

# Situación Uruguay

Segundo Semestre de 2014

Unidad de Argentina

- Mejora la actividad económica global pero también aumentan las tensiones financieras y riesgos geopolíticos.
- El balotaje será entre el candidato del Frente Amplio, partido oficialista, y el Partido Nacional. Más allá del resultado no estimamos cambios de importancia en la política económica.
- Uruguay comienza un aterrizaje suave, moderando su crecimiento a 3,4% en 2014 y 2,9% para 2015 conforme a una ralentización del consumo privado.
- A pesar de la baja prevista en los commodities, el sector externo comenzaría a mostrar una gradual mejora alcanzando a 5,3% del PIB este año y 4,5% en 2015 dada la incorporación de las exportaciones de Montes del Plata.
- No prevemos cambios en las cuentas fiscales, repitiendo un déficit de 3,4% del PIB en 2014 y 2015. En vista de lo expresado por los candidatos no estimamos ajustes fiscales significativos en la próxima administración.
- La inflación se mantendrá por sobre el rango objetivo del BCU alcanzando 8,4% en 2014 y 8% en 2015.
- El peso uruguayo no escapa el escenario internacional de apreciación del dólar, así el dólar cotizará a \$24,4 a fin de 2014 y \$26,6 en 2015.

## Índice

1 Resumen	3
2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera	4
3 En busca de un aterrizaje suave de la economía uruguaya	6
Recuadro 1. La carga financiera de las familias uruguayas	15
4 Tablas	18

**Fecha de cierre: 14 de noviembre de 2014**

# 1 Resumen

---

**Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos.** El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015 mientras que en China se mantienen las perspectivas previas, pero con sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra. Finalmente en la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto.

Uruguay ha vuelto a dar muestras de madurez política e institucionalidad en el actual proceso electoral que definirá quien será el próximo Presidente y Vicepresidente así como los nuevos Legisladores que tendrá el Parlamento. La elección se definirá en segunda vuelta el 30 de noviembre entre el oficialista Tabaré Vázquez del Frente Amplio y Luis Lacalle Pou del Partido Blanco. Más allá del resultado, **descontamos la continuidad en las directrices de la política económica del próximo gobierno.**

Luego de una década de elevado crecimiento **la economía ha entrado en un período de desaceleración**, guiada por la morigeración del consumo privado que ha sido el principal motor de la expansión de la actividad económica. De modo que esperamos que tras la sorpresa positiva del PIB del 2T-14 y la revisión al alza del correspondiente al 1T-14, el crecimiento económico se ubique en torno al 3,4% este año bajando hasta 2,9% en 2015 por menor aporte del consumo privado.

**El déficit por cuenta corriente, que alcanzará 5,3% del PIB en 2014, deja en evidencia la necesidad de corrección del balance comercial y de servicios reales** puesto que el ahorro doméstico resulta insuficiente para financiar la mayor actividad económica aumentando el requerimiento de mayor financiamiento externo. Para 2015, esperamos una reducción del déficit en cuenta corriente (4,5% del PIB) debido a un mayor aporte del saldo comercial.

**Si bien la baja en el precio de los commodities tendrá un impacto negativo sobre la balanza comercial**, puesto el efecto de las menores exportaciones de productos agrícolas superará al monto ahorrado por importaciones de petróleo más barato, **el aporte a las exportaciones de la pastera Montes del Plata más que compensará este efecto**, haciendo que el saldo comercial resulte superior al del año previo.

**El resultado fiscal se mantendrá en rojo, entorno 3,4% del PIB**, en los ejercicios 2014 y 2015. Ninguno de los candidatos con chances de ser electo presidente el próximo balotaje se ha mostrado partidario de realizar ajustes fiscales de consideración, sino más bien optan por una continuidad de políticas pero mejorando la eficiencia del gasto.

**La inflación se mantendrá otro bienio más fuera del rango objetivo del Banco Central, marcando 8,4% en 2014 y cediendo levemente hasta 8,0% en 2015.** La indexación salarial determina la inercia de los precios en un escenario de política monetaria que sigue sin mostrar efectividad.

El peso uruguayo sigue la tendencia regional de devaluación, frente a un dólar con marcada recuperación a nivel global. **Esperamos un tipo de cambio de \$ 24,4 por dólar a fin de 2014 y \$26,6 por dólar para diciembre 2015.**

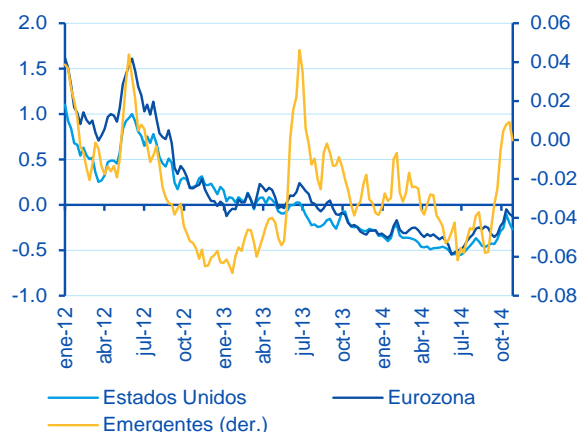
## 2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el 3T14, pero a un ritmo trimestral muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

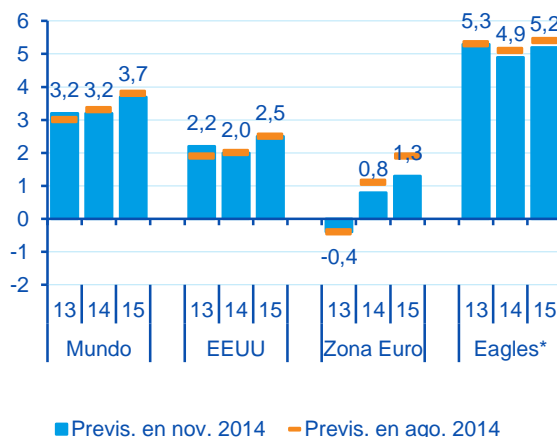
Los indicadores de confianza de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, como poco, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros, que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Gráfico 2.1  
Índice BBVA Research de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



\*Es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al crecimiento del PIB mundial en los próximos 10 años, compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Turquía y México.  
Fuente: BBVA Research

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento.

Finalmente, hay que destacar el descenso del precio del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

### El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

### En China se mantienen las perspectivas previas, pero con sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra

En el tercer trimestre el crecimiento del PIB siguió desacelerándose, hasta 7,3% a/a, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015 (7,0%), precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades intervendrían para que la desaceleración no se intensifique por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria, una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

### En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

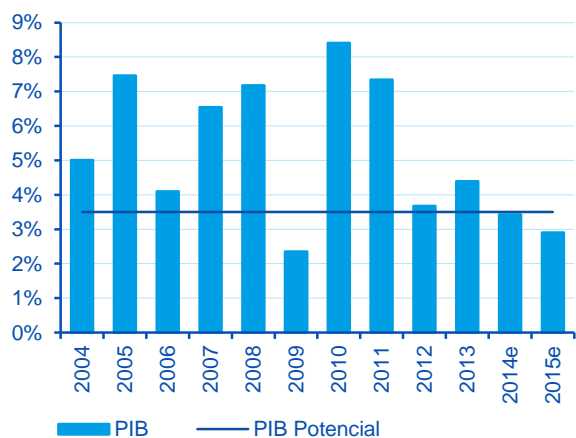
El estancamiento del PIB en el 2T14, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

### 3 En busca de un aterrizaje suave de la economía uruguaya

El desempeño reciente de la economía uruguaya ha sido muy favorable. Durante la última década el producto bruto uruguayo creció a una tasa promedio del orden del 5,6% con un pico de 8,4% (2010). Incluso en 2009, Uruguay pudo sortear las dificultades derivadas de la crisis financiera internacional y aún crecer al 2,4%, cuando todos los países de la región mostraron significativas caídas del PIB. De hecho, este crecimiento se ha visto reflejado en la mejora del bienestar de la población uruguaya que evidenció un aumento del PIB per cápita en dólares de tres veces y media durante dicho período y que hoy detenta uno de los mayores de la región (Gráfico 3.1).

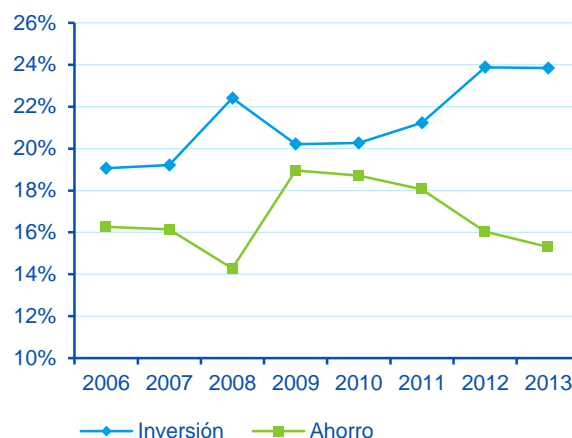
Gran parte del crecimiento logrado en la última década estuvo impulsado por un favorable entorno internacional que incluyó altos precios de los commodities y bajas tasas de interés internacionales. Uruguay aprovechó estas condiciones favorables para virar su producción agrícola hacia aquellos productos con altos precios de exportación como la soja, por ejemplo, aprovechar la abundancia de capitales para la construcción de megaproyectos de inversión como las plantas de fabricación de pasta celulosa UPM (ex Botnia) en 2008 y la más reciente Montes del Plata, cuya finalización tuvo lugar a comienzos de 2014, y también beneficiarse de las bajas tasas de interés internacionales para reestructurar su deuda y extender el perfil de vencimientos.

Gráfico 3.1  
**PIB Uruguay: evolución y previsión (var. % real)**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

Gráfico 3.2  
**Ahorro e Inversión (como % del PIB)**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay

Sin embargo, dada la insuficiente generación de ahorro doméstico (Gráfico 3.2), gran parte del crecimiento alcanzado por Uruguay durante los últimos años fue sostenido por ahorro externo. Esta situación se evidencia en los importantes déficits en cuenta corriente registrados en los últimos 3 años. Si bien de momento no ha resultado un problema mayor gracias a los flujos de capitales que viene recibiendo el país en los últimos años, en su gran mayoría bajo la forma de inversión extranjera directa (IED), ya en 2013 dicha inversión fue insuficiente para cubrir la totalidad del déficit en cuenta corriente por lo que también hubo que hacer uso de capitales de más corto plazo.

Ahora bien, existe la percepción que este modelo basado en el consumo doméstico y financiado con ahorro externo está llegando a su límite, siendo necesario un mayor aumento de la productividad, (a partir de la incorporación de nuevas tecnologías o mayores grados de innovación) para sortear las restricciones que

impone al crecimiento potencial un aumento poblacional históricamente bajo en un mercado laboral que opera en niveles próximos al pleno empleo. Asimismo, Uruguay al igual que el resto de emergentes recibirá menos capitales externos en la medida que, como esperamos, el exceso de liquidez se reduzca y las tasas de interés internacionales comiencen a transitar una senda creciente a partir de mediados de 2015. Este será el desafío del próximo gobierno: incursionar en políticas económicas que permitan un crecimiento del producto cercano al potencial con menor dependencia externa.

El 30 de noviembre se elegirá -en segunda vuelta- al próximo presidente de los uruguayos. Los candidatos que llegaron al balotaje son Tabaré Vázquez del Frente Amplio (partido que hoy gobierna Uruguay) y Luis Lacalle Pou del Partido Nacional. En cualquiera de los casos, y como lo expresaron los candidatos en sus campañas, no vemos grandes cambios en materia de política económica sino que se prevé cierta continuidad de las mismas, quizá con mayor o menor grado de ajustes graduales para poder corregir los desequilibrios. En este sentido, uno de los principales retos del próximo gobierno es adecuar los aumentos salariales reales pautados en los Consejos de Salarios al crecimiento de la productividad, con el fin de reducir la inercia inflacionaria que resulta uno de los mayores problemas que hoy aqueja a la economía uruguaya.

Para poder crecer a su PIB potencial, luego de la desaceleración que prevemos para el año 2015 será necesario que Uruguay retome un sendero creciente de inversión. En este sentido, debido a la baja tasa de crecimiento de la oferta laboral y la desaceleración del aumento de la *Productividad Total de los Factores*, es crucial que la inversión se mantenga entorno a ratios del 24% respecto del PIB como los alcanzados en los últimos años para poder crecer en niveles cercanos al potencial.

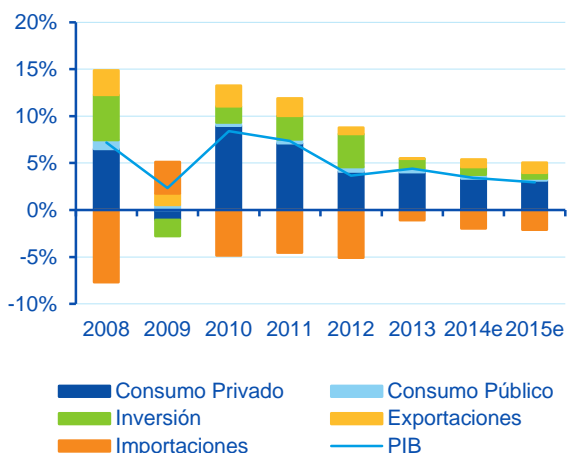
## La actividad económica captura la puesta en marcha de Montes del Plata

A la sorpresa positiva de un 2T-14 muy bueno en materia de actividad económica (creció 2% t/t desestacionalizado) se sumó la corrección del dato correspondiente al 1T-14 que pasó de una caída de 0,4% t/t desestacionalizado a un crecimiento nulo, alejando los fantasmas de una recesión. De esta manera, durante el IS-14 el PIB creció 3,7% en términos interanuales, principalmente impulsado por la recuperación del sector externo ya que la demanda interna se mantiene con una contribución al PIB del orden de 3,8%, parámetro similar a los observados en el 1S-13. En efecto, la contribución de las exportaciones fue positiva y permitió que compensar con creces la baja en la inversión asociada al tramo final de la construcción de Montes del Plata. La puesta en marcha de Montes del Plata cierra un ciclo de inversiones de más de USD 3.000 millones a lo largo de 3 años. La planta, que detenta una capacidad de producción de 1,3 millones de toneladas de celulosa podrá aportar hasta un 7% de las exportaciones uruguayas al año. Además de celulosa, Montes del Plata genera la propia energía que consume (biomasa) y hasta un excedente de energía que luego vende a la red (UTE).

A nivel de sectores, se destaca la recuperación de las industrias manufactureras durante el 2T-14, en particular aquellas ramas orientadas a la exportación (frigoríficos, pulpa de celulosa, madera) pero también la mala performance del sector construcción que acusó el impacto de de la culminación de la construcción de la pastera.

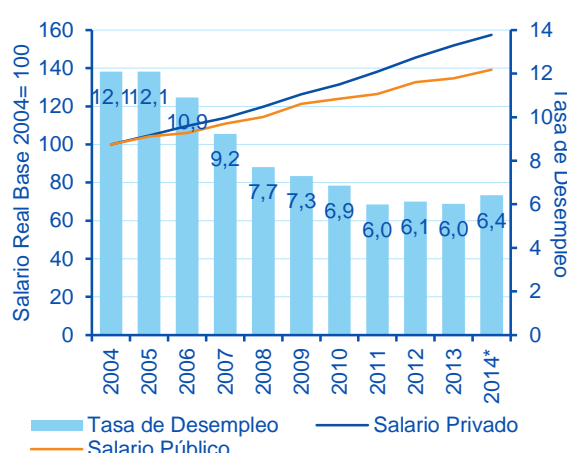
La información preliminar del 3T-14 indica que el consumo privado siguió impulsando a la actividad económica, por lo menos al observar las cifras del mercado laboral y los niveles de confianza del consumidor creciendo significativamente durante septiembre y octubre. Lejos de deteriorarse, como esperábamos a comienzos de año, la tasa de desempleo continuó fluctuando en niveles mínimos mientras que el salario real de la economía creció más de lo esperado (Gráfico 3.4); en julio el Índice Medio de Salarios Reales volvió a trepar, particularmente en el sector privado que había quedado rezagado con los aumentos de enero respecto de los salarios del sector público.

Gráfico 3.3  
PIB Uruguay: contribuciones al crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

Gráfico 3.4  
Tasa de Desempleo y evolución del salario real



Fuente: BBVA Research en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay

Revisamos al alza nuestra proyección de crecimiento para 2014 desde 2,7% hasta 3,4% ya que nuestra previsión original quedaría superada con los datos observados del primer semestre del año, aún suponiendo una ralentización de la demanda interna y un menor dinamismo de las exportaciones durante la última parte del año. Para el 2015, no obstante, nuestra previsión se ubica en 2,9%, esperando políticas menos expansivas una vez transcurridas las elecciones y por lo tanto el consumo doméstico debería converger a un crecimiento por debajo del PIB lo cual aliviaría las presiones inflacionarias así como también tendería a disminuir el déficit externo. (Gráfico 3.3) Por su parte, el deterioro en el precio de los commodities junto con un pobre desempeño de las economías del Cono Sur (Argentina y Brasil, particularmente) limitaría una mayor expansión de las exportaciones a la Región.

Sin nuevos proyectos de gran envergadura en cartera en el corto plazo más allá de la regasificadora y tras la finalización de la obra de Montes del Plata, esperamos que la inversión crezca solo un 2,5% el próximo año basada en proyectos más pequeños. En este sentido se destaca la importante mejora en el cambio de la matriz energética a partir del desarrollo de energía eólica y biomasa que le permite minimizar costos productivos y no depender solo de cuestiones climáticas o de la importación de petróleo. Se estima que para 2015 las nuevas fuentes primarias de energía aportarán un 17% de la energía total (eólica 7% y biomasa 10%) cuando estas no eran relevantes antes de 2006. El viraje hacia un modelo más basado en inversión que en consumo le permitirá a Uruguay mantener niveles de crecimiento adecuados.

### Mejora marginal del sector externo pese a la baja de los precios de los commodities

Los altos precios de los commodities agrícolas que se dieron a lo largo de la última década permitieron a Uruguay reorientar la producción a favor de aquellos productos más rentables como fue el caso de la soja que comenzó a ganar importancia en el total de ventas al exterior hasta convertirse en el primer producto exportable, superando a la tradicional industria frigorífica.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central, que no incluye las zonas francas, en el acumulado de los nueve primeros meses del año las exportaciones uruguayas crecieron 6,3% a/a en términos nominales, gracias al impulso que tuvieron las cantidades exportadas -principalmente durante el 2T-14- ya que los precios se mantienen prácticamente sin cambios significativos en los meses conocidos. Por su parte, las importaciones aumentaron nominalmente solo 1,7% en el mismo período, pero con un aporte negativo de los precios (-10,3% a/a). Así en nueve meses, el resultado comercial arroja un déficit de

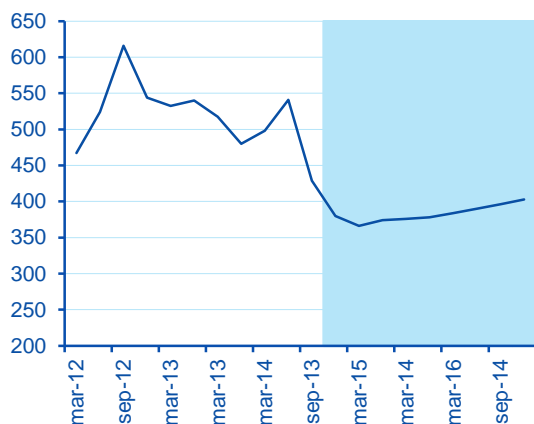


USD 1.307 millones, alrededor de un 18% menor al de igual período 2013. El déficit comercial para 2014 está previsto en unos USD 2.300 millones, evidenciando una mejora de unos USD 200 millones respecto del año anterior.

La baja del precio de los commodities que ya se está evidenciando y que prevemos persistirá durante todo 2015, afectará gran parte de la producción agrícola de Uruguay. Las actuales caídas en los precios del trigo, pero sobretodo de la soja podrían desalentar la producción para el próximo año y acotar la oferta exportadora, situación que complicaría el balance comercial ya que en estos productos se concentra el 37% de las exportaciones totales. A pesar de la caída en las ventas de soja, la oleaginosa continúa liderando el ranking de productos con un 20,3% del total de exportaciones.

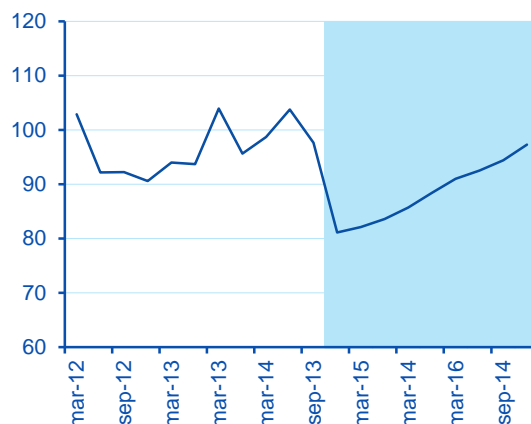
Nuestra previsión del precio de la soja ronda los USD 380 por tonelada para fin de 2014 y no prevemos mayores cambios para fin de 2015 (USD 378 por tonelada), sin embargo, dado los altos precios de la soja durante la mitad de 2014, el precio promedio anual si caerá en 2015 (poco menos del 20% respecto del promedio de 2014). (Gráfico 3.5) Si suponemos que las cantidades exportadas de la oleaginosa se mantuvieran el próximo año como en 2014, por efecto de los precios Uruguay exportaría unos USD 340 millones menos de soja el próximo año. Sin embargo, hoy el foco está puesto en que la producción de pasta celulosa ya que a las exportaciones de UPM ex Botnia se le suman ahora las de Montes del Plata (que a los precios actuales aportaría unos USD 700 millones anuales) lo cual compensaría un menor aporte de los granos, evitando acrecentar el déficit comercial.

Gráfico 3.5  
Commodities: Precio de la Soja (USD/tn)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3.6  
Commodities: Precio del Petróleo (USD /barril)



Fuente: BBVA Research

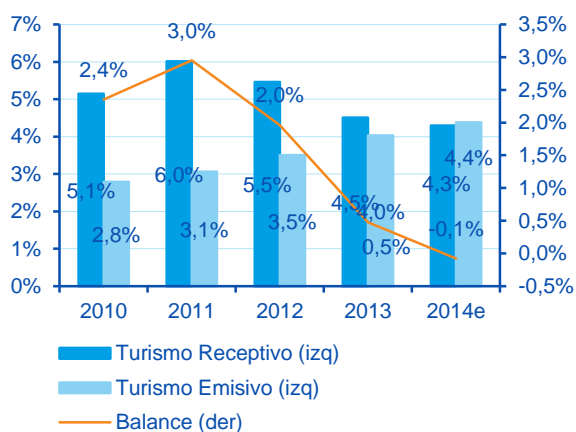
La baja del precio del petróleo, por el contrario, juega a favor del resultado comercial uruguayo dado que a través de la refinería estatal ANCAP, Uruguay es un importador neto de petróleo. Si se mantienen las necesidades de importar petróleo como en el último año, la baja prevista en el precio internacional del crudo (USD 85 por barril promedio anual) respecto del promedio 2014, podría redundar en un ahorro de unos USD 175 millones aproximadamente en las importaciones de 2015.

Teniendo en cuenta estos factores que se compensan parcialmente entre sí y con supuestos conservadores en lo que se refiere a la contribución de Montes del Plata a las exportaciones, el resultado comercial mejorará marginalmente en 2015, alcanzando un déficit de algo más de USD 2.000 millones.

## El “Turismo” pone un límite a la mejora del déficit en cuenta corriente

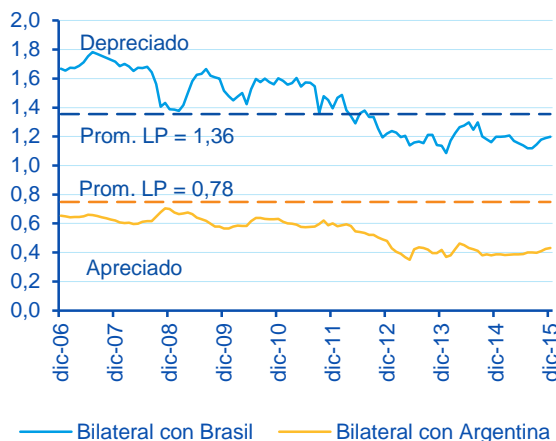
Para 2014 revisamos a la baja el déficit por cuenta corriente hasta 5,3% del PIB (antes 6% del PIB) debido al mejor resultado observado de la balanza comercial, que en este caso si tiene en consideración lo comercializado por las zonas francas. De hecho sorprendieron los números del 2T-14 con un déficit en cuenta corriente de solo USD 64 millones (0,1% del PIB) cuando durante los últimos trimestres el déficit rondaba entre 1,6% del PIB hasta 2,2% del PIB. Esta mejora se debió fundamentalmente al resultado comercial, como comentamos más arriba, ya que los magros resultados de la temporada turística debido a las restricciones cambiarias en Argentina –principal origen del turismo receptivo en Uruguay- continuaron deteriorando el escaso superávit en este rubro. En este sentido, la industria del turismo cerraría con un mínimo déficit durante el año 2014, (-0,1% del PIB) en comparación al pequeño superávit obtenido en 2013 (0,5% del PIB), muy lejos del aporte en años previos, en particular del año 2012 que finalizó con un superávit de 3% del PIB. (Gráfico 3.7)

Gráfico 3.7  
**La contribución de divisas del Turismo a las cuentas externas (como % PIB)**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay y el Ministerio de Turismo de Uruguay

Gráfico 3.8  
**Tipo de cambio Bilateral de Uruguay con Argentina (UYU/ARG) y con Brasil (UYU/ BRZ)**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

La mejora que prevemos en nuestra previsión de cuenta corriente para el año 2015 (4,5% del PIB) se sustenta en una nueva mejora en el resultado del comercio exterior, con un mayor equilibrio en el balance de servicios reales que vendría dado por un menor turismo emisor en la medida que la devaluación del peso uruguayo comience a incidir más negativamente en las decisiones de los uruguayos para salir de su país.

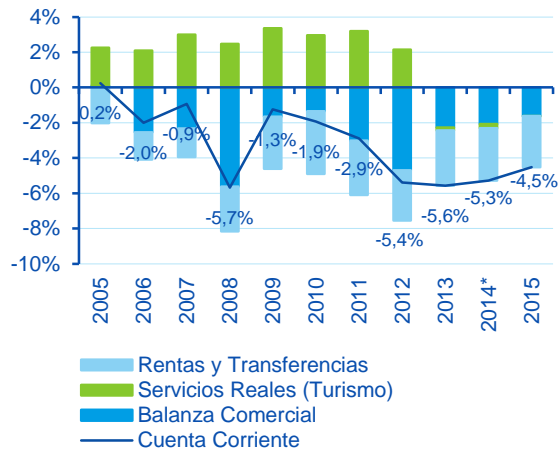
## Continúa la necesidad del financiamiento externo

El abultado déficit no representaba un problema grave en tanto y en cuanto era totalmente financiado con IED. Sin embargo, ya a partir de 2013, la IED (5% del PIB) fue menor al déficit total por cuenta corriente (5,6% del PIB) (Gráfico 3.9). El problema de seguir arrastrando grandes déficits es que los flujos de capitales de corto plazo no son estables y los cambios que esperamos tengan lugar en la economía mundial a partir del próximo año resten liquidez a los mercados internacionales.

A pesar de contar con un nivel de reservas de más de 31 puntos del producto a las que se podrían recurrir para contrarrestar un eventual problema de balanza de pagos, la alta dependencia del ahorro externo ante la falta de ahorro doméstico comienza a verse como una vulnerabilidad dada la necesidad de sostener los niveles de inversión logrados en los últimos años para impulsar un crecimiento cercano al potencial. En este

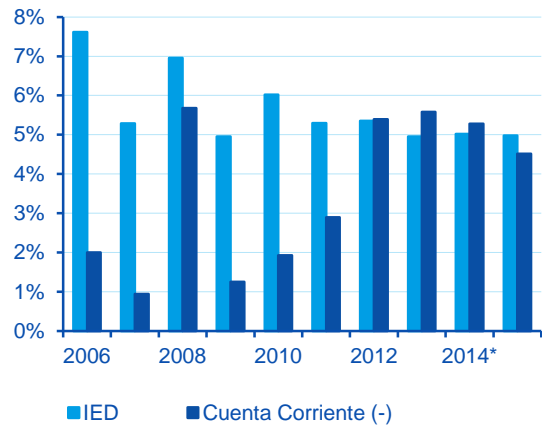
sentido, la IED probablemente disminuya durante 2015 si no se concreta ningún proyecto importante o no se consigue financiamiento para proyectos de menor envergadura que reemplacen lo que fue la inversión en Montes del Plata que finalizó a comienzos de 2014. Si esta es la situación y el déficit no baja tanto, como estimamos, la financiación debería venir de parte de más capitales de más corto plazo. (Gráfico 3.10)

Gráfico 3.9  
**La cuenta corriente en Uruguay, contribuciones como porcentaje del PIB**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

Gráfico 3.10  
**Déficit en Cuenta corriente e Inversión Extranjera Directa como porcentaje del PIB**



IED :2014 últimos 12 meses a junio 2014 y 2015 promedio últimos 3 años  
Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

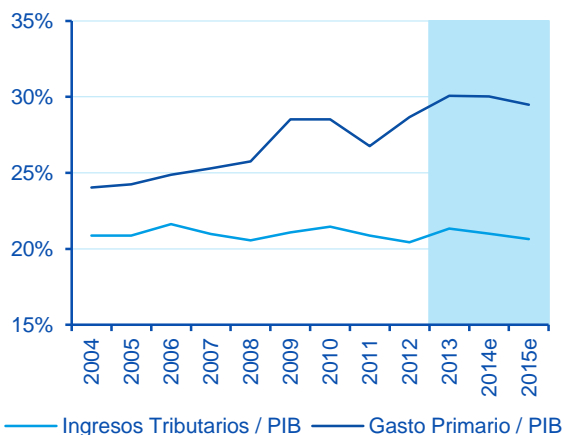
## Escaso margen para la mejora fiscal en 2015

Estimamos un déficit fiscal del orden del 3,4% del PIB tanto para este año como para 2015. El frente fiscal es quizás dónde mayor trabajo deberán realizar las nuevas autoridades en vista de la necesidad de generar ahorro doméstico y evitar incrementar el nivel de endeudamiento para financiar el desequilibrio; este resulta un desafío complicado al tener en cuenta la rigidez que registran los gastos corrientes, básicamente remuneraciones y pasividades (14% del PIB) y que representan la mitad de los gastos totales. El aumento de estos responde básicamente a mecanismos de indexación establecidos en la normativa legal establecida en los acuerdos salariales.

Durante la última década la tendencia del gasto público en Uruguay ha sido creciente (Gráfico 3.11) con la excepción del año 2011 (por menor inversión pública), alcanzando un máximo en 2013 (30,1% del PIB), mientras que los ingresos tributarios en términos del PIB se mantuvieron relativamente estables y por debajo del gasto (21,3% del PIB).

Gráfico 3.11

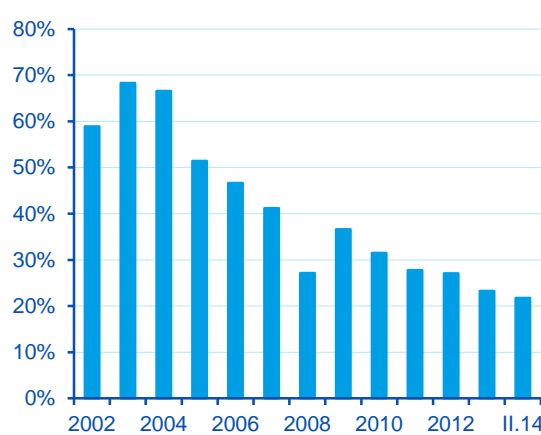
**Ingresos Tributarios y Gasto Primario**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay

Gráfico 3.12

**Deuda pública neta como % del PIB**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

Durante 2014 el crecimiento del gasto corriente sigue estando por encima del aumento de los ingresos tributarios mientras que una mayor necesidad de inversiones por parte de empresas públicas y mantenimiento de tarifas con el propósito de contener la inflación también deterioran el resultado fiscal.

Si bien no se esperan cambios significativos de política fiscal, el desafío del próximo gobierno será, pues, revertir el deterioro reciente de las cuentas públicas tratando de volver a alcanzar superávits primarios que le permitan generar suficiente caja para hacer frente, al menos en parte, a los servicios de la deuda. Sin embargo, ninguno de los candidatos que podrían ocupar la presidencia a partir del 2015 ha mencionado la necesidad de un significativo ajuste fiscal desde el punto del vista del gasto, sino más bien lograr una mayor eficiencia del mismo conjuntamente con una gradual adecuación del sistema tributario, aumentando la participación de impuestos directos, de modo que el aumento de los ingresos mejore con el nivel de actividad y se reduzca la brecha respecto del gasto. Existe consenso de que el esfuerzo fiscal requerido para reducir la inflación es elevado en relación a los resultados obtenidos y a los costos políticos, con lo cual difícilmente veamos una política fiscal restrictiva en los próximos años.

A pesar del deterioro fiscal, el Gobierno continúa con una política de prefinanciamiento mediante la cual tiene sus necesidades cubiertas durante los próximos 18 meses además de contar con unos USD 3.000 millones en 4 líneas contingentes (CAF, BM, BID y FLAR) más una línea flexible del FMI que hasta el momento no se ha solicitado.

Finalmente, y no menos importante, es el comportamiento que continúa exhibiendo en materia de endeudamiento público aprovechando bajas tasas de interés internacionales para descomprimir de vencimientos el corto plazo y desdolarizar gradualmente la deuda con la consecuente reducción del riesgo cambiario. A junio de 2014, según la última información publicada por el BCU, la deuda neta (de activos de reserva) del Sector Público Global alcanzó un mínimo del 22% del PIB, alejando preocupaciones respecto de la sostenibilidad de la deuda. (Gráfico 3.12) Esta situación fue posible por la importante acumulación de Reservas. Sin embargo, insistimos que difícilmente pueda reducirse la deuda bruta mientras el sector público siga acumulando déficits.

## Los precios, dos años más fuera del rango objetivo

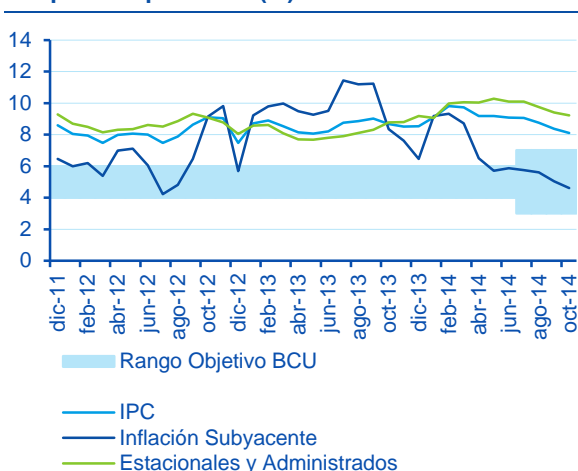
En 10 meses de 2014, el IPC acumuló una variación de 8,7%. Si bien el podio por capítulos fue ocupado por Vivienda, que aumentó un 13,7% y Educación con un +13,4%, hay que destacar el desempeño del rubro Alimentos y Bebidas No Alcohólicas que representa 26% de la canasta relevada. El capítulo en cuestión, importante formador de expectativas por su propia naturaleza y su peso en la canasta de consumo aumentó 10,4% desde fin del año pasado (9,2% en el mismo período de 2013) y contribuyó con un 31% a la inflación del nivel general al sumar 2,7pp de incidencia que fue la más alta por capítulo.

Sin embargo, medida en términos interanuales, la inflación ha desacelerado desde el máximo de 9,8% en Febrero a 8,1% en octubre, registro inferior al promedio de 9,0% de los últimos doce meses. La inflación subyacente, que representa un 75% de la canasta relevada, y excluye efectos estacionarios y/o regulatorios, ha validado también un sendero de baja gradual ubicándose en 9,2% a/a valor por debajo del promedio mensual de 9,7% de los últimos doce meses y del 9,8% promedio de 3T14. La ralentización de proceso inflacionario fue más pronunciada en el resto de los precios, vale decir estacionales junto con los regulados, que aumentaron 4,6% a/a en octubre, marcadamente por debajo del 7,0% promedio de los últimos doce meses y del 5,5% a/a promedio del 3T14. (Gráfico 3.13) Así, faltando dos meses para finalizar 2014, y asumiendo el ajuste a la baja de tarifas de UTE acostumbrado de diciembre, mantenemos nuestra previsión de 8,4% para este año, mientras que para el año que viene elevamos nuestra estimación de 7,6% a 8,0% en vista de la mayor devaluación que la esperada en las previsiones anteriores y un retardo más largo en los efectos de la política monetaria.

Descontamos entonces otros dos años de incumplimiento de la meta del BCU. El objetivo de ubicar el nivel general de inflación en el rango establecido, ahora entre 3% y 7%, sólo se ha logrado sólo en 14 meses de los 83 que transcurren desde diciembre de 2007, es decir que la inflación ha estado fuera de la meta, siempre por encima, un 83,1% del período en cuestión. Este comportamiento permite inferir que el verdadero límite para la autoridad monetaria es la cota máxima del 10%, umbral que ha gatillado el uso medidas heterodoxas en el pasado.

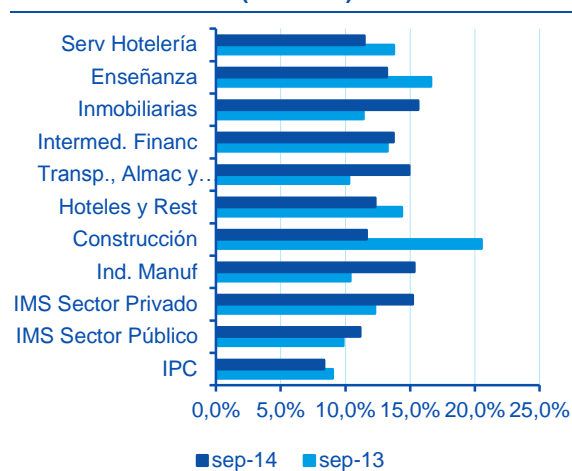
Si bien la política monetaria ha cumplido con los objetivos explicitados, a la vista de los resultados la misma luce poco efectiva, máxime teniendo en cuenta el escaso o nulo trabajo del frente fiscal y la continuidad de la inercia salarial, explicitada por la evolución de los salarios reales que promediaron un incremento de 4,2% en el período 2005/2014. Este año la situación luce similar, pues la mayoría de los sectores ya muestran aumentos nominales superiores a la inflación y a los registrados en Septiembre del año pasado, sirva como ejemplo que el sector privado que representa un 61,9% del total de la masa salarial a aumentado 15,2% a/a mientras que el IPC un 8,1% a/a en el período observado. (Gráfico 3.14)

Gráfico 3.13  
IPC por componentes (%)



Fuente: BBVA Research en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay

Gráfico 3.14  
Salarios Promedios (var% a/a)



Fuente: BBVA Research en base a datos del Instituto Nacional de Estadísticas de Uruguay

Partiendo del consenso sobre el elevado costo en actividad que es necesario asumir para bajar la inflación, se puede inferir que la posición de indiferencia de las autoridades respecto a la relación de la inflación con el balance fiscal asumiendo que este instrumento no es percibido como el idóneo para restar ímpetu a los precios y hacer converger la inflación.

Nuestro diagnóstico encuentra en la indexación salarial la principal de resistencia a la convergencia de la inflación hacia el rango meta. Vale remarcar que la dinámica plurianual de los *Consejos de Salarios* genera una inflexibilidad que pone piso a la inercia de los precios, sumando la posibilidad de elevar de manera prolongada el nivel de inflación por la capacidad de dar carácter permanente a eventos coyunturales de los precios. Así, surge de manera perentoria para las nuevas autoridades que asumirán en 2015 el desafío de llevar a cabo una “desindexación” salarial a través de aumentos que reflejen de manera más exacta la productividad de cada trabajador.

### El tipo de cambio, arrastrado por la tendencia regional

El peso uruguayo no fue esquivo a la apreciación del dólar en el mundo y en especial en la región luego de las primeras señales de que la Fed llegaba al fin del QE. El BCU reaccionó en septiembre, relajando los parámetros de las medidas macroprudenciales al bajar la inmovilización de fondos a 0% para la compra de títulos del gobierno y a 30% para los instrumentos del BCU por parte de No Residentes, permitiendo así un mayor ingreso de USD para distender el mercado de cambios con el fin de mitigar las presiones devaluatorias sobre el peso. A pesar de suavizar las restricciones al ingreso de capitales de corto plazo, el peso se depreció 5% frente al USD en el 3T-14. En vista de estos eventos, hemos elevado nuestra estimación a \$24,4 por USD desde \$23,75 para dic-14. Para el año próximo se mantendrá el escenario de recuperación global del USD dado la mejora de la actividad en USA que consolidará el retiro de estímulos y permitirá a inicios del 3T-15 el inicio de aumentos de tasa de la Fed; en el mismo sentido el deprimido precio de la soja sumará algo presión a la baja sobre el peso. Elevamos pues nuestra estimación para el tipo de cambio a diciembre 2015 a \$ 26,63 por dólar desde los \$ 25,75 de nuestra previsión anterior.

A pesar de esto, dado el sendero de las monedas de los principales socios comerciales de Uruguay, en particular Argentina, es poco probable que Uruguay logre revertir de forma significativa la actual apreciación del peso que tiene fuertes impactos sobre la competitividad. Vale mencionar que a modo de seguro, además de la buena provisión de reservas con que cuenta el BCU (31,9% del PIB entre las más altas de la región) Uruguay cuenta con líneas de contingencia que serían activadas en caso de ser necesario para evitar episodios de fuerte volatilidad en el tipo de cambio.

## Recuadro 1. La carga financiera de las familias uruguayas

Las cargas financieras de las familias uruguayas se mantendrán durante 2014 en 13,3%, a pesar que el crédito bancario a las familias llegaría a 9,5% del PIB para el mismo período. Diferentes estructuras de plazos promedios del endeudamiento y de tasas de interés ubican a Uruguay al mismo nivel de cargas financiera otros países de Latam con una mayor penetración del crédito.

La carga financiera de las familias es el importe de las cuotas de los préstamos que tienen pendientes los hogares de un país en relación a su renta media disponible o, como lo calculamos en Uruguay, del ingreso medio de sus hogares. Para este cálculo se necesita conocer además del importe de la deuda pendiente (créditos de las familias), sus plazos de vencimiento, sus tasas de interés y la renta disponible (o ingreso medio de los hogares). Este ratio difiere del endeudamiento de las familias tal como lo publica el Banco Central de Uruguay, ya que no se trata del cociente de endeudamiento de las familias sobre ingreso medio de las mismas (stock/flujo) sino que el cociente toma en cuenta la cuota total (capital+interés) pagada por una familia en un año sobre los ingresos que perciben en el mismo período (flujo/flujo). De modo que al comparar nuestros resultados siempre serán inferiores a los ratios publicados por el BCU ya que solo toma en cuenta el peso de la cuota total sobre los ingresos de los hogares en el período.

El crédito bancario a las familias crece, pero es bajo en comparación con otros países

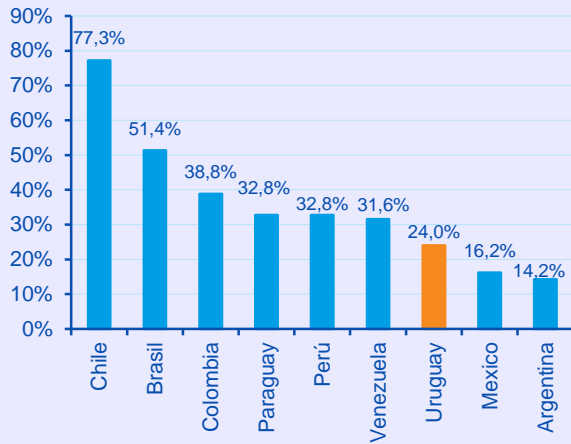
El crédito otorgado por el sistema bancario al sector privado ha venido creciendo en los últimos años hasta alcanzar un 24% en términos del PIB en promedio de 2013, sin embargo continúa siendo uno de los más bajos de la región con excepción de Argentina y México (Gráfico R.1). En particular, el crédito a las familias, que

contempla el crédito al consumo y el crédito hipotecario ha llegado hasta un 9% del PIB (promedio 2013) y de acuerdo a nuestras previsiones podría trepar hasta 9,5% del PIB en 2014. El crédito para la adquisición de viviendas en 2013 alcanzó a 3,8% del PIB mientras que lo que es específicamente consumo se ubicó en 5,2% del PIB.

Cuando analizamos la evolución de los niveles de crédito del sistema financiero se observa que, en términos interanuales, el crédito crece y aún se acelera en el 3T-14 respecto del 3T-13. Sin embargo, esto es provocado por un efecto tipo de cambio, ya que al estar medidos en dólares (y estar otorgados en mayor medida en moneda nacional) estamos comparando el período reciente con un período en donde se produjo una recuperación del tipo de cambio luego de una corta y significativa apreciación cambiaria. (Gráfico R.2). Sin embargo, cuando comparamos la evolución reciente del crédito con periodicidad mensual vemos que el crédito viene perdiendo dinamismo durante este año 2014.

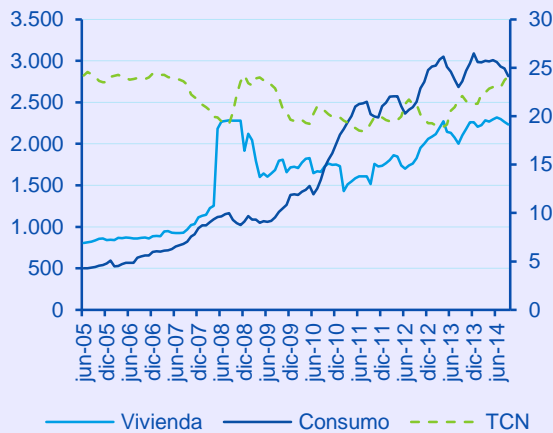
Nuestras previsiones respecto del crédito bancario otorgado a familias indican que aún se mantendrá expansivo en los próximos años aunque a tasas menores a las evidenciadas en los años recientes. En particular, el crédito al consumo (medido en dólares) crecería alrededor de un 7% promedio anual durante los próximos 4 años mientras que un mayor dinamismo se podrá observar en el crédito para adquisición de viviendas que podría alcanzar un incremento de 13% siempre en promedio anual y expresado en la divisa estadounidense. Estas proyecciones contemplan nuestras previsiones de desaceleración en la demanda interna en los próximos años, una ralentización en la tasa de devaluación del tipo de cambio a partir del 2015 y tasas de interés que se mantienen en parámetros similares.

Gráfico R.1.1  
**Préstamos / PIB comparando países de Latam**



Fuente: BBVA Research

Gráfico R.1.2  
**Evolución mensual del crédito a las familias en mill. USD (izq) y tipo de cambio nominal (UYU/USD) (der)**



Fuente: BBVA Research en base a datos del Banco Central de Uruguay

### El peso de la cuota en los presupuestos familiares

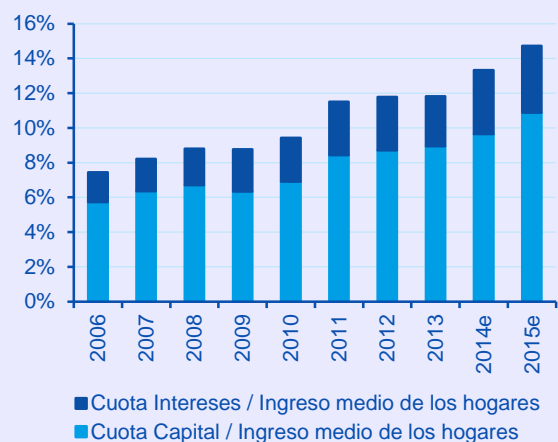
El mayor endeudamiento por parte de las familias uruguayas, ligado directamente al crédito al consumo no ha implicado, hasta el momento, estrangulamiento en sus presupuestos. De hecho, según nuestras estimaciones, la cuota que una familia paga por el crédito tomado a las instituciones financieras (incluye bancos públicos y privados, Cooperativas, Casas Financieras e Instituciones Financieras Externas) alcanzaría a

un 13,3% del ingreso medio del hogar durante 2014 (1,5% por encima del dato registrado en 2013), considerando el ingreso medio disponible publicado por el Instituto Nacional de Estadística de Uruguay. (Gráfico R.3)

El peso que tiene la cuota total (capital más intereses) en el presupuesto familiar (ingreso medio del hogar) resulta, sin embargo similar a los observados en otros países con un mayor grado de bancarización.

A los efectos de comparar la situación de las familias uruguayas con las de otros países de la región tomamos el año 2013 como referencia. Una aclaración a tener en cuenta es que mientras en la mayoría de los países el ratio se calcula sobre la renta disponible, en el caso de Uruguay, por disponibilidad de información lo calculamos sobre el ingreso medio. En general cabría esperar que cuanto mayor es la bancarización de un país medido por el crédito a PIB (en particular el crédito a familias en términos de PIB) mayor sea la cuota como proporción de la renta (o ingreso medio). En Uruguay vemos que la carga financiera esta al nivel de otros países con mayor grado de bancarización como es el caso de Chile. (Gráfico R.4).

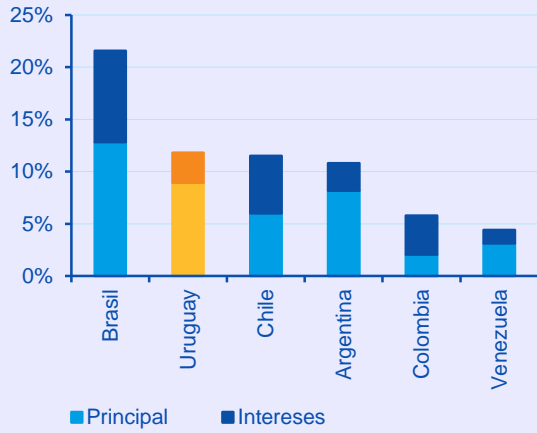
Gráfico R.1.3  
**Cargas financieras (por crédito bancario) respecto del ingreso de los hogares uruguayos**



Fuente: BBVA Research



Gráfico R.1.4  
**Comparación de las cargas financieras de las familias en Latam**



Fuente: BBVA Research

Si bien por el momento no resulta preocupante el peso de la cuota, dado que no se observan problemas de morosidad, es cierto que elevada en relación al nivel de crédito bancario. Las perspectivas indican que la cuota seguirá creciendo conforme aumente otorgado por las instituciones bancarias a las familias como tenemos previsto.

Sin embargo, una característica particular del crédito al consumo en Uruguay es que un alto porcentaje del mismo es provisto por las Administradoras de Crédito y que no se tiene en cuenta a la hora de hablar de “crédito bancario”. En promedio para los 9 primeros meses del año, el crédito otorgado por las administradoras se ubicó en unos USD 740,2 millones y ha mostrado una tendencia declinante a lo largo de todo 2014, al igual que ocurre con el crédito bancario, ya que había arrancado el año en unos USD 793 millones (enero) luego de finalizar 2013 en USD 785,5 millones.

De modo que, si al crédito bancario le sumamos los préstamos que las administradoras le otorgan a las familias, el nivel de endeudamiento treparía a 13% del PIB en 2014 y en este caso también subiría la carga financiera en términos del ingreso medio de los hogares ascendería hasta 19,6% en este año.

## 4 Tablas

Tabla 4.1

**Previsiones macroeconómicas anuales**

	2010	2011	2012	2013	2014f	2015f
<b>PBI (% a/a)</b>	8,4	7,3	3,7	4,4	3,4	2,9
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	6,9	8,6	7,5	8,5	8,4	8,0
<b>Inflación (% a/a, promedio)</b>	6,7	8,1	8,1	8,6	8,9	7,5
<b>Tipo de cambio (vs. USD, promedio)</b>	19,9	19,9	19,3	21,3	24,4	26,6
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	20,0	19,2	20,2	20,4	23,2	25,6
<b>Tasas de interés activa (% , promedio)</b>	21,1	18,9	18,6	17,7	21,2	18,7
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	12,8	9,8	5,5	5,3	4,4	4,1
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	3,1	3,8	4,6	4,2	3,8	2,0
<b>Inversión (% a/a)</b>	8,7	12,5	16,6	4,2	3,5	2,5
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	-1,2	-0,9	-2,8	-2,5	-3,4	-3,4
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-1,9	-2,9	-5,3	-5,6	-5,3	-4,5

Fuente: BBVA Research

Tabla 4.2

**Previsiones macroeconómicas trimestrales**

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés activa (% , promedio)
T1 13	4,1	8,7	19,1	17,2
T2 13	6,0	8,1	19,5	15,1
T3 13	3,0	8,9	21,6	17,9
T4 13	4,6	8,6	21,4	22,0
T1 14	3,0	9,6	22,0	22,4
T2 14	3,7	9,1	22,9	20,3
<b>T3 14</b>	<b>4,6</b>	<b>8,7</b>	<b>23,6</b>	<b>19,9</b>
<b>T4 14</b>	<b>2,3</b>	<b>8,3</b>	<b>24,3</b>	<b>19,7</b>
<b>T1 15</b>	<b>2,7</b>	<b>6,9</b>	<b>24,8</b>	<b>18,0</b>
<b>T2 15</b>	<b>2,2</b>	<b>7,8</b>	<b>25,3</b>	<b>19,1</b>
<b>T3 15</b>	<b>2,8</b>	<b>7,9</b>	<b>25,9</b>	<b>18,7</b>
<b>T4 15</b>	<b>4,0</b>	<b>7,3</b>	<b>26,4</b>	<b>19,3</b>

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este

documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

**Economista Jefe de Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

Adriana Haring  
aharing@bbva.com

Juan Manuel Manias  
juan.manias@bbva.com

Con la colaboración de:  
Andrés Escardó  
aescardo@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**España**

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano Herrera  
carlos.serranoh@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan M. Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive Carrasco  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez Corredor  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea Flores  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López Meza  
oswaldo.lopez@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**Regulación y Políticas Públicas**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Política de Recuperación y Resolución**

José Carlos Pardo  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Áreas Globales**

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero Calvo  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo Delgado  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro  
oscar.delaspenas@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

[bbvaresearch@bbva.com](mailto:bbvaresearch@bbva.com)

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