BBVA | RESEARCH

Situación Uruguay

Segundo Semestre 2012
Análisis Económico

- **En 2012 el crecimiento desacelera en línea con lo previsto y cerrará en 3,8%.** En 2013, el consumo interno seguirá sosteniendo al PIB que crecerá 3,9%.
- **Las compras de energía por parte del Sector Público deterioran la cuenta corriente este año (-3,3% del PIB)** y también aumentan el déficit fiscal que llegaría a 1,9% del PIB. En 2013, la cuenta corriente mejorará al no repetirse el problema energético, sin embargo el resultado fiscal (-1,9% del PIB) no cedería por una incipiente aceleración del gasto corriente.
- **8,7% de inflación en 2012 y el dilema del fortalecimiento del peso uruguayo, abren la caja de herramientas heterodoxas** ante la falta de contracción en el balance fiscal y la inercia de salarios reales.
- **La apreciación cambiaria se modera en 2013,** pero una mejora de la competitividad a mediano plazo requiere impulsar medidas que favorezcan la productividad.

Índice

1. Resumen 3

2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed 4

3. Uruguay con la necesidad de mirar la productividad a mediano plazo 6

Recuadro 1. El contexto global, la apreciación del peso uruguayo y las restricciones argentinas opacarán la próxima temporada turística 10

4. Se requieren políticas de oferta para mejorar la competitividad 14

5. Tablas 16

Fecha de cierre: 16 de noviembre de 2012

1. Resumen

Los datos del 2T-12 confirmaron la desaceleración de la actividad económica conforme a lo previsto (0,8 t/t). La demanda interna seguirá impulsando el crecimiento con un consumo interno que se ve favorecido por el aumento de la masa salarial, mientras que el stock de capital sigue mejorando gracias a los proyectos de inversión en curso. En 2012 el crecimiento cerrará en torno al 3,8%, y exhibiría un ligero incremento en 2013 (3,9%), capturando el repunte que esperamos de la economía brasileña.

El mayor déficit en cuenta corriente es financiable con la Inversión Extranjera Directa. En 2012 el déficit subiría a 3,3% ya que la importación de energía eléctrica por la sequía y la recomposición de stocks de petróleo de ANCAP deterioraron la balanza comercial. Sin embargo, se reduciría a 2% del PIB en 2013 al desaparecer estos factores transitorios. Adicionalmente, el aporte del sector turismo muestra señales de debilitamiento, que podrían acentuarse hacia 2013, por el débil entorno mundial, la apreciación real del peso y las restricciones cambiarias en Argentina.

Esperamos un deterioro en el resultado fiscal para 2012 (-1,9% del PIB). El efecto de la sequía fue mayor al previsto inicialmente y ello ha malogrado el resultado de las empresas públicas ya que los mayores costos no se trasladaron a precios para evitar presiones inflacionarias. El sobrecosto energético (1,2% del PIB) fue parcialmente compensado por el uso del remanente el Fondo de Estabilización Energética. Sin embargo, algunas señales de crecimiento del gasto primario nos llevan a mantener en similar magnitud el déficit para 2013.

En ausencia de una política fiscal más restrictiva, se recarga el trabajo de la política monetaria, probablemente impulsando al Banco Central de Uruguay a nuevos aumentos en la tasa de intervención, a la vez que se implementan acuerdos de precios y otras medidas heterodoxas. En 2013, con una política de tasa más agresiva, la inflación desacelerará a 7,8% a/a, aunque quedará nuevamente por fuera del rango objetivo del Banco Central. Con la inflación y las expectativas, por sobre el rango objetivo a pesar de la actitud más "hawkish" del BCU permanecerán dudas sobre si la actual combinación de instrumentos de política es la óptima.

El endurecimiento de política monetaria, agravará el problema de pérdida de competitividad de las exportaciones, especialmente en el plano regional, impulsando al Banco Central a continuar interviniendo en el mercado de cambios y adoptar medidas macroprudenciales, en un intento por morigerar la apreciación del peso.

El desafío de Uruguay para mantener tasas de crecimiento elevadas es la implementación de políticas de oferta que mejoren la productividad. Más allá de las vicisitudes cambiarias, Uruguay deberá trabajar en expandir la oferta de capital y de trabajo de calidad, superando algunas de las rigideces de la economía que hoy debilitan el dinamismo de mediano plazo. En este sentido son claves las reformas que impulsen el financiamiento de la inversión y las mejoras de eficiencia a través de la innovación.

2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed

Estas medidas aclararon el panorama global

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve al 3,2% al cierre de 2012 y al 3,5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. Pese a ello, tres factores pueden deteriorar esta perspectiva. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo, es la amenaza en EEUU del "precipicio fiscal", un paquete automático de reducción del gasto público y aumento de ingresos por valor del 4% del PIB a inicios de 2013 que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último sería una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

El resto de políticas económicas debería aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

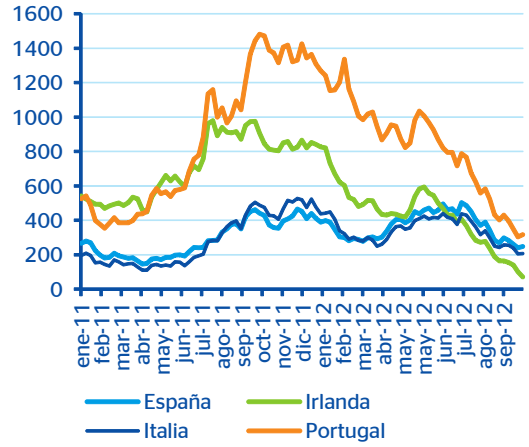
En este entorno de alta incertidumbre, en los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad, evitando que ocurriera un evento de riesgo sistémico como el de fines de 2008. Así, ambos bancos centrales han "construido puentes" para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán hasta que mejore el mercado laboral de EEUU, mientras que las del BCE están sometidas a diversos condicionantes, en especial el estricto cumplimiento del ajuste fiscal.

BCE: "cueste lo que cueste"

El BCE dio en julio un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa con un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. Este movimiento vino tras la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromiso de supervisión bancaria común y planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las altas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos. El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro, aliviando significativamente las tensiones financieras (Gráfico 1) pese a la incertidumbre en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda.

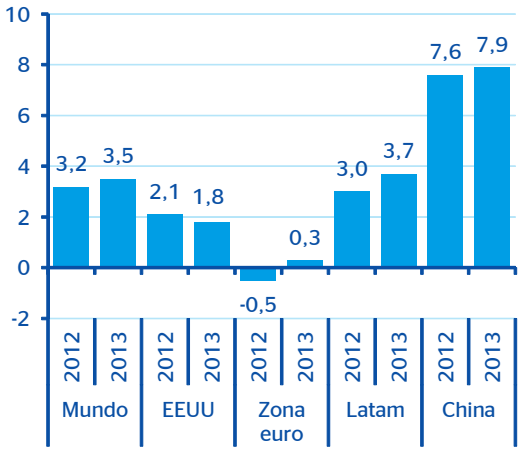
El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. En el largo plazo, los factores clave para la sostenibilidad de la zona euro serán la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y de unión fiscal.

Gráfico 1
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro[1]



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y Haver

Fed: "el tiempo que sea necesario"

La economía de EEUU crece, pero a tasas históricamente bajas y con desempleo aún elevado. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto sobre la resolución de la crisis en Europa y, en una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste fiscal automático que cada día se acerca más (precipicio fiscal). En ese contexto, en septiembre la Fed relajó aún más la política monetaria, anunciando que mantendría los tipos de interés en los mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado previamente. Además, para apoyar la mejora del mercado laboral inició una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE3) con la compra de cédulas hipotecarias (MBS), buscando mejorar las condiciones financieras de los hogares. Con ello, la Fed está comprando un seguro por si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como ocurrió en programas previos, la expansión de liquidez provoca entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y el coste de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y sus tasas de crecimiento e inflación.

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas tomadas la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009) y se redujo la probabilidad de un escenario de riesgo, pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011, lo que, más recientemente, ha afectado también a las economías emergentes, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil, los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

Nuestro escenario base prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos del PIB entre 3% y 3,5% en 2012 y 2013. El PIB en la zona euro, tras caer 0,5% en 2012, ganaría empuje hacia 2013 (+0,3%), y en EEUU, el crecimiento será del 2% en 2012-13. La principal revisión a la baja en nuestro actual escenario corresponde a China (0,2 pp en 2012 y 0,4 pp en 2013), aunque en ambos años las políticas de estímulo mantendrían un crecimiento cercano al 8% (Gráfico 2).

Este escenario depende de varios supuestos clave. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y se restaurará la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas, sin que se puedan descartar bajadas más intensas si se progresa más rápidamente en la nueva configuración institucional. Finalmente, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyo de Europa mediante una financiación adicional y un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

3. Uruguay con la necesidad de mirar la productividad a mediano plazo

La actividad desacelera conforme a lo previsto, alejando los temores de recalentamiento

Durante el segundo trimestre de 2012, la economía creció 0,8% t/t en serie desestacionalizada (3,8% a/a) en línea con nuestras previsiones y desacelerando moderadamente respecto de los trimestres previos. La demanda interna siguió siendo el principal sostén del nivel de actividad, mientras que la contribución de las exportaciones se ralentizó aún más por el deterioro de la competitividad y la mayor incertidumbre en el plano internacional y más especialmente en el regional. En dicho período, la ausencia de lluvias continuó impactando negativamente en el Sector Electricidad, Gas y Agua que acusó otra fuerte caída al recurrir a la generación térmica –de menor valor agregado- para abastecer la demanda. Las actividades primarias también se resintieron por los problemas climáticos aunque no alcanzaron la gravedad de períodos anteriores (Ver tabla 1).

Algunos indicadores parciales de actividad y de expectativas sugieren que el crecimiento durante el 3T-12 continuaría en torno al 1% t/t y se mantendría en el último trimestre del año. Según los datos del INE, la industria manufacturera creció 0,7% t/t. Luego de sumar en agosto 4 meses consecutivos de valores positivos, el índice líder de Ceres (ILS) también muestra que el crecimiento continuó durante el 3T-12 y muy posiblemente siga en el 4T-12, mientras que la encuesta de la Cámara de Industrias de Uruguay, indica mejores expectativas para los últimos meses del año.

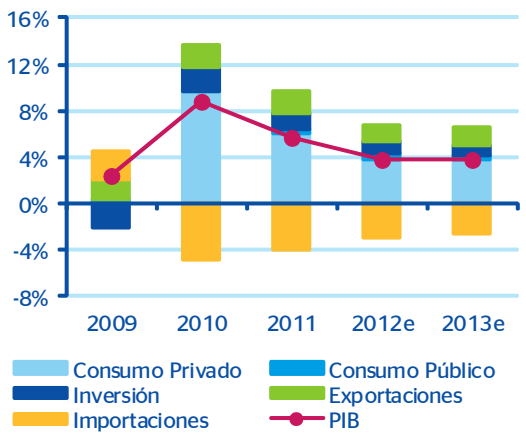
El patrón de crecimiento para la segunda parte del año será similar a lo observado en la primera mitad del año, lo que lleva implícito una desaceleración respecto del año 2011. La demanda interna continuará sosteniendo al crecimiento aunque mostrará un menor ritmo de expansión. La decisión del BCU de incrementar la tasa de política monetaria para contener las presiones inflacionarias también va en la misma dirección. Con la confianza del consumidor aún en niveles optimistas y favorables condiciones en el mercado laboral (desempleo en mínimos históricos y salarios creciendo al 4% anual en términos reales) el consumo privado continuará impulsando la demanda interna. (Ver gráfico 3).

Tabla 1
PIB Oferta: desagregación por sectores

Actividad económica	Var. % desestacionalizada (t/t) IT-12	IIT-12
Actividades Primarias	0,0%	-1,6%
Industrias Manufactureras	8,7%	3,8%
Suministro Electricidad, Gas y Agua	-25,8%	-28,0%
Construcción	4,2%	7,6%
Comercio, reparaciones, restaurantes y hoteles	2,7%	-0,3%
Transporte, almacenimiento y comunicaciones	2,8%	1,3%
Otras Actividades	2,0%	0,8%
Impuestos menos subvenciones sobre productos	2,4%	0,4%
Producto bruto interno	2,2%	0,8%

Fuente: BBVA Research, sobre datos del BCU

Gráfico 3
PIB Demanda: contribuciones al crecimiento



Fuente: BBVA Research sobre datos del BCU y estimaciones propias

Para el año 2013, seguimos estimando que el crecimiento se mantendrá ligeramente por encima de lo registrado este año (3,9%). La actividad seguirá sostenida por el consumo interno, gracias a las mejoras salariales previstas, como también por un aumento de la demanda externa en vista del mejor desempeño estimado para Argentina y Brasil. Adicionalmente, dependiendo de la fecha de inicio de los grandes proyectos en cartera, el crecimiento 2013 podría verse impulsado por un aumento mayor al previsto de la inversión.

Resulta importante destacar el papel de la inversión, tanto pública como privada, en el crecimiento de Uruguay durante los últimos años que ha permitido aumentar la ponderación de la Inversión en el Producto desde 15% en 2003 hasta el actual 21%. De Botnia (2008) a Montes del Plata (2012/13) la inversión en megaproyectos de pasta celulosa ha favorecido una alta tasa de crecimiento. Actualmente existen en cartera importantes proyectos de inversión en minería y energía cuya implementación aún no ha materializado.

Entre las grandes inversiones planificadas se destacan, la Minera Aratirí de propiedad privada, ubicada en el centro del país, que demandaría unos 3.000 millones de dólares para su construcción y podría convertir a Uruguay en el octavo productor mundial de mineral de hierro. La construcción del Puerto de Aguas Profundas en Rocha, necesario para exportar la futura producción de Aratirí también se aprovecharía para exportar madera y pasta. Una nueva planta regasificadora ubicada en Punta de Sayago en las proximidades de Montevideo, (con un piso de inversión pública de USD 400 millones) tiene por objeto diversificar la matriz energética del país, asegurando la provisión de gas natural ya que este proyecto podría producir hasta 10 millones de m3 de gas por día. Este último proyecto se suma a otros tendientes a mejorar la matriz energética uruguaya que abarca dos parques que conforman el Complejo Parques Eólicos (propiedad de la estatal UTE) sito en el departamento de Maldonado que podrían producir hasta 1.000 megavatios por día. Si bien estos proyectos no tienen fecha cierta de iniciación, existe fuerte consenso que se comenzarían a ejecutar a lo largo de 2013.

Marcado deterioro de la cuenta corriente aunque sigue siendo financiada con IED

En 2012, el déficit en cuenta corriente alcanzaría a un 3,3% del PIB, esto es unas 5 décimas más que en 2011. Durante el 2T-12, el deterioro se observó fundamentalmente en la cuenta comercial ya que las importaciones aceleraron su tasa de crecimiento en dicho período por la compra de energía eléctrica y la recomposición de stocks de petróleo por parte de la refinería estatal ANCAP, mientras que el crecimiento de las exportaciones se ralentizó. En efecto, en este período, las exportaciones de bienes crecieron al 7,4% a/a, desacelerando fuertemente respecto del 1T-12 (13,8% a/a), mientras que las importaciones aceleraron al 4,8% a/a (en 1T-12 crecieron 3,5% a/a).

Los datos conocidos de balanza comercial del 3T-12 muestran una leve mejora en el resultado, ya que a pesar que las importaciones continuaron acelerando (13,6% a/a) las exportaciones aumentaron un 15,3% a/a.

Es importante destacar que el crecimiento de las exportaciones uruguayas (12%) está sostenido por los buenos precios de los productos primarios y la creciente demanda de China y Estados Unidos para este tipo de productos (soja, carne vacuna). En cambio, las exportaciones hacia Europa y Argentina de los primeros nueve meses del año disminuyeron respecto a lo registrado un año atrás, debido a la menor demanda europea y por las restricciones a las importaciones impuestas desde Argentina. En tanto las ventas a Brasil crecieron sólo 4% a/a en los primeros 9 meses del año, reflejando la pobre performance de la economía brasileña en lo que va del año (Ver gráfico 5). Las importaciones uruguayas, por su parte, siguen creciendo (8%) con un importante peso de las compras de material para la construcción de Montes del Plata durante los últimos dos años y del petróleo y energía eléctrica importados durante este año por la sequía.

Estimamos que la balanza comercial finalice con un déficit cercano a los USD 3.000 millones en 2012 mientras que para 2013, el déficit podría reducirse ligeramente al no tener que repetir las importaciones de energía puntuales de 2012 debido a la sequía y también por la mayor demanda externa, en particular por los mayores crecimientos de Argentina y Brasil respecto de este año.

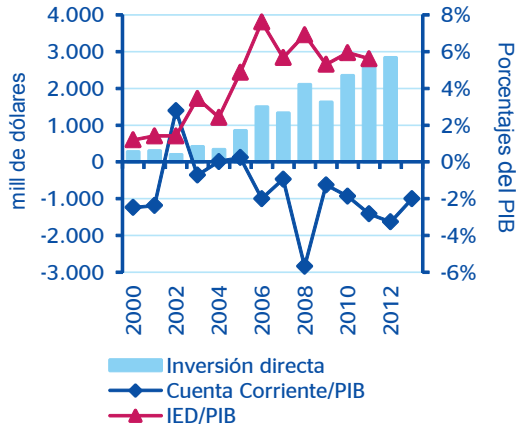
En la previsión de la cuenta corriente está implícito, además, un leve deterioro del balance de servicios reales, ya que los ingresos por turismo receptivo muestran algunas señales de debilitamiento -que prevemos se incrementen hacia la próxima temporada- al tiempo que hay evidencias de aumentos en el turismo emisivo. (Ver recuadro).

El mayor déficit en cuenta corriente, sin embargo, será financiado con Inversión Extranjera Directa. En los últimos 12 meses la IED acumula unos USD 2.560 millones, lo que representa 5,3% del PIB (Ver gráfico 4). Si bien es cierto que durante el 2T-12 la IED disminuyó respecto del 2T-11 un 7,6%, los ingresos de capitales han mostrado alguna volatilidad en los últimos años aunque la tendencia marca un importante crecimiento. Los grandes proyectos de inversión que aún permanecen en cartera mantendrán dinámica la IED en el mediano plazo.

Los capitales de más corto plazo, bajo la forma de Inversión en cartera, que habían sido en promedio negativos desde 2006, revirtieron el signo durante 2011 cuando se registró un entrada de USD 1.980 millones, representando un 45% del total de ingresos de capitales de ese período. Los flujos de ingresos se mantuvieron durante el 1S-12 (USD 615 millones), gracias al bajo riesgo que mantiene Uruguay y que fuera convalidado por la recuperación del grado inversor. Dado la gran liquidez internacional, es altamente probable que continúe creciendo la importancia de los flujos de corto plazo, poniendo una presión adicional sobre el tipo de cambio.

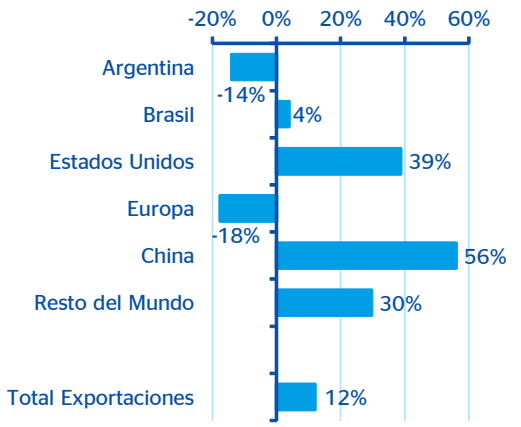
El hecho que el ingreso de capitales (tanto de corto como de largo plazo) al país supere largamente el monto necesario para financiar el déficit por cuenta corriente determina el crecimiento de los Activos de Reserva alcanzando un stock cercano a los 13.000 millones de dólares. Si bien estos capitales de corto plazo son mucho más volátiles y pueden revertirse rápidamente ante un evento que exponga al país frente un escenario de riesgo, no complicarían el financiamiento de la cuenta corriente ya que se cubriría holgadamente solo con la IED.

Gráfico 4
Cuenta Corriente e IED (como %PIB)



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 5
Exportaciones de Uruguay acumuladas a septiembre por destino Var a/a



Fuente: BCU y BBVA Research

Recuadro 1. El contexto global, la apreciación del peso uruguayo y las restricciones argentinas opacarán la próxima temporada turística

Uruguay ha sido destacado por la Organización Mundial de Turismo por tratarse de un país pequeño que se centró en una mejora constante de la calidad de los servicios, logrando atraer gran cantidad de visitantes y unos importantes ingresos de divisas que hacen que la balanza neta turística sea positiva en 3,3% del PIB.

En 2011 el gasto en turismo receptivo representó 4,6% del PIB mientras que en el mismo año el rubro Servicios Reales (que están constituidos por turismo en un 75% aproximadamente) representaron el 27% del total de Exportaciones, dando claras señales de la importancia de esta industria para el país.

Durante el 1S-12, la cantidad de turistas ingresados a Uruguay alcanzaron a 1,6 millones de los cuales poco más de 1 millón, esto es el 65,6% del total, corresponden a turistas de nacionalidad argentina. Si bien el total de visitantes ingresados al país en este período fue ligeramente menor que lo observado en igual período de 2011 (-1%), es destacable que el número de argentinos fue comparativamente mayor (+9,8 pp) entre períodos. En efecto, durante el 1S-11, los argentinos ingresados a Uruguay fueron 0,9 millones y representaban el 59,2% del total.

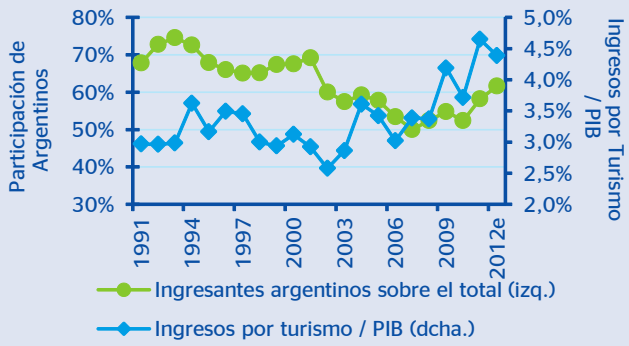
El crecimiento de los turistas argentinos hacia Uruguay durante 2012 puede ser explicado porque aún no regían plenamente las restricciones a la compra de moneda extranjera para turismo y se permitían las compras en el exterior con tarjetas de crédito al tipo de cambio oficial lo que alentó en cierta medida el turismo emisivo de argentinos a raíz de la apreciación real de su moneda.

A partir de la segunda parte del año y para 2013 esperamos que las restricciones cambiarias en Argentina impacten desfavorablemente sobre la demanda de servicios turísticos en Uruguay, en particular, durante el 1T-13, que es estacionalmente el período por excelencia del ingreso de turistas a Uruguay. El cierre (quiebra) de Pluna (línea aérea de bandera) y la apreciación real del peso uruguayo también repercutirán negativamente en el número de visitantes al país.

Sin embargo, desde el gobierno uruguayo se están promoviendo algunas medidas tendientes a contrarrestar los efectos adversos de las restricciones argentinas. Entre ellas, la devolución del IVA (22%) a pagos con tarjetas de créditos o débitos en servicios inherentes al turismo (restaurantes, arrendamientos de vehículos, etc.). Asimismo, se devolvería el 10,5% del pago de alquileres con fines turísticos realizados con tarjetas (crédito o debito) por parte de extranjeros. También el sector privado uruguayo está impulsando promociones que intentan incentivar el turismo (particularmente de argentinos) propiciando descuentos en las tarifas hoteleras, así como también aceptando pesos argentinos para el pago de bienes y servicios.

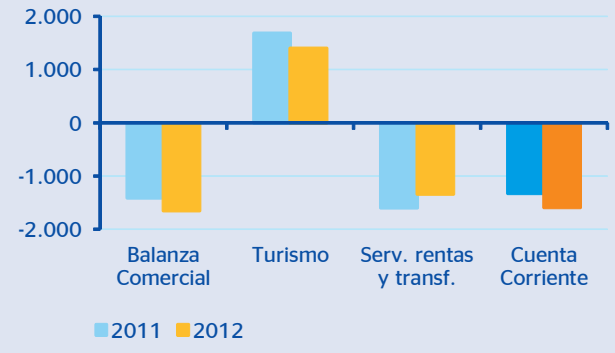
Actualmente no hay unanimidad en las opiniones respecto al éxito que puedan tener todas estas medidas y si finalmente podrán compensar los factores desfavorables sobre el sector turismo. Nuestra previsión es que el sector se resentirá en forma moderada a lo largo de 2013 ya que las medidas de Uruguay ayudarán a contrarrestar solo parcialmente los efectos negativos de las restricciones cambiarias argentinas. No obstante, un aspecto favorable a destacar es que Uruguay está cada vez siendo más un destino para turistas de otros países mas allá de los de la región y a lo largo de todo el año, con lo cual se advierten incipientes señales a favor de reducir la fuerte estacionalidad del 1T y bajar la dependencia de turistas de Argentina en el mediano plazo. Sin embargo, en el actual contexto mundial de bajo crecimiento en países centrales y relativa depreciación del real brasileño vs el peso uruguayo, estos factores no llegarán a compensar las dificultades rioplatenses.

Gráfico 6
Ingresos por turismo (como %PIB) y participación de argentinos en el total



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Turismo

Gráfico 7
Importancia de Turismo en la Cuenta Corriente (USD mill.)



Fuente: BBVA Research y BCU

Luces amarillas sobre el resultado fiscal

El efecto de la sequía registrada en los primeros meses del año 2012 fue mayor al previsto inicialmente y ello ha deteriorado el resultado de las empresas públicas con el consiguiente traslado al balance fiscal. Los mayores costos que implicó la generación térmica (en reemplazo de la hidráulica) fueron absorbidos por el sector público ya que un traslado a precios hubiera sumado fuerza a la inflación que ya se encuentra en niveles preocupantes. El Gobierno estima que el sobrecosto energético como consecuencia de la sequía alcanza al 1,2% del PIB el cual fue parcialmente contrarrestado por la utilización del remanente del Fondo de Estabilización Energética creado en 2010 (equivalente al 0,3% del PIB).

Estas circunstancias nos llevaron a corregir a la baja nuestra estimación del resultado de las empresas públicas al tiempo que también ajustamos la tasa de crecimiento del gasto primario ya que en los últimos meses se advierte cierta aceleración en los rubros salarios y pasividades, en particular. En 2012 el balance fiscal del sector público nacional alcanzaría un déficit de 1,9% del PIB, unas 2 décimas por encima de nuestra previsión anterior (y la del Presupuesto Nacional que se ubica en 1,7% del PIB). Esta previsión tiene implícito que el efecto negativo de la sequía se disipe durante la última parte del año, como viene sucediendo, pero también supone un mayor gasto corriente, originado en salarios y transferencias. Las negociaciones salariales están en curso y de seguir convalidando aumentos de salarios reales como en los años previos (se parte de un piso de 3% para el 2013) el aumento gasto en términos reales seguirá complicando el resultado fiscal, por lo cual esperamos que culmine 2013 con un déficit de 1,9% del PIB, sin mejora respecto a este año.

Al respecto, hay cierta preocupación por la elevada inercia de crecimiento del gasto que ha avanzado casi 4 puntos del PIB desde 2003 (ver Gráfico 8). Esta política fiscal pro-cíclica suma también presión sobre la inflación en momentos en que debería estar contribuyendo a moderar la demanda interna, sobrecargando el papel de la política monetaria.

A pesar del deterioro fiscal, no vemos problemas para cubrir las necesidades de financiamiento del sector público ya que Uruguay mantiene una política de pre-financiamiento que le permite amortiguar los efectos negativos de restricciones de liquidez internacional o episodios de mayor aversión al riesgo. Actualmente tiene cubiertas las necesidades de financiamiento para lo que resta de 2012 y todo 2013 a partir de las emisiones realizadas tanto en el mercado local como internacional (ver Tabla 2). Adicionalmente, el gobierno mantiene líneas de crédito contingente con organismos internacionales por más de 2.000 millones de dólares y se encuentran negociando líneas con el BID por unos 550 millones de dólares adicionales.

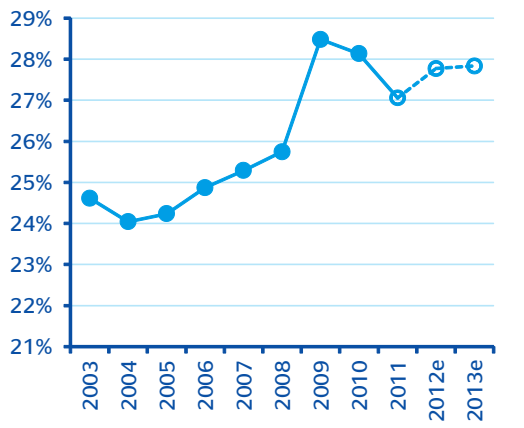
La buena percepción de Uruguay por parte de los mercados voluntarios de deuda quedó explicita el 13 de noviembre de 2012. En la ocasión se emitieron USD 500 millones del Bono Global 2045 al 4,125%, siendo demandada por un 120% del total. Los fondos se aplicarán al rescate de títulos con vencimiento desde 2013 hasta 2027. Continuando con el manejo de mejora del perfil de vencimiento de deudas el Ministerio de Economía informó la intención de ampliar la emisión de dicho papel por hasta USD 1.500 millones para canjear por títulos con maduración desde 2022 hasta 2036.

Tabla 2
Flujo de Fondos del Gobierno Central (USD mill.)

	2012	2013
Usos	2150	2012
Pago de Intereses	1227	1314
Amortizaciones	624	649
Préstamos	191	188
Bonos	432	461
Otros	299	49
Recursos	2150	2012
Superávit primario	350	550
Desembolsos de Multilaterales	191	188
Emisisones	1543	1200
Otros	93	214
Uso de Activos *	-27	-140

* Positivo indica reducción de reservas
Fuente: BBVA Ministerio de Economía de Uruguay – Unidad de manejo de deuda

Gráfico 8
Evolución del Gasto Primario/PIB (en %)



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Economía de Uruguay

Los precios ponen al Banco Central contra las cuerdas

La inflación ha acelerado en los últimos meses y no muestra señales de ceder dada la inercia evidenciada en la inflación subyacente, es decir, descontando efectos estacionales y precios administrados, que se mantiene por sobre el nivel general. La firmeza del proceso inflacionario reside fundamentalmente en tres pilares: la intensidad de la demanda doméstica, sostenida por las ganancias salariales reales en un mercado laboral ajustado, la política fiscal expansiva y los aumentos de precios internacionales de los commodities.

En los primeros 10 meses del año la inflación acumulada alcanzó 7,8% (9,1% a/a). Al analizar los tres capítulos más importantes de la canasta, que representan el 49% de la misma, sobresalen: Alimentos y Bebidas que aumentó 10,5% a/a; el capítulo Alquiler y mantenimiento de la Vivienda que subió 11,6% a/a y Transporte con una variación interanual de 6,3%. Así, casi la mitad de la canasta relevada (que a su vez explica el 55% del incremento de 9,1% del IPC) está aumentando por arriba del límite superior del rango objetivo de 6% del BCU.

La evolución de los precios en los últimos meses nos llevó a elevar nuestra previsión de inflación para 2012 a 8,7% (anterior 7,5%), marcando nuevamente un importante desvío por sobre el rango objetivo. Para 2013 los precios, medidos por el IPC, aumentarán 7,8% (anterior 6,9%) desacelerando a causa de una política monetaria más restrictiva.

Ante este escenario el BCU respondió con una actitud más agresiva, pero ante la falta de ayuda por parte de la política fiscal, recurrió a la caja de herramientas heterodoxas. Esto subraya que ha aumentado la carga de la política monetaria ante un "mix de políticas" que no es el óptimo para alcanzar el objetivo de reducir la inflación.

Por un lado, el Banco Central sorprendió subiendo la Tasa de Política Monetaria (TPM) de 8,75% a 9% en la reunión de fin de septiembre del Comité de Política Monetaria (COPOM) dando una señal de su prioridad en la lucha contra la inflación. En la misma línea, y debido a la persistente inercia inflacionaria, estimamos que será necesaria una nueva suba de TPM de 50bp en la próxima reunión del COPOM, de manera de alcanzar una tasa real positiva en 2013. Vale resaltar aquí el fuerte condicionante que impone la apreciación cambiaria que podría disuadir al BCU de recurrir a esta herramienta y en su lugar profundizar el uso de instrumentos heterodoxos.

De manera adicional al incremento de la tasa de intervención y tomando nota del impacto sobre las expectativas del fuerte aumento de precios de los Alimentos y Bebidas, el gobierno alcanzó un acuerdo con los supermercados para congelar (e incluso en algunos casos reducir 10%) los

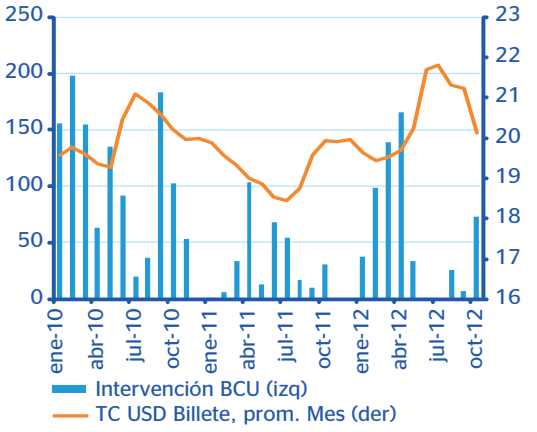
precios de una canasta de 200 productos hasta el 31de diciembre. Vale aclarar que el costo del acuerdo recaerá en los márgenes de comercios y proveedores y que no existirán controles oficiales sobre los precios. No descartamos nuevas medidas de este tipo especialmente en precios de servicios públicos y combustibles asumiendo el respectivo costo fiscal.

Distintos sesgos en política monetaria profundizan la apreciación respecto a Brasil

La corrección al alza en la tasa de intervención (TPM) hace entonces más acuciante la resolución del dilema de política monetaria entre tipo de cambio e inflación. Para que la política monetaria realice su trabajo sobre los precios es necesario un cierto tiempo de manera que disminuya la intensidad de la demanda; esta "espera" en Uruguay es algo dilatada por la débil transmisión debido a la baja bancarización y la fuerte liquidez del sistema financiero. El apoyo en herramientas heterodoxas para la contención de precios resalta la reticencia a adoptar una política monetaria aún más restrictiva en vistas de la apreciación cambiaria.

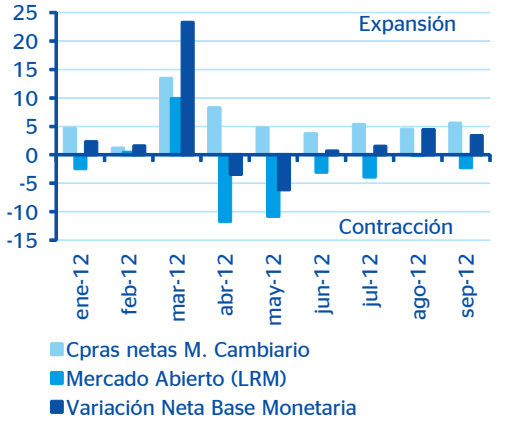
El peso, que ya se encontraba apreciado antes de la sorpresiva suba de la TPM, se encareció aún más acelerando la erosión de la competitividad de la economía, fundamentalmente con Brasil que se encuentra en el camino contrario, es decir reduciendo la tasa Selic de manera de estimular la economía.

Gráfico 9
Intervención cambiaria y Tipo de Cambio Nominal ($/USD



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 10
Monetización (millones de pesos)



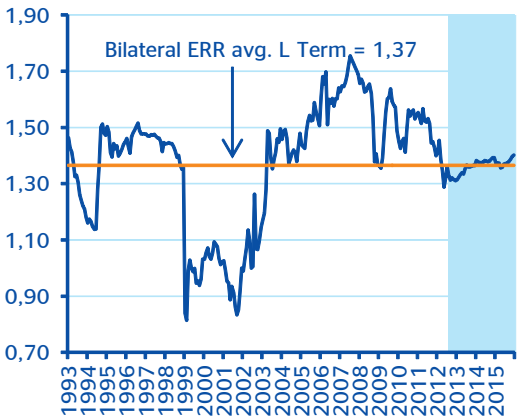
Fuente: BCU y BBVA Research

En el transcurso del año y para moderar la apreciación, el BCU ha continuado interviniendo en el mercado de cambios e instrumentando medidas macro prudenciales. Para moderar la entrada de capitales de corto plazo, se dispuso en agosto la inmovilización de fondos sobre aumentos en posiciones de No Residentes en letras en pesos del BCU y la integración en dólares para letras en pesos. Además, y si bien a un ritmo menor (USD 36 millones promedio por mes contra USD 95 millones promedio entre enero y mayo), a partir de agosto el BCU ha retomado las compras en el mercado cambiario acumulando USD 107,8 millones hasta el 31 de octubre (Gráfico 9). La intervención cambiaria produjo un aumento de 30% en las reservas internacionales desde fin de 2011, que fue parcialmente esterilizado a través de la colocación de letras de regulación monetaria. Estimamos que en el acumulado del año, la monetización proveniente del sector externo fue absorbida en un 46% a través de operaciones de mercado abierto del BCU (ver Gráfico 10). El costo en términos de cuasi-fiscal ha sido moderado ya que las tasas de interés de las LRM no han crecido excesivamente. La curva de rendimientos de las letras del BCU se aplanó con respecto a hace un año. Esto muestra que por el momento la esterilización enfrenta una demanda que lejos de dar signos de fatiga, ha incluso resignado retorno en el largo plazo, dejando implícita la idea de ausencia de devaluación (Gráfico 11).

Gráfico 11
Rendimiento Letras en Pesos No Indexadas

Fuente: BEVSA y BBVA Research

Gráfico 12
Tipo de Cambio Real Bilateral con Brasil



Fuente: BCU, INE y BBVA Research

A pesar de estas medidas, el sector industrial exportador ha encendido luces amarillas, por la pérdida de competitividad que significa la apreciación del peso.

La comparación más relevante resulta con Brasil, principal socio comercial de Uruguay y que detenta un 20% de participación en las exportaciones. Durante el último año ambos países han seguido políticas monetarias opuestas que han resultado en un encarecimiento relativo de Uruguay. Mientras Brasil ha implementado políticas expansivas, bajando la tasa de interés (Selic) para incentivar la actividad y evitar la apreciación del Real, en Uruguay, el BCU ha incrementado la tasa de política monetaria (TPM) con el principal propósito de contener la inflación que esta rozando niveles preocupantes. Desde inicios de 2011, Brasil acumula una devaluación del 20% y una inflación de 11% mientras que en idéntico período Uruguay devaluó solo 6,7% pero tuvo una inflación del 16% (Gráfico 12).

Con los actuales niveles de inflación y dadas las señales que el BCU emitió en su último comité de política monetaria luce bastante improbable que pueda adecuar los niveles de competitividad tratando de converger con la política monetaria con Brasil, por lo cual estimamos que el tipo de cambio real bilateral se mantendrá levemente apreciado con respecto a los promedios de largo plazo a pesar de la implementación de políticas macroprudenciales.

4. Se requieren políticas de oferta para mejorar la competitividad

En el mediano plazo importa la productividad

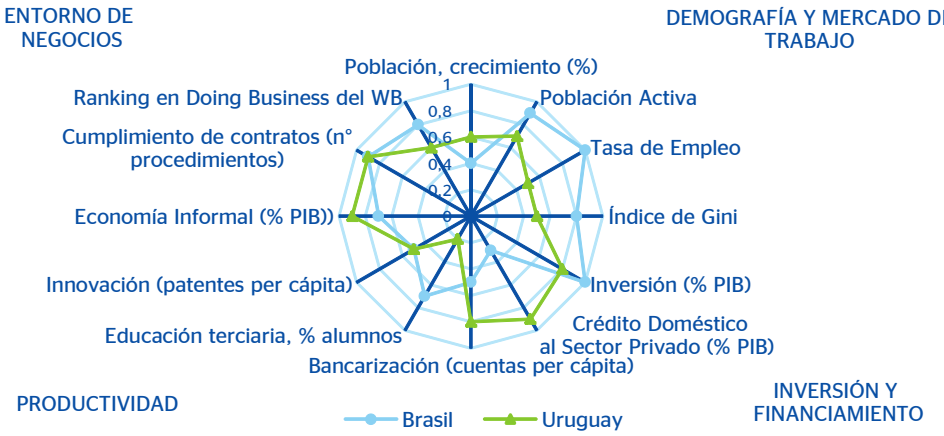
En la coyuntura, la competitividad de las exportaciones uruguayas se ha deteriorado por la apreciación real del peso en un contexto de aceleración de la inflación y apreciación nominal de la moneda en vista de una política monetaria más restrictiva que los socios regionales. La combinación reciente de estos factores ha aumentado la preocupación por la pérdida de competitividad cambiaria, sin embargo, el problema de fondo de la competitividad en Uruguay, resulta más complejo de remediar puesto que se deberían aplicar medidas de corte más estructural que mejoren la productividad en el mediano/largo plazo.

Desde la perspectiva de la oferta, la capacidad de crecer de un país, potencialmente depende del crecimiento de los factores productivos (capital y trabajo) y de eficiencia con la cual se los

combina. Hemos clasificado estos elementos en cuatro grandes pilares, a saber: demografía y mercado laboral, inversión y ahorro, clima de negocios y productividad.

En el siguiente gráfico comparamos a Uruguay con Brasil sobre la base de unas 14 variables que encuadran en los cuatro pilares mencionados. El hecho de haber elegido a Brasil para comparar tiene ver con la importancia de este país y determinar como está posicionado Uruguay frente a su mayor socio comercial. La medición de cada uno de los parámetros va de 0 (mejor) hasta 1 (peor) desempeño.

Gráfico 13
Radar potencial de crecimiento. Comparación Uruguay y Brasil. (más cerca del centro indica mejor posición)



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a la oferta de trabajo (Demografía y mercado laboral) observamos que Uruguay mantiene un crecimiento poblacional muy bajo. En relación a otros países emergentes, no cuenta con un "bono demográfico", esto es, no se evidencia una mejora en la proporción de personas en edad activa respecto al total de la población, ya que es de los países de Latinoamérica con mayor esperanza de vida y con menor tasa de natalidad. Con el propósito de mejorar la tasa de expansión de la oferta laboral, serían necesarias políticas que fomenten la inmigración o bien de "repatriación" de la gran cantidad de uruguayos que actualmente viven fuera del país o algún tipo de medida para incentivar a las familias a que aumenten la cantidad de hijos. La alta tasa de participación laboral, los bajos niveles de desempleo y una distribución más equitativa del ingreso en comparación con Brasil y otros países de la región muestran que no hay gran espacio de mejora en Uruguay estos aspectos del pilar de mercado laboral.

En lo que se refiere al stock de capital, Uruguay ha venido incrementando gradualmente los niveles de inversión en términos del PIB (actualmente en 21%), pero el ratio aún se encuentra muy por debajo de los países asiáticos y otros países de la región como Chile. Adicionalmente, el modelo de crecimiento uruguayo de los últimos años se ha basado principalmente en el consumo con lo cual la tasa de ahorro se ha mantenido relativamente baja y no resulta suficiente para financiar un incremento sustancial de la inversión, sobretodo aquel inherente a infraestructura donde existen carencias importantes. En este sentido, deberían aplicarse políticas tendientes a incentivar el ahorro, como así también fomentar la penetración del crédito y la inclusión financiera a partir del desarrollo de productos e infraestructura bancaria.

Dentro del tercer pilar, que se refiere al clima de negocios, Uruguay se encuentra mejor posicionado que Brasil, según el ranking del Doing Business del Banco Mundial, debido a su estabilidad macroeconómica, fortaleza institucional y ausencia de corrupción, entre los factores mas destacados. Sin embargo, existen aspectos negativos que entorpecen la radicación de firmas con fines productivos, como la rigidez del mercado laboral o la excesiva burocracia que se traduce en un mayor el número de procedimientos requeridos para el cumplimiento de contratos. Medidas tendientes a agilizar el cumplimiento de los procesos regulatorios producirían una mejora adicional sobre el clima de negocios, contribuyendo a un aumento de la productividad.

Llegamos así al último pilar tiene que ver con la eficiencia con que se utilicen los factores productivos disponibles lo cual será esencial para lograr un mayor PIB potencial. Los elevados niveles de informalidad que mantiene Uruguay, superiores incluso a los de Brasil, sugieren que hay amplios sectores de la economía donde la productividad es baja lo cual no permite el crecimiento de las empresas y el aprovechamiento de economías de escala.

Aunque Uruguay detenta niveles educativos y de igualdad elevada, el grado de innovación es bajo al igual que en otros países de la región. Es necesario estimular una mayor formación en carreras con orientación tecnológica a modo de favorecer el aumento de la innovación, logrando un mayor número de patentes per cápita.

Uruguay ha disfrutado en los últimos años de un crecimiento elevado luego de la fuerte crisis financiera de 2002. Sin embargo, para que esta tasa de crecimiento sea sostenible en el tiempo, más allá de las vicisitudes cambiarias, Uruguay deberá trabajar en expandir la oferta de capital y de trabajo de calidad, superando algunas de las rigideces de la economía que hoy debilitan el dinamismo de mediano plazo.

5. Tablas

Tabla 3
Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PBI (% a/a)	8,9	5,7	3,8	3,9
Inflación (% a/a, promedio)	6,7	8,1	8,2	8,7
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	20,0	19,3	20,5	20,4
Tasas de interés (%, promedio)	6,3	7,0	8,8	9,3
Consumo Privado (% a/a)	13,7	8,2	5,0	5,0
Consumo Público (% a/a)	0,8	3,0	5,0	4,0
Inversión (% a/a)	10,1	7,0	5,5	4,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,1	-0,9	-1,9	-1,9
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,9	-2,8	-3,3	-2,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 4
Previsiones macroeconómicas trimestrales

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

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

Marín Pastorino Rodriguez
fpastorino@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
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

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

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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.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