

# Situación Uruguay

Primer Semestre 2014  
Análisis Económico

- **El crecimiento de la economía mundial aumentará al 3,4% en 2014 y 3,8% en 2015**, pero estará marcado por la desaceleración en China y la retirada del estímulo monetario de la Fed.
- **Tras la sorpresa positiva de crecimiento en 2013 (+4,4%), el PIB uruguayo desacelerará hasta 3,2% en 2014 y 3,3% en 2015** por el menor aporte de la inversión.
- **La inflación alcanzará 8,4% en 2014 y 7,6% en 2015**, la política monetaria aunque contractiva luce insuficiente para contener los precios.
- **Mantenemos la previsión de tipo de cambio por dólar en \$23,6 a fin de 2014 y \$25,7 a fin 2015**, lo que evitará una nueva pérdida de competitividad frente a sus socios comerciales.
- **Se mantendrán elevados déficits en cuenta corriente**, que se reducirían recién en 2015 por el aumento de las exportaciones de Montes del Plata y la mejora en Turismo.
- **La inflexibilidad a la baja del gasto corriente, llevará a un empeoramiento del déficit fiscal** con una pequeña mejora hacia 2015 por un repunte de la actividad.

## Índice

1. Resumen .....	3
2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED .....	4
3. Uruguay: el crecimiento desacelera pero sigue impulsado por la demanda interna .....	7
4. Inflación, por ahora solo con analgésicos .....	9
Recuadro 1. El impacto del tipo de cambio en la inflación de Uruguay .....	12
5. Luces amarillas en el frente externo: ¿hasta cuándo podrá la IED financiar el déficit en cuenta corriente .....	13
Recuadro 2. ¿Cómo afecta la realidad de Argentina y Brasil a la economía uruguaya? .....	15
6. Previsible deterioro en el frente fiscal .....	17
7. Tablas .....	19

Fecha de cierre: 8 de mayo de 2014

## 1. Resumen

La actividad global se mantiene en la fase expansiva del ciclo económico que llevará a crecer 3,4% el PIB global en 2014 y 3,8% en 2015. Estas cifras implican una revisión a la baja de nuestras estimaciones anteriores debido a la desaceleración de China y la consecuente menor performance de las economías emergentes de Asia y Latinoamérica.

En Uruguay, la demanda interna, que ha sido el principal motor de crecimiento en los últimos años, comenzará a mostrar mayores signos de agotamiento en 2014 en un contexto de empeoramiento de las condiciones del mercado laboral. La inversión también se moderará a partir de la finalización del megaproyecto Montes del Plata. Esperamos que el crecimiento 2014 ronde un 3,2% y ligero aumento en 2015 hasta 3,3% gracias a un incipiente aumento de la contribución externa.

La inflación sigue siendo el principal problema. Si bien hacia el final del primer trimestre y principio del segundo se registró una desaceleración de precios, la misma fue por el uso de medidas heterodoxas, básicamente centradas en rebajas impositivas y acuerdo de precios ambas de alcance transitorio según lo demuestra la experiencia. El fenómeno inflacionario se devela en la inflación núcleo que desde hace un trimestre se mantiene entorno al 10% a/a. El escenario definido por la inercia salarial, la laxitud fiscal y una tímida agresividad monetaria, nos permite estimar una inflación de 8,4% para 2014 y 7,6% para el año que viene. Aguardamos nuevas medidas heterodoxas para contener los precios en caso que la inflación se posiciona nuevamente en el umbral del 10% a/a.

El Banco Central ha ratificado el rumbo de la política monetaria demostrando su nivel de satisfacción con la evolución de los precios en este escenario de moderada astringencia monetaria. No esperamos mayores cambios en la política monetaria, la cual a pesar de tener un sesgo contractivo no alcanza para suplir la falta de contribución fiscal en la contención de los precios y el mantenimiento de mecanismos de negociación salarial que contribuyen a la inercia de la inflación.

El dólar se fortalecerá ante las monedas de mercados emergentes por el efecto del "tapering". Si bien inserto en este escenario de devaluaciones, el peso uruguayo no perderá competitividad con sus principales socios comerciales. El dólar alcanzará los \$23,6 en dic-14 y \$25,7 en dic-15.

El crecimiento 2013 implicó también un abultado déficit en cuenta corriente. Lejos de mejorar como esperábamos, la cuenta corriente cerró en -5,6% del PIB el año pasado: la mejora de la balanza de bienes no fue suficiente para compensar el empeoramiento de los servicios reales (turismo, en especial) y de las rentas. Para 2014 no prevemos una mejora significativa en el resultado de la cuenta corriente que llegaría a -5,3% del PIB: la balanza de mercancías solo podría mejorar marginalmente ya que con precios de commodities en baja, solo el aumento en las cantidades provenientes del producido de Montes del Plata podría marcar la diferencia. Una mejora más apreciable podremos observar en 2015 por un mayor dinamismo de las exportaciones gracias a un contexto regional más favorable. Asimismo, una mayor devaluación del peso uruguayo, beneficiará al sector turístico que ya habría tocado mínimos durante el IT-14.

Sin embargo, si bien los desequilibrios externos han podido financiarse con el ingreso de capitales, el hecho que la IED haya perdido su tendencia ascendente durante 2013, enciende luces de alerta, ya que un cambio en las condiciones internacionales a partir del *tapering* podrían indicar menor disponibilidad de fondos para financiar la falta de ahorro interno en Uruguay. A esto se suma que una buena proporción de IED que llega a Uruguay proviene de Argentina (sectores agropecuario e inmobiliario) y los problemas económicos de este país podrían afectar el flujo de fondos hacia Uruguay.

Esperamos un mayor deterioro fiscal durante el año 2014 (-3,1% del PIB vs -2,3% del PIB en 2013) ya que por tratarse de un año electoral no estimamos que se apliquen políticas de tono más restrictivo, de hecho, ya en los primeros meses del año el gasto corriente aumentó significativamente por el lado de los salarios y pasividades del sector público. Tampoco esperamos un crecimiento en la recaudación por menor nivel de actividad. Una mejora marginal podríamos observar en 2015 (-2,9% del PIB) de la mano de un ligero repunte del nivel de actividad.

## 2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED

### La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con el menor dinamismo de las economías emergentes

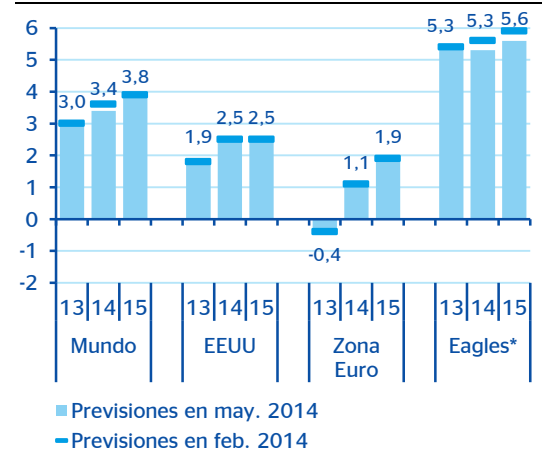
El ciclo económico global se mantiene robusto a inicios de 2014. Nuestras estimaciones apuntan a que durante el primer trimestre del año la actividad global habría registrado cierta aceleración hasta un ritmo próximo al 0,8% t/t. Prevedemos que ese dinamismo se mantendrá durante la primera mitad del año. Esta recuperación global sostenida se apoya en la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, la que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Por el lado de los mercados financieros, también se observa en los últimos meses un comportamiento diferenciado entre ambas áreas, así como al interior de las mismas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tasas de interés en EE.UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y factores idiosincráticos. En ese sentido, los precios de activos de las economías emergentes se han recuperado en los últimos meses, sobre todo en marzo y abril, mientras que las tensiones financieras han cedido luego del alza de principios de año (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1  
**Índice de tensiones financieras de BBVA**  
Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Previsiones de crecimiento del PIB (%)**



Fuente: FMI y BBVA Research

Nuestro escenario base global ha sido ajustado a la baja con respecto a lo que teníamos hace tres meses (Gráfico 2.2). Como resultado, luego de crecer 3,0% en 2013, prevedemos que el PIB global se acelerará a 3,4% en 2014 y a 3,8% en 2015. Por áreas, no hemos realizado cambios importantes en las proyecciones de expansión de la actividad en EE.UU. ni en el área del euro. El ajuste a la baja en las previsiones es el resultado, entonces, de lo que creemos que ocurrirá en las economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica, en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china.

Finalmente, los principales riesgos continúan siendo bajistas en el corto y medio plazo. Hay eventos considerados en el escenario base que sin embargo, en un escenario de riesgo,

podrían ser más intensos en un horizonte temporal no muy lejano. Entre ellos se encuentran, por ejemplo, el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU., una menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china, o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), los riesgos geopolíticos que se desprenden de la situación en Europa Oriental.

## **En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona**

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014, a pesar del impacto de condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Asimismo, el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la FED termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tasas de interés en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). Esta proyección tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Para Europa, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral. Sin embargo, el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por (i) la apreciación del euro, (ii) la menor demanda china, y (iii) riesgos geopolíticos que se desprenden del prolongamiento de la crisis ucraniana. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% para 2014 y en 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2). Ello considera un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al crecimiento.

Finalmente, dentro del conjunto de economías desarrolladas, se tiene algo más de incertidumbre con las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Para ese país estamos revisando a la baja la previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1%, y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

## **En China, la desaceleración a inicios de 2014 llega para quedarse, en un entorno de inflación menor que la esperada**

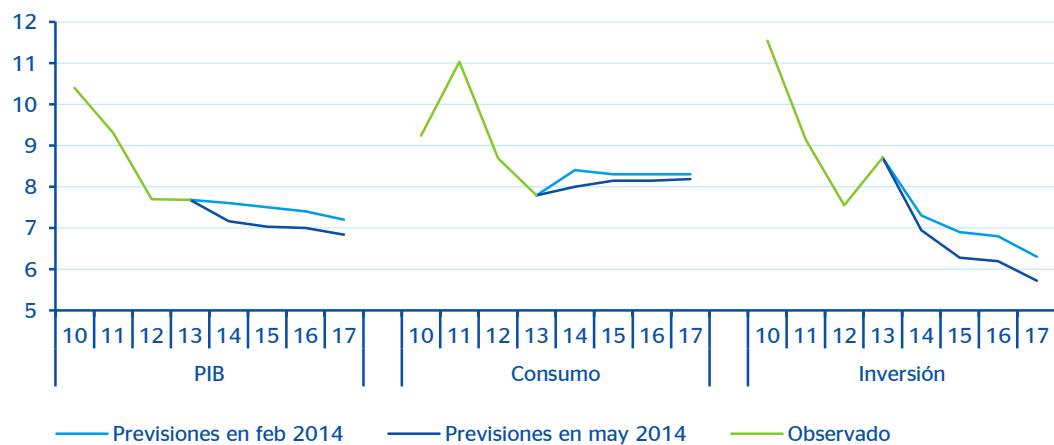
El línea con lo que adelantamos en nuestra última publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 2.3), en un entorno de inflación menor que la esperada. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento de corto plazo. Estas decisiones han supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unas tasas de interés reales negativas. La asignación de recursos ineficiente genera además el desarrollo de sistemas financieros que operan en paralelo con el más regulado y que pueden ser fuente de problemas en el futuro. Por ello, se

están endureciendo las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, y a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% en 2014 y a 7,0% en 2015, cerca de medio punto porcentual menos que lo que preveíamos hace tres meses (Gráfico 2.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino se ubica en torno a cuatro décimas. En ese sentido, es importante indicar que el ajuste que anticipamos en el crecimiento chino tendrá impactos acotados a nivel global, insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera alrededor del mundo.

Gráfico 2.3

**China: Previsiones de crecimiento (%)**



Fuente: BBVA Research

Finalmente, dos son los principales factores de riesgo sobre las previsiones de crecimiento en nuestro escenario base: las sorpresas que puedan haber en el proceso de tensionamiento de la política monetaria de la FED y el menor dinamismo de la demanda china. Las repercusiones macroeconómicas serían claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por parte del mercado de un inminente endurecimiento monetario en EE.UU. (menor estímulo cuantitativo) elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, de manera más marcada sobre tipos de cambio de países en los que la exposición a la financiación externa de corto plazo es mayor. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, añadiendo además a la lista a algunos exportadores de materias primas de América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

### 3. Uruguay: el crecimiento desacelera pero sigue impulsado por la demanda interna

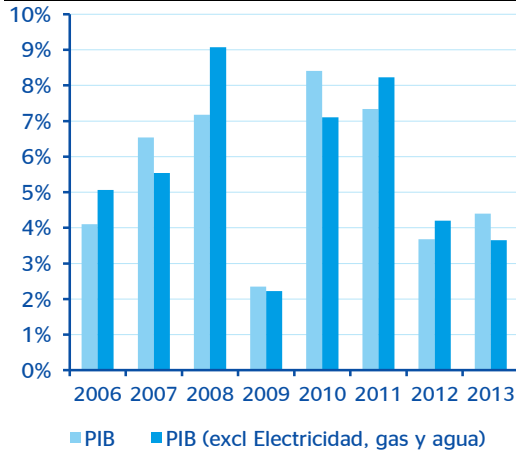
Como viene ocurriendo en los últimos años, el crecimiento económico de Uruguay está siendo impulsado fundamentalmente por la demanda interna. En 2013 el PIB creció 4,4%, por encima tanto de nuestra previsión (3,7%) como de las expectativas medias del mercado (3,9%). Con excepción de la Industria Manufacturera que tuvo una mínima incidencia negativa, el resto de los sectores mostraron un comportamiento expansivo a lo largo del año pasado. Sin embargo, al excluir del cálculo al sector "*Electricidad, gas y agua*", que se caracteriza por su alta volatilidad y gran dependencia de cuestiones climáticas, se advierte que la desaceleración del crecimiento ya tuvo lugar durante el año pasado, al pasar de 4,2% en 2012 a 3,7% en 2013, aunque menos de lo que esperábamos (ver Gráfico 3.1).

Nuestras previsiones contemplan que la ralentización del crecimiento continúe a lo largo de 2014. En los primeros meses de este año, los indicadores adelantados de actividad estarían señalando que el crecimiento seguiría desacelerando durante este año de la mano de un menor consumo privado pero sobretodo de una desaceleración de la inversión privada al finalizarse las obras de Montes del Plata. En primer lugar, un moderado deterioro en las condiciones laborales dado por un repunte de la tasa de desempleo (alcanzó a 7% en febrero respecto al 6,1% de fin del año pasado), y un menor crecimiento de los salarios reales otorgados al sector privado (de hecho se acumula una baja de 1,3% el salario real privado durante el 1T-14, frente a la suba de 0,9% observado en 1T-13) y esperamos se mantenga a lo largo del año con lo cual se acotaría el aumento del consumo privado. Adicionalmente, se está observando un estancamiento en el crédito al sector privado que también limitará la expansión del consumo.

En segundo lugar, cabría esperar que se modere el ritmo al que crece la inversión a partir de la finalización del megaproyecto de Montes del Plata que demandó unos USD 1.900 millones, esto es unos 2.2% del PIB. Sin embargo, el gobierno uruguayo propicia el desarrollo de nuevos proyectos privados y con participación pública en diversos sectores entre los cuales se destaca la exploración en la industria petrolera, aunque no tendrán la dimensión de lo que fuera la construcción de la planta celulosa.

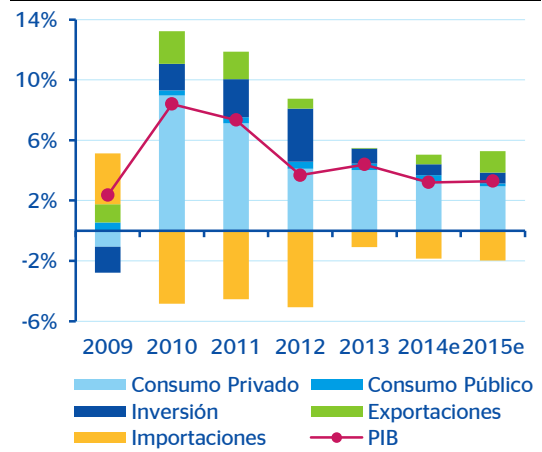
Finalmente, el índice Líder de Ceres (ILC) marcó durante enero la tercera caída consecutiva lo que estaría anticipando una marcada desaceleración o una posible contracción del nivel de actividad durante el primer trimestre 2014, respecto del último trimestre de 2013. En el mismo sentido, la actividad industrial durante los primeros dos meses del año cayó un 3,7% (3,9% si se excluye la refinería) respecto al mismo período de 2013.

Gráfico 3.1  
Evolución del PIB y PIB excluyendo Sector Electricidad, gas y agua. Var. % a/a



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Contribución al PIB Var. % a/a



Fuente: BCU y BBVA Research

Tomando en cuenta lo anterior, el arrastre que dejó el crecimiento de 2013 y bajo el supuesto que la desaceleración de la demanda interna continuará pero que estaría acotada ya que el gobierno, en pleno año electoral, no se arriesgaría a promover medidas de tipo contractivas<sup>1</sup> sumado a una nueva reprogramación del inicio de actividades de Montes del Plata para mediados de este año nos lleva a revisar ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento para 2014 a 3,2% (anterior 3,5%). A pesar de la desaceleración prevista, la demanda por importaciones mostrará un ligero aumento en 2014 debido a los mayores requerimientos de bienes de capital asociados a la exploración hidrocarburífera y compras específicas de equipos requeridos para la inversión en energía eólica. Un pequeño repunte del nivel de actividad podría tener lugar en 2015 (hasta 3,3%) si, como esperamos, Montes del Plata consigue operar a plena capacidad y volcar su producido al sector externo, compensando, al menos parcialmente la desaceleración de la demanda interna (ver Gráfico 3.2).

1: De hecho, la baja en el IVA para algunos servicios con el propósito de aliviar presiones inflacionarias (ver más adelante) irían en esta dirección.



## 4. Inflación, por ahora sólo analgésicos

La inflación mantiene el protagonismo en la agenda económica. El año comenzó con los precios mostrando un fuerte ímpetu al marcar un aumento de 2,4% m/m en enero y 1,7% m/m en febrero; así, el segundo mes del año registraba una variación de 9,8% respecto de febrero de 2013 ubicando dicho registro en un máximo desde agosto 2004 cuando alcanzó 10,2% a/a. En marzo se verificó una desaceleración de la inflación (el IPC aumentó 0,6% m/m) y finalmente en abril se registró una deflación marginal de -0,06% m/m. El cambio de tendencia en los últimos dos meses obedece a la instrumentación un conjunto de medidas adoptadas por el gobierno con el propósito de contener el persistente aumento de precios, no obstante lo cual, dichas medidas no atacan el origen del problema de la inflación.

De esta manera el registro interanual de abril se ubicó en 9,2% generando un leve alivio al alejarse del umbral de 10% a/a. Pero la intensidad del fenómeno queda explícita al constatar que la inflación subyacente, que surge de aislar los precios administrados y estacionales, se ha ubicado en un sendero en torno al 10% en los últimos 3 meses (ver Gráfico 4.1). En vista de esto, y tal como anticipamos en la revista anterior, el gobierno instrumentó nuevas medidas de corte heterodoxo para contener la inflación y no perforar el umbral psicológico del 10%. En esta ocasión se implementaron, reducción de IVA en telefonía y electricidad, el congelamiento de precios de productos de la canasta básica familiar en grandes cadenas de supermercados y el subsidio de la cuota de medicina privada; el paquete de medidas implica un costo fiscal de unos USD 100 millones según cálculos oficiales. A pesar de la morigeración del IPC a partir de marzo la evidencia empírica nos permite suponer que estas medidas tendrán un efecto transitorio sobre los precios y casi nulo sobre las expectativas. Ante las repetidas instrumentaciones de estas medidas en sucesivos años, por ejemplo "Tu ahorro vale doble", toma especial relevancia la ruptura de estacionalidad del nivel general de precios que hace necesaria la implementación al año siguiente de una medida similar para contener el registro interanual de inflación debido al efecto año base. Esta distorsión queda explícita en el caprichoso sendero que adopta nuestra estimación para 2015, al no contemplar nuevas medidas por su propia discrecionalidad (ver Gráfico 4.2).

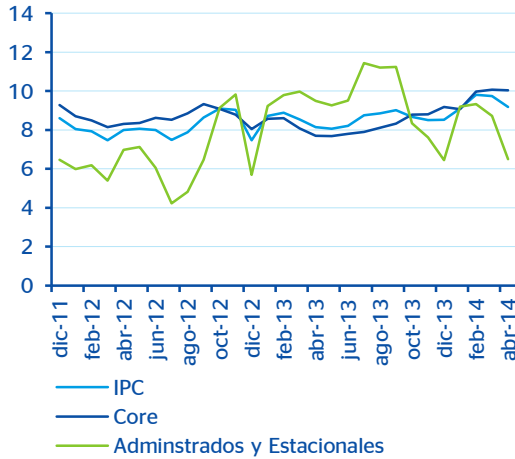
A pesar que los precios no muestran fatiga y se mantienen bien por sobre el rango objetivo, definido entre 3% y 7% a partir del julio 2014 (hoy, 4%/6%), la autoridad monetaria mantiene la tónica del nuevo esquema de política monetaria<sup>2</sup> que incorpora una tasa de expansión gradualmente decreciente del agregado sintético M1 Ampliado (ver Gráfico 4.3). Así lo demuestra la ratificación de la instancia contractiva realizada por el COPOM en la reunión del 8 de abril de 2014, en la cual mantuvo el sendero previsto con el objetivo de alcanzar el 8% para el nuevo horizonte relevante de política monetaria que es el segundo trimestre de 2015.

La moderada agresividad en la política monetaria, los débiles canales de transmisión y el carácter transitorio de los acuerdos de precios y rebajas tarifarias, sólo alcanzan para contener los precios que son presionados en por la fortaleza de la demanda que ha venido impulsada por la indexación salarial y la laxitud fiscal.

---

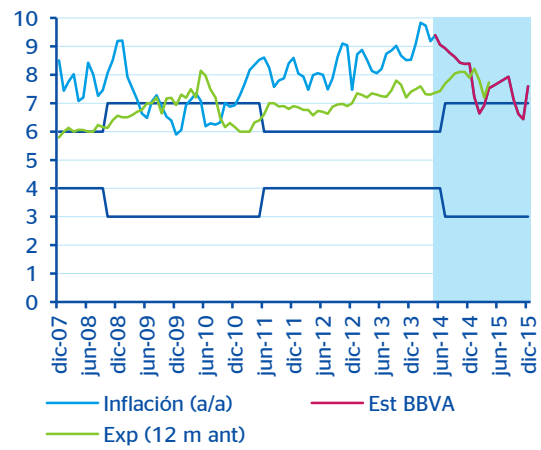
2: El nuevo esquema e instrumento de política monetaria fue comentado en detalle en la revista anterior.

Gráfico 4.1  
Inflación por componentes (var. % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 4.2  
Inflación, estimación y expectativas (var. % a/a)



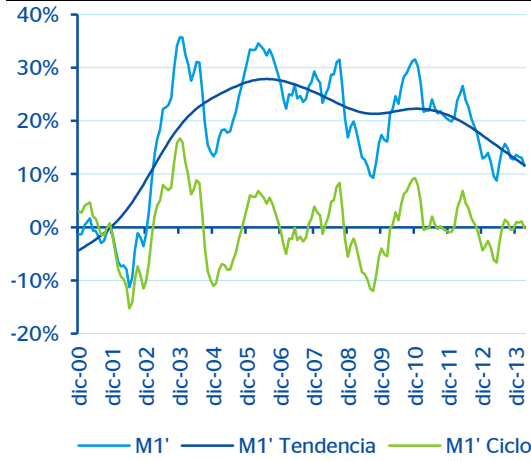
Fuente: INE, BCU y BBVA Research

En vista del mantenimiento de la configuración del escenario monetario y fiscal (en lo que va del año los salarios del sector público no muestran el mismo ajuste que los del sector privado y lejos de contraerse crecieron 6,6% en términos reales), corregimos levemente nuestra estimación de 8,2% a 8,4% para 2014 y ajustamos de manera pronunciada la estimación para 2015 pasando de 6,0% a 7,6%, por el retardo constatado en la transmisión de la política monetaria con los parámetros actuales y la inercia de los precios implícita en la evolución de la inflación núcleo.

Descontamos pues, que no habrá modificaciones sustanciales en el sendero definido por el COPOM para la política monetaria. Esta visión la reforzamos al no encontrar tensión adicional por apreciación cambiaria, que fue el determinante tácito del abandono del uso de la tasa de interés como instrumento de política monetaria. En sentido opuesto a la apreciación que sufrió el peso el año pasado, el sendero esperado para el tipo de cambio tendería a sumar presión a alza a los precios como los explicamos en el recuadro adjunto (Box PT)

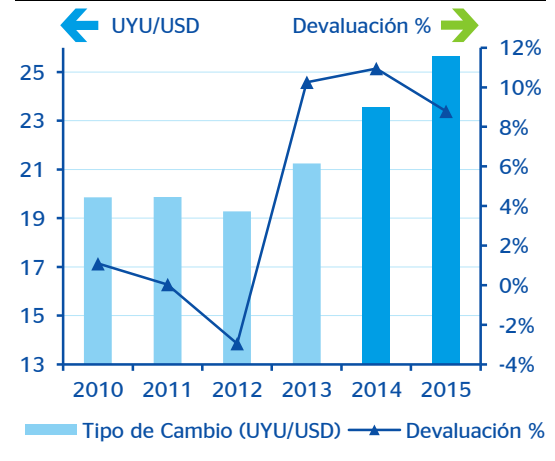
En línea con la mayor debilidad de las monedas regionales, en particular Brasil, estimamos que el peso uruguayo se devalúe en torno a un 11% este año, con lo cual mantendría los niveles de competitividad con sus socios comerciales cotizando en dic14 respecto al USD a \$23,6 por unidad en dic14 y \$25,7 a fin de 2015 (ver Gráfico 4.4). El frente cambiario contempla un escenario internacional con un dólar más fuerte por el "tapering" y además se mantienen operativas medidas macroprudenciales que se pueden utilizar para equalizar el flujo de capitales a través de cambios de sus parámetros.

Gráfico 4.3  
M1 Amplio. Ciclo y tendencia  
(prom mov 3m, var% a/a)



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 4.4  
Tipo de cambio (UYU/USD) y  
devaluación anual (%)



Fuente: INE, BCU y BBVA Research

## Recuadro 1. El impacto del Tipo de Cambio en la inflación de Uruguay

El impacto de la devaluación de la moneda local en los precios internos de un país es un tema clave para cualquier economía pequeña y abierta que mantenga un sistema de tipo de cambio flotante como Uruguay. Por tanto, es claramente una variable relevante que tiene que considerar el BCU a la hora de combatir la inflación con su régimen de “*inflation targeting*”. Vale recordar la presión que sobre las decisiones del COPOM ejercía la apreciación del peso, cuándo se utilizaba la fijación de la tasa de interés como instrumento de política monetaria.

Entre abril de 2013 y marzo de 2014 el peso uruguayo se depreció 18%, por lo cual es clave preguntarse cuál será el impacto inflacionario de esa depreciación de la moneda local. En este breve recuadro intentaremos dar respuesta a ese interrogante. En particular, mostramos aquí las estimaciones econométricas que realizamos en BBVA Research de la magnitud del traspaso de la devaluación del tipo de cambio a la variación de los precios, lo que se conoce en la literatura como “coeficiente de traslación” o “*pass-through*”.

Para ello, siguiendo a Mihaljek and Klau (2008)<sup>3</sup> estimamos, utilizando datos trimestrales entre 1965 y 2013, una ecuación que relaciona la inflación trimestral de Uruguay con el pasado de la propia inflación (para capturar la inercia inflacionaria), la inflación extranjera (medida con la inflación de Argentina y EEUU), y la variación del tipo de cambio nominal del peso uruguayo con el dólar norteamericano.

Nuestras estimaciones arrojan un coeficiente de traslación de tipo de cambio a inflación (coeficiente de *pass-through*) de 3,1 puntos porcentuales en el caso de una depreciación cambiaria de 10% en un período de 12 meses.<sup>4</sup>

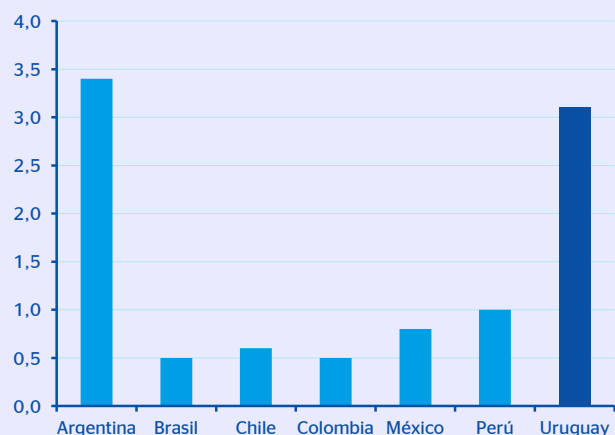
Este valor es relativamente elevado, ya que en el resto de Latinoamérica BBVA Research (2014)<sup>5</sup> estimó que una depreciación de 10% del tipo de cambio nominal tiene un impacto muy leve, de entre 0,5 y 1 punto porcentual de inflación en un período de 12 meses (Gráfico R.1.1), siendo Argentina la única excepción ya que el coeficiente de traslación del vecino país es de 3,4 pp, valor similar al de Uruguay.

Esto no sorprende ya que Argentina y Uruguay son las economías más dolarizadas de la región, lo que incrementa el traspaso de una devaluación a la inflación. Otra motivo que explica el índice elevado es la persistencia de la inflación en niveles altos que ha generado una importante inercia en los aumentos de precios. Además en el caso de Uruguay es importante la cuota de bienes importados en amplios segmentos de la oferta, como por ejemplo el mercado de hidrocarburos y el mercado automotriz donde la transmisión de la devaluación a precios domésticos es prácticamente plena.

Podemos concluir entonces que el tipo de cambio tiene un impacto inflacionario relativamente elevado en Uruguay. Así, la devaluación de 2013 contribuiría con 3,2pp en la estimación de 8,4% de inflación del presente año y 3,4pp en la inflación de 7,6% estimada para el año que viene.

Gráfico R.1.1

**Coefficiente de traslación (*pass-through*) de tipo de cambio a precios (impacto en inflación de una depreciación cambiaria de 10%, en puntos porcentuales)**



Fuente: BBVA Research

3: D. Mihaljek y M. Klau (2008), “Exchange Rate Pass-through in emerging market economies: What Has Changed and Why?”, BIS Papers No. 35, enero, pp. 103-130.

4: Una estimación del FMI (2008), “Pass-Through, Dollarization, and Credibility in Uruguay”, en el Country Report No. 08/46, calculó un valor de 4,5 pp. para este mismo coeficiente, con datos entre 1990 y 2005, y encuentra que el valor del coeficiente había caído en el tiempo. Parte de la explicación de nuestras diferencias con FMI (2008) puede deberse a que nosotros incluimos 33 años más de datos, entre ellos 8 años más de datos recientes. El Banco Mundial, en su informe semestral sobre Latam (Oct. 2013) también encontró que el coeficiente de Uruguay está entre los más elevados de la región.

5: Ver el Recuadro 3 del Situación Latam de BBVA Research, disponible en <http://www.bbva.com/latam/analisis/analisis-de-situacion-latam>.

## 5. Luces amarillas en el frente externo: ¿hasta cuándo podrá la IED financiar el déficit externo?

Como ocurre habitualmente en Uruguay, por tratarse de una economía pequeña y abierta, los períodos de alto crecimiento económico son acompañados por una cuenta corriente deficitaria ya que el exceso de demanda interna debe ser satisfecho con importaciones. De hecho, desde mediados de la década pasada Uruguay viene registrando altas tasas de crecimiento de actividad motorizada por la demanda interna, tanto consumo privado como inversión, y sucesivos déficits en cuenta corriente.

Como mencionáramos en informes anteriores, el fuerte crecimiento de la inversión (llegó a niveles de 23,8% del PIB en 2013) junto con una escasa generación de ahorro doméstico (apenas 13,3% en 2013) obliga a Uruguay a recurrir a financiamiento externo. De hecho, las altas tasas de crecimiento que evidenció Uruguay luego de la crisis de 2002 fueron financiadas en gran medida con ahorro externo.

El año 2013 no fue la excepción. El crecimiento sorprendió al alza y lejos de reducirse como esperábamos hace un año, el déficit en cuenta corriente se mantuvo elevado, alcanzando a 5,6% del PIB. Si bien el resultado comercial mejoró unos USD 1.000 millones con respecto del registrado en 2012, cuando fueron necesarias mayores importaciones de combustible para compensar la falta de generación hidroeléctrica, en 2013 un empeoramiento de la cuenta "Servicios Reales" y los mayores pagos en concepto de "Rentas de la Inversión" no lograron compensar la mejora en el balance de bienes. El deterioro en los Servicios Reales, está prácticamente explicado por el neto de la cuenta Turismo ya que no solo se ha producido una caída del turismo receptivo como consecuencia de las restricciones cambiarias de Argentina (principal origen de turistas para Uruguay) sino que la apreciación cambiaria desincentiva el ingreso de turistas de otros países de la Región y favorece el turismo emisor, con lo cual el balance de Turismo descendió del máximo alcanzado en 2011 (casi 3% del PIB) hasta un 0,5% en 2013 (ver Gráfico 5.1).

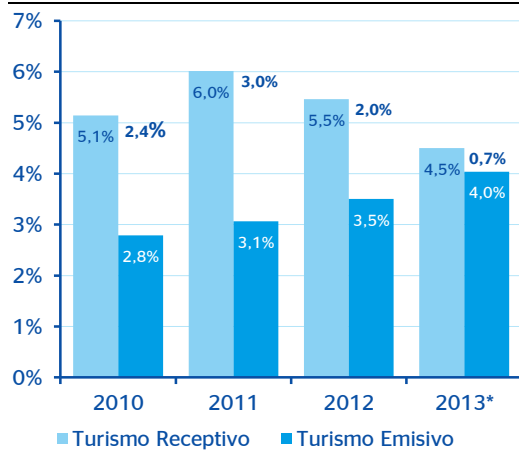
Un aspecto que siempre destacamos de Uruguay es que su buena reputación y conducta en materia económica ha favorecido el ingreso de capitales en un contexto de elevada liquidez internacional, más aún luego de haber recuperado el "Investment Grade". De esta forma, Uruguay no ha encontrado obstáculos en financiar sus déficits externos con Inversión Extranjera Directa como así también en propiciar una fuerte acumulación activos de reserva por parte del Banco Central, quien ha mantenido una activa política de intervención en el mercado cambiario para limitar la apreciación del peso uruguayo. Actualmente Uruguay ostenta un envidiable nivel de reservas del orden del 29% del PIB, mientras que el stock la IED alcanzó los USD 20.300 millones (37% del PIB) en 2013.

Sin embargo, los números parecen indicar que los valores de IED han perdido su tendencia creciente en 2013 alcanzando al 5% del PIB tras tocar 5,4% del PIB en 2012, (ver Gráfico 5.2) y un cambio en las condiciones internacionales a partir del FED *Tapering* podrían indicar menor disponibilidad de fondos para financiar la creciente inversión en Uruguay, por lo que se deberían buscar alternativas para financiar el desarrollo en la cual políticas tendientes a incentivar el ahorro interno deberían ser prioritarias. Más aun considerando el grado de concentración que tiene el origen de la IED en Uruguay (mayoritariamente de Argentina, 36% en 2012), sería oportuno una mayor diversificación del origen de estos capitales como paso previo a reducir el grado de dependencia del ahorro externo, dado que esto último requeriría políticas de más largo plazo. Por otra parte, también sería oportuno canalizar mayores flujos de IED hacia sectores productivos, y en este sentido la mayoría de la IED desde Argentina está focalizada en inversión inmobiliaria y hotelera aunque también es significativa la inversión en el sector agropecuario.

Adicionalmente, los capitales de corto plazo que exhiben alta volatilidad han sido objeto de medidas restrictivas por parte del Gobierno con el propósito de evitar una mayor apreciación del peso uruguayo. De hecho, a partir de estas medidas, durante los últimos dos años se revirtió el fuerte ingreso de capitales de corto plazo de modo que no han sido aplicados al financiamiento del déficit. Con lo cual es prioritaria la aplicación de medidas tendientes a incentivar el ahorro interno para financiar el crecimiento de la inversión si no se quiere resignar crecimiento.

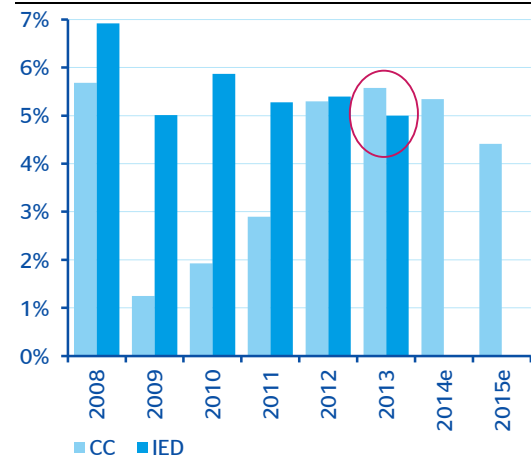
En este sentido, el gobierno ha impulsado la *Ley de Inclusión Financiera*, cuya aprobación tiene como objetivo promover el ahorro y constituirse en un vehículo para la rebaja impositiva. Según las autoridades, con esta ley “se está apuntando a la universalización de los derechos de los ciudadanos para el uso de transacciones de pago electrónicas y al acceso a los sistemas de crédito” pero también se intenta reducir los niveles de informalidad, evasión fiscal y lavado de dinero. Sin embargo, esta ley por si sola es insuficiente para lograr un crecimiento del ahorro si no va acompañado con otras medidas de carácter menos expansivo que las que se han llevado adelante durante los últimos años.

Gráfico 5.1  
**Turismo receptivo y emisoro como % del PIB**



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 5.2  
**Déficit por Cuenta Corriente e IED como % del PIB**



Fuente: BCU y BBVA Research

Para 2014 no esperamos una gran mejora en el resultado de la cuenta corriente, el cual llegaría a un déficit de 5,3% del PIB. En primer lugar, la balanza de mercancías solo podría mejorar marginalmente ya que la baja esperada en los precios de las materias primas de origen agropecuario afectará a gran parte de las exportaciones uruguayas; sin embargo, esto podría ligeramente ser compensado por mayores cantidades exportadas si, como esperamos, Montes del Plata comienza a operar hacia el segundo semestre del año y vuelque el producido al exterior. Por su parte las importaciones seguirán creciendo aunque de manera más acotada ya que se han terminado los requerimientos de capital para la construcción de la planta celulosa pero en su lugar habrá mayores requerimientos para la industria de exploración petrolera. Prevemos que los Servicios Reales, liderados por Turismo, exhiban un nuevo deterioro en 2014, de hecho las cifras del primer trimestre del año (temporada alta) marcan una reducción del superávit de la balanza turística del orden del 25% aunque prevemos que esta caída se recorte en los siguientes trimestres, a partir de la ligera mejora en la competitividad prevista y cierta flexibilización de las restricciones en Argentina, aunque insistimos que el grueso del resultado de Turismo se da siempre en los primeros trimestres del año.

Una mejora más apreciable podría tener lugar en 2015 (a -4,4% del PIB) si, como esperamos, las exportaciones muestren más dinamismo no solo por la producción a pleno de Montes del Plata, sino por una leve mejora de la demanda externa y se recupere al menos parcialmente la industria del turismo ya que con una mayor depreciación del peso, se desincentivaría la salida de uruguayos y favorecerá la llegada de visitantes de la región.

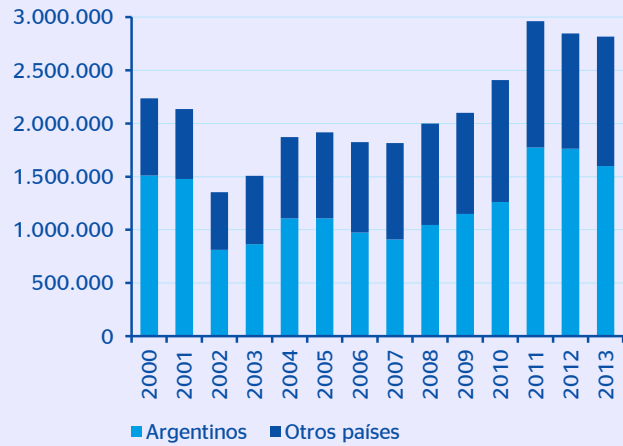
**Recuadro 2. ¿Cómo afecta la realidad de Argentina y Brasil a la economía uruguaya?**

Uruguay ha mantenido históricamente una alta dependencia de las dos mayores economías de la Región, Argentina y Brasil, lo que ha determinado que padezca los vaivenes de dichas economías a través de diferentes canales, ya sea el comercial, financiero o de servicios. Actualmente, la vulnerabilidad de Uruguay respecto de Argentina y Brasil ha cambiado en relación a lo que se observaba 15 años atrás, principalmente en el caso de Argentina.

En lo que respecta al **canal comercial**, Uruguay ha logrado una mayor diversificación de su comercio exterior, principalmente de sus exportaciones, que le permite reducir los riesgos provenientes de sus vecinos. En efecto, en 2013 solo el 5,4% de las exportaciones totales uruguayas se destinaron a Argentina mientras que en el año 2000 esta participación ascendía al 17,8%. En el caso de las exportaciones hacia Brasil, la caída en la participación es menor, ya que pasó de 23,1% en el 2000 hasta un 18,9% en 2013. Esta diversificación de destinos disminuyó la exposición de Uruguay frente a Argentina, permitiendo reducir la vulnerabilidad uruguaya frente a algún cimbronazo en esta economía. Sin embargo, la integración con Brasil aún se mantiene elevada, haciendo necesario que Uruguay deba adecuar su tipo de cambio con el propósito de no perder competitividad con su principal socio comercial (ver Gráfico R.2.3).

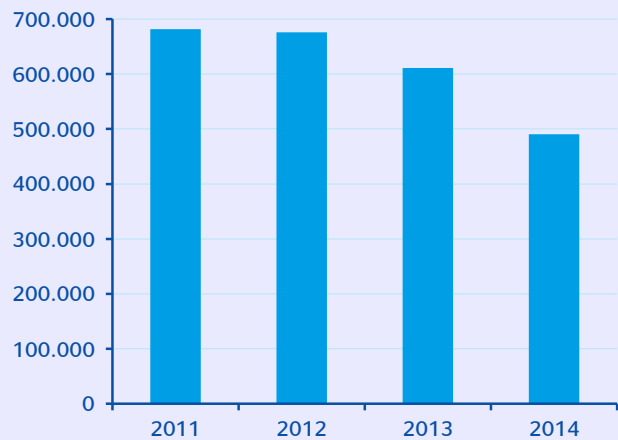
Ahora bien, en lo que hace al **canal de servicios reales**, Uruguay detenta una elevada exposición a Argentina en materia de turismo y las consecuencias de esta situación se hicieron sentir en los últimos años a partir de las restricciones cambiarias impuestas por el gobierno argentino que desalentaron el ingreso de turistas argentinos a Uruguay o bien el gasto promedio de los que ingresaban. En el caso de los turistas brasileños, segundo origen luego de argentinos en importancia, lo que más afectó fue la apreciación cambiaria del peso uruguayo más que un problema originado en Brasil. Esto hizo que en 2011 se alcanzaran los mayores ingresos por turismo receptivo (6% del PIB) cayendo a 4,4% del PIB en 2013. La caída del ingreso de turistas argentinos, y en su gasto promedio (ver Gráficos R.2.1 y R.2.2) es parcialmente compensado por visitantes de otros países y por turismo interno (uruguayos) que también ha sido favorecido por el encarecimiento relativo de Uruguay respecto de otros destinos regionales.

Gráfico R.2.1  
**Ingreso de turistas a Uruguay (total anual)**



Fuente: Ministerio de Turismo de Uruguay y BBVA Research

Gráfico R.2.2  
**Gasto de turistas argentinos en Uruguay durante la temporada alta (Primer trimestre) en miles de dólares**



Fuente: Ministerio de Turismo de Uruguay y BBVA Research

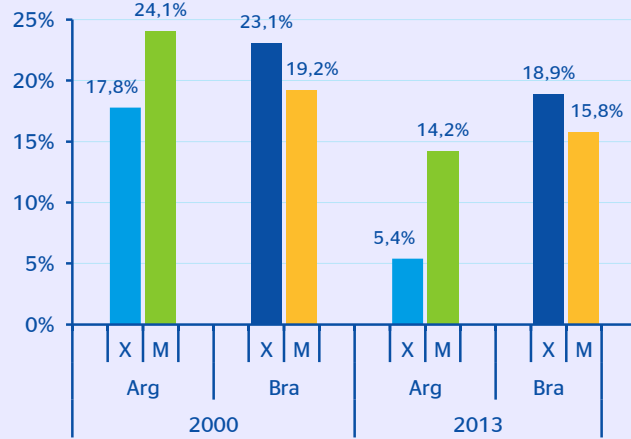
Finalmente, en lo que se refiere al **canal financiero** Uruguay ha sido el destino de importantes flujos de capitales, bajo la forma de Inversión Extranjera Directa (IED) desde Argentina y en menor medida desde Brasil. En efecto, según información de BCU, en 2012 el 36,5% de la IED provenía de Argentina, mientras que el segundo puesto lo ocupaba Brasil con solo el 8,5% del total. Recordemos que en ese año la IED alcanzó a USD 2.710 millones, equivalentes a un 5,4% del PIB uruguayo. Esta situación suma una elevada vulnerabilidad de Uruguay frente a un rápido corte de flujos de capitales proveniente desde Argentina, en particular, dada la situación de restricciones para la

adquisición de divisas por parte de empresas argentinas que deseen invertir en Uruguay como ocurrió en los últimos años con la inversión inmobiliario y podría ocurrir con las empresas que invierten en el sector agropecuario, en soja principalmente (ver Gráfico R.2.4).

Por otra parte, Uruguay ha mantenido tradicionalmente una alta proporción de depósitos de no residentes en su sistema bancario. La proporción de depósitos de no residentes en Uruguay (la mayoría corresponde a argentinos) se ha reducido desde un 38% del total de depósitos en 2001, el máximo alcanzado de la serie, hasta un 15% en 2013. Esta situación denota lo expuesto que estuvo Uruguay en los últimos años a los problemas económicos de Argentina.

De aquí en adelante Uruguay debería estar más atento a lo que ocurra en Brasil que en Argentina. Si bien los vínculos con ambos países se han reducido en los últimos años, siguen siendo significativos los que Uruguay mantiene con Brasil y dado que el modelo de crecimiento de este último, basado en el consumo y crédito, está dando señales de agotamiento, sería oportuno para Uruguay diversificar aún más el destino de sus exportaciones para no sufrir un nuevo golpe a su economía como ocurrió con Argentina, aunque en este caso la exposición está dada por el lado de los servicios reales.

Gráfico R.2.3  
**Gasto de turistas argentinos en Uruguay durante la temporada alta (Primer trimestre) en miles de dólares**



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico R.2.4  
**Gasto de turistas argentinos en Uruguay durante la temporada alta (Primer trimestre) en miles de dólares**



Fuente: BCU y BBVA Research



## 6. Previsible deterioro en el frente fiscal

Durante los últimos años, con excepción del 2007, Uruguay no consigue generar suficiente resultado primario para cubrir los intereses de la deuda lo que lo obliga a incurrir en sucesivos resultados operativos deficitarios. En efecto, durante 2013 el resultado operativo alcanzó un déficit de 2,3% del PIB dado que el resultado primario solo alcanzó al 0,6% del PIB

El gasto primario evidencia una clara tendencia creciente y llegó a 30,1% del PIB en 2013, creciendo más de 6 puntos en 10 años (24% del PIB en 2004), mientras que los ingresos tributarios muestran un relativo estancamiento (21,3% del PIB en 2013 vs 20,9% en 2004) (ver Gráfico 6.1). Si bien el aporte de las empresas públicas permitió en 2013 alcanzar un mínimo superávit primario, la elevada volatilidad que tiene este tipo de ingresos hace que en algunos períodos se profundice el déficit como ocurría en 2012.

Por tratarse de un año electoral, no esperamos que pueda concretarse un ajuste significativo del gasto público. De hecho, el próximo mes de junio se llevarán a cabo las elecciones primarias de donde saldrán los candidatos presidenciales para las elecciones generales del mes de noviembre, tras las cuales no creemos que se dé un cambio en la política económica que viene siguiendo el gobierno.

Durante el primer bimestre del año se evidenció un deterioro fiscal originado en mayores gastos en remuneraciones y menor aporte de las empresas públicas. Los salarios del sector público, lejos de ralentizar su tasa de crecimiento como lo hicieron los salarios del sector privado, se aceleraron respecto del año pasado al crecer 6,6% en términos reales durante enero (frente a 5,7% del año previo) aunque con el correr de los meses la inflación finalmente será quien determine cuál será el incremento en el año.

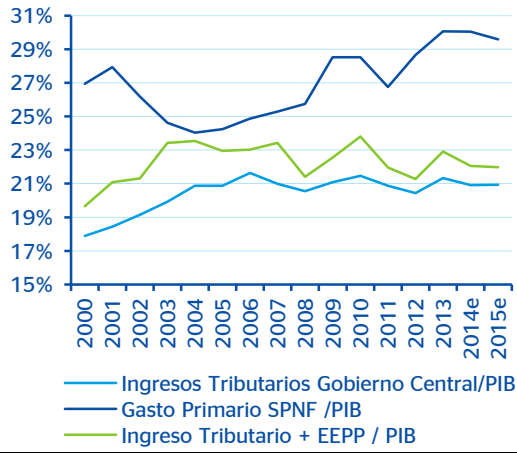
Nuestra estimación para 2014 prevé que el resultado fiscal global se ubique en torno de 3,1% del PIB, por encima del año previo, considerando lo mencionado en el párrafo anterior más una reducción marginal del aporte de las empresas públicas. Adicionalmente, los ingresos fiscales no solo estarán afectados por el menor crecimiento, sino también por las políticas discrecionales para contener precios que ha anunciado el gobierno como la de reducir el IVA en servicios de telecomunicaciones y electricidad, lo que redundará en un mayor deterioro fiscal.

Para 2015 seguimos suponiendo que le resultará difícil al gobierno acceder a un resultado primario positivo, por el importante peso del gasto corriente, principalmente salarios y pasividades, aunque el ligero repunte de la actividad podría marginalmente subir la recaudación, de modo que estimamos que el resultado deficitario estará rondando el 2,9% del PIB.

A pesar del deterioro fiscal, sin embargo, 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. Como ocurre desde hace algunos años, actualmente tiene cubiertas las necesidades de financiamiento para los próximos 18 meses a partir de las emisiones realizadas tanto en el mercado local como internacional. 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.

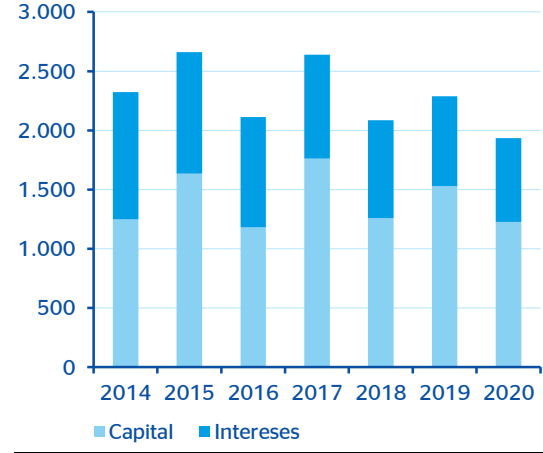
Seguimos resaltando el prudente manejo de la deuda pública por parte de las autoridades en los últimos años. Si bien durante 2013 la deuda total del Sector Público subió casi USD 2.000 millones, en términos de PIB la deuda bruta bajó del 62% al 59,2%, manteniendo un buen perfil de vencimientos de la deuda en los próximos años (ver Gráfico 6.2). Los vencimientos más allá del 2020 alcanzan a USD 19.944 millones, donde aproximadamente un 70% corresponden a capital y el resto a intereses.

Gráfico 6.1  
Ingresos y Gastos del Sector Público % del PIB



Fuente: MEF y BBVA Research

Gráfico 6.2  
Perfil de vencimientos de la Deuda Pública hasta el año 2020 (mil USD)



Fuente: BCU y BBVA Research

## 7. Tablas

Tabla 7.1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PBI (% a/a)	8,4	7,3	3,7	4,4	3,2	3,3
Inflación (% a/a, fdp)	6,9	8,6	7,5	8,5	8,4	7,6
Inflación (% a/a, promedio)	6,7	8,1	8,1	8,6	9,0	7,3
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	19,9	19,9	19,3	21,3	23,6	25,7
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	20,0	19,2	20,2	20,4	22,8	24,7
Tasas de interés activa (% , promedio)	21,1	19,0	18,6	16,7	20,6	17,7
Consumo privado (% , interanual)	12,8	9,8	5,5	5,3	4,3	3,8
Consumo público (% , interanual)	3,1	3,8	4,6	4,2	4,0	2,0
Inversión (% , interanual)	8,7	12,5	16,6	4,2	3,0	3,0
Resultado fiscal (% del PIB)	-1,2	-0,9	-2,8	-2,3	-3,1	-2,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,9	-2,9	-5,3	-5,6	-5,3	-4,4

Fuente: BCRP y BBVA Research Perú

Tabla 7.2  
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (%, interanual)	Inflación (%, interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% , fdp)
1T13	4,1	8,7	19,1	17,2
2T13	6,0	8,1	19,5	15,1
3T13	3,0	8,9	21,6	17,7
4T13	4,6	8,6	21,4	17,4
1T14	4,4	9,6	22,0	21,2
2T14	3,3	9,2	22,7	20,7
3T14	3,6	8,8	23,1	19,9
4T14	2,6	8,4	23,5	19,7
1T15	2,6	6,9	23,9	17,0
2T15	2,9	7,6	24,4	18,0
3T15	4,4	7,6	24,9	17,9
4T15	4,8	6,9	25,5	18,8

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](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".**

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 Escardo**  
aescardo@bbva.com

---

**BBVA Research**

---

**Economista Jefe del Grupo**

**Jorge Sicilia**

**Economías Emergentes:**

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes  
**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Xia Le**  
xia.le@bbva.com.hk

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

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

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

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

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

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

**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@bbva.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

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)