

Situación Uruguay

Recuperación en marcha

Noviembre de 2017

Índice

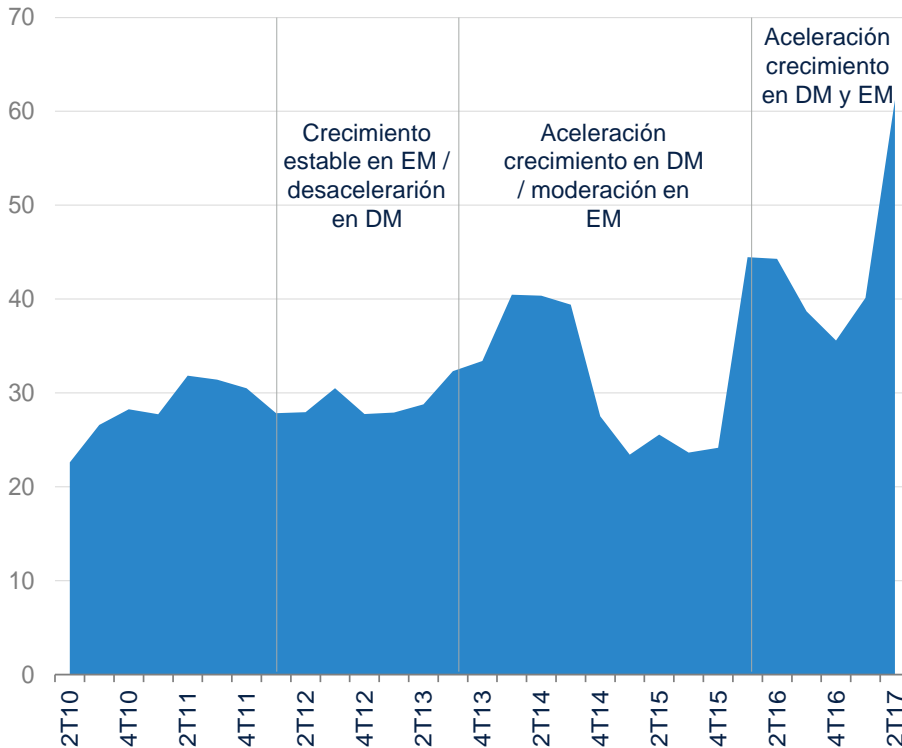
- 01 GLOBAL: Se consolida el entorno global positivo con riesgos a la baja**
- 02 URUGUAY: Recuperación en marcha, pero persisten desequilibrios**

01

**GLOBAL: Se consolida el entorno global
positivo con riesgos a la baja**

Recuperación: más sincronizada entre las diferentes áreas

Índice de sincronización de crecimiento entre economías desarrolladas y emergentes



◆ Desarrollados:

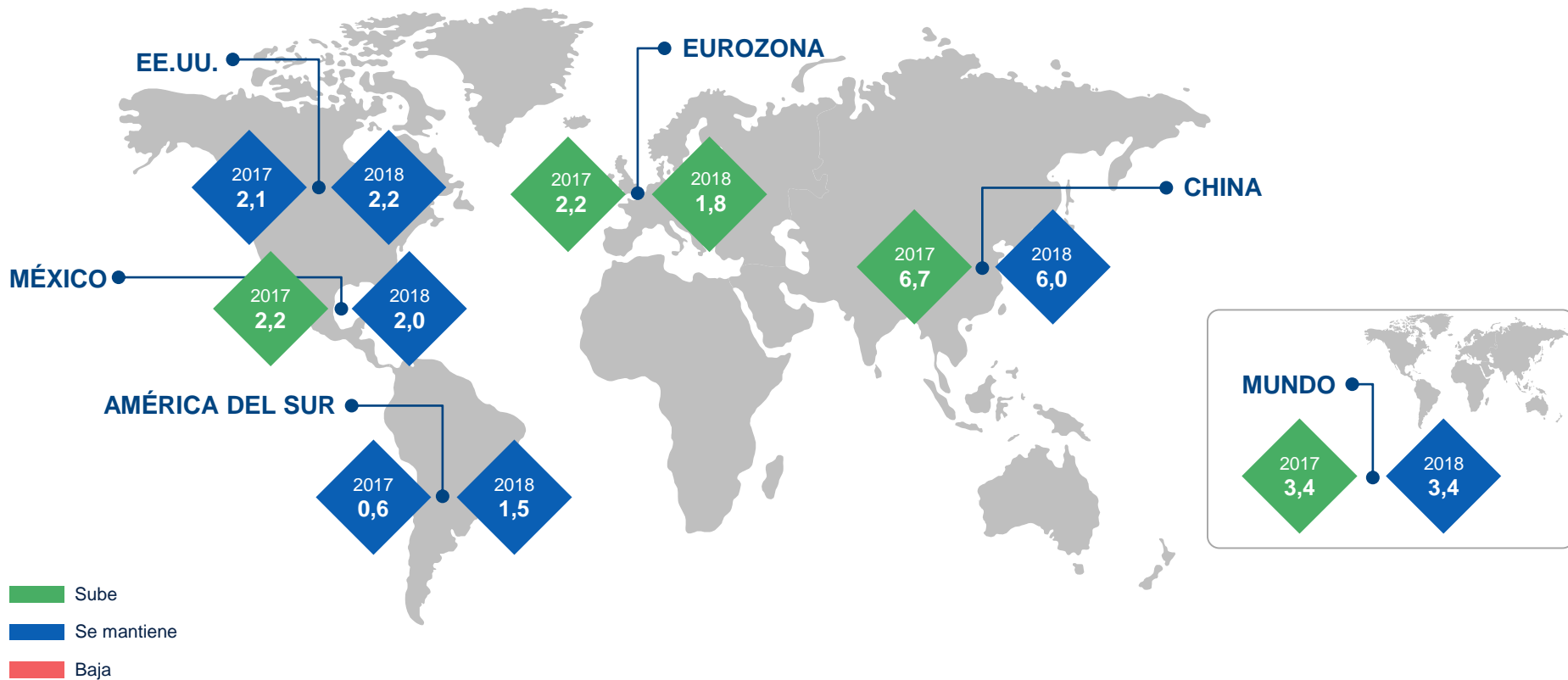
- Fuerte rebote en EE.UU.
- Sorpresa positiva en Europa

◆ Emergentes:

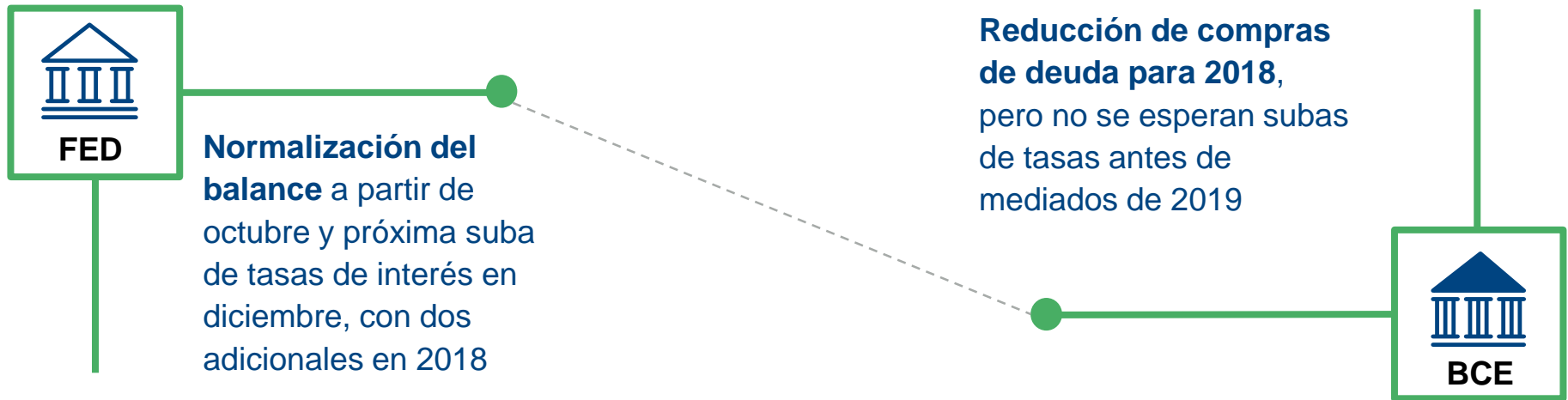
- Leve desaceleración en China, aunque menor de la esperada. Sigue apoyando el resto de Asia
- Recuperación en Rusia y Brasil, que dejan de lastrar al crecimiento mundial
- El crecimiento va ganando tracción en los países de Latinoamérica

- ◆ Mayor apoyo de las políticas económicas al crecimiento

Revisión al alza del crecimiento en Europa y China. Sesgo positivo en América del Sur



Bancos centrales avanzan hacia una normalización muy gradual



Incertidumbre alta:

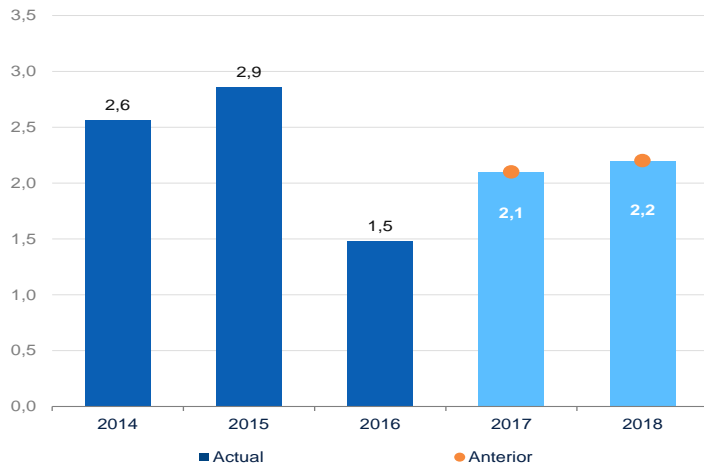
- En **EE.UU.**, por la moderación de la inflación y el cambio esperado en el FOMC en 2018



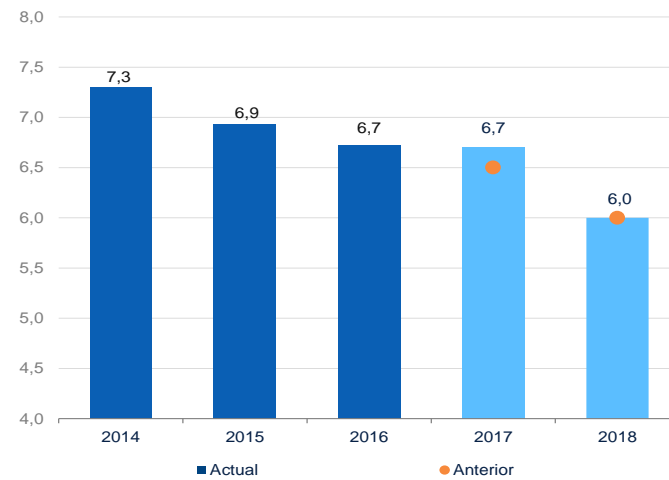
- En la **Eurozona**, sesgo hacia un *tapering* más gradual (fortaleza del euro) y un retraso del ciclo de subas de tasas (baja inflación)

EE.UU.: crecimiento sostenido a pesar de la incertidumbre política y los desastres naturales mientras que China mejora en el corto plazo

EE.UU.: crecimiento del PIB
(a/a, %)



China: crecimiento del PIB
(a/a, %)

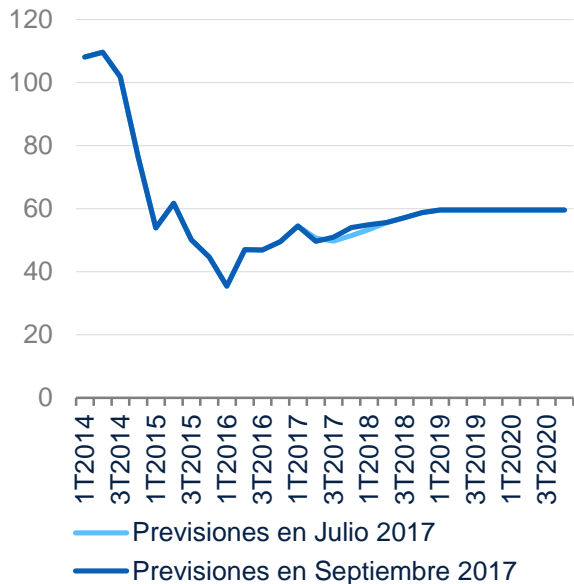


- ◆ Mantenemos las previsiones de crecimiento para 2017-2018 ya que los huracanes tendrán un impacto moderado en actividad
- ◆ Entre las cuestiones pendientes:
 - Una reforma impositiva todavía por clarificar
 - Incertidumbres sobre la política económica

- ◆ Ligera revisión al alza del crecimiento en 2017 por mejor desempeño en 1S17
- ◆ Desaceleración en 2018 por menor apoyo de las políticas económicas y apreciación del tipo de cambio

Precios del petróleo y soja en marcha hacia su nuevo equilibrio. Aumento temporal del precio del cobre

PETRÓLEO BRENT
(USD/B)



SOJA
(USD/tm)



COBRE
(USD/lb)

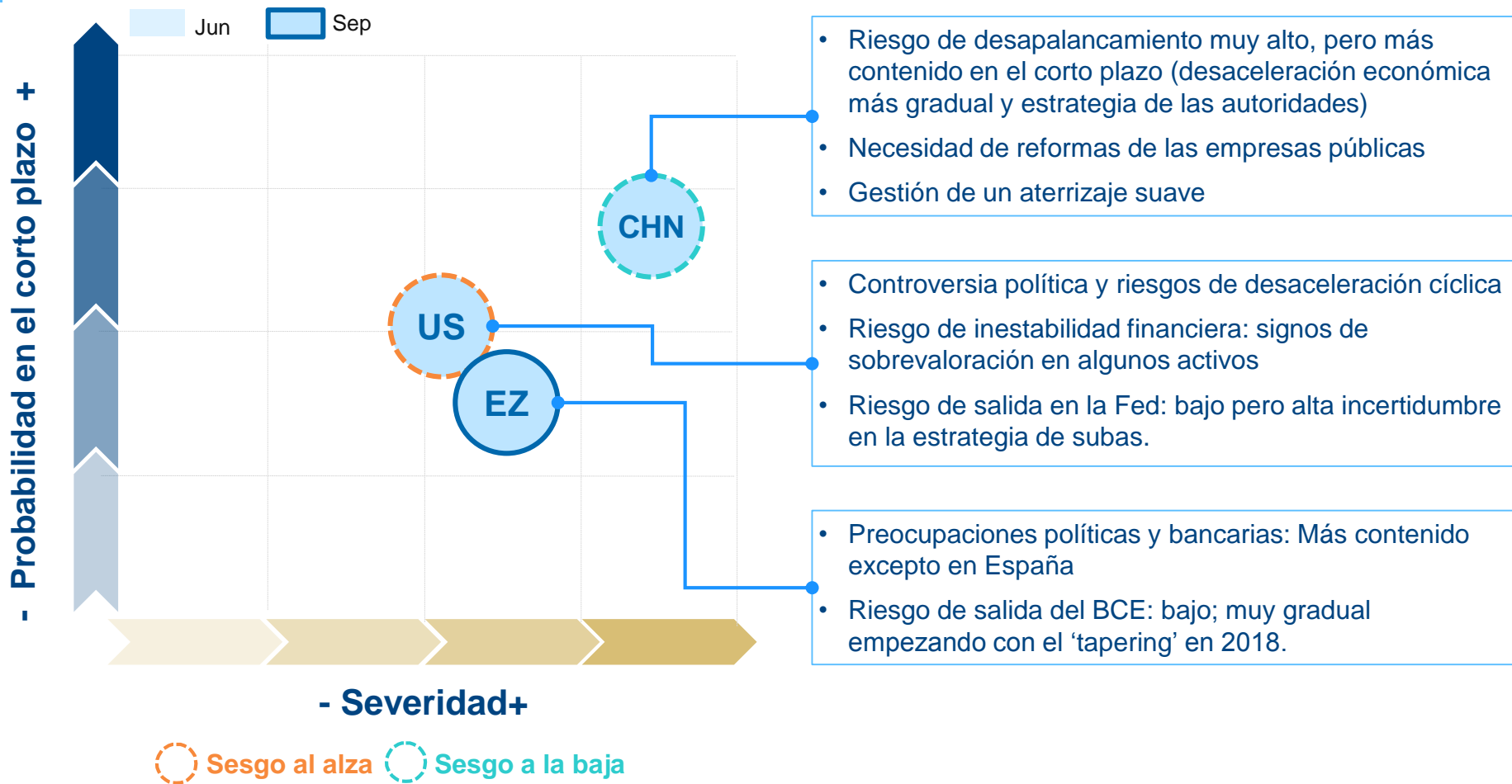


Fuente: BBVA Research y Bloomberg

El precio del petróleo y de la soja mantiene la perspectiva de hace unos meses de convergencia gradual hacia los niveles de equilibrio de largo plazo. Se mantiene la expectativa de precios en 60 USD/barril para el petróleo Brent.

El precio del cobre aumentó significativamente por el empuje de factores financieros, que deberían amainar gradualmente hacia adelante. Mantenemos inalterado el precio de equilibrio de largo plazo.

Riesgos globales: reequilibrio desde China a EE.UU. en el corto plazo



- Riesgo de desapalancamiento muy alto, pero más contenido en el corto plazo (desaceleración económica más gradual y estrategia de las autoridades)
- Necesidad de reformas de las empresas públicas
- Gestión de un aterrizaje suave

- Controversia política y riesgos de desaceleración cíclica
- Riesgo de inestabilidad financiera: signos de sobrevaloración en algunos activos
- Riesgo de salida en la Fed: bajo pero alta incertidumbre en la estrategia de subas.

- Preocupaciones políticas y bancarias: Más contenido excepto en España
- Riesgo de salida del BCE: bajo; muy gradual empezando con el 'tapering' en 2018.

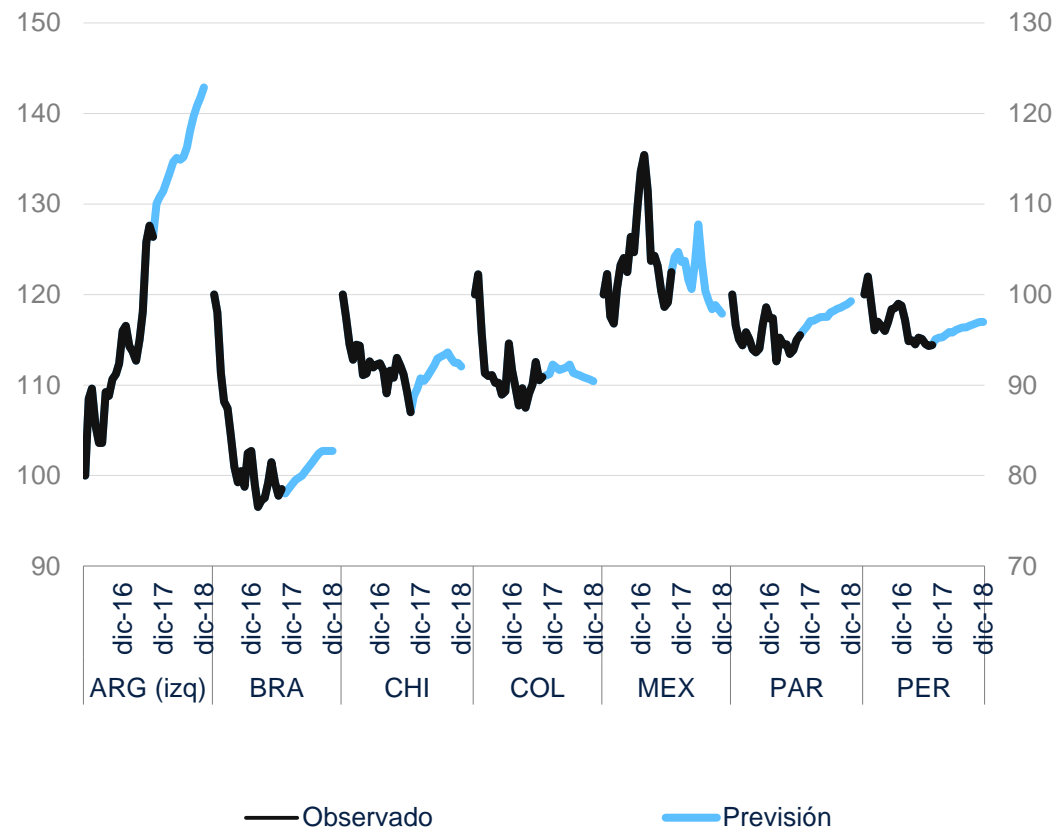
**Otros riesgos : Geopolíticos (Corea del Norte); Proteccionismo (China –EE.UU.)

Depreciaciones acotadas de los tipos de cambio en 2018...

- ◆ **Apreciación o estabilidad de los tipos de cambio en los últimos tres meses**, lo que implicó apreciación en términos reales en todos los países.
- ◆ Seguimos anticipando una **moderada depreciación de los tipos de cambio hacia delante**, consistente con una divergencia entre la reducción de tasas de interés en América del Sur y el aumento de las tasas de interés por parte de la Fed.
- ◆ **El peso mexicano podría apreciarse en 2018** si no se materializan los riesgos relativos a la negociación del NAFTA y las elecciones.

Tipo de cambio frente al dólar

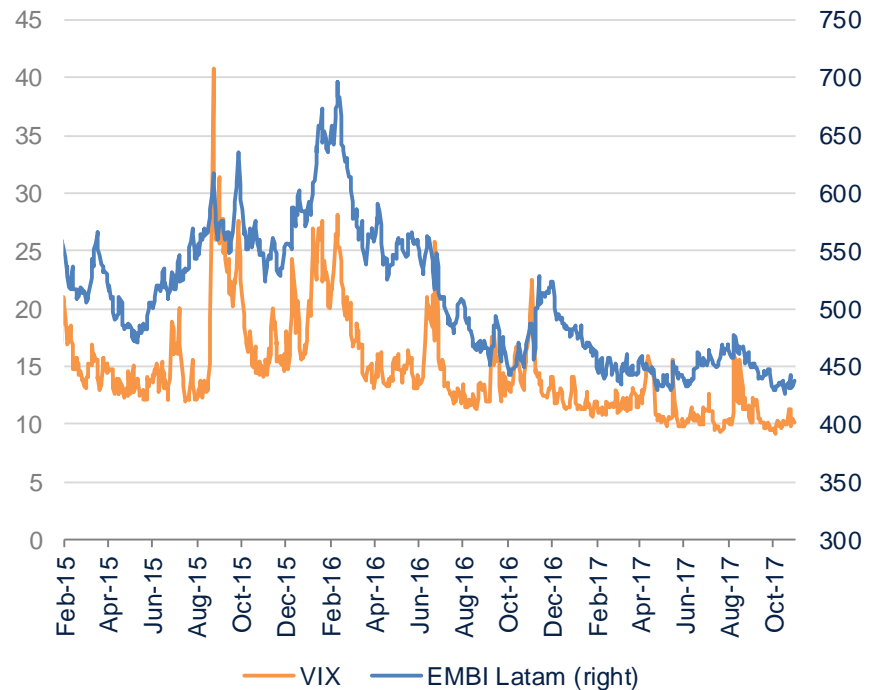
(Índice dic 2016=100)



... en un entorno donde la volatilidad sigue siendo inusualmente reducida, con riesgos de revertir rápidamente

- ◆ **Volatilidades en mínimos históricos**, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica.
- ◆ **Riesgo de complacencia en los mercados**, en un contexto de aumento de las tasas de interés por parte de la Fed.

Volatilidad implícita en mercados desarrollados y prima de riesgo en América Latina

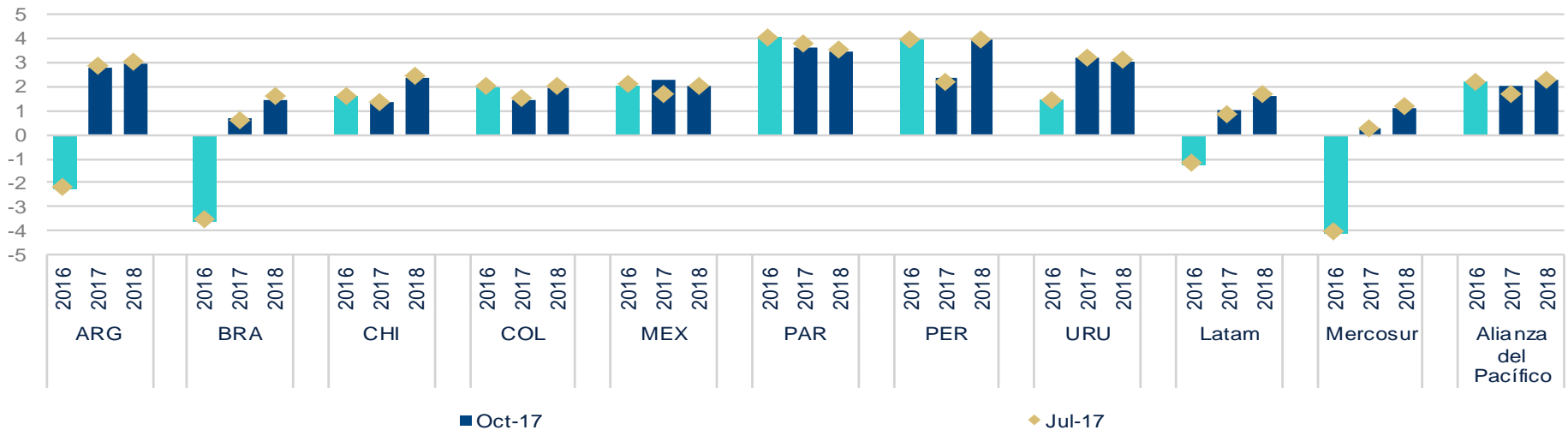


Tras 5 años de desaceleración, se recupera el crecimiento en América Latina, pero será aún lento en 2017 y 2018

Revisamos al alza la previsión de crecimiento en Latam en 2017 (1,1%), y la mantenemos inalterada para 2018 (1,6%) en base a mejoras del sector externo e inversión doméstica

Países Latam: Crecimiento del PIB

(%)



Fuente: BBVA Research

Los datos recientes muestran la consolidación del crecimiento en Argentina y una aceleración de la actividad en Brasil, Chile y Perú en los últimos meses

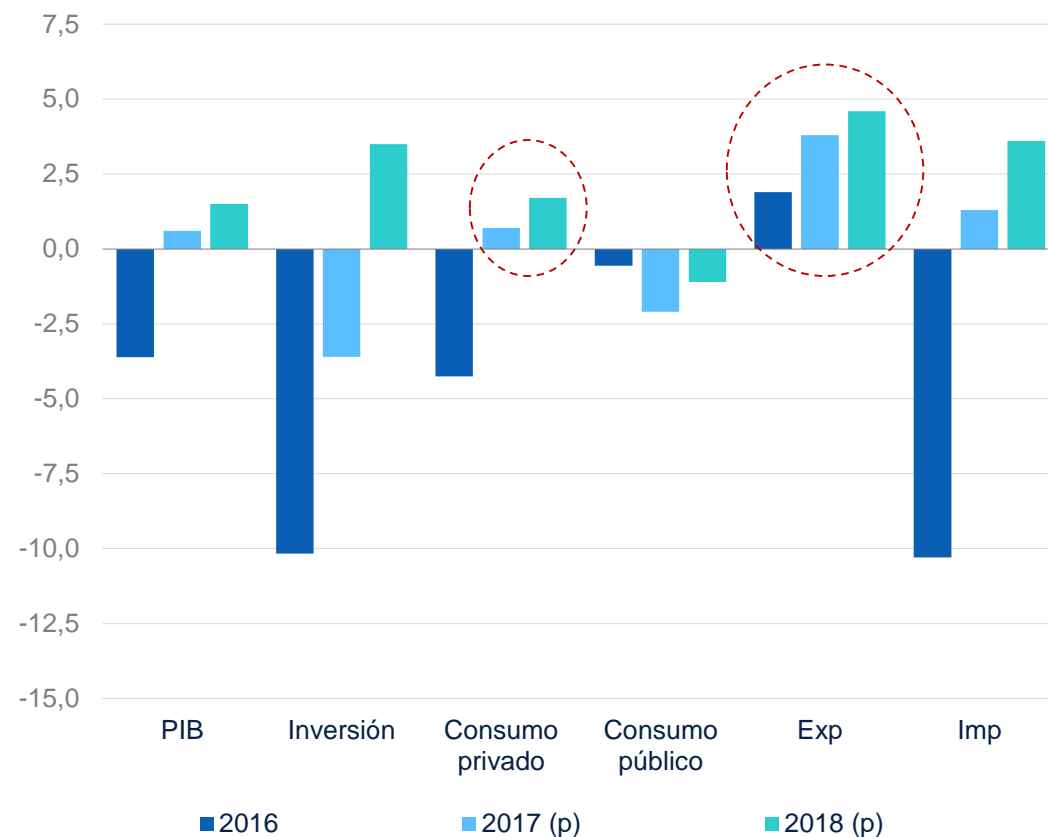
La actividad económica en México sorprendió al alza en el primer semestre del año, pero muestra señales de desaceleración para el segundo semestre

Revisamos al alza la previsión de crecimiento en México y Perú en 2017, por la fortaleza mostrada por la demanda interna en el primer semestre del año

Brasil: una recuperación cíclica tras la recesión. El PIB debería crecer 0,6% en 2017 y 1,5% en 2018

- ◆ La situación fiscal y el ruido político impiden un mayor optimismo con respecto al crecimiento. Con todo, los datos recientes sugieren que la recuperación podría ser más fuerte que lo esperado.
- ◆ La recuperación de la economía la están liderando el consumo privado y las exportaciones. La baja inflación, la política monetaria más laxa y la mejora gradual del mercado laboral apoyarán al consumo privado. Los términos de intercambio más elevados, un tipo de cambio más favorable y la mayor demanda global seguirán estimulando las exportaciones.
- ◆ La inflación, actualmente en 2,5%, debe alcanzar 3,2% en 2017 y el 4,3% en 2018. Estos niveles relativamente bajos crean margen para una política monetaria más acomodaticia: la tasa SELIC deben converger pronto a 7,0%.

Brasil: Crecimiento del PIB y de sus componentes*
(%)

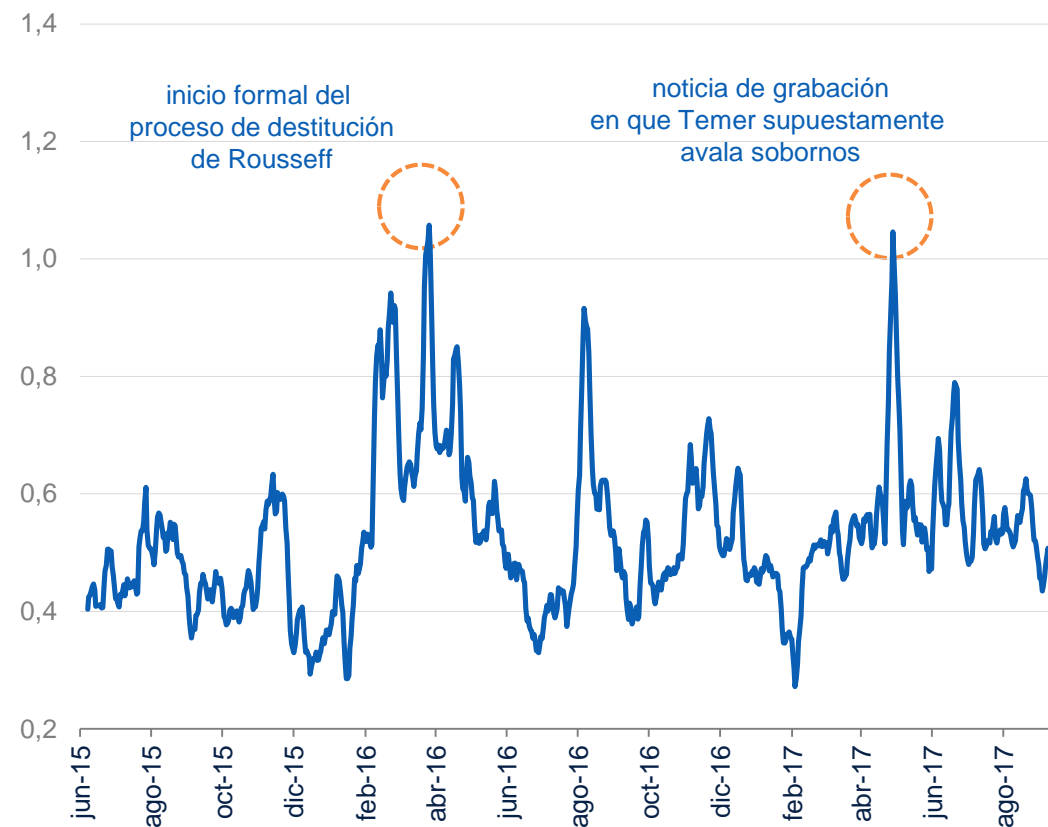


* (p) = previsiones. Fuente: BBVA Research e IBGE.

Una recuperación estructural de la economía brasileña parece improbable en el corto plazo, principalmente por la situación política

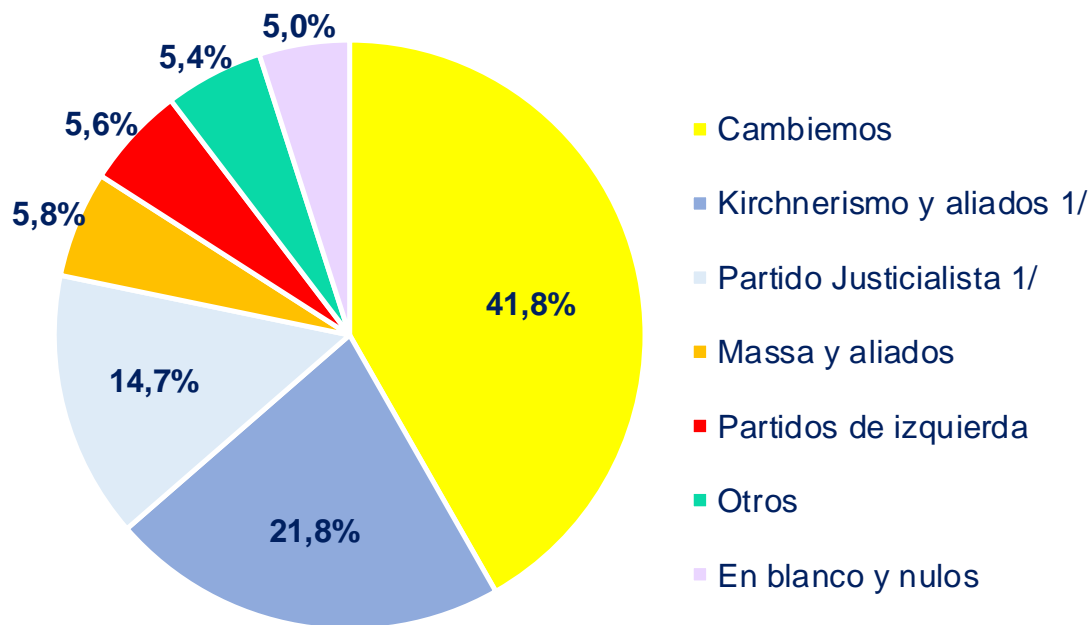
- ◆ Las señales recientes de respaldo del Congreso al Presidente Temer aumentan la probabilidad de que logrará terminar su mandato, que va hasta el cierre de 2018. Con todo, **solo el 3% de la población aprueba el actual gobierno.**
- ◆ **Antes de 2019 difícilmente se aprobará una reforma de la seguridad social ambiciosa** (fundamental para garantizar la solvencia fiscal del país) así como otras reformas necesarias para aumentar el PIB potencial del país (actualmente alrededor de 2%).
- ◆ **El gobierno que emerja de las elecciones de oct-18 podría tener el apoyo suficiente para adoptar las necesarias reformas.** Sin embargo, la incertidumbre sobre el perfil del próximo gobierno es todavía muy alta.

Índice de tensiones políticas en Brasil de BBVA Research*
(media móvil de los últimos siete días)



Argentina: contundente triunfo del oficialismo en las elecciones reduce temores de vuelta al populismo

Resultados provisorios elecciones a Diputados nacionales, octubre 2017



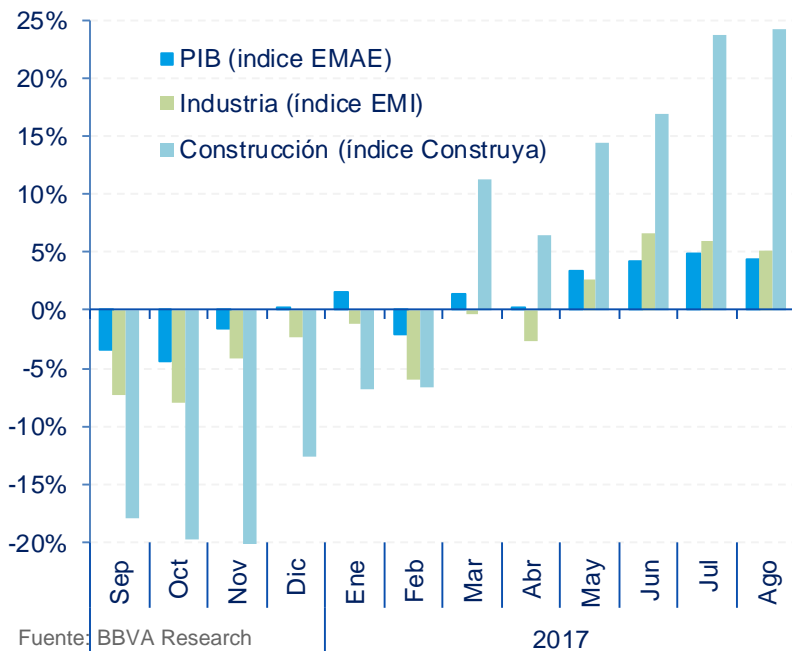
Fuente: Ministerio del Interior, diario La Nación y BBVA Research

- ◆ Mayor fortaleza del oficialismo en el Congreso aunque aún será necesario negociar consensos con los partidos de la oposición
- ◆ El gobierno encaró rápidamente reformas estructurales (previsional, impositiva, laboral) vitales para impulsar la inversión mejorar la productividad y alcanzar el éxito económico a largo plazo.
- ◆ La prima de riesgo continuará cayendo en la medida en que las políticas sean exitosas en cumplir los objetivos de desinflación y reducción del déficit

Se consolida la mejora de la actividad económica en Argentina, pero la inflación cae más lentamente de lo esperado

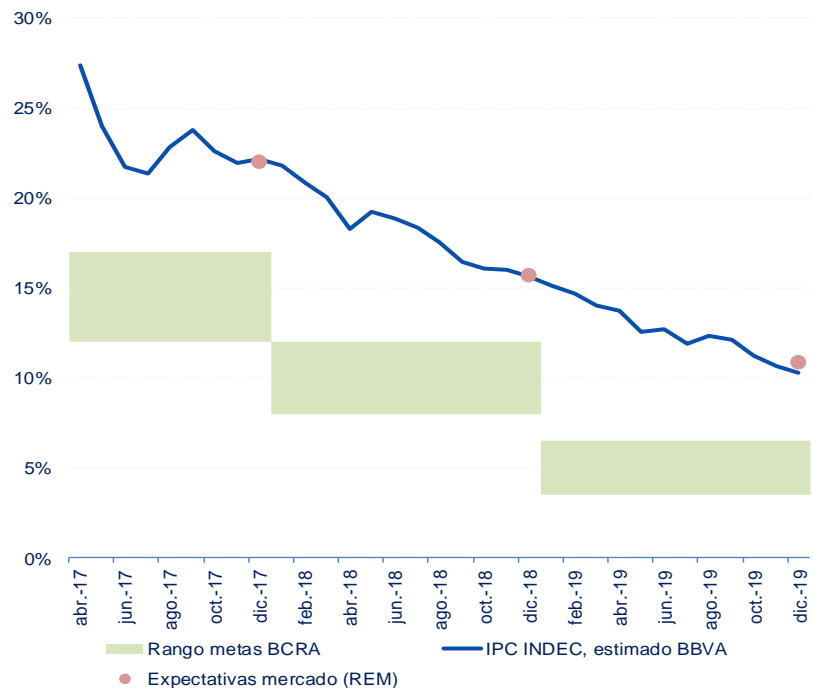
- ◆ **Se afianza el crecimiento y se generaliza a más sectores.** El crecimiento será cercano a 3% en 2018, por segundo año consecutivo, impulsado principalmente por la inversión.
- ◆ **La inflación se mantiene fuera de meta** con cierto estancamiento de la subyacente y lleva al BCRA a endurecer aún más su política monetaria.
- ◆ La lenta consolidación fiscal (-1% del PIB) por año y el financiamiento externo del déficit **presiona hacia la apreciación del peso** y refuerza la necesidad de reformas estructurales para mejorar la competitividad

Indicadores de actividad (var. % a/a)



Fuente: Indec y BBVA Research.

IPC-Nacional, metas Banco Central y expectativas (var. % a/a)



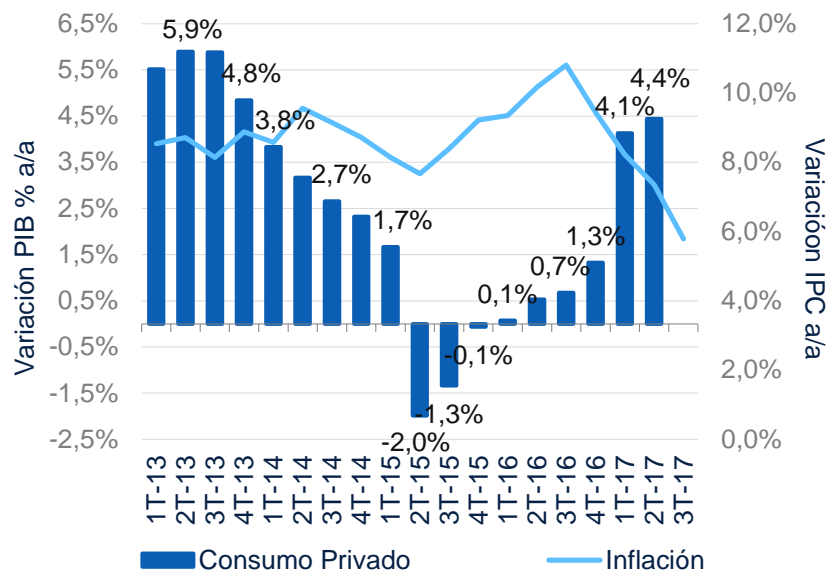
Fuente: Indec, Banco Central y BBVA Research

02

**URUGUAY: Recuperación en marcha pero
persisten los desequilibrios**

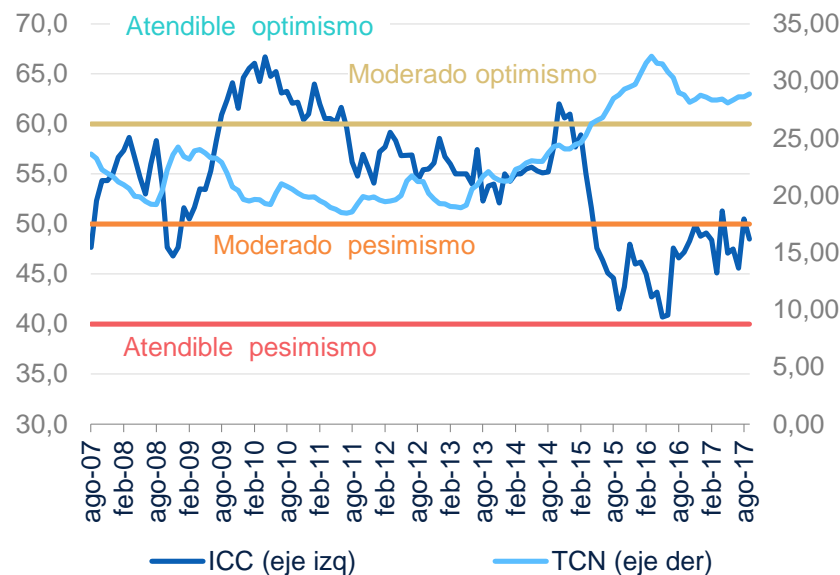
La economía sigue recuperándose gracias al dinamismo del consumo privado

Consumo Privado e Inflación (Variaciones%, a/a)



Fuente: BBVA Research, sobre datos del BCU y del INE

Confianza del Consumidor y Tipo de Cambio (Índice y \$/U\$S)



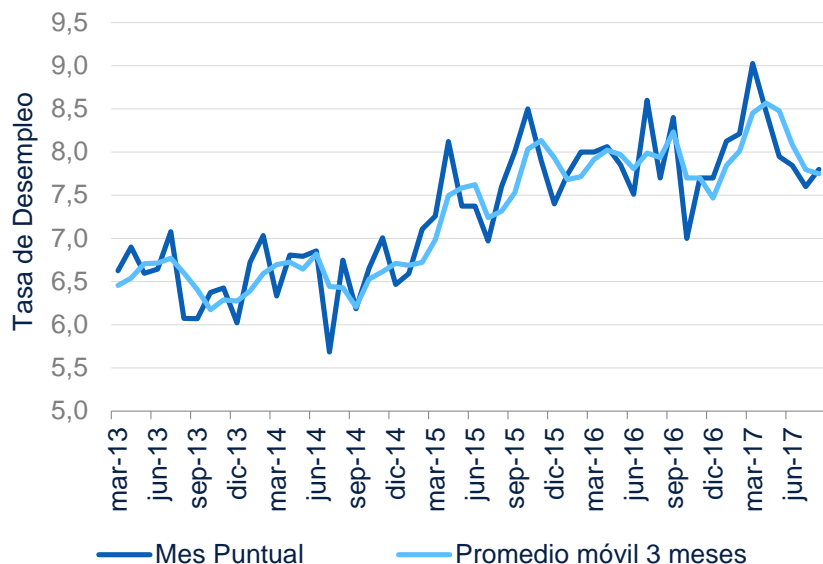
Fuente: BBVA Research, sobre datos del Departamento de Economía de la UCA y del BCU

El consumo privado viene creciendo desde 2016 pero en los primeros dos trimestres de este año muestra variaciones interanuales por encima del 4%, en línea con una trayectoria de desaceleración de la inflación

Gran volatilidad del ICC que vuelve a caer en zona de moderado pesimismo aunque cada vez más próximo a la zona neutral. Un TCR relativamente apreciado en los próximos meses implicará alguna mejora adicional en alguno de los subíndices del ICC, por ejemplo la compra de bienes durables

Mercado Laboral: no muestra una importante recuperación de puestos de trabajo pero continúan mejorando los salarios reales

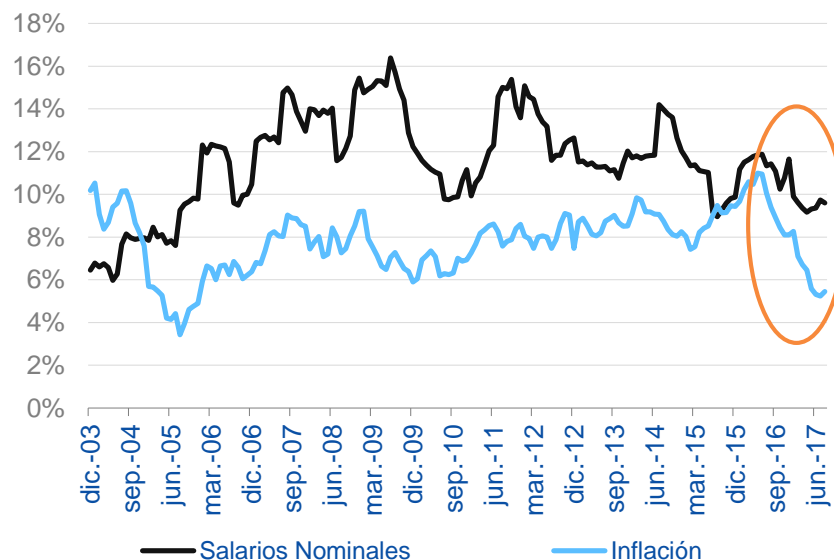
Tasa de Desempleo, total país
(Como % de la PEA)



Fuente: BBVA Research, sobre datos del INE

Alta volatilidad en la tasa de desempleo mensual pero con tendencia creciente en los últimos años. La baja capacidad de crear empleo de la economía, en un contexto de moderado crecimiento económico, hace difícil volver a los mínimos del 6% en la tasa de desempleo en el corto plazo

Salarios Nominales e Inflación
(Variación % a/a)



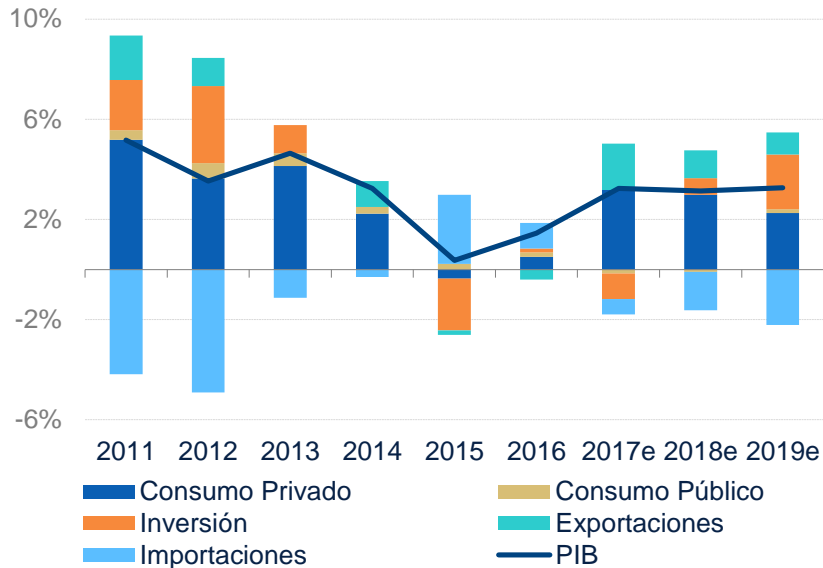
Fuente: BBVA Research, sobre datos del INE

El aumento de los salarios reales en 2017 viene dado por la desaceleración de la inflación. A medida que se establece la inflación, los salarios reales crecerán a una tasa menor ya que el aumento nominal se encuentra acotado por lo acordado en consejos de salarios

El consumo impulsa el crecimiento pero va ganando participación la inversión

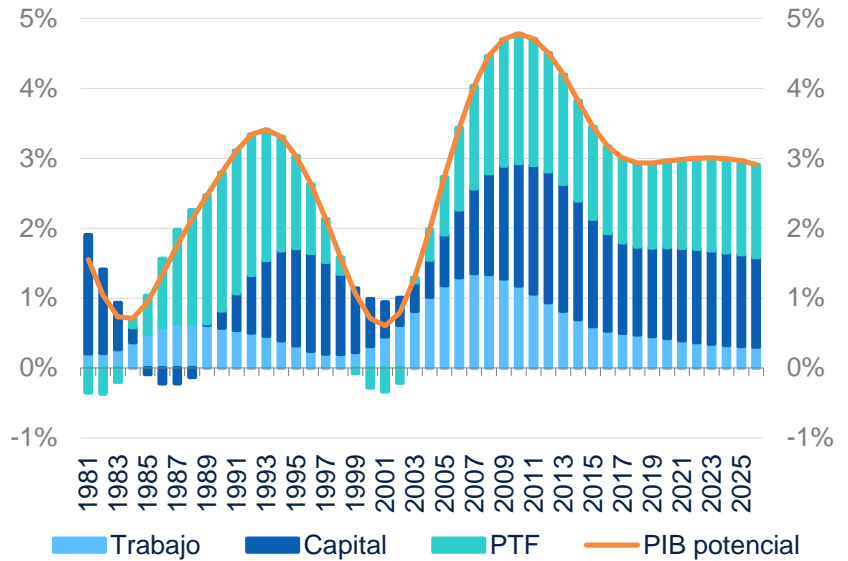
Estimamos un crecimiento cercano al PIB Potencial de 3% para los próximos años

Contribuciones al Crecimiento Económico (%)



Fuente: BBVA Research, sobre datos del INE

PIB Potencial (Variación % a/a)



Fuente: BBVA Research

Nuestras estimaciones de PIB potencial están calculadas sobre supuestos conservadores de mejora de la productividad total de factores

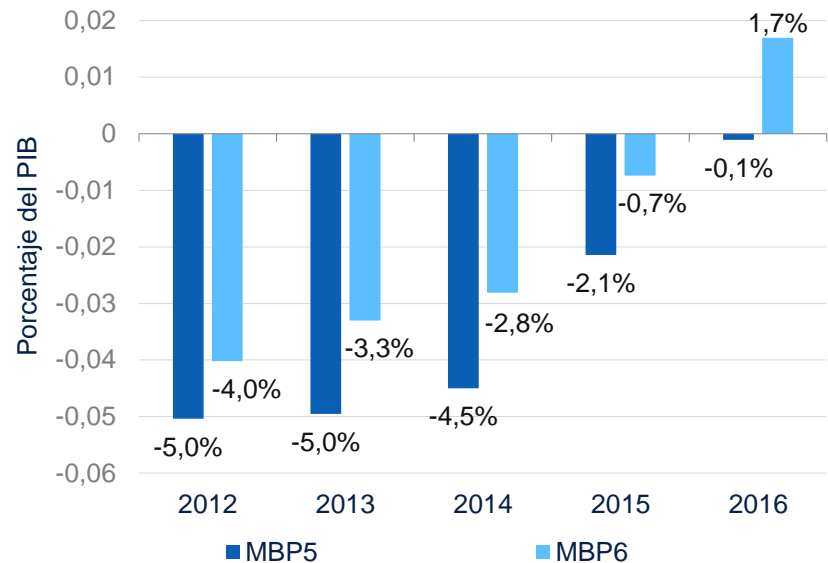
El mayor aporte al crecimiento vendrá dado por el factor Capital, ya que la oferta de trabajo tiene una contribución decreciente por la baja tasa de crecimiento de la PEA

Cambio de metodología y mayor cobertura estadística determinaron modificaciones en los resultados de las cuentas externas

Principales cambios en cuenta la corriente

- ◆ En la **balanza comercial** se especifica el tema de la compraventa de bienes para la transformación que realizan muchas empresas en zonas francas y que antes no se contabilizaban
- ◆ En el caso de **los Servicios** se amplió la clasificación y se mejoró la medición de aquellos servicios que antes estaban como en una nebulosa
- ◆ En la cuenta **Ingreso Primario** (antes denominada Rentas) se desglosó a fin de lograr consistencia entre las cuentas internacionales y las cuentas nacionales
- ◆ Finalmente en **Ingreso Secundario** se asientan las transferencias

Resultado por cuenta corriente (Como % del PIB)



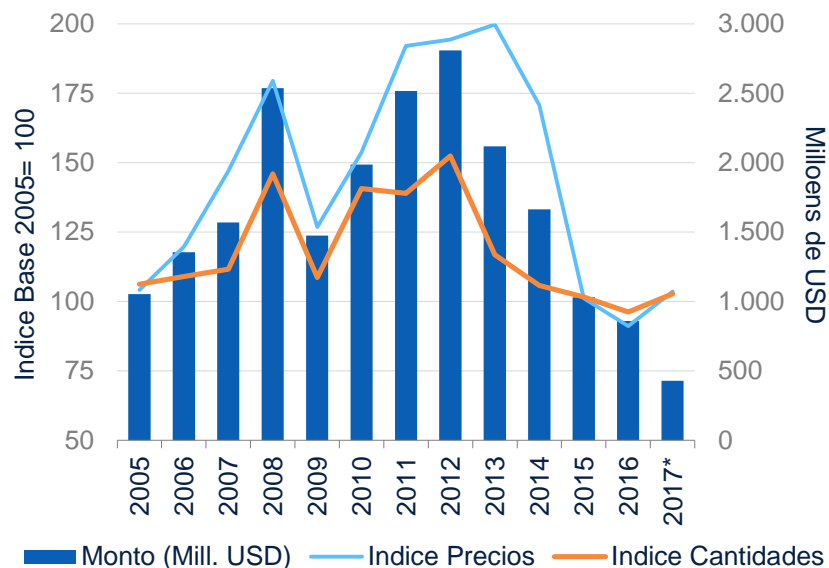
Fuente: BBVA Research, sobre datos del BCU

Los resultados de la nueva metodología muestran una cuenta corriente menos deficitaria básicamente por un mejor resultado comercial dado una base mayor de exportaciones

Menor importación de petróleo y recuperación de los ingresos por turismo lograron mejoras estructurales

Petróleo: Monto, precios y cantidades

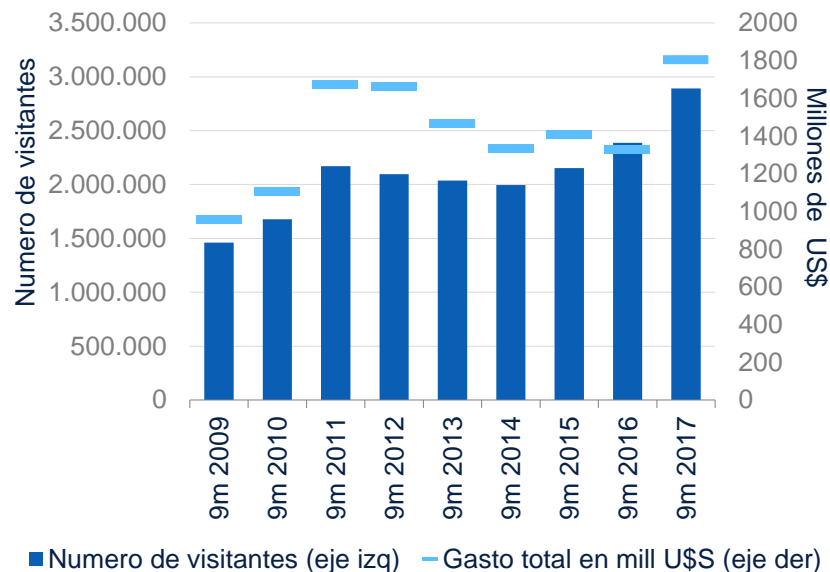
Monto en millones USD; precios y cantidades en Índices



Fuente: BBVA Research, sobre datos del BCU

Turismo Receptivo: récord ene-sep 17

Número de visitantes y gasto en millones de dolares



Fuente: BBVA Research, sobre datos del Ministerio de Turismo de Uruguay

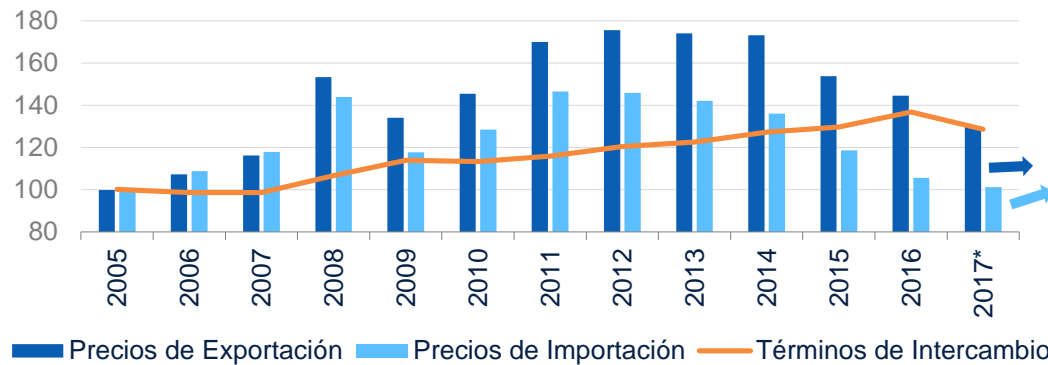
Menor dependencia del petróleo gracias al cambio de la matriz energética pero también precios más bajos posibilitaron reducir el volumen total de importaciones

El ingreso de turistas volvió a ser récord en el período ene-septiembre de 2017 aportando poco más de USD 1800 millones, cifra que fue determinante en la mejora de la cuenta corriente

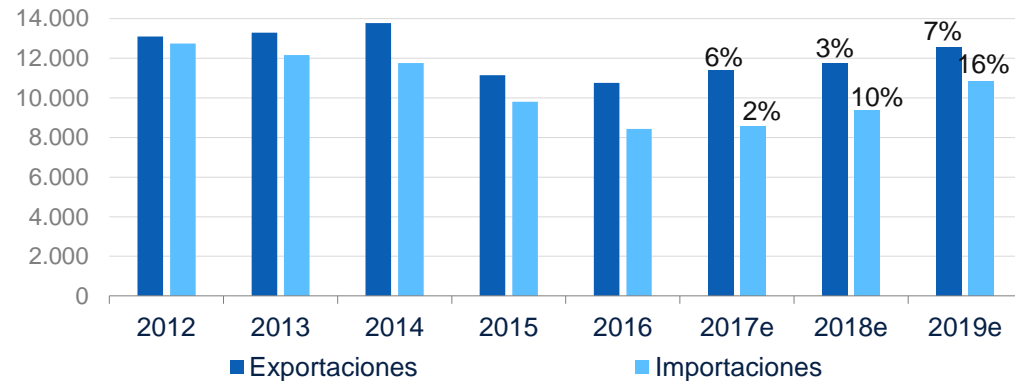
En 2018 se recortará el superávit de la balanza comercial

Preveamos leve deterioro de los Términos de Intercambio

Precios de Exportación, Importación y Términos de Intercambio (Índice Base 2005 = 100)



Balanza Comercial de Bienes (FOB-FOB) (Cifras en millones de dólares)

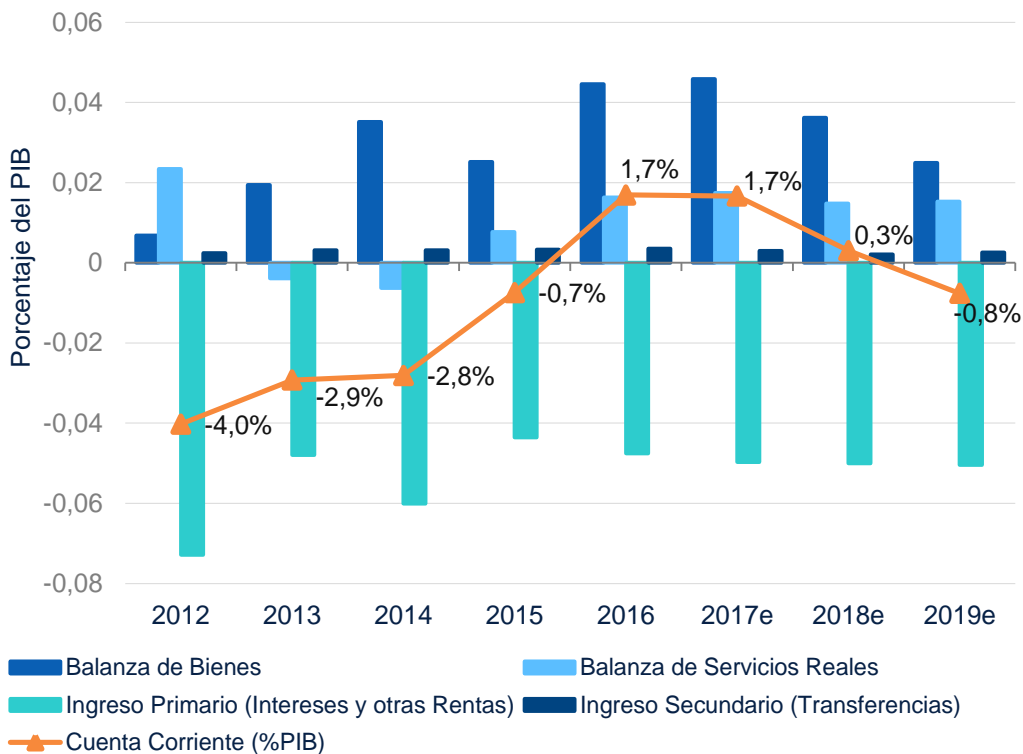


Fuente: BBVA Research, sobre datos de BCU

- ◆ Esperamos cierta recuperación en el precio del petróleo, estabilidad en los commodities agrícolas y subas marginales en carnes y lácteos
- ◆ Seguimos con nuestro escenario base de suba de importaciones por más crecimiento y compra de bienes de capital para la planta celulosa a partir de 2018
- ◆ Las exportaciones crecerán a un ritmo más acotado pero con un incremento adicional al concluir la planta de celulosa.

Sigue el superávit de cuenta corriente en 2017 pero estimamos que comience a deteriorarse a partir de 2018

Resultado por cuenta corriente (MBP6)
(Como % del PIB)

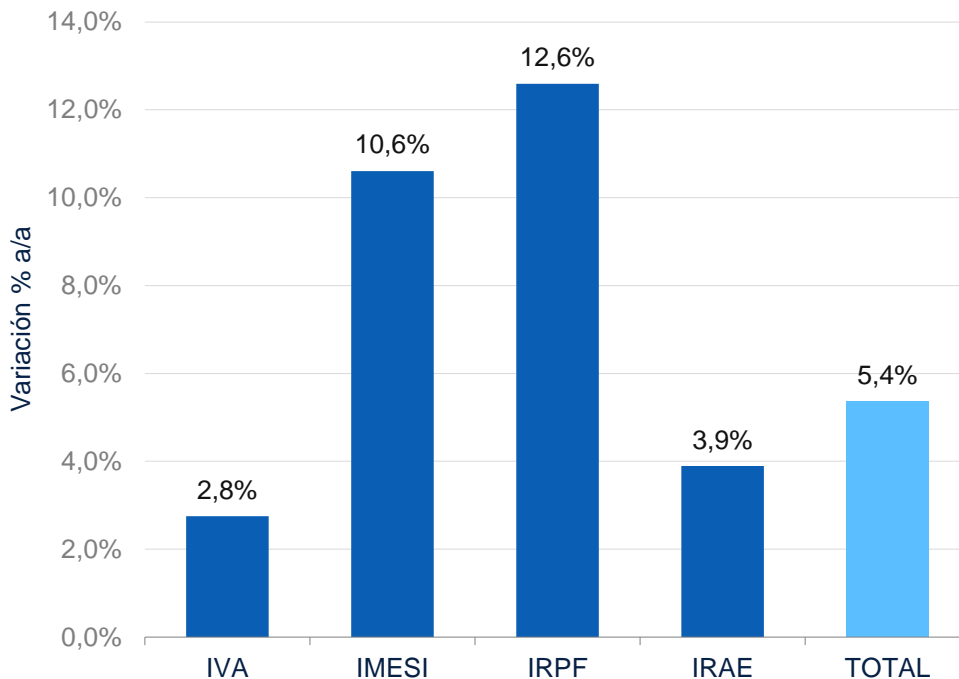


El aumento de las importaciones recortará superávit comercial

- ◆ El Balance de Bienes continuará siendo positivo, a pesar que se reduce el superávit por mayores importaciones
- ◆ El turismo contribuirá con un aporte significativo, en particular si no hay movimientos cambiarios fuertes en la Región
- ◆ La financiación del déficit en cuenta corriente estará dada parcialmente por IED (la empresa UPM financia su propio proyecto)

Consolidación Fiscal: en la dirección correcta pero a menor ritmo del esperado

Recaudación Impositiva en términos reales (Variación % a/a, del período enero/septiembre)



IVA: Impuesto al Valor Agregado
IMESI: Impuesto a Bienes Específicos
IRPF: Impuesto a la Renta de Personas Físicas
IRAE: Impuesto a la Renta de Actividades Económicas

Fuente: BBVA Research sobre datos del MEF

El gobierno mantiene su objetivo de lograr un resultado fiscal global de -2,5% del PIB en 2019

Los ajustes llevados a cabo sobre el IRAE y el IRPF han mejorado los ingresos fiscales en términos reales

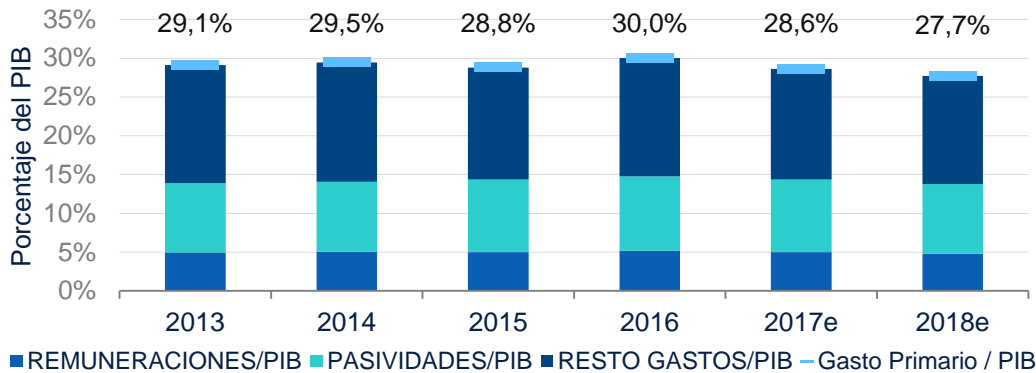
La recaudación del IVA y del IMESI aumentan en la medida que lo hace el consumo privado

Seguimos previendo un resultado global de -3,5% del PIB para 2017 y de -3,1% en 2018

Acercarse a la meta 2019, requiere un esfuerzo adicional por parte del gobierno para reducir el ratio Gasto primario/PIB

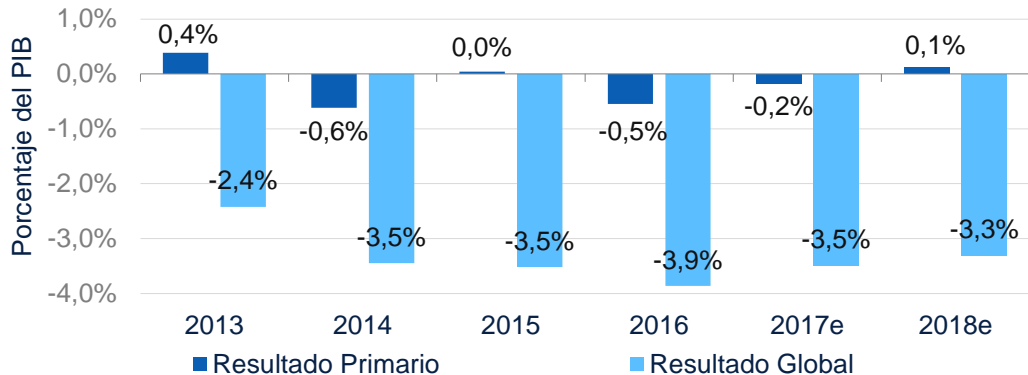
Gasto Primario del Sector Público (sin empresas públicas)

Como % del PIB



Resultado del Sector Público

Como % del PIB

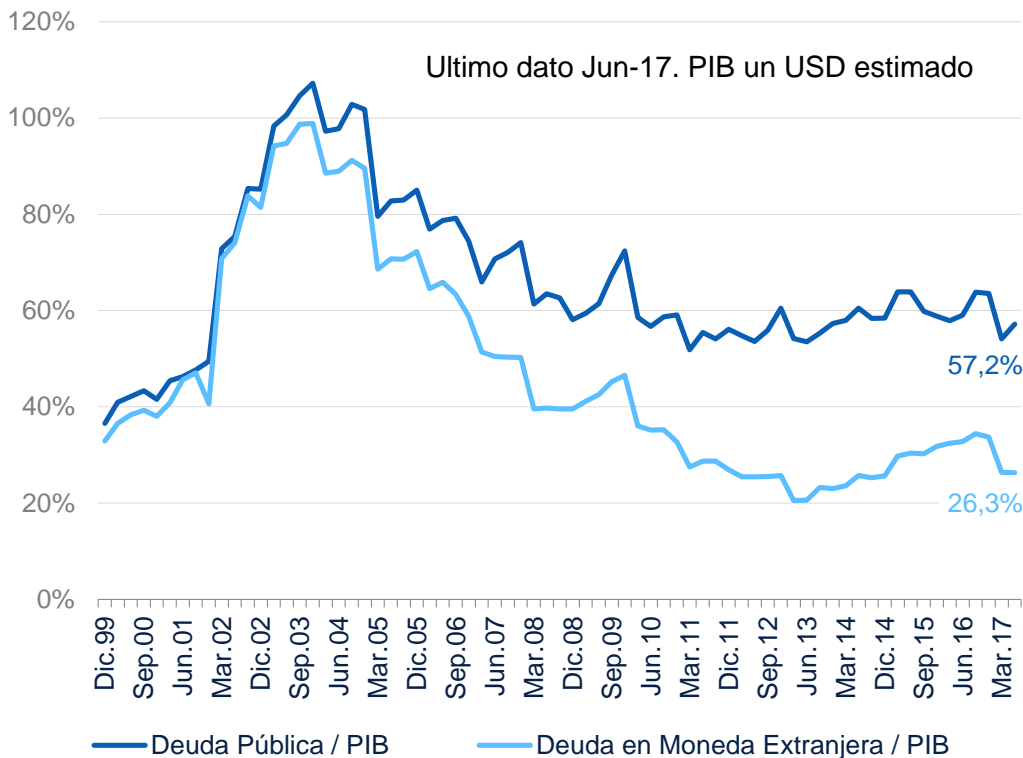


Fuente: BBVA Research, sobre datos del MEF

- ◆ Posponer algunos gastos como hizo el gobierno o reducir inversiones de empresas públicas fue de utilidad para reducir el Gasto en términos de PIB en 2017, pero a futuro debería enfocarse en mejoras más estructurales de la eficiencia del sector público
- ◆ Los últimos datos oficiales a septiembre arrojaron un resultado acumulado 12 meses del orden del -3,6% del PIB, en línea con nuestra previsión anual

El Gobierno retomó este año el proceso de desdolarización de su deuda al lograr exitosas emisiones en pesos

Deuda Bruta del Sector Público Como % del PIB

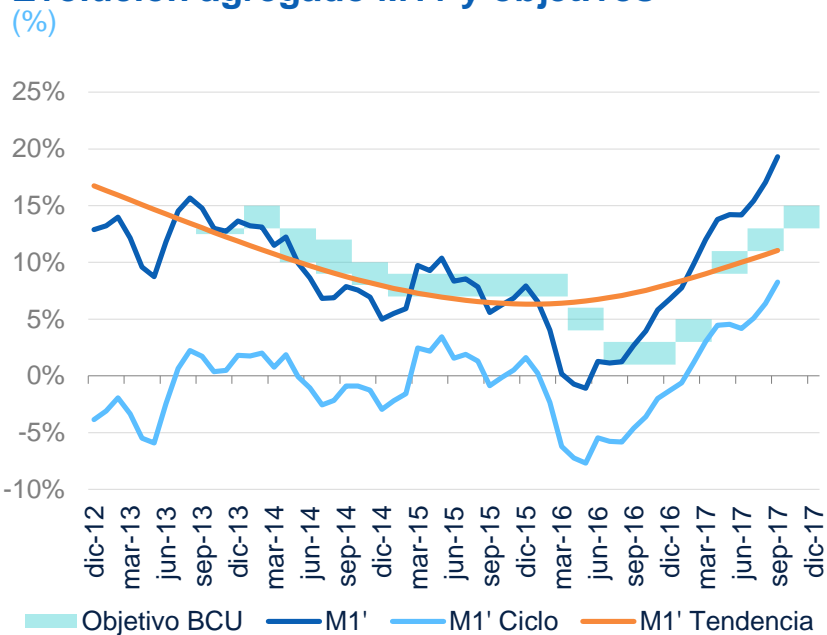


El ratio deuda pública / PIB sigue fluctuando en un rango acotado

- La deuda en dólares es aproximadamente un 46% del total de la deuda pública
- El aumento del PIB en dólares permite ver una mejora en el ratio deuda/PIB a pesar de que esta se ha incrementado en unos USD 1.969 millones en el primer semestre de este año.
- Calificadores ratificaron el Investment Grade para Uruguay

La política monetaria relaja el sesgo contractivo

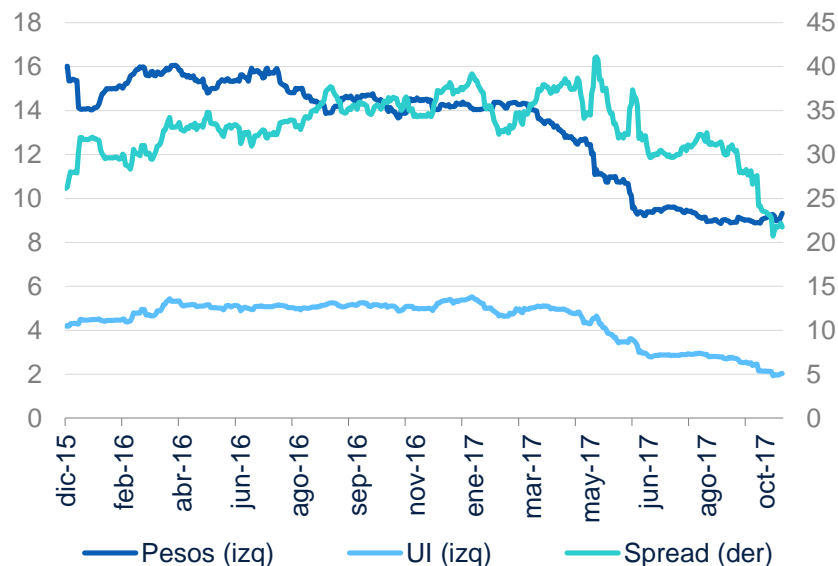
Evolución agregado M1+ y objetivos (%)



Fuente: BBVA Research, sobre datos del BCU

Expectativas de Inflación

Spread % curva rendimiento a 1 año de Pesos y de Unidades Indexadas a 1 año



Fuente: BBVA Research, sobre datos BEVSA

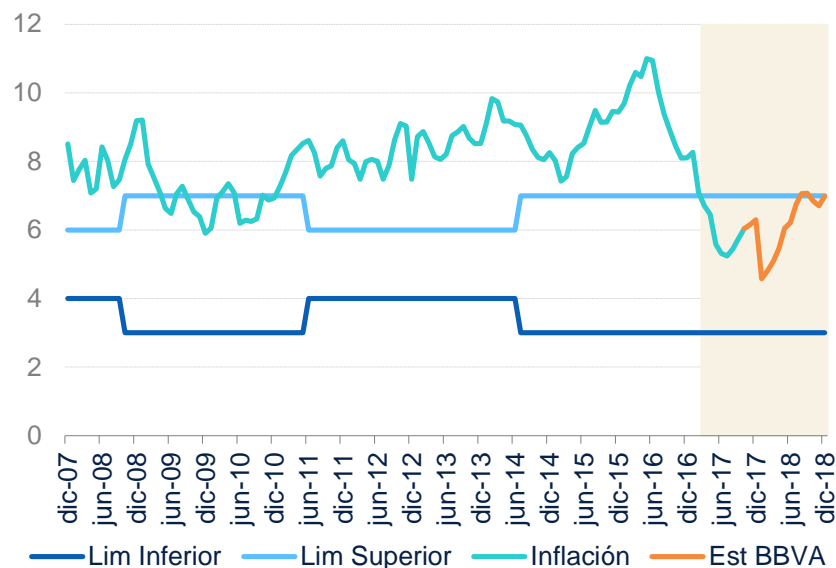
El BCU acompaña la mayor demanda de pesos, aumentando las metas a partir de 1T17 en línea con la baja de la inflación

El spread entre instrumentos en pesos y unidades indexadas se ha reducido significativamente indicando una caída de las expectativas de inflación

El IPC terminará el año dentro del rango objetivo del BCU

Revisamos a la baja la inflación a 6,3% interanual para 2017 y 7,0% para 2018 teniendo en cuenta la estabilidad cambiaria y el ajuste estacional de tarifas eléctricas

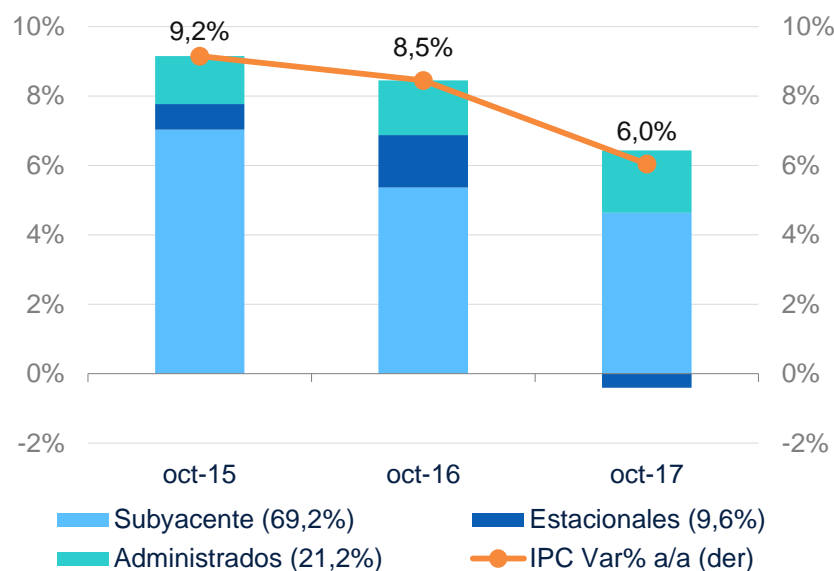
La inflación dentro del rango meta (%)



Fuente: BBVA Research, sobre datos del INE y BCU

Índice de Precios al Consumidor

Var. a/a, nivel general y contribuciones



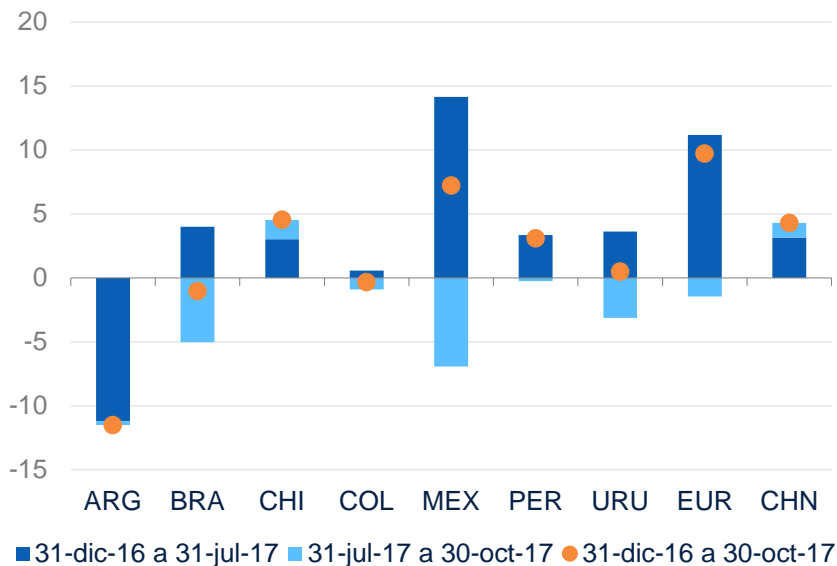
Fuente: BBVA Research, sobre datos del INE

Desde dic-07 el IPC se ubicó en el rango meta sólo en 21 meses de 118, es decir un 17,8%

Al margen de factores estacionales y el menor uso de precios administrados para contener la inflación, la desaceleración de la inflación núcleo refleja factores más estructurales

Las monedas regionales muestran cierta apreciación en el año pero en el último trimestre el dólar ha recobrado terreno

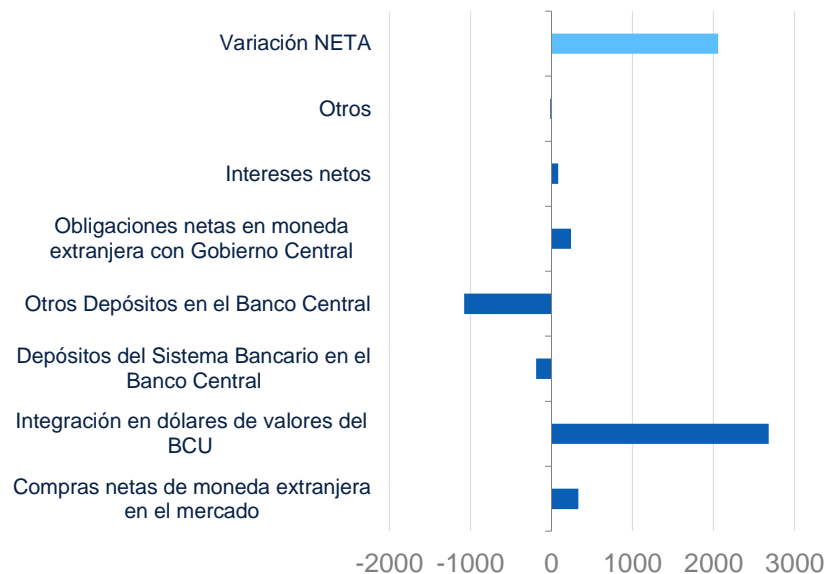
Evolución cambiaria socios comerciales (%)



(-) implica depreciación frente al dólar
Fuente: HAVER, BBVA Research

Activos de Reserva

Factores de variación acumulada 2017, en Millones USD



Fuente: BCU

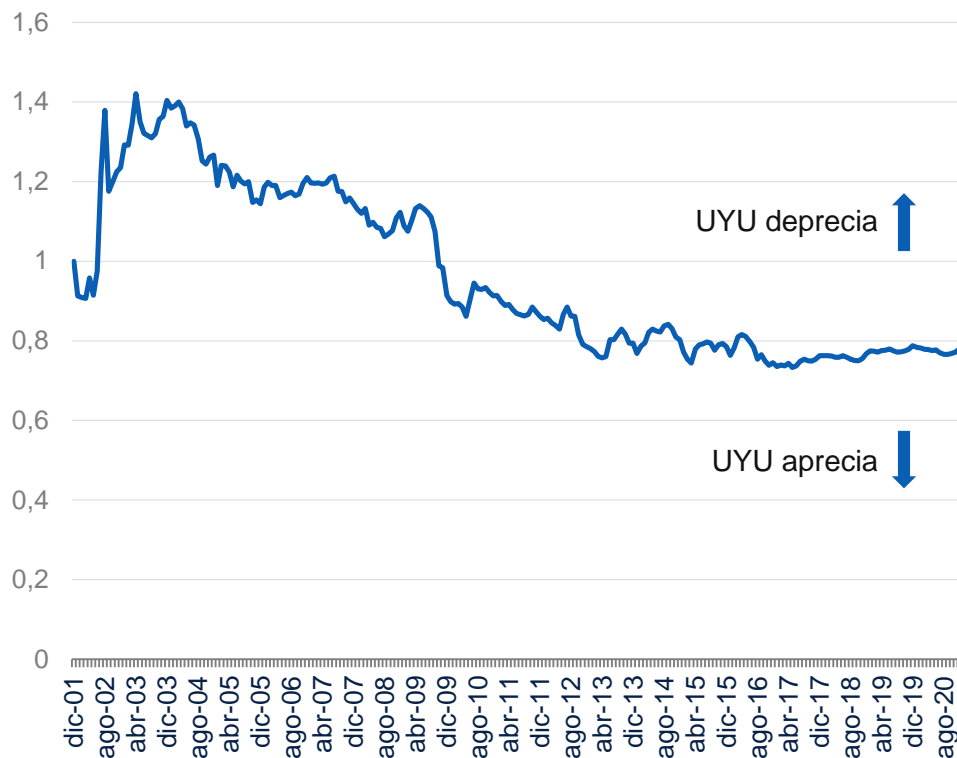
El peso uruguayo registra la misma tendencia pero más moderada ya que el BCU prioriza restar volatilidad

La acumulación de reservas internacionales por integraciones en dólares refleja el apetito por activos soberanos uruguayos

Mantenemos nuestras previsiones de tipo de cambio en un entorno de suba gradual de tasas de la Fed

Tipo de cambio real multilateral

Índice Base dic-01= 1



El dólar alcanzará los \$ 29,5 para fin de 2017 y \$ 31,4 al cierre de 2018

El tipo de cambio de Uruguay también se verá afectado por el debilitamiento del real brasileño y el peso argentino

El tipo de cambio real multilateral se depreciaría en torno a 3% entre fin de 2016 y 2018

URUGUAY

Previsiones Macroeconómicas	2015	2016	2017e	2018e
PBI (% a/a)	0,4	1,5	3,2	3,1
Inflación (% a/a, fdp)	9,4	8,1	6,3	7,0
Inflación (% a/a, promedio)	8,7	9,6	6,2	6,1
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	29,7	28,8	29,5	31,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	27,3	30,1	28,7	30,5
Tasas de interés activa en pesos (% , promedio)	21,4	22,3	21,5	21,8
Consumo Privado (% a/a)	-0,5	0,7	4,3	4
Consumo Público (% a/a)	2,2	1,6	-1,5	-1,0
Inversión (% a/a)	-9,0	0,7	-5,0	3,5
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,5	-3,9	-3,5	-3,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,7	1,7	1,7	0,3

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Argentina

Economista Jefe

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Adriana Haring
aharing@bbva.com

Juan Manuel Manías
juan.manias@bbva.com

BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.cerqueira@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y

Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel 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

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com