

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

**BBVA** Research

# Perspectiva Mundial y de Uruguay

1T19

Febrero 2019

Creando Oportunidades

## Mensajes clave

- La desaceleración global limitará la recuperación en América Latina. Un crecimiento más tímido en los países desarrollados, un aumento de la volatilidad financiera global y peores perspectivas para los precios de las materias primas, más allá de factores idiosincráticos, afectarán negativamente a la región
- Tras crecer 1,6% en 2018, la región se expandirá 2,1% en 2019 y 2,4% en 2020, respectivamente: 0,3 pp y 0,2 pp por debajo de lo esperado anteriormente. El crecimiento se mantendrá más alto, alrededor del 3,5% en Perú, Chile, Colombia y Paraguay, y estará próximo al 2% en México, Brasil y Uruguay. En Argentina el PIB caerá otra vez en 2019 en su conjunto, si bien se empezará a ver crecimiento trimestral positivo, y posiblemente se recuperará 2020. En Brasil, lo más probable es que se apruebe una reforma de la seguridad social que reduzca, sin eliminar, el ruido fiscal.
- Revisamos a la baja el crecimiento en Uruguay en 2020, en un entorno de menor crecimiento global y con la revisión a la baja del crecimiento en Argentina y Brasil. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento en 1,3% en 2019 y revisamos a la baja la previsión en 2020 al 1,9% (antes 2,2%), no sólo por el escenario global sino también la falta de definición del inicio de la construcción de la tercera planta de celulosa. La demanda externa tendrá un aporte negativo en 2019 por la caída del turismo de origen argentino. Habrá una consolidación fiscal transitoria en 2018, pero en 2019 volverá a surgir la necesidad de reformas estructurales. Por último, la inflación se mantendrá por encima del rango objetivo del Banco Central en los próximos 2 años.

## Índice

- 01** Entorno Global: hacia un ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero con mucha incertidumbre
- 02** América Latina: la desaceleración global limitará la recuperación regional
- 03** Perspectivas de Argentina y Brasil
- 04** Uruguay: se pospone el crecimiento a 2020
- 05** América Latina: tablas de previsiones



# 01

**Entorno Global:  
hacia un ajuste aún suave del crecimiento  
mundial, pero con mucha incertidumbre**

# Hacia un ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero con mucha incertidumbre



## Desaceleración del crecimiento mundial, pero todavía robusto

Fuerte ajuste del comercio y del sector industrial, mientras la inversión y el consumo resisten al deterioro de la confianza



## Menor inflación tras la caída del precio del petróleo

Menos presión para los bancos centrales y más apoyo para las economías importadoras de petróleo



## Aumento de las tensiones financieras en los países desarrollados

Fuerte ajuste del precio de los activos y salida de flujos de inversión, pero no en las economías emergentes



## Bancos centrales más cautos y pacientes

La normalización de la política monetaria dependerá de la evolución de la economía y es clave para contener la preocupación de los mercados



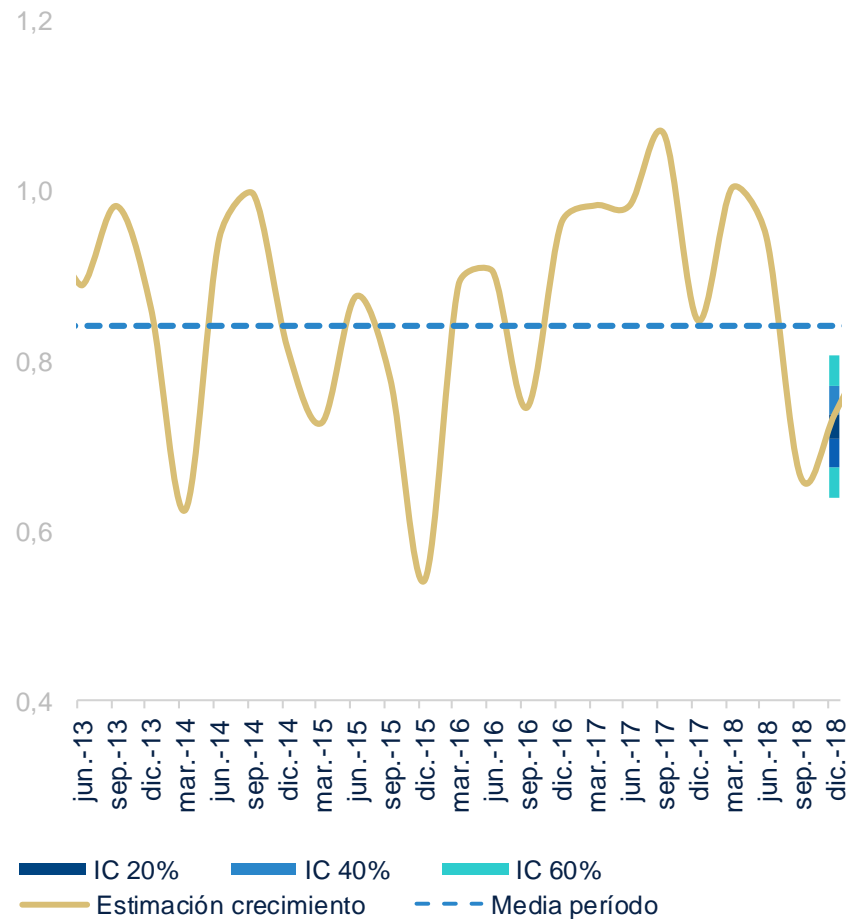
## Los riesgos globales se intensifican

Al proteccionismo se une una posible mayor desaceleración en China y Estados Unidos, y el aumento de la incertidumbre en Europa

# Clara tendencia a la baja en el crecimiento mundial, pero con signos de cierta estabilización

## Crecimiento del PIB mundial

(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)

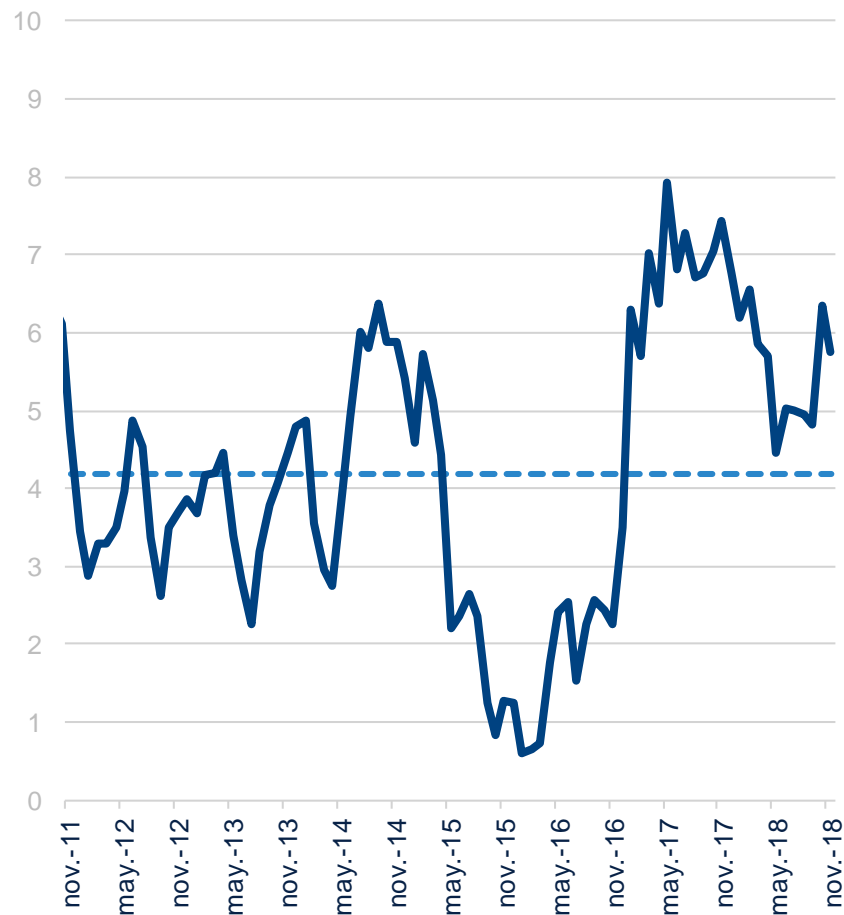


Fuente: BBVA Research

- El crecimiento global ha entrado en la fase de desaceleración, pero todavía sigue siendo sólido
- El deterioro generalizado de la producción industrial y del comercio sugieren un impacto más evidente del proteccionismo
- La fuerte moderación de la confianza industrial se extiende a otros sectores, pero el crecimiento del gasto privado se mantiene
- La elevada incertidumbre continúa a principios de año y seguirá pesando sobre el crecimiento

# Comercio global: efecto más evidente del aumento de los aranceles y de la incertidumbre sobre las negociaciones comerciales

**BBVA Exportación nominales de bienes global**  
(% a/a, media móvil tres meses)

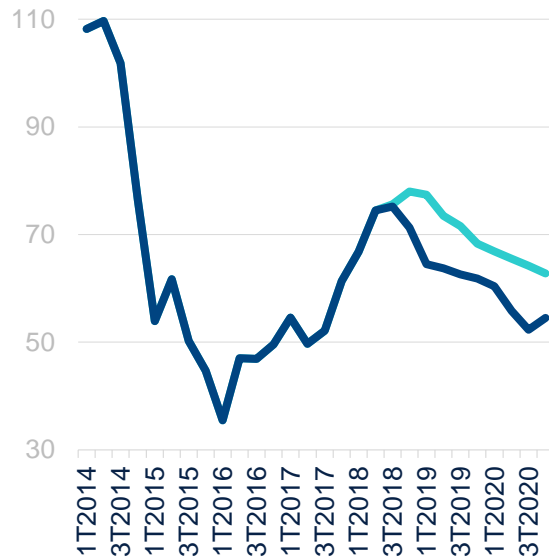


Fuente: BBVA Research

- El comercio mundial ha mostrado una fuerte volatilidad por la incertidumbre sobre las disputas comerciales
- El mal desempeño reciente de las exportaciones en China se debe en parte al adelanto de intercambios por la posibilidad de nuevas subidas de aranceles, pero preocupa su tendencia a la baja
- La peor evolución de las exportaciones también se ha observado en el resto de Asia y en Alemania

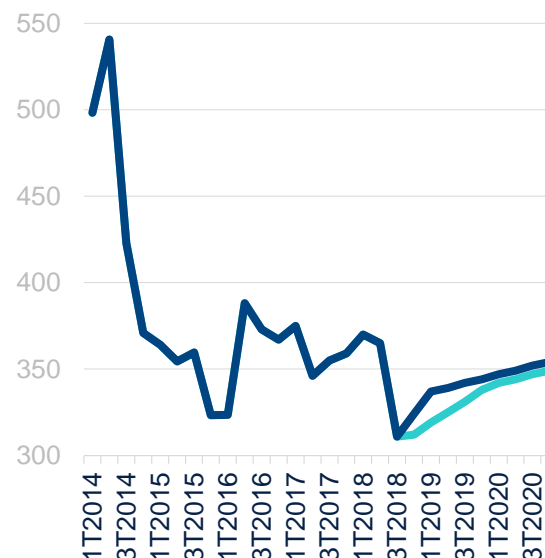
# Perspectivas heterogéneas para las materias primas: revisiones a la baja en petróleo y cobre, al alza en soja

## Petróleo Brent (USD/b)



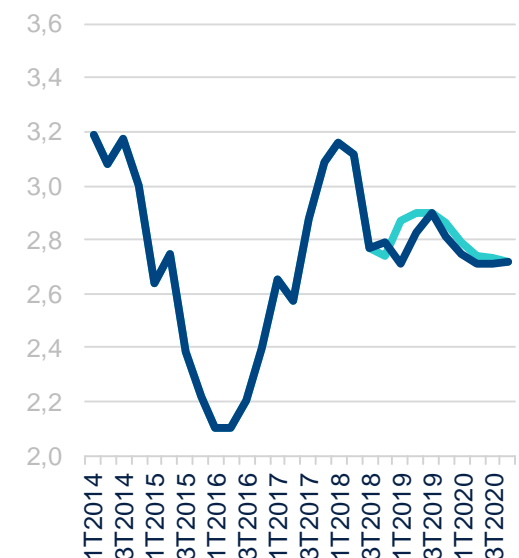
— Previsiones anteriores  
— Previsiones actuales

## Soja (USD/tm)



— Previsiones anteriores  
— Previsiones actuales

## Cobre (USD/lb)



— Previsiones anteriores  
— Previsiones actuales

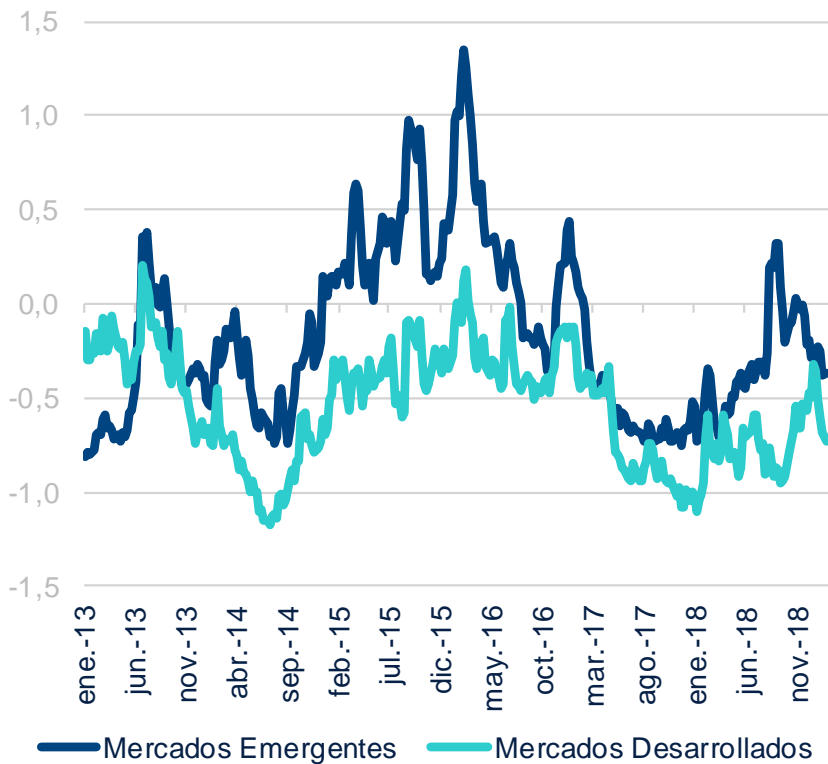
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

- Los precios del petróleo pueden recuperarse en el corto plazo por los anuncios de recorte de producción
- Sin embargo, la creciente producción en EE.UU. y la menor demanda global empujarán los precios a la baja a lo largo de 2019-20, incluso más de lo esperado
- La caída de precios beneficiará el crecimiento mundial, pero el efecto sobre algunos países de Latam sería negativo
- Se revisan a la baja las previsiones para el cobre, por menor crecimiento mundial, y al alza las para la soja, por las perspectivas de distensión en la relación comercial entre China y EE.UU.



# Turbulencias recientes en los mercados financieros ante el riesgo de un ajuste brusco del crecimiento global

## Índice BBVA de tensiones financieras (Índice normalizado)



01



**Los mercados desarrollados (EE.UU.)** están en el centro del episodio

02



**Los países emergentes resistieron bien al ajuste**, a pesar de la caída de los precios del petróleo

03



**Los inversores ajustan sus carteras:** salidas de activos con mayor riesgo y **entradas en fondos más líquidos**. Los países emergentes continúan sin atraer capitales

04

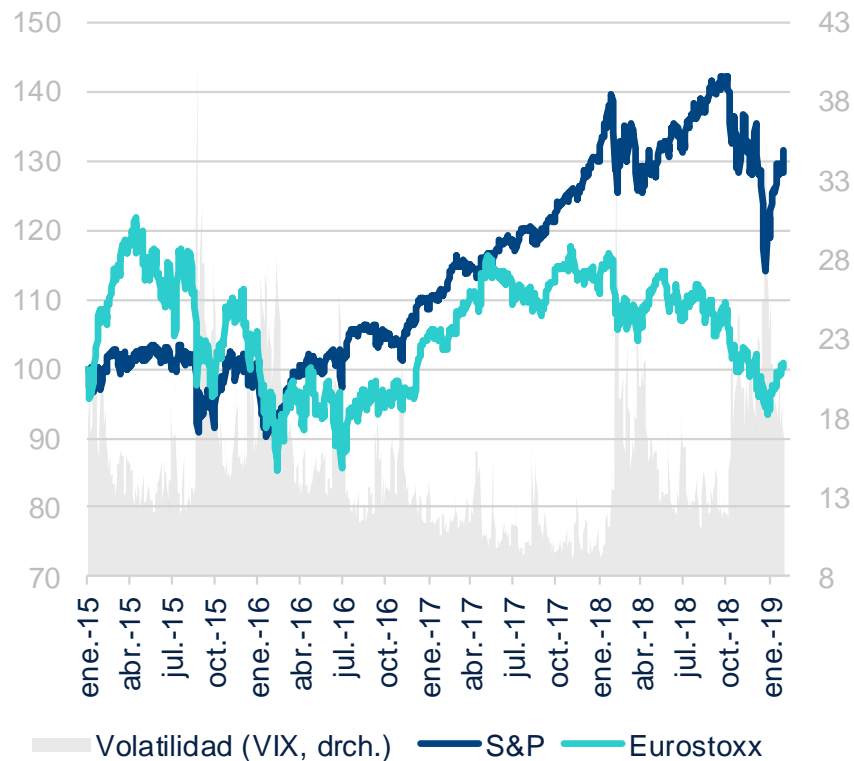


**La respuesta de los bancos centrales (FED)** vuelve a ser clave para detener las tensiones

# Las tensiones se concentraron en mercados desarrollados. Los tipos de interés vuelven a niveles muy bajos

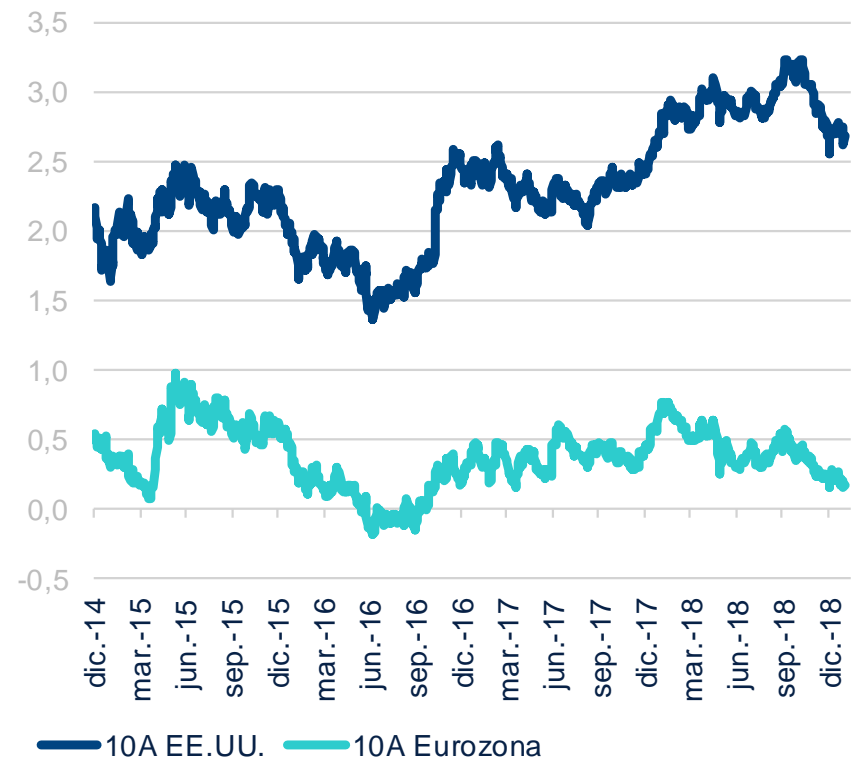
## Principales índices de renta variable y volatilidad

(Base 100: enero 2015 y %)



## Tipos de interés en países desarrollados

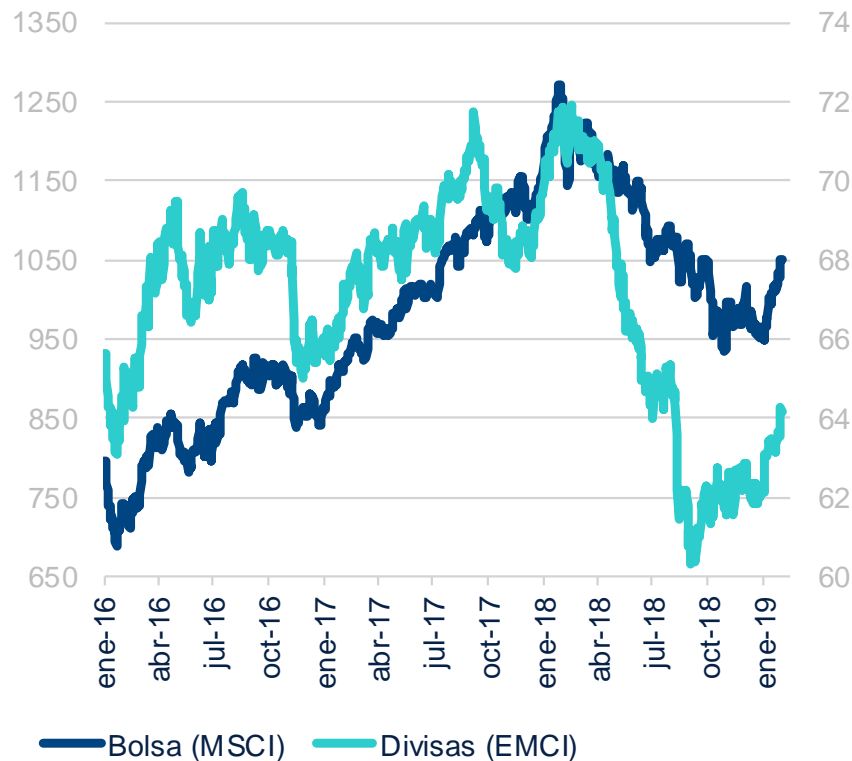
(%)



# Los mercados emergentes, tras un ajuste fuerte en 2018, se mantienen al margen de este episodio

## Divisas y Bolsa Emergente

(% sobre total activos, datos mensuales)



**Reacción de política económica en los más vulnerables**  
(Argentina, Turquía)



**Estímulos económicos**  
(China)

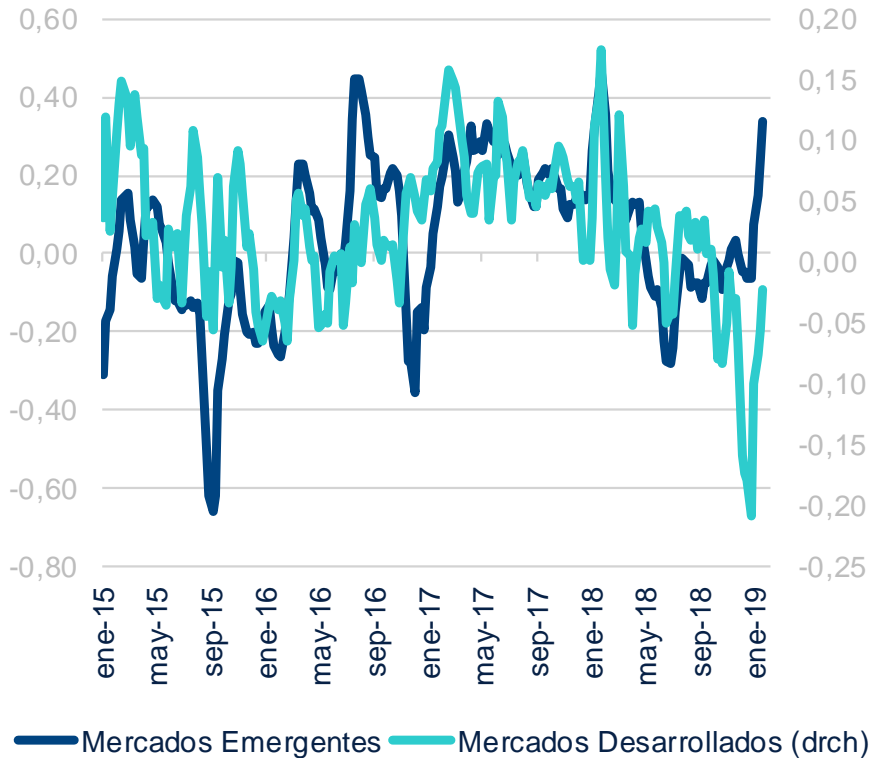


**Efecto asimétrico de la caída de precios del petróleo**  
(Exportadores vs importadores)

# El entorno de aversión al riesgo se está viendo en la recomposición de los flujos de capitales, refugio en deuda y liquidez

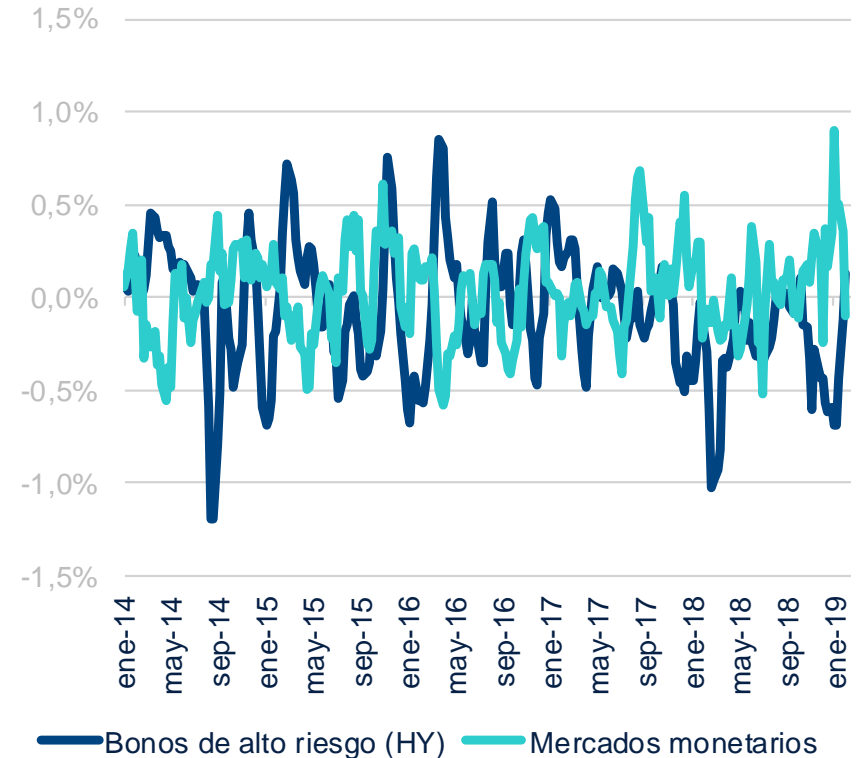
## Flujos de cartera: regiones

(% sobre activos bajo gestión, mm 4 semanas)



## Flujos de cartera: tipos de activo

(% sobre activos bajo gestión, mm 4 semanas)



# Los bancos centrales son sensibles a escenarios de crecientes riesgo, y el proceso de normalización monetaria se está ralentizando



## Balance

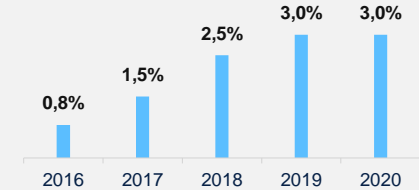


- **Continúa la reducción del balance** (550mM de dólares en 2019)



## Tipos de interés

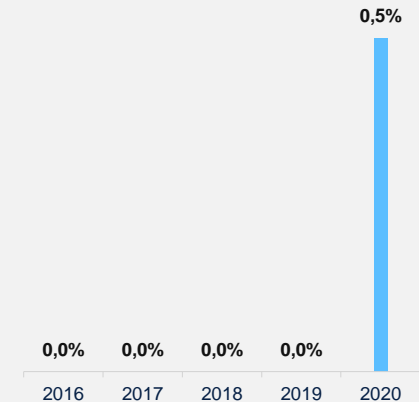
- **La pausa en el ciclo de subidas de tipos está más cerca**



- **Fin del QE** (diciembre de 2018)
- **Reinversión total del QE** más allá del inicio de subida de tipos
- **Muy probable una nueva LTRO** antes de junio de 2019



- **Retraso de la senda de subida de tipos** debido a unas perspectivas globales menos favorables y a mayores riesgos. **No se esperan hasta junio de 2020**



# Ajuste aún suave del crecimiento mundial, pero más incierto debido a la dependencia de las políticas económicas

## Peores resultados macroeconómicos

Ralentización más rápida de lo esperado

(Proteccionismo + China)

Evidencia de que el impacto del estímulo fiscal de EE.UU. desaparecerá antes de lo previsto



## Mayores tensiones financieras

Por los riesgos de una fuerte desaceleración del crecimiento mundial

Condiciones financieras más duras



Tres supuestos clave para no hacer descarrilar el ajuste global suave:



01

Reducción de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China, y sin cambios en el sector automoción



02

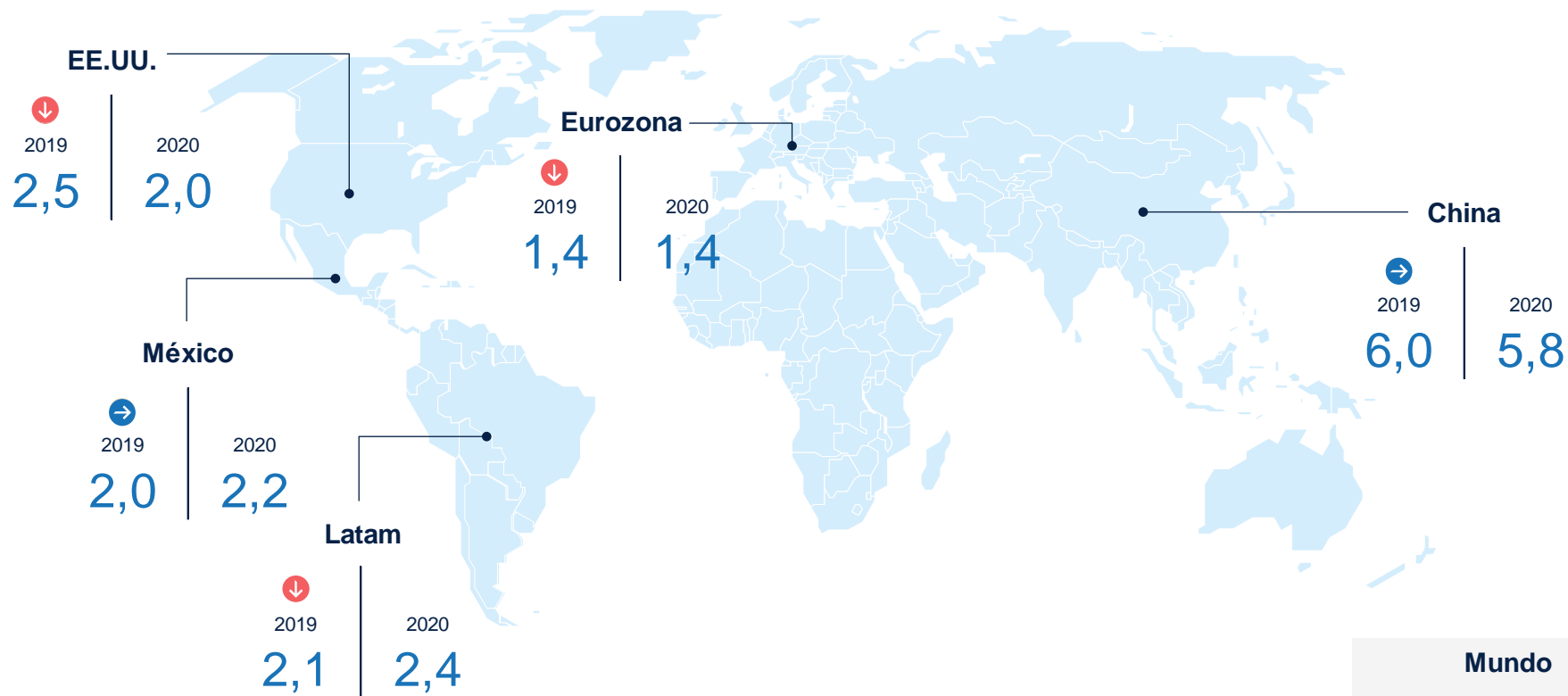
Salida ordenada de Reino Unido de la UE



03

La Fed y el BCE más cautos y pacientes, con algo más de margen para actuar

# Revisión a la baja generalizada del crecimiento, con una moderación más evidente en los países desarrollados y en los de Asia emergente



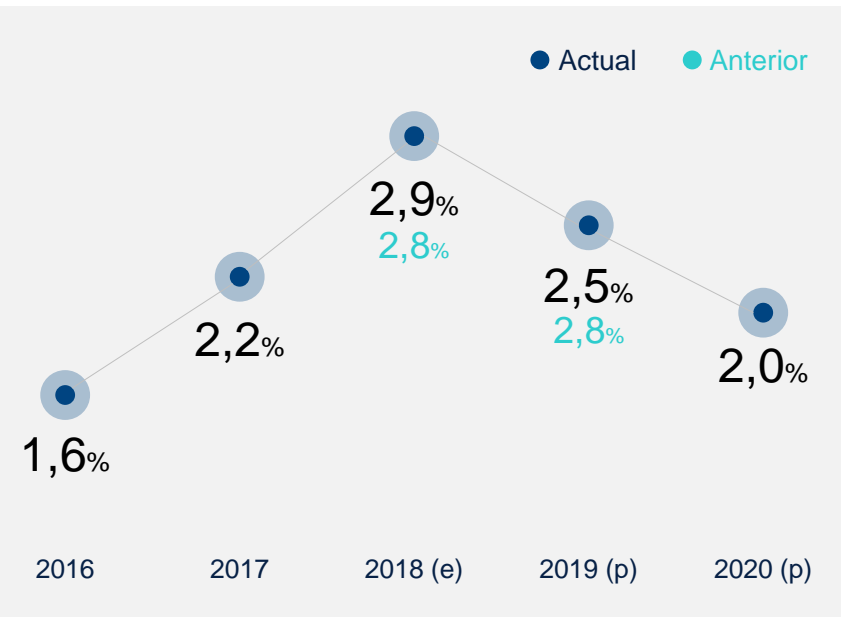
- ↑ Sube
- Se mantiene
- ↓ Baja



# EE. UU.: mayor desaceleración del crecimiento por el desvanecimiento del estímulo fiscal y la volatilidad financiera

## EE.UU.: crecimiento del PIB

(% a/a)



- Revisión a la baja del PIB por unas perspectivas menos optimistas para la inversión privada y el gasto público
- El consumo privado se irá moderando al desaparecer el impulso de la bajada de impuestos, a pesar de la fortaleza del mercado de trabajo
- La inflación sigue por encima del objetivo, pero se reducirá gradualmente hasta situarse algo por debajo en 2020
- Los riesgos a la baja han aumentado por el deterioro del entorno global, pero también es mayor el riesgo de recesión en el horizonte de dos años

(p) Previsión.

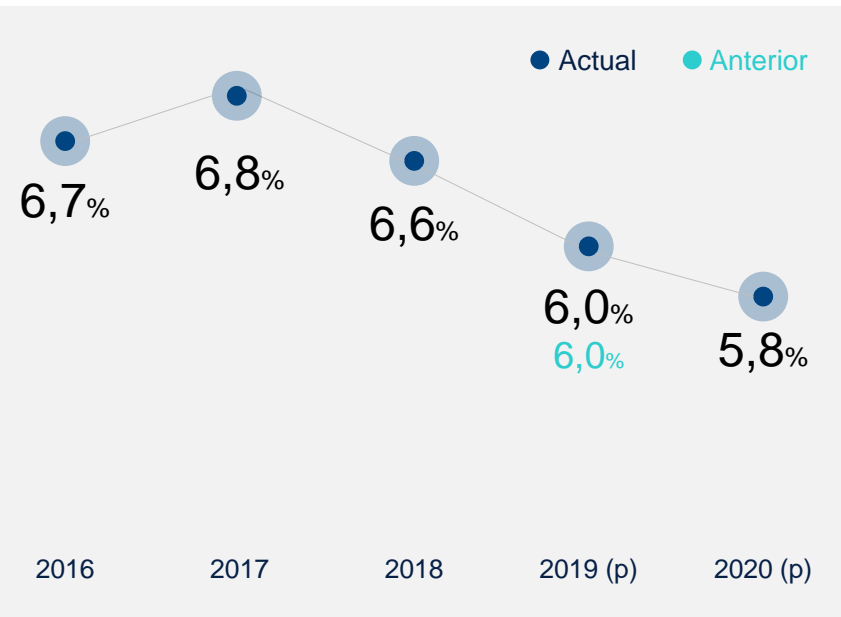
Fuente: BBVA Research a partir de BEA



# China: la prioridad de las autoridades es evitar el ajuste brusco del crecimiento

## China: crecimiento del PIB

(% a/a)



- Las **previsiones de crecimiento se mantienen**, por la implementación de mayores estímulos para atajar la intensificación de la desaceleración
- Las **medidas de apoyo**, tanto fiscales como monetarias, se **están extendiendo**, pero se intenta **no empeorar las vulnerabilidades financieras** existentes
- El **proteccionismo sigue siendo el principal riesgo**. Si se tiene que compensar con mayores estímulos, se frena el necesario desapalancamiento y puede llevar a una fuerte depreciación del tipo de cambio

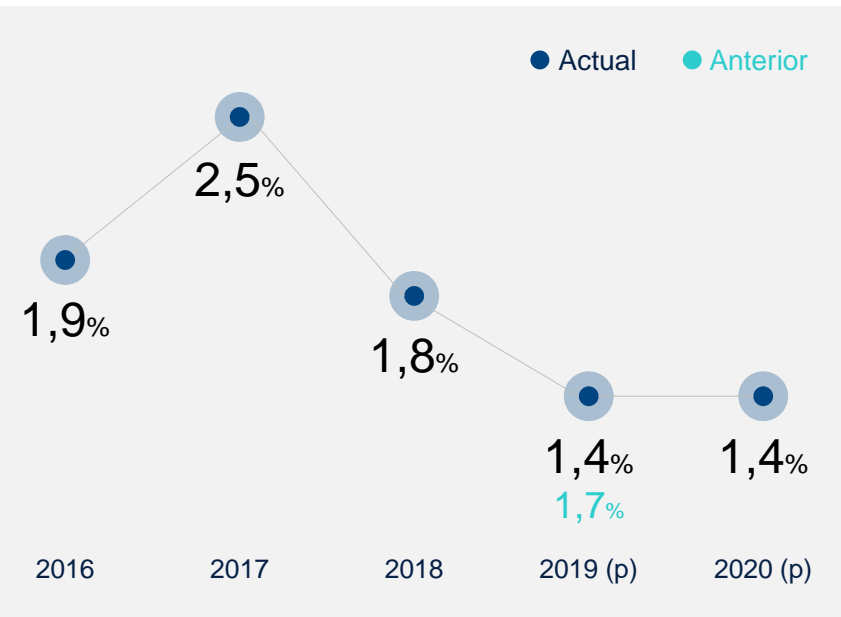
(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research and BEA

# Eurozona: rápida desaceleración hacia el crecimiento potencial por el menor apoyo del entorno global

## Eurozona: crecimiento del PIB

(% a/a)

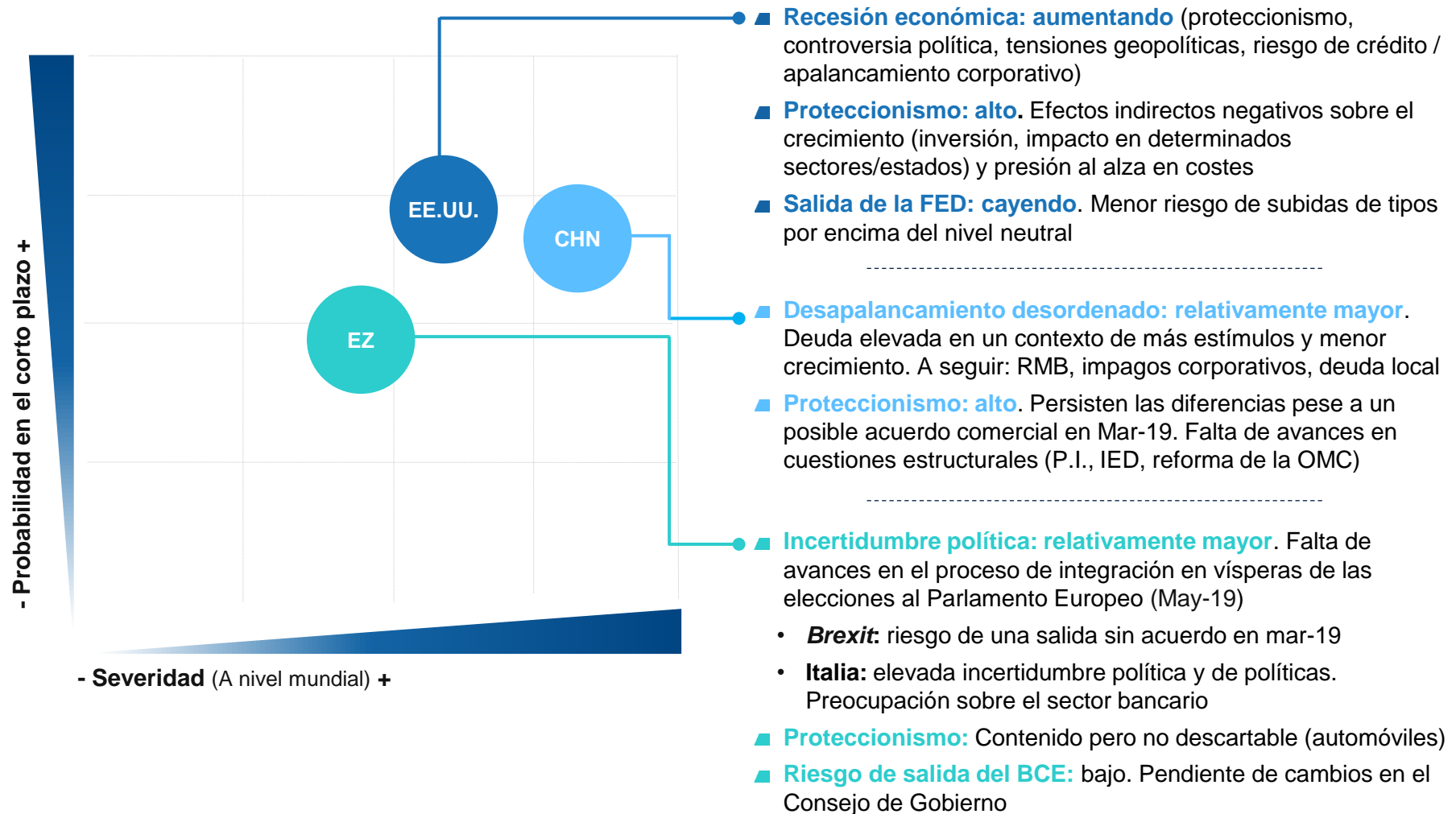


- La caída del precio del petróleo refuerza la **fortaleza de los factores domésticos**, pero no lo suficiente para compensar la menor demanda global
- Una **política monetaria y fiscal algo más acomodaticias** podrán compensar el efecto del empeoramiento de la confianza sobre el gasto privado
- Rápida **caída de la inflación**, pero la inflación subyacente debería aumentar gradualmente
- El **riesgo político** ha aumentado (Brexit, y más incertidumbre en varios países)

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

# Riesgos globales sesgados a la baja: una contracción económica en EE.UU. y China como principales focos de preocupación, además del proteccionismo





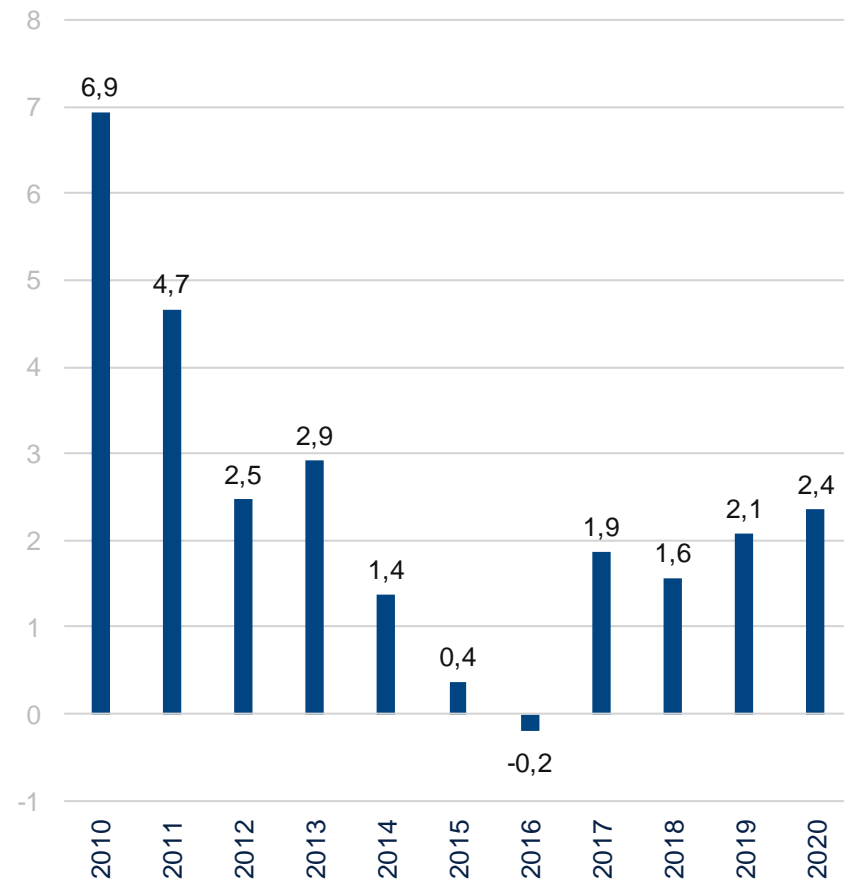
# 02

**América Latina:  
la desaceleración global limitará  
la recuperación regional**

# América Latina crecerá 2,1% en 2019 y 2,4% en 2020, respectivamente 0,3 pp y 0,2 pp por debajo de lo esperado anteriormente

## Latam: crecimiento del PIB (\*)

(% a/a)



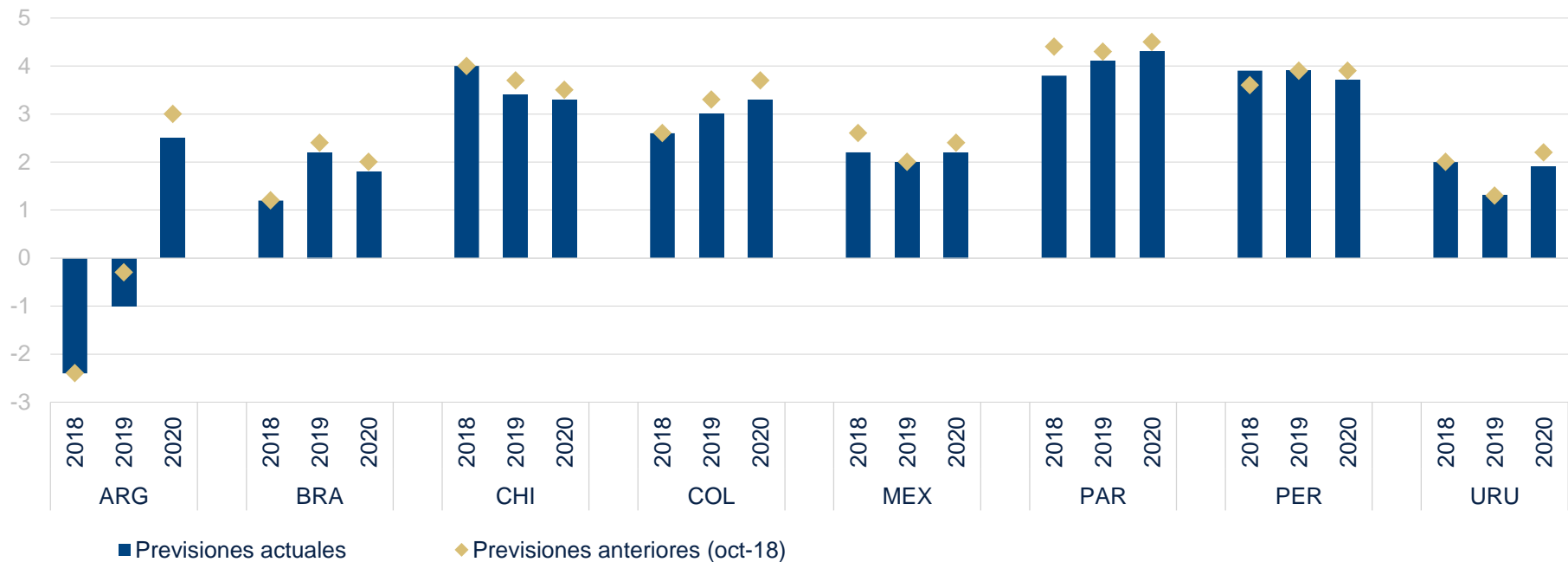
(\*) Promedio ponderado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fuente: BBVA Research

- El crecimiento en América Latina seguirá recuperándose, aunque de manera más gradual de lo esperado
- La región tendrá que afrontar un entorno global menos favorable que lo estimado hace tres meses, marcado por menor crecimiento, mayor volatilidad (al menos en el corto plazo) y menores precios de materias primas, así como algunos factores idiosincráticos
- A pesar de la recuperación, la región no exhibirá en el futuro próximo un crecimiento tan robusto como el de hace algunos años: las reformas para estimular la productividad han sido relativamente escasas e insuficientes para contrarrestar los efectos de los menores precios de las materias primas

# Se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento de todos los países de la región

## Latam: crecimiento del PIB (%)



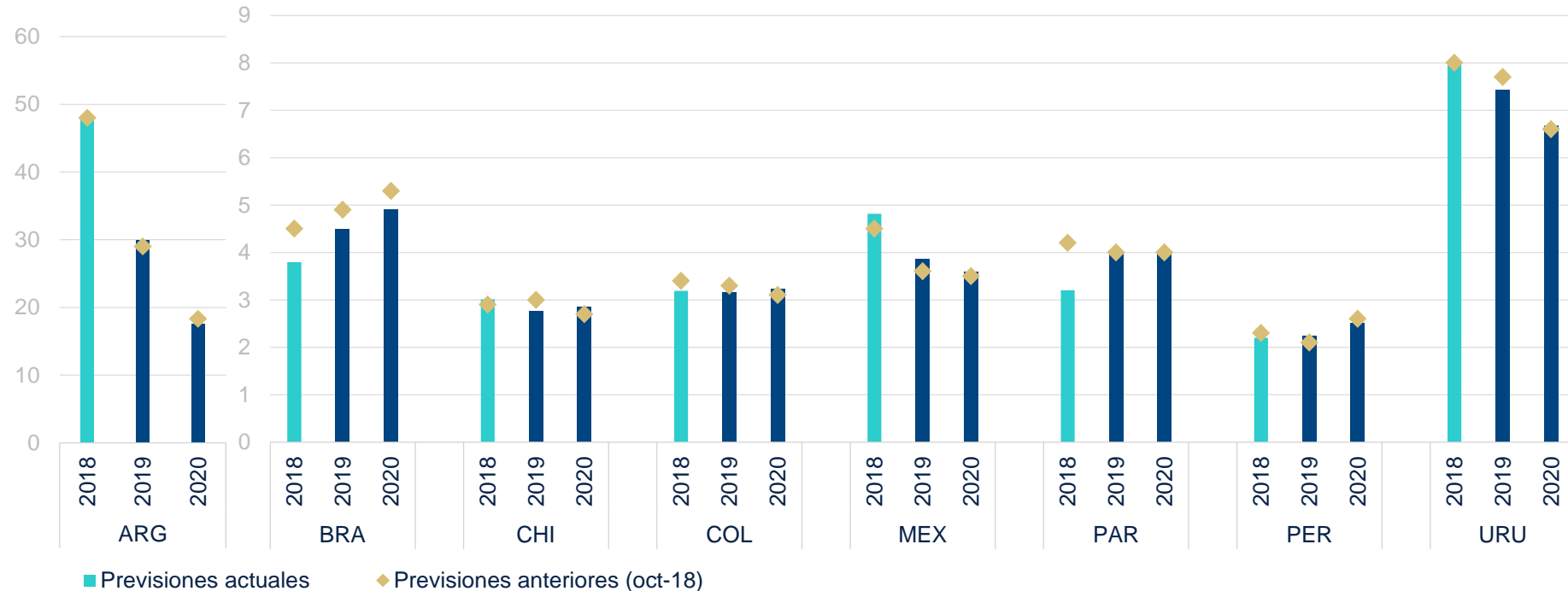
Fuente: BBVA Research

- Más allá de los factores globales, algunos factores locales contribuyen a un menor optimismo con respecto al crecimiento: datos peores a los esperados (Arg, Chi, Par), un ajuste más costoso tras la crisis cambiaria (Arg) y menor inversión y ruido fiscal (Col)
- El crecimiento será más alto, alrededor de 3,5%, en Paraguay, Perú, Chile y Colombia, y estará próximo al 2% en Brasil, México y Uruguay. En Argentina el PIB caerá otra vez en 2019 y se recuperará en 2020 (para más sobre las perspectivas para cada país, véase la Sección 3)

# Inflación: bajo control en la mayor parte de la región y todavía alta en Argentina, México y Uruguay, donde ya hay señales de moderación

## Latam: inflación

(% a/a; fin de período)



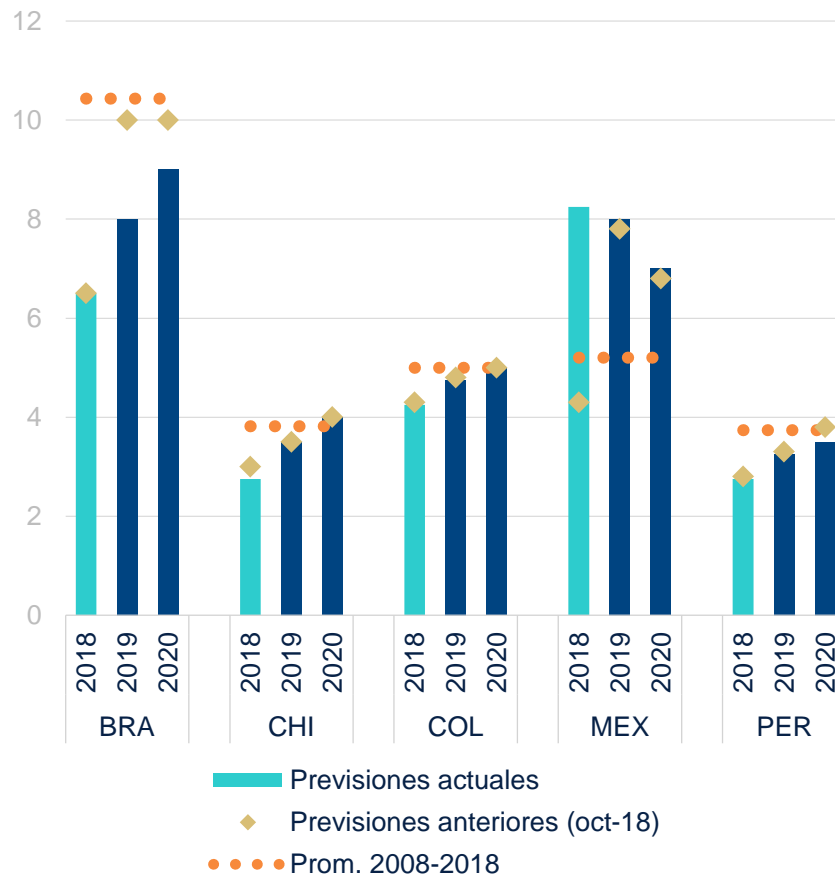
Fuente: BBVA Research

- En la mayoría de los países, la inflación tenderá al alza, pero seguirá contenida, próxima a los objetivos de inflación. En México y en Argentina, ya hay señales de moderación tras los fuertes repuntes recientes, lo que respalda la visión de menores presiones inflacionistas en los próximos años

- En general, los ajustes en las previsiones reflejan, por un lado, la mayor debilidad esperada de las divisas, y por otro lado, los menores precios del petróleo y las menores presiones de demanda

# Se irán paulatinamente retirando los estímulos monetarios en la mayor parte de la región, con las excepciones de Argentina y México

## Latam: tipos de interés de política monetaria (%; fin de período)

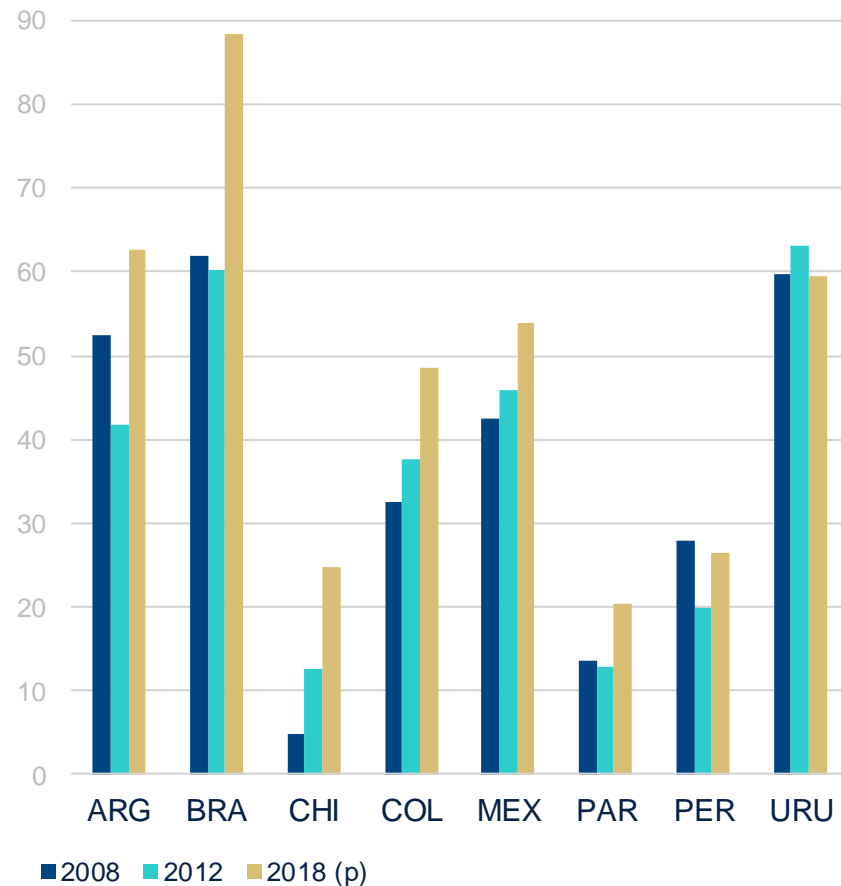


- La recuperación de la actividad y el aumento gradual de la inflación determinarán una **reducción de los estímulos monetarios**
- La **normalización monetaria en EE.UU.** también contribuirá al aumento de los tipos de interés en la región, aunque menos que lo anteriormente previsto ya que ahora esperamos dos en lugar de tres aumentos de los tipos de interés por la Fed
- La menor inflación en **Chile**, donde el ciclo alcista ya empezó, y en **Brasil** y **Perú** resultarán en un endurecimiento más lento de lo esperado de las condiciones monetarias
- Mientras que mantenemos las perspectivas de ajuste en **Colombia** y **Paraguay**
- En **México** y en **Argentina** se mantendrá el tono restrictivo por más tiempo: en el primer caso, esperamos estabilidad de los tipos de interés hasta el 4T19, y en el segundo, crecimiento de 0%*m/m* de la base monetaria en la primera mitad del año y de 1%*m/m* en la segunda



# Hay poco margen para políticas fiscales expansivas en la región

## Latam: deuda pública bruta (% del PIB)

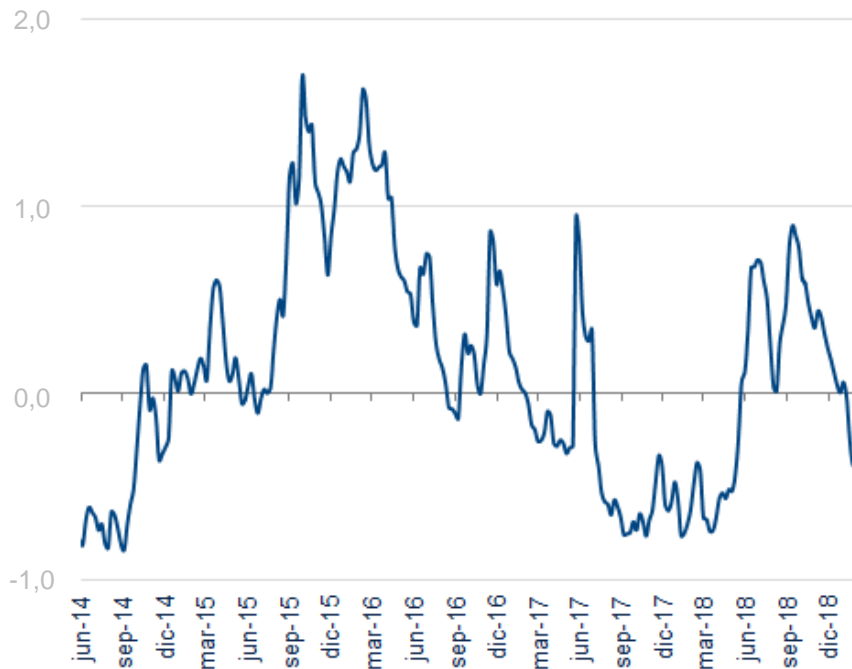


(p) Previsiones.  
Fuente: FMI

- En un contexto de **aumento de la deuda pública** y tomando en cuenta la necesidad que muchos países tienen de cumplir con determinadas **reglas y objetivos fiscales**, prevemos que **se seguirán tomando medidas para reducir los déficits fiscales** (véanse previsiones en la Sección 4)
- En el caso de **Argentina**, el déficit primario posiblemente se recortará a cero, en línea con lo acordado con el FMI
- En **Brasil**, se seguirá controlando el gasto público y es probable que se apruebe una reforma de la seguridad social (al menos una no-ambiciosa), pero la alta deuda pública seguirá preocupando
- En **Colombia**, el cumplimiento de la regla fiscal exigirá recortes y medidas adicionales, principalmente en 2020
- En **México**, el nuevo gobierno ha presentado un presupuesto relativamente conservador para 2019, anticipamos estabilidad de la deuda pública

# Los activos locales continuarán reflejando la volatilidad financiera global, además de factores idiosincráticos

**Latam: índice BBVA de Tensiones Financieras**  
(Promedio desde ene-06 = 0)

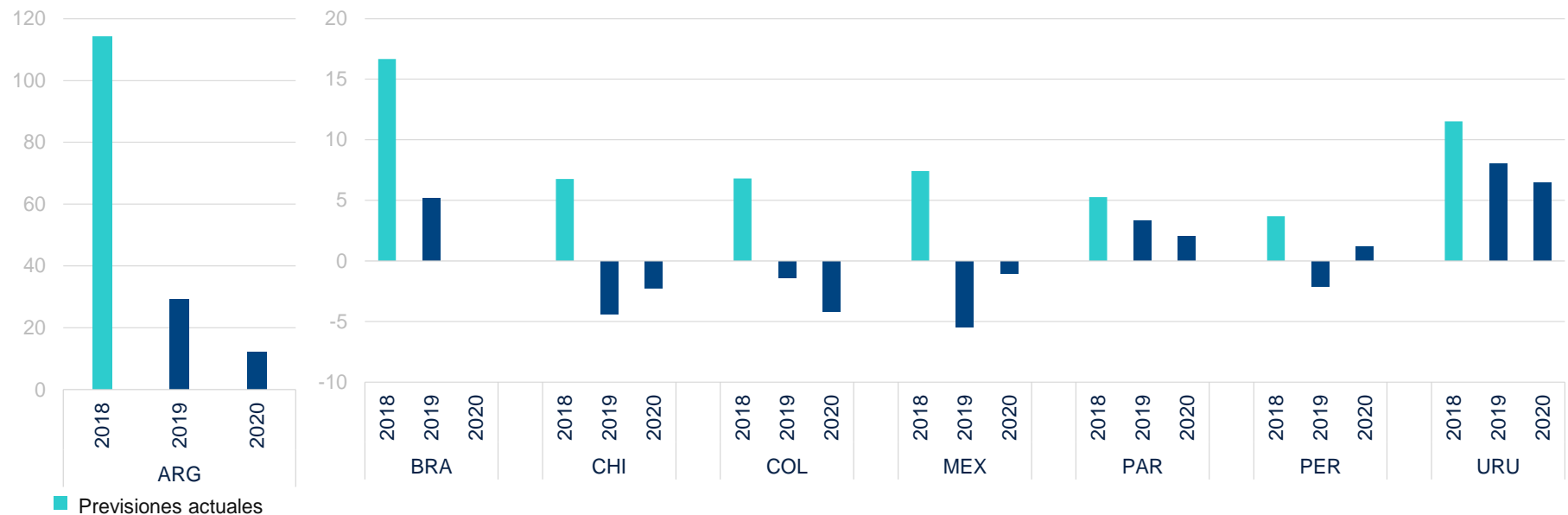


- Tras repuntar de manera significativa a mediados del año pasado, las tensiones financieras en América Latina se han moderado pese la volatilidad de los mercados globales
- La reducción de las tensiones ha sido especialmente importante en Argentina, donde las medidas anunciadas en el seno del nuevo acuerdo con el FMI lograron reducir los temores de los mercados
- También en Brasil, el otro país en la región en que las tensiones habían subido con fuerza antes, el tono de lo mercados ha mejorado, por el mayor optimismo con el nuevo gobierno
- En México las tensiones se redujeron, en parte por la aprobación de unos presupuestos conservadores para 2019
- En los últimos tres meses las tensiones aumentaron algo en Colombia y se redujeron en Perú

# Después de depreciarse en 2018, hay espacio para que las monedas de la región se aprecien un poco hacia adelante, al menos en términos reales

## Latam: tipos de cambio nominales (\*)

(%; moneda local / dólar americano)



(\*) Valores positivos indican depreciaciones y valores negativos indican apreciaciones.

Fuente: BBVA Research

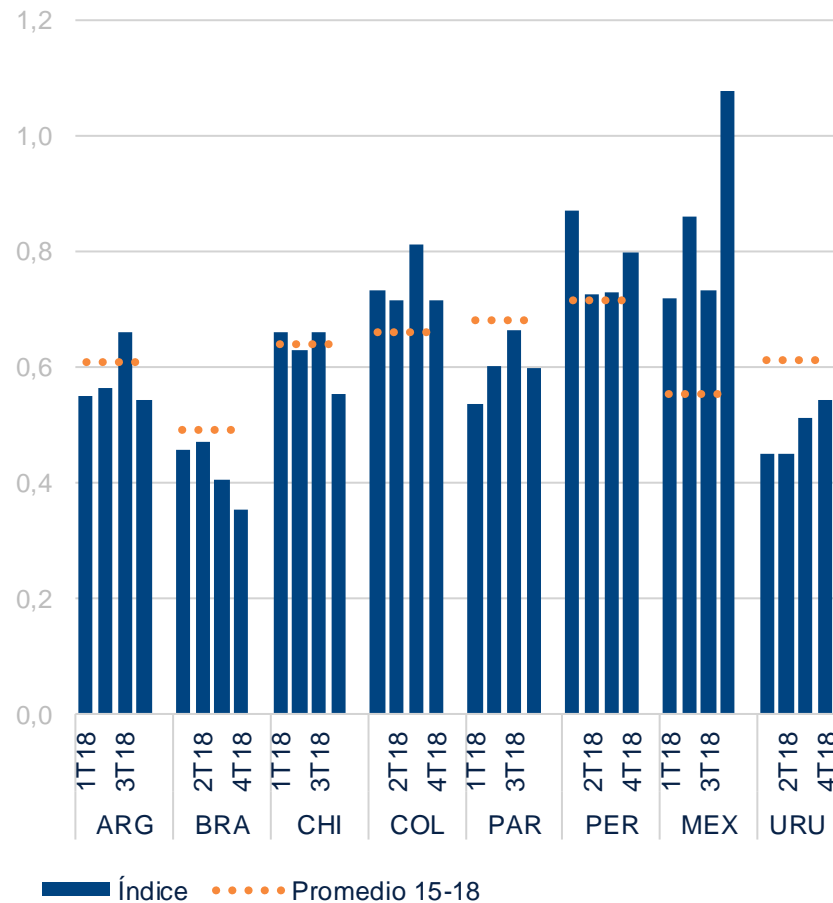
■ La volatilidad financiera global seguirá presionando los mercados cambiarios en los próximos meses, pero hay margen para que las divisas recuperen parte de sus pérdidas recientes a lo largo de 2019 y en 2020, al menos en Chile, Colombia, México y Perú

■ En Argentina el peso seguirá depreciándose, pero a un ritmo más contenido que 2018 y para compensar la inflación. En Brasil, el real podría depreciarse si no se cumplen las (elevadas) expectativas de los mercados con respecto a la nueva administración

# El balance de riesgos a nuestro escenario base para América Latina ha aumentado por riesgos externos y locales

## Latam: índices de tensiones políticas

(Tono de comunicación sobre política en los medios de prensa ponderado por la cobertura mediática)



- Se han movido al alza tanto los riesgos externos como los locales
- El riesgo político sigue siendo importante en prácticamente todos los países, pero principalmente en Brasil y México, donde todavía hay mucha incertidumbre respecto las políticas de los nuevos gobiernos, y en Argentina y Uruguay donde habrá elecciones presidenciales este año
- El riesgo fiscal es relevante, principalmente en Brasil y Argentina, pero también en Colombia y México
- El riesgo de retraso en proyectos de inversión si se materializa, llevaría a recortes adicionales en las previsiones de crecimiento de Perú, Paraguay y Uruguay



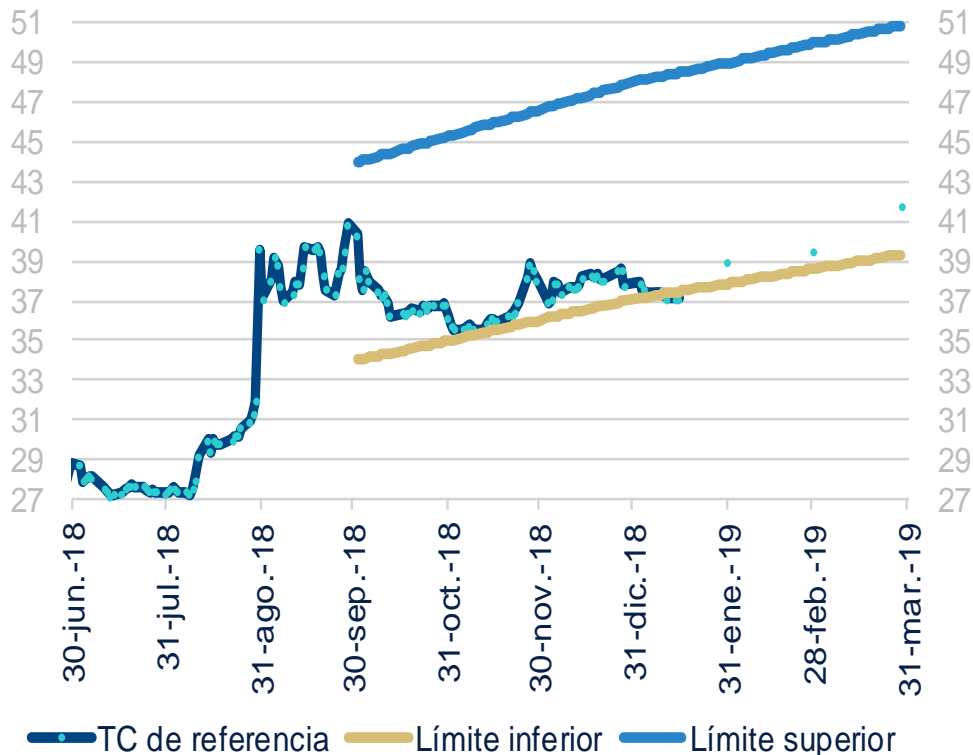
# 03

## Perspectivas Argentina y Brasil

## Argentina: El nuevo programa monetario-cambiario estabilizó el mercado cambiario en un difícil fin de 2018

### Tipos de cambio peso/dólar y bandas de la zona de no intervención

(ARS/USD)

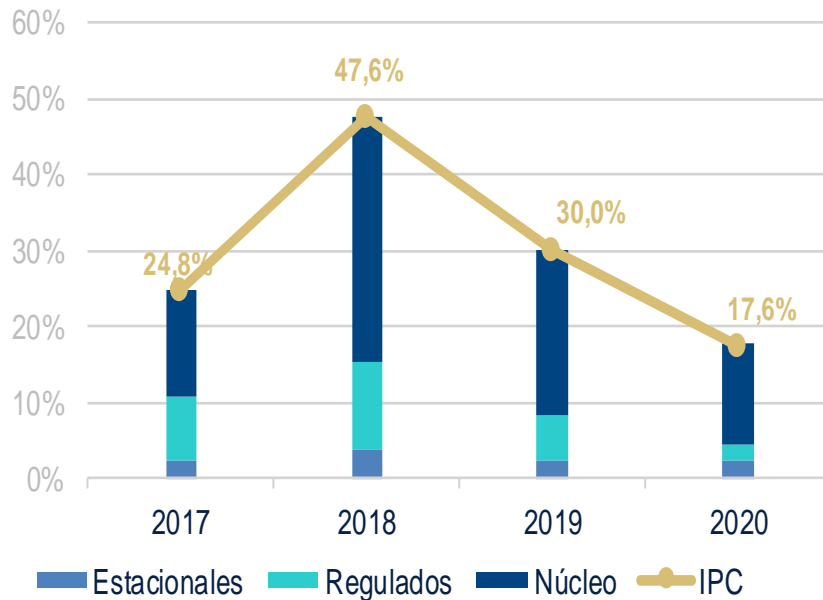


- El programa del “doble cero” (déficit primario y crecimiento de base monetaria) con la **ampliación y adelantamiento del acuerdo con el FMI** logró estabilizar el mercado cambiario y reducir la dolarización.
- En enero se perforó la banda inferior y el BCRA volvió a comprar divisas. La “*pax cambiaria*” seguirá este 1S19, por los dólares de la cosecha y del Tesoro, pero la **volatilidad volverá en mayo-junio por la dolarización pre-electoral**.
- El tipo de cambio se depreciará para compensar la inflación y cerrará en **49 ARS/USD (29% a/a)**.

Tras el shock inflacionario de 2018 por la fuerte depreciación del peso, la inflación caerá sostenidamente en 2019 por la Política Monetaria contractiva

### IPC Nacional y contribuciones de precios regulados, estacionales y núcleo

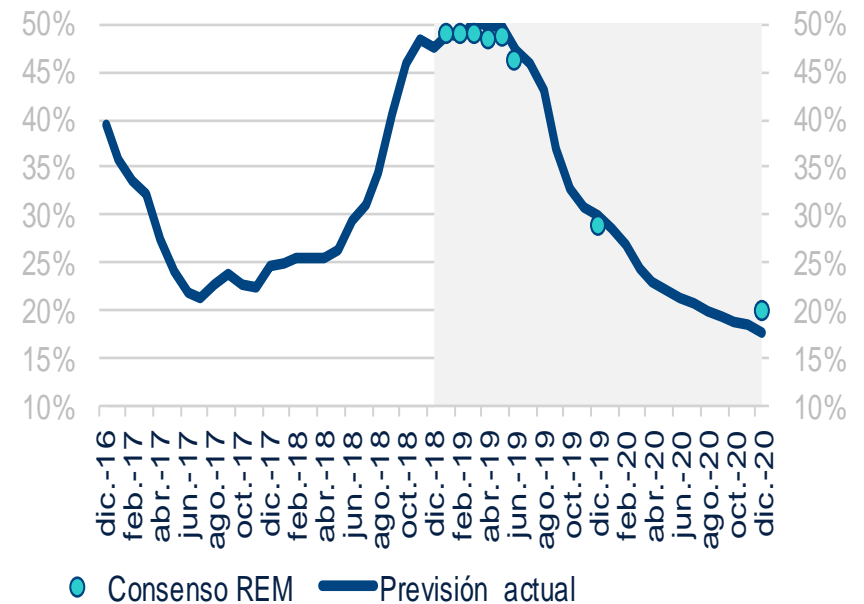
(variación % a/a, fdp)



Fuente: Indec, BCRA y BBVA Research.

### Inflación nacional: Previsión Research y Consenso REM-BCRA

(variación % a/a)



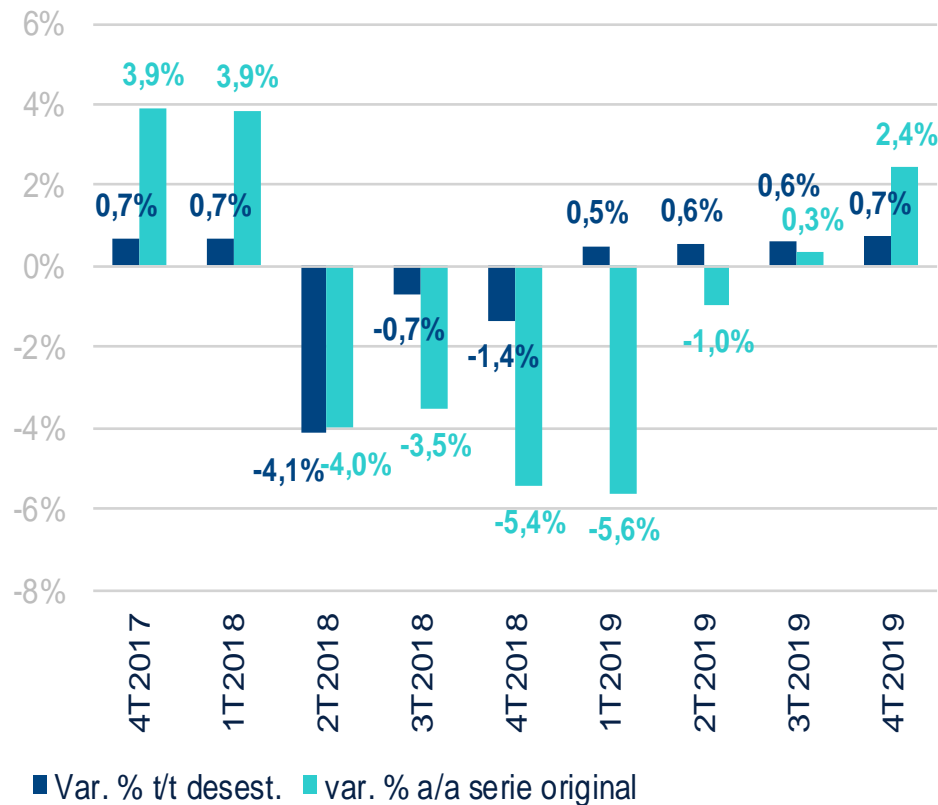
La inflación siguió procesando el gran salto del tipo de cambio y cerró 2018 en 47,6%, pero con una desaceleración mensual desde el pico de 6,5% de septiembre al 2,6% de diciembre

La política monetaria restrictiva reducirá la inflación a 30% en dic-19 (previo: 29%), con inflación mensual promedio de 2,5% en el 1S19 y de 2% en el 2S19

## El PIB crecerá trimestralmente en 2019, pero el promedio del año caerá 1% por el fuerte arrastre negativo de 2018 (-2,4%)

### PIB trimestral

(variación % t/t desestacionalizada y variación a/a serie original)

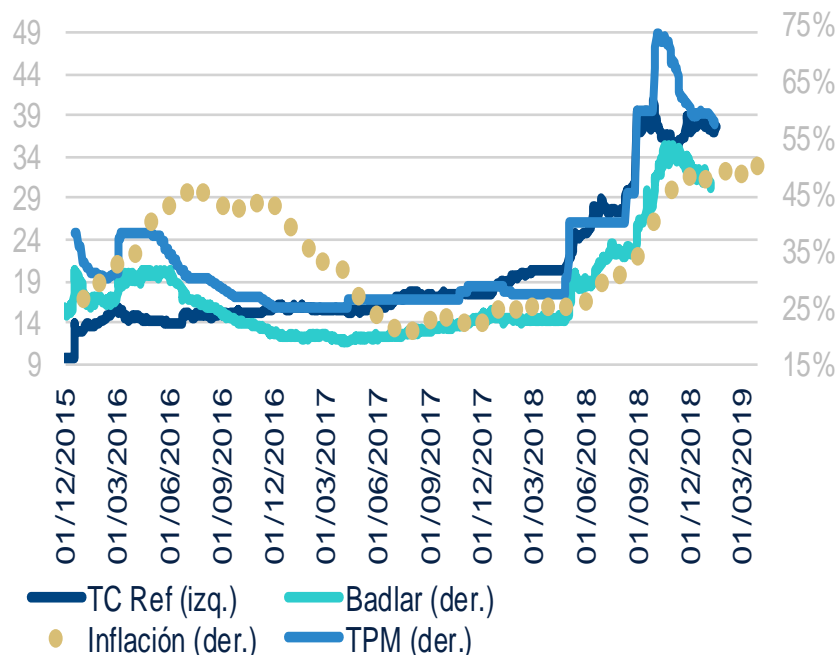


- El PIB cayó 0,7% t/t en el 3T18, menos de lo esperado dada la profundización de la crisis y la aceleración de la inflación cambiaria en ese trimestre, pero por la caída de los ingresos reales y el ajuste fiscal y monetario adicional del 4T18 **la economía caerá 2,4% en 2018**
- El PIB comenzará a crecer t/t en el 1T19 por la recuperación agrícola, el impacto de la depreciación real en sectores transables y sustitutos de importaciones, y la parcial recuperación de los ingresos reales
- Sin embargo, el ritmo de crecimiento será débil (0,6% t/t promedio) y no compensará **el fuerte arrastre negativo de 2018 (-2,4%)**, por lo que el PIB caerá 1% en promedio en 2019, con alta heterogeneidad sectorial



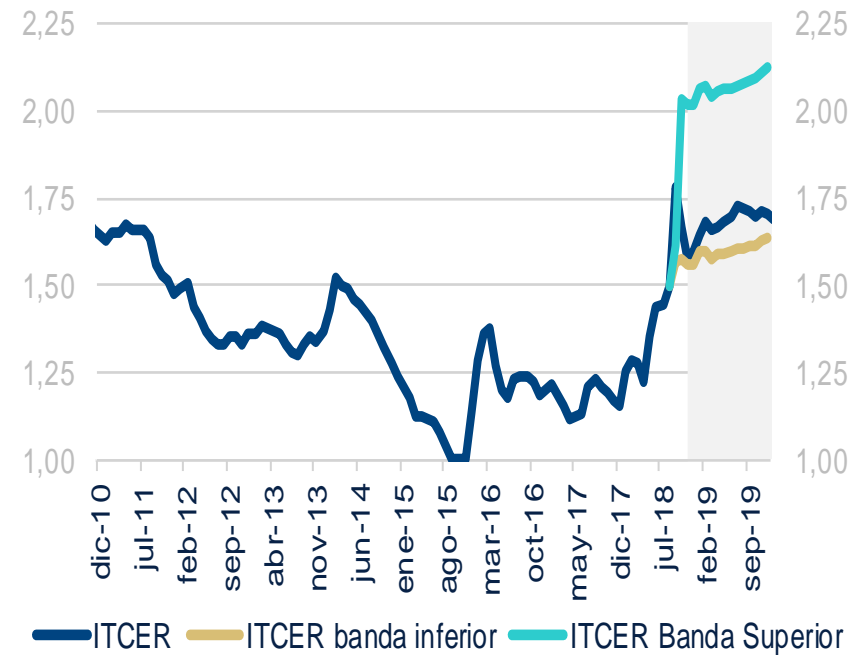
# El tipo de cambio se mantendrá en la zona baja de la Zona de no Intervención

**Tipo de cambio, inflación, y tasas de interés (ARS/USD)**



Fuente: BCRA, Indec y BBVA Research

**Tipo de cambio real multilateral (Nov-15=1)**



Fuente: INDEC, Haver, BCRA y BBVA Research

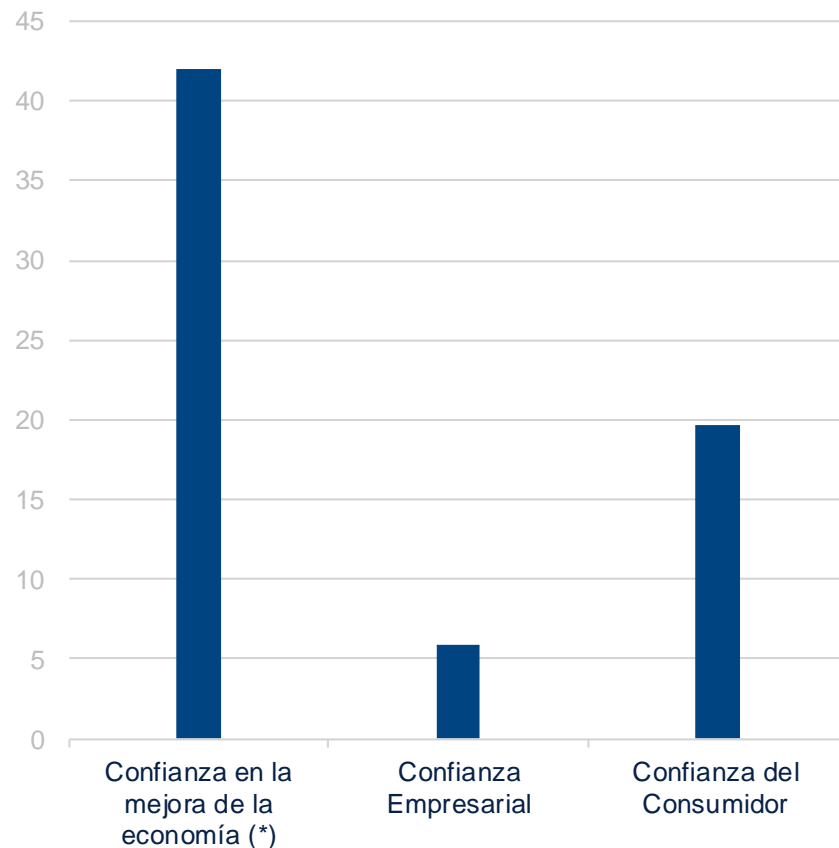
El apretón monetario hará que la “pax cambiaria” del 4T18, con la reducción del atesoramiento de dólares, siga en el 1S19, ayudada por los dólares de la cosecha gruesa y las ventas del Tesoro, pero la volatilidad volverá por la usual dolarización pre-electoral

En cualquier caso el tipo de cambio tendrá un ritmo de depreciación de 2% m/m promedio, en línea con la evolución de la inflación y consistente con la variación de las “bandas” del BCRA, para terminar 2019 en 49 ARS/USD (29,3% a/a)

# Brasil: Comienza el gobierno de Jair Bolsonaro, marcado por el optimismo con la evolución de la economía

## Indicadores de confianza: aumento acumulado entre septiembre y diciembre de 2018

(variación en puntos-base)



(\*) Aumento en la proporción de la población que espera que la economía mejore en los próximos meses, según encuestas de Datafolha.

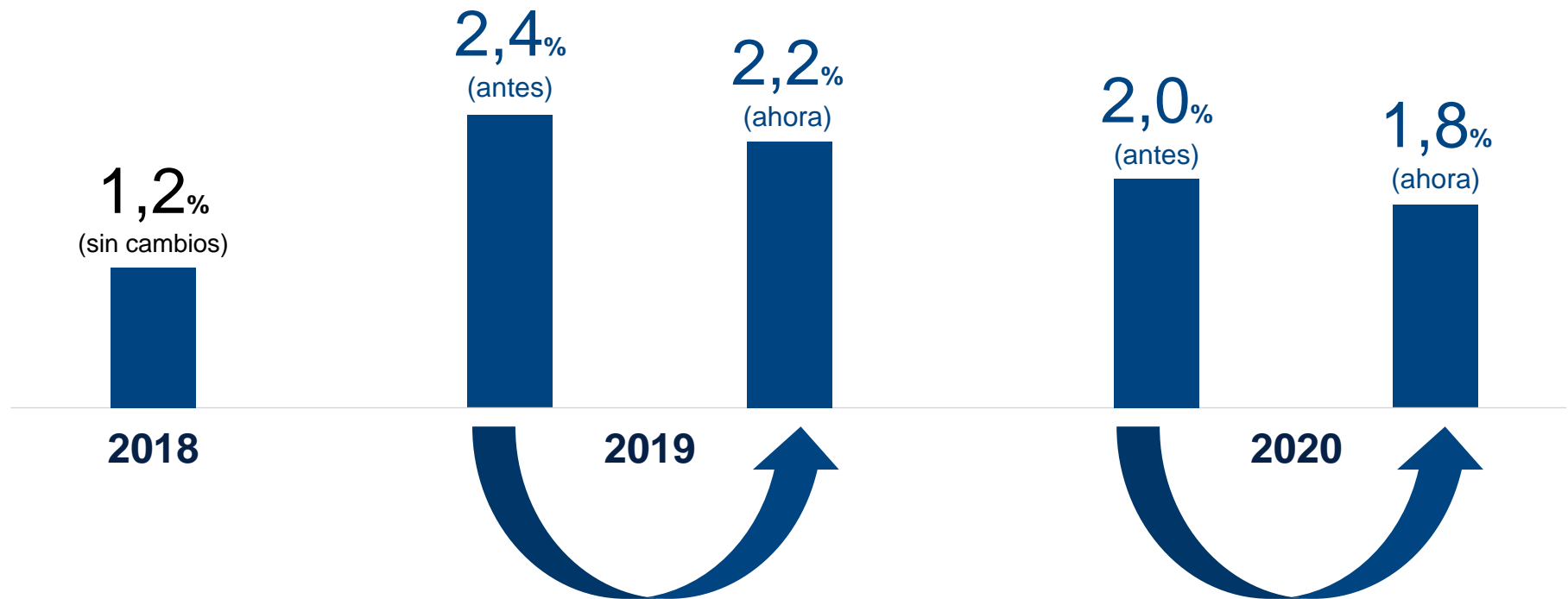
Fuente: Datafolha, FGV, Fecomercio, BBVA Research

- La confianza en la economía ha aumentado significativamente
- Los mercados financieros se muestran optimistas con Brasil, principalmente por el tono liberal de la agenda económica, que incluye propuestas de apertura comercial, ajuste fiscal, reformas económicas, privatizaciones, etc.
- Desde septiembre, el índice de la Bolsa de Sao Paulo aumentó un 20% y el tipo de cambio se apreció alrededor de un 10%
- La mayor confianza seguirá favoreciendo la recuperación
- Asimismo, el optimismo con el nuevo gobierno difícilmente se mantendrá en niveles tan altos, entre otros motivos por la esperada dificultad para aprobar reformas con un congreso fragmentado y polarizado

# Lo más probable es que se apruebe una reforma de la seguridad social que reduzca, sin eliminar, el ruido fiscal

	<b>Escenario base</b>	<b>Escenario alternativo positivo</b>	<b>Escenario alternativo negativo</b>
<b>Reforma de la seguridad social</b>	Se aprueba una reforma de la seguridad social no muy ambiciosa	Se aprueba una reforma de la seguridad social ambiciosa	No se aprueba una reforma de la seguridad social
<b>Situación fiscal</b>	La deuda pública sigue aumentando, aunque menos que en los últimos años; nuevos ajustes fiscales significativos se harán necesarios	Se crean las condiciones para que la deuda pública se empiece a reducir en el mediano plazo	La deuda pública sigue aumentando significativamente
<b>Situación macroeconómica</b>	Crecimiento del PIB converge a 2% a.a.	Crecimiento del PIB converge a 3% a.a. o incluso más si otras reformas económicas son aprobadas	Estancamiento o incluso una nueva recesión, en un contexto de crecientes dudas sobre la sostenibilidad de la deuda
<b>Probabilidad</b>	<b>60%</b>	<b>25%</b>	<b>15%</b>

## Mantenemos valoración de los determinantes locales del crecimiento, pero reducimos previsiones de PIB por entorno global menos favorable



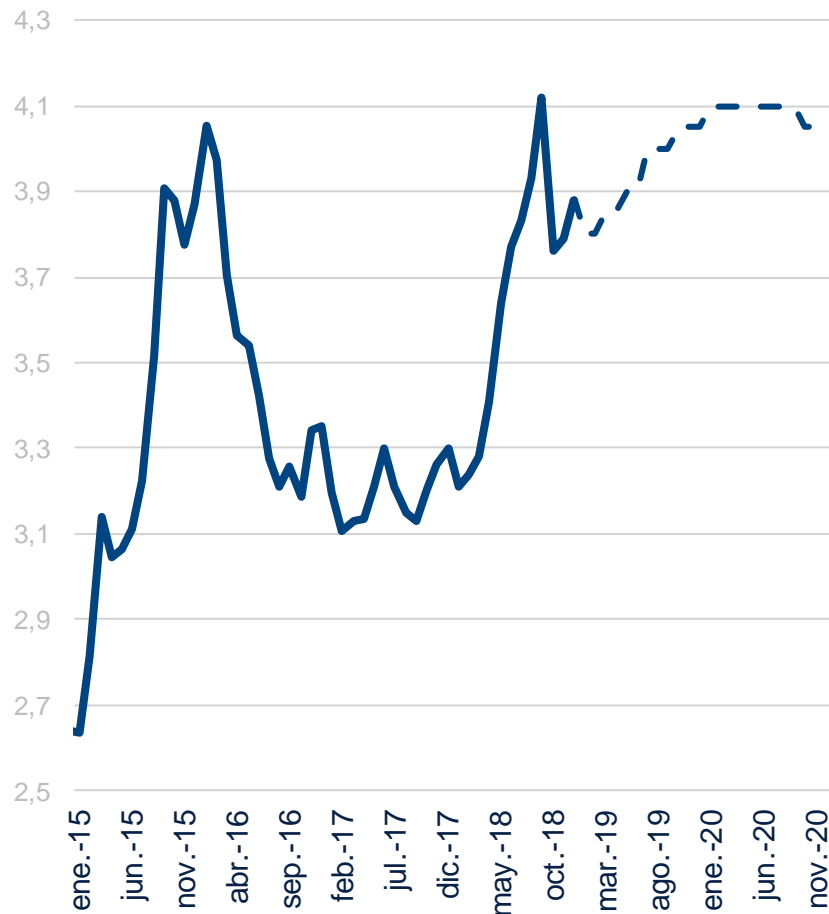
Mantenemos nuestra estimación de que el PIB creció 1,2% en 2018, tras la expansión de 1,1% registrada en 2017 y la contracción de 7% acumulada en 2015 y 2016

Los recortes de 0,2 pp en nuestras previsiones para 2019 y 2020 se deben a factores globales: menor crecimiento de la economía global, mayor volatilidad financiera (principalmente en la primera mitad de 2019) y menores precios de materias primas

# El tipo de cambio se mantendría ligeramente más apreciado durante los próximos meses, pero a mediados de año se volvería a depreciar

## Tipo de cambio nominal (\*)

(Reales brasileños / dólares norte-americanos)



(\*) Previsiones a partir de enero de 2019.

Fuente: BBVA Research

- Tras depreciarse con fuerza entre abril y septiembre, el tipo de cambio se apreció alrededor de 10% en línea con los mercados globales y el mayor optimismo con el gobierno de Bolsonaro
- La luna de miel de los mercados financieros con el nuevo gobierno ayudará a mantener el tipo de cambio relativamente apreciado en los próximos meses, a pesar de que en este periodo la volatilidad global seguirá elevada
- Sin embargo, a partir de mediados del año el tipo de cambio posiblemente empezará a depreciarse, en la medida que se hagan más evidentes las dificultades en la aprobación de las reformas (en especial, la de la seguridad social) y en línea con la moderación esperada del precio de las materias primas

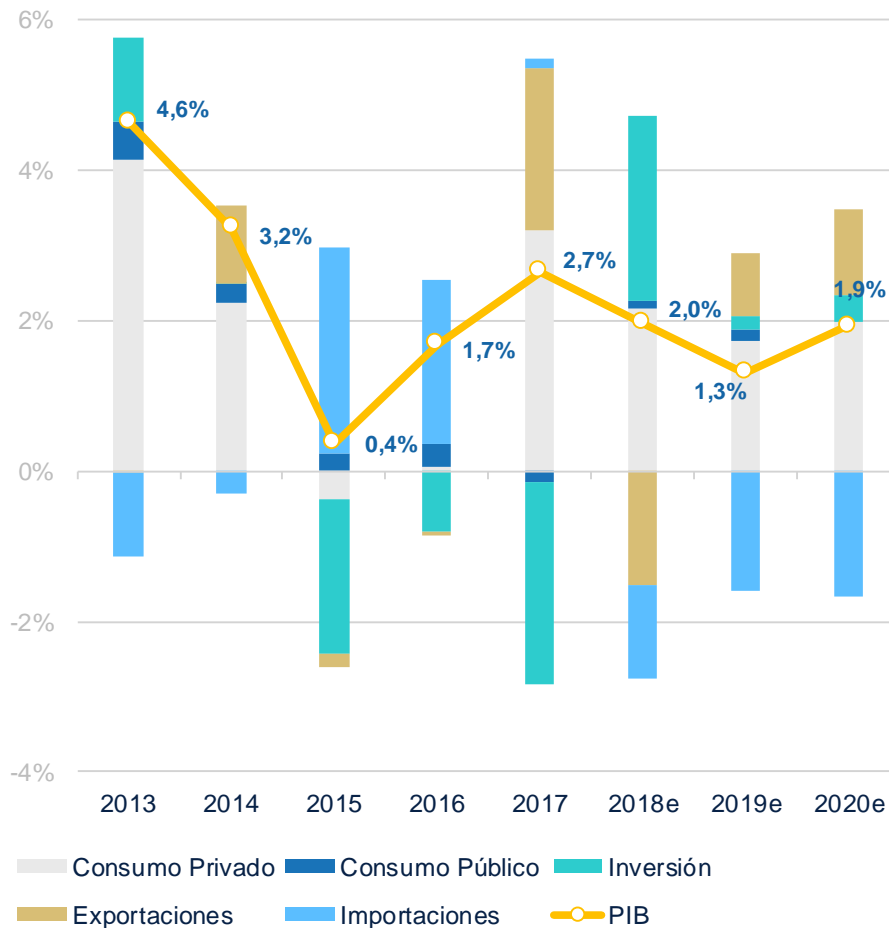


# 04

**Uruguay:  
se pospone el crecimiento a 2020**

# Mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 1,3% para 2019 y ajustamos a la baja 2020 a 1,9% (antes 2,2%)

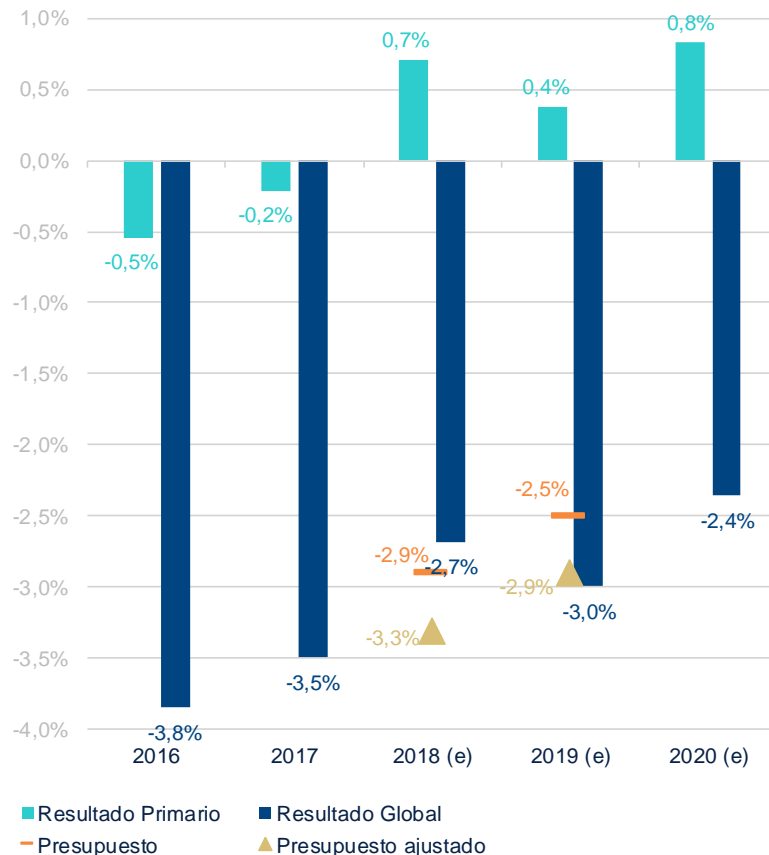
## Contribuciones al crecimiento económico (En %)



- Revisamos a la baja el crecimiento para 2019 0,3pp debido al empeoramiento del escenario global y la falta de definición en el comienzo de la construcción de la tercera planta de celulosa.
- En 2019, esperamos una desaceleración del consumo y débil contribución de la inversión del sector público.
- La demanda externa tendrá un aporte negativo en 2018 por la sequía y repetirá en 2019 por la caída del Turismo de origen argentino

# Consolidación fiscal (transitoria) en 2018, pero en 2019 volverá a mostrar la necesidad de reformas estructurales

## Metas oficiales y previsiones de BBVA Research (En % del PIB)

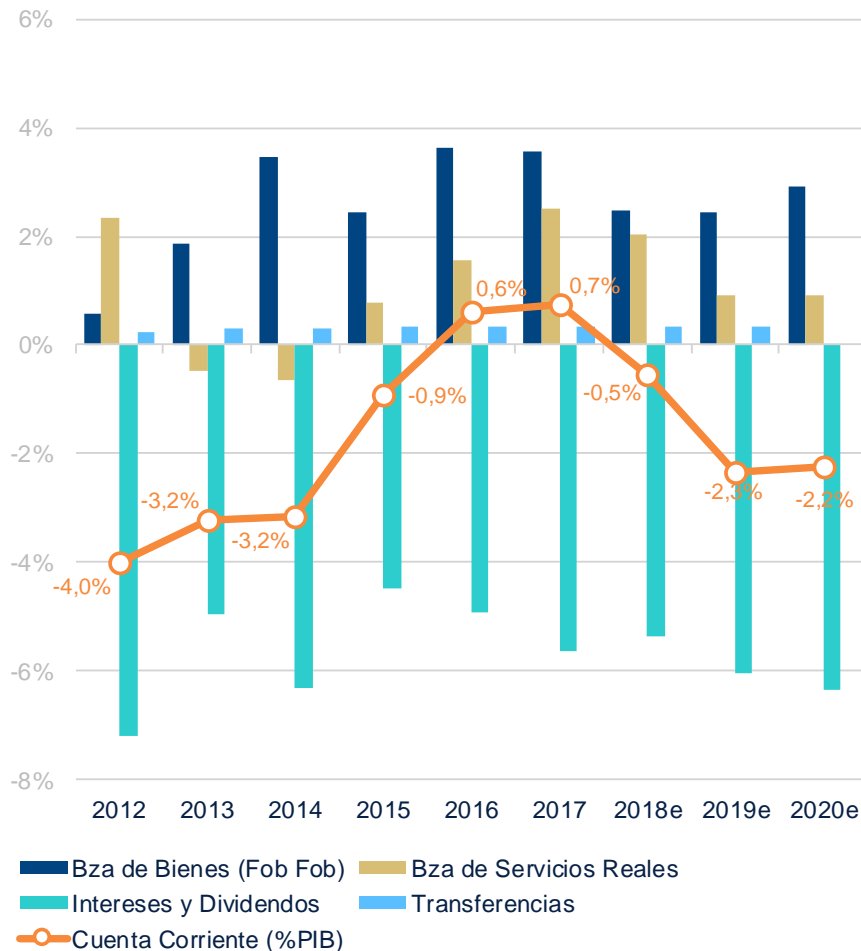


- El resultado fiscal 2018 fue un déficit de 2,7% del PIB (vs 3,3% del ppto) pero la mejora fue por el efecto denominado “Cincuentones”, consistente en el traspaso de fondos del fideicomiso de la Seguridad Social (1,3% del PIB) desde el sistema de capitalización al BPS
- Bajar el gasto requiere de reformas estructurales que consigan mejorar la eficiencia, especialmente en seguridad social aunque esto excedería a la actual administración. Por ello los ajustes hasta el momento se dieron por el lado de los ingresos, aunque estos no son suficientes.
- La política de pre-financiamiento del déficit permite al Tesoro cubrirse ante shocks inesperados pero también le genera costos que se acumulan en los intereses,



# La cuenta corriente cerrará el año 2018 con un déficit de 0,5% del PIB y se profundizará hasta -2,3% del PIB en 2019

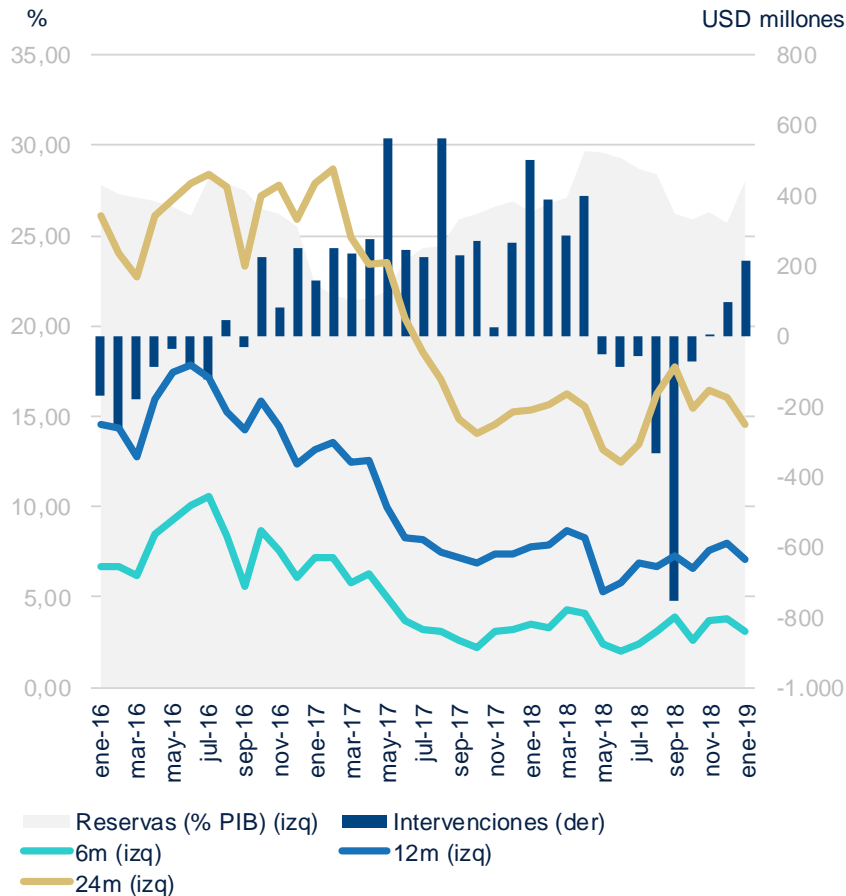
## Cuenta Corriente y sus componentes (como %del PIB)



- El deterioro de la cuenta corriente durante 2018 se explica básicamente por la **reducción del superávit comercial** y el incremento en el saldo negativo del ingreso primario, en este caso por el **pago de intereses**
- La cuenta corriente seguirá **deteriorándose en 2019** aunque sin alcanzar los ratios registrados durante los años 2012 al 2014. La balanza comercial volverá a mostrar un nuevo deterioro pero lo que arrastrará a un mayor déficit el próximo año será la reducción de la balanza de servicios reales, ya **que la cuenta de Turismo verificará un significativo ajuste**.
- Los intereses crecerían marginalmente también en 2019.

# En 2018 el peso uruguayo como el promedio de los emergentes y sin contagio del peso argentino

## Intervención BCU y devaluación esperada (Millones de USD y \$/USD)

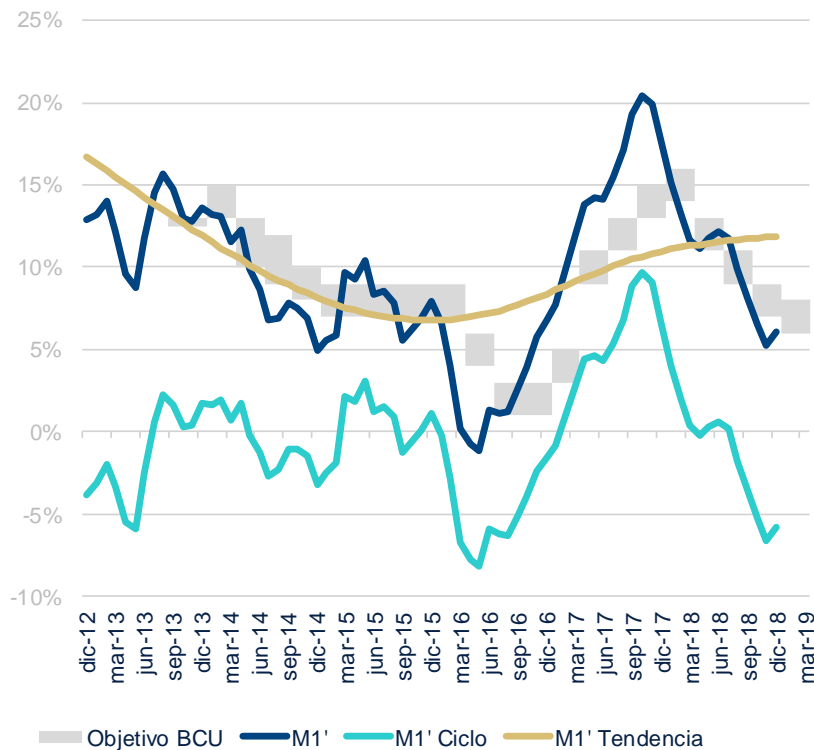


Fuente: BBVA Research y BCU

- El peso uruguayo acompañó al promedio de la región durante 2018 pero estuvo mayormente aislado del efecto del peso argentino y la lira turca.
- Mediante intervenciones y recompra de Letras con el mecanismo de integraciones en dólares el BCU actúa para contener volatilidad y evitar que el peso quede desalineado de los fundamentos macro.
- El BCU vendió USD 1,4 mM desde mayo a nov-18 y luego desde dic-18 hasta la fecha el BCU compró USD 368 millones.
- El calendario electoral sumará moderada volatilidad al mercado de cambios
- Para final de 2019 tipo de cambio alcanzará 34,8 pesos/USD y 37,1 para dic-20

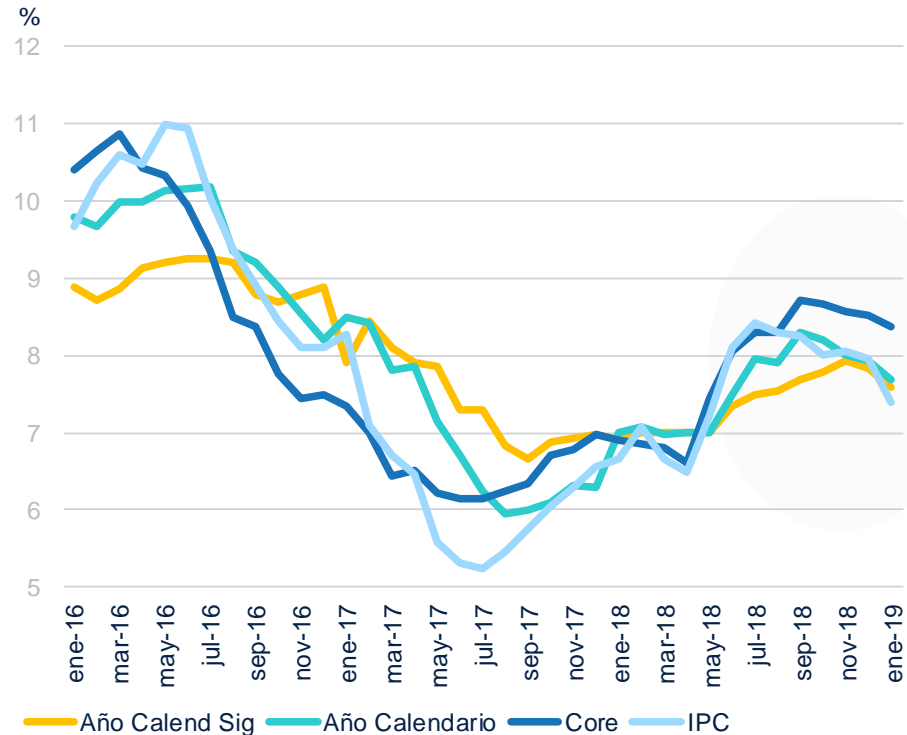
# La política monetaria y el esquema de salarios nominales no son suficientes para anclar las expectativas de inflación

**Política monetaria, evolución agregado M1' (Var%)**



Fuente: BBVA Research y BCU

**IPC, inflación núcleo y expectativas (En %)**



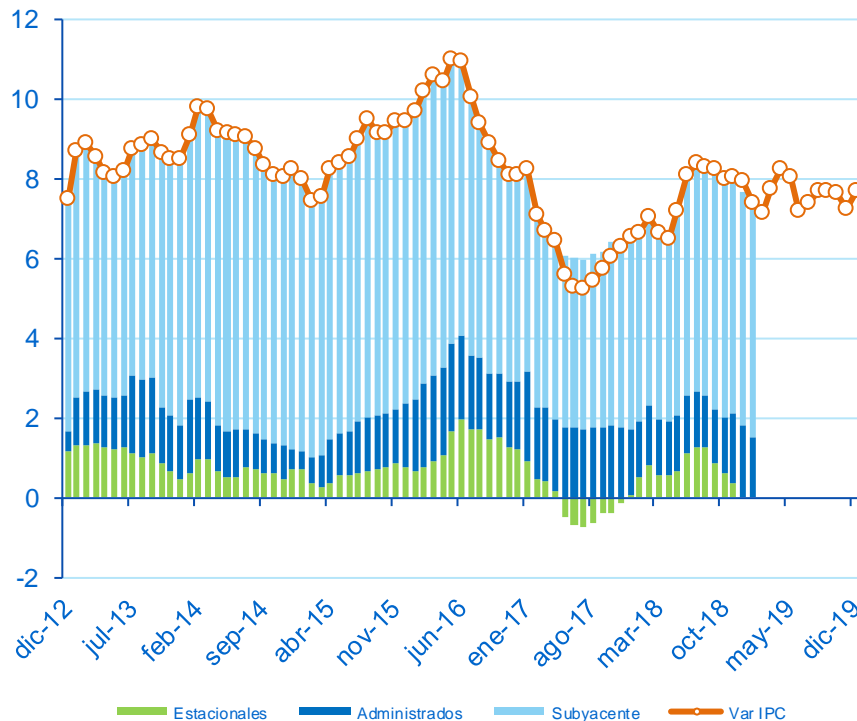
Fuente: BBVA Research y BCU

A pesar que el BCU cumple con sus objetivos monetarios y que los acuerdos salariales se mantienen dentro de los lineamientos del Gobierno, la depreciación del peso uruguayo desancó las expectativas de inflación durante 2T y 3T del 2018. Se reforzó el perfil de política astringente en 2018 y 1T19

La inflación subyacente aceleró desde mayo por traspaso de la devaluación hasta el máximo de 8,72% a/a septiembre, luego descendió hasta 8,37% a/a en enero. Desde Nov18 las expectativas de inflación han curvado, de manera marginal, a la baja para los próximos 12 y 24 meses

# La inflación se mantendrá fuera del rango en 2019

## IPC, contribuciones y previsión (Millones de USD y \$/USD)



- El inflación se mantendrá por sobre la banda superior del rango objetivo, de 3%-7%, del BCU
- En el informe de diciembre, el COPOM ratificó para los próximos 24 meses el rango 3%-7%.
- Mantenemos nuestra previsión de inflación en 7,7% para 2019 y 6,6% para 2020,

# Previsiones económicas de Uruguay

## Uruguay

	2016	2017	2018 (e)	2019 (e)	2020 (e)
PBI (% a/a)	1,7	2,7	2,0	1,3	1,9
Inflación (% a/a, fdp)	8,1	6,6	8,0	7,7	6,6
Inflación (% a/a, promedio)	9,6	6,2	7,6	7,0	7,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	28,8	28,9	32,2	34,8	37,1
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	30,1	28,6	30,7	33,7	36,0
Tasas de interés activa (% , promedio)	22,3	21,2	21,8	22,2	20,6
Consumo Privado (% a/a)	0,1	4,4	2,9	2,3	2,6
Consumo Público (% a/a)	2,9	-1,3	1,0	1,5	1,0
Inversión (% a/a)	-3,9	-13,8	15,0	1,0	2,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-3,8	-3,5	-2,7	-3,0	-2,4
Cuenta Corriente (% PIB)	0,6	0,7	-0,5	-2,3	-2,2



# 05

## **América Latina: tablas de previsiones**

# Previsiones de crecimiento, inflación, tipos de cambio y de interés

	PIB (% a/a)					Inflación (% a/a, fin de periodo)				
	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2016	2017	2018	2019p	2020p
Argentina	-1,8	2,9	-2,4	-1,0	2,5	39,3	24,8	47,6	30,0	17,6
Brasil	-3,3	1,1	1,2	2,2	1,8	6,3	2,9	3,8	4,5	4,9
Chile	1,3	1,5	4,0	3,4	3,3	2,8	1,9	3,0	2,8	2,8
Colombia	2,0	1,8	2,6	3,0	3,3	5,7	4,1	3,2	3,2	3,2
México <sup>1</sup>	2,7	2,3	2,1	2,0	2,2	3,2	6,6	4,8	3,7	3,5
Paraguay	4,3	5,2	3,8	4,1	4,3	3,9	4,5	3,2	4,0	4,0
Perú	4,0	2,5	3,9	3,9	3,7	3,3	1,4	2,2	2,3	2,5
Uruguay	1,7	2,7	2,0	1,3	1,9	8,2	6,3	8,0	7,4	6,7

	Tipos de Cambio (vs. USD, final de periodo)					Tipos de Interés (% , final de periodo)				
	2016	2017	2018	2019p	2020p	2016	2017	2018	2019p	2020p
Argentina	15,8	17,7	37,9	49,0	55,0	24,80	28,80	59,30	35,00	20,00
Brasil	3,35	3,30	3,85	4,05	4,05	13,75	7,00	6,50	8,00	9,00
Chile	667	637	680	650	635	3,50	2,50	2,75	3,50	4,00
Colombia	3010	2991	3195	3150	3020	7,50	4,75	4,25	4,75	5,00
México	20,7	18,7	20,1	19,0	18,8	5,75	7,25	8,25	8,00	7,00
Paraguay	5787	5631	5928	6125	6250	5,50	5,25	5,25	5,50	5,50
Perú	3,40	3,25	3,37	3,30	3,34	4,37	3,26	2,75	3,25	3,50
Uruguay	28,8	28,9	32,2	34,8	37,1	**	**	**	**	**

\*\* En Argentina y Uruguay la política monetaria se ejecuta de acuerdo a agregados monetarios y no existe un tipo de interés de referencia.

<sup>1</sup> Dato de México para 2018 es observado

Fuente: BBVA Research

# Previsiones de Saldo Fiscal, Saldo por Cuenta Corriente y de Materias Primas

	Cuenta Corriente (% PIB)					Saldo Fiscal (% PIB)				
	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2016	2017	2018p	2019p	2020p
<b>Argentina</b>	-2,7	-4,9	-5,2	-3,3	-2,3	-5,8	-6,0	-5,6	-3,3	-2,3
<b>Brasil</b>	-1,3	-0,3	-0,3	-0,8	-1,5	-9,0	-7,8	-5,6	-5,3	-6,4
<b>Chile</b>	-1,4	-1,5	-2,2	-2,6	-1,5	-2,7	-2,8	-1,7	-1,3	-1,3
<b>Colombia</b>	-4,3	-3,3	-3,5	-4,1	-3,8	-4,0	-3,6	-3,1	-2,4	-2,2
<b>México</b>	-2,2	-1,6	-2,0	-2,0	-1,9	-2,5	-1,1	-2,0	-2,0	-2,0
<b>Paraguay</b>	3,5	3,1	0,3	1,2	1,8	-1,1	-1,1	-1,3	-1,5	-1,5
<b>Perú</b>	-2,7	-1,1	-2,2	-2,2	-2,2	-2,5	-3,1	-2,7	-2,3	-2,2
<b>Uruguay</b>	0,6	0,7	-0,5	-2,3	-2,2	-3,8	-3,5	-2,9	-3,1	-2,5

	Precio Materias Primas (promedio anual)				
	2016	2017	2018	2019p	2020p
<b>Petróleo (Brent USD/Barril)</b>	44,75	54,43	71,95	63,15	55,75
<b>Soja (USD/ton)</b>	362,88	358,75	342,50	340,50	350,50
<b>Cobre (USD/LIBRA)</b>	2,20	2,80	2,96	2,81	2,72