnerabilidad fiscal** Uruguay ha venido haciendo un trabajo importante en materia de administración prudencial de la deuda, no solo mediante la extensión de plazos de vencimiento de la misma, sino también cambiando la composición de las monedas para lograr un menor grado de dolarización. Si bien se ha evidenciado una importante mejoría en los últimos años, sigue siendo un punto preocupante: con una deuda pública bruta a PIB del orden del 56%, sobrepasa el umbral de riesgo (43% del PIB). Por otra parte, Uruguay registra en términos estructurales un déficit fiscal primario de 1,1% y mantiene un elevado gasto estructural (salarios y pasividades que representan 31% del total de las erogaciones) lo que dificulta la reducción del desequilibrio y pone en duda la posibilidad de llevar a cabo políticas contracíclicas ante una súbita contracción del financiamiento externo.

Si bien las necesidades de financiamiento no representan un problema para Uruguay, dado que el gobierno central tiene cubiertas las mismas por un plazo no menor a dos años, el hecho de que una parte importante de la deuda se encuentre en manos de no residentes (se computan los depósitos de extranjeros en bancos uruguayos en el orden de los USD 4.800 millones) lo vuelve a Uruguay más vulnerable frente a un "sudden stop" que otros emergentes en materia de **liquidez**. La deuda de corto plazo no plantea un problema (gracias a las distintas operaciones que permitieron estirar los plazos del endeudamiento público) mientras que la política de intervención en el mercado cambiario del BCU a fin de evitar una mayor apreciación del peso posibilitó la fuerte acumulación de activos de reserva para hacer frente a una situación de iliquidez transitoria.

El foco de alerta en materia de **vulnerabilidad externa**, como se vio en el recuadro esta determinado por un alto déficit en cuenta corriente, aunque financiable con IED.

No muestran problemas de vulnerabilidad los **balances del sector privado** de Uruguay en comparación con los emergentes ya que el nivel deuda de los hogares y empresas no alcanzan valores críticos mientras que el apalancamiento bancario no es excesivo dada la escasa bancarización de los uruguayos. Sin embargo, el efecto hoja de balance podría resultar amplificado por una súbita devaluación frente al descalce de monedas que tienen hoy los bancos.

Finalmente, las tres variables que se tienen en cuenta a la hora de calificar la **calidad institucional** que son Estabilidad Política, Control de la Corrupción, y Justicia, muestran a un Uruguay mucho mejor posicionado que el resto de los países emergentes, siendo estas cualidades que le han permitido por ejemplo alcanzar nuevamente el Investment Grade. Esto hace que ante una turbulencia internacional, la huida de los inversores se vea acotada por menor desconfianza e incertidumbre jurídica.

## 10. 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	8,5	7,9
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,0	19,2	20,2	20,5	22,6
Tasas de interés (% , promedio)	21,1	19,0	18,6	16,7	17,1
Consumo Privado (% a/a)	13,7	8,9	6,5	5,4	4,0
Consumo Público (% a/a)	1,0	3,6	5,4	4,0	2,5
Inversión (% a/a)	8,1	11,4	14,2	5,0	3,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,2	-0,9	-2,8	-2,1	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,9	-2,9	-5,3	-3,6	-3,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

## Previsiones macroeconómicas trimestrales

	<b>PBI (% a/a)</b>	<b>Inflación (% a/a, promedio)</b>	<b>Tipo de cambio (vs. USD, promedio)</b>	<b>Tasa de Interés (%, promedio)</b>
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	19,8	8,25
T1 12	4,4	7,8	19,5	19,3
T2 12	3,7	8,0	20,3	16,9
T3 12	2,9	8,0	21,4	18,2
T4 12	4,8	8,5	19,7	20,7
T1 13	4,0	8,7	19,1	17,2
T2 13	5,6	8,1	19,5	15,1
T3 13	3,5	8,9	21,6	17,7
T4 13	1,6	8,4	21,7	17,4
T1 14	2,5	7,6	21,8	16,9
T2 14	2,0	8,2	22,3	17,5
T3 14	3,9	8,2	22,9	16,8
T4 14	7,1	7,7	23,4	17,4

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](http://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

**Juan Francisco Vega**  
juan.vegam@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

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.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

Inclusión Financiera  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución  
**José Carlos Pardo**  
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global  
**Matías Viola**  
matias.viola@bbva.com

## 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](http://www.bbvaresearch.com)