

# Situación Uruguay

Segundo Semestre 2011  
Análisis Económico

- **La economía mundial continuará creciendo a dos velocidades** tras la desaceleración del primer semestre. Europa se debate entre fuertes tensiones contrastando con el dinamismo en emergentes.
- **El recalentamiento ha dejado de ser el problema principal**, el crecimiento desacelera a 5,8% en 2011 y 4,0% en 2012 por el deterioro de confianza y las menores exportaciones.
- **El alto nivel de inversión extranjera directa** financia el déficit de 2% del PIB en cuenta corriente.
- **Pausa en la política monetaria** por el contexto externo y la apreciación del peso pese a que la inflación de 7,8% excederá el rango objetivo.
- **El déficit fiscal sería de 1,1%** en 2011 con financiamiento asegurado. No esperamos cambios para 2012.
- **El agravamiento de la crisis internacional**, recortaría el crecimiento a 2,5% en 2012.

## Índice

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Uruguay: la crisis internacional desaceleraría el crecimiento.....	5
3. El sector externo sigue financiado con la IED.....	6
4. Oportuna política de financiamiento público.....	7
5. El Banco Central: la tenaza de los precios y el tipo de cambio.....	8
6. Uruguay menos vulnerable que otros países de la región.....	9
7. Tablas .....	10

Fecha de cierre: 15 de noviembre de 2011

# 1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

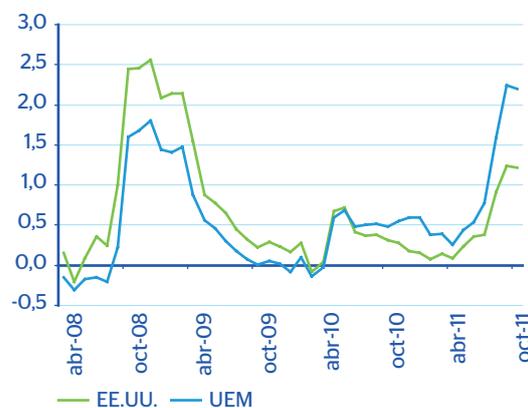
**La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja**

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

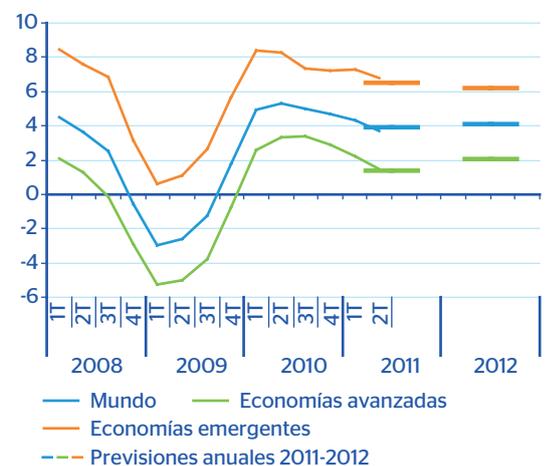
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones. .

Gráfico 1  
**Índice de tensiones financieras BBVA**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Crecimiento del PIB (% interanual)**



Fuente: BBVA Research y FMI

## Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo<sup>1</sup>.

## Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

1: Véase el Recuadro 1. «Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa», del Situación Global del 3T 2011 para un resumen de los canales de contagio y el impacto mundial de un impago desordenado en Europa.

## Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

## 2. Uruguay: la crisis internacional desaceleraría el crecimiento

Durante los últimos años Uruguay ha venido creciendo por encima de su potencial, con fuerte impulso de la demanda interna lo cual ha generado presiones inflacionarias y cierto deterioro del sector externo.

En la primera mitad del año la actividad económica continuó creciendo impulsada básicamente por la demanda doméstica. Sin embargo, el crecimiento alcanzado en el 2T-11 (0,5% t/t) estuvo bastante por debajo del observado en el 1T-11 (2,1% t/t) así como también de nuestras previsiones, debido básicamente a la caída registrada en el volumen físico de las exportaciones de productos agropecuarios, principalmente por los problemas que la sequía ocasionó sobre la oferta ganadera.

La información más reciente sugiere que la economía uruguaya continua creciendo en la segunda parte del año. Si bien el índice Líder de CERES señala que la actividad económica habría crecido durante el 3T-11 y que probablemente también lo haga en 4T-11, por su metodología, no da información sobre la velocidad ni la duración de la expansión económica. Sin embargo, un conjunto de indicadores parciales sugieren que dicho crecimiento se estaría desacelerando. En primer lugar, se evidencia un deterioro significativo en la confianza de los consumidores durante el 3T-11 con caídas interanuales del orden del 10% (Gráfico 3). Esta menor confianza está determinada por la mayor incertidumbre respecto a la orientación política del gobierno y la mayor volatilidad del tipo de cambio y creciente aversión al riesgo registradas a partir del agravamiento de la situación internacional. A ello se suma el efecto de ralentización de la expansión del crédito a Familias a solo 3,2% en términos reales durante el 3T-11 frente al aumento de 8,9% el trimestre anterior. En el mismo sentido la última encuesta de la Cámara Nacional de Comercio y Servicios (CNCS) coincidió en una desaceleración de las ventas al mercado interno originada en crecientes niveles de incertidumbre que están afectando las decisiones de consumo y ahorro de las familias.

Por otra parte, las recientes bajas en los índices de confianza empresaria junto la desaceleración observada en el índice adelantado de producción industrial sugieren que la actividad manufacturera podría ralentizarse, lo que podría comenzar a influir en una menor tasa de crecimiento de la demanda de bienes intermedios que son los que mantienen dinámicas las importaciones. En consecuencia, hemos revisado a la baja el PIB para este año ubicándolo en tono al 5,8% (Gráfico 4).

Para 2012, prevemos que continúe el proceso de gradual desaceleración iniciado en la última parte de 2011 con un crecimiento de 4% cercano al potencial. Por un lado, una mayor incertidumbre internacional afectaría la demanda externa: la desaceleración prevista en Brasil y Argentina para 2012 junto con depreciaciones en sus respectivas monedas restarían competitividad a Uruguay frente a dos de sus principales socios comerciales, sin olvidar la tendencia descendente del precio de los commodities que exporta el país. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento uruguayo estará acotada gracias al impulso dado por la inversión

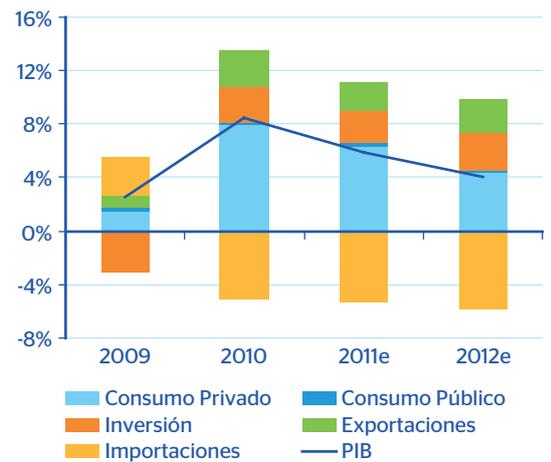
privada ya que al proyecto de pulpa de papel de Montes del Plata se han sumado un gran número de proyectos de inversión pública-privada que ya han sido aprobados por la Ley de Promoción de Inversiones y que duplicarían a los iniciados en 2010. Esta situación repercutirá favorablemente en el mercado laboral donde prevemos que la tasa de desempleo se mantenga en niveles históricamente reducidos como los alcanzados durante 2011 (promedio 6%), lo cual sumado a los aumentos salariales previstos (del orden del 3%/4% en términos reales) podría contrarrestar, al menos parcialmente, los efectos negativos de la incertidumbre internacional y de las confianzas.

Gráfico 3  
**Índice de Confianza al Consumidor**



Fuente: Equipos IECC y BBVA Research

Gráfico 4  
**Contribuciones al PIB. Variaciones %**



Fuente: BCU y BBVA Research

### 3. El sector externo sigue financiado con la IED

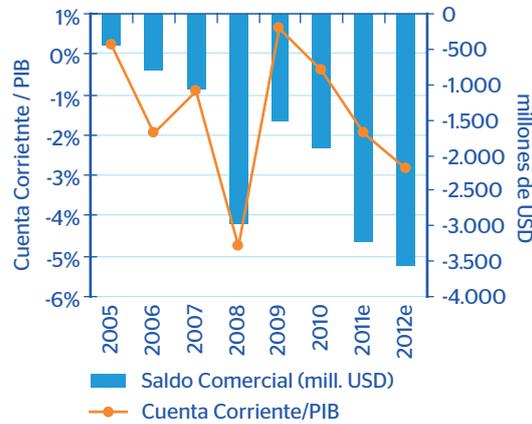
La cuenta corriente ha mostrado un deterioro significativo durante el 2T-11 básicamente por el desempeño de la balanza comercial. Durante este período las ventas al exterior cayeron por los problemas de oferta que surgieron como consecuencia de la sequía (principalmente en el sector carnes) mientras que las importaciones se mantuvieron dinámicas.

En el acumulado enero-agosto, las exportaciones crecen al 20% interanual, mientras que las importaciones lo hacen casi al 40% con lo cual el resultado deficitario de la balanza comercial cerraría el año en unos USD 3,2 mM. Con este resultado la cuenta corriente arrojaría un déficit en torno al 2% del PIB (Gráfico 5). En principio esto no resultaría preocupante ya que es perfectamente financiado con IED, al igual que en períodos anteriores. En efecto, durante los últimos años la IED creció fuertemente alcanzando un récord en 2010 (USD 2.4 mM) y sólo en el primer semestre de este año, la inversión directa superó los USD 1.0 mM (Gráfico 6).

Para el 2012 esperamos un deterioro adicional de la cuenta corriente que se ubicaría en -2,8% del PIB. Los menores precios de las materias primas agrícolas impactarían de lleno en una buena parte de las exportaciones uruguayas. Por otra parte, un menor crecimiento de Argentina y Brasil afectará algunas colocaciones de manufacturas uruguayas (químicos, plásticos, autos, etc.). Las importaciones continuarán creciendo a tasas importantes por las mayores necesidades de maquinarias e insumos requeridos para que Montes del Plata comience a operar en 2013, al igual que ocurriera en 2008 con Botnia. Este efecto se vería parcialmente compensado por la baja prevista en el precio del petróleo que representan alrededor de un 20% de las importaciones.

Gráfico 5

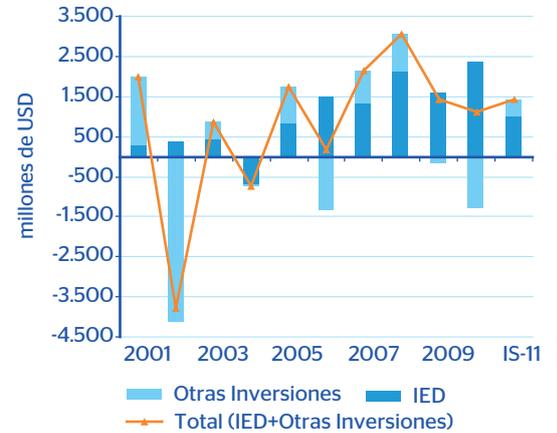
**Resultado comercial  
(mill. USD) y Cuenta Corriente (% PIB)**



Fuente: BCU y BBVA Research

Gráfico 6

**Inversión extranjera directa**



Fuente: BCU y BBVA Research

## 4. Oportuna política de financiamiento público

A lo largo de este año, las fluctuaciones en el balance fiscal tuvieron su origen en el resultado de las empresas públicas. En los últimos 12 meses a septiembre el déficit global del sector público alcanzó a 0,7% del PIB, lo que es una mejora respecto de las cifras observadas en el acumulado al mes anterior (1,1%). Por un lado, la baja reciente del precio del petróleo ha mejorado sensiblemente el resultado de la refinería ANCAP. Adicionalmente, el mayor uso de energía térmica para compensar la escasa generación hidráulica durante los primeros meses del año está comenzando a normalizarse.

El gobierno viene llevando a cabo una política de financiamiento anticipado desde hace algunos años, la que le ha permitido amortiguar los efectos negativos de las restricciones de liquidez internacional y de aumentos en la aversión al riesgo. De hecho ya tiene cubiertas las necesidades financieras para todo el año 2012 y una buena parte de 2013 con emisión de títulos de deuda a nivel doméstico e internacional por unos USD 1300 millones adicionales a los USD 700 millones que Uruguay requeriría para todo el año 2012. Además, el gobierno ha acordado líneas de crédito contingente con organismos internacionales (en total unos USD 1.120 millones) a las que, en caso de un agravamiento de la situación internacional, podría acceder a bajas tasas (entre 4,5% y 5,5% anual). Al mismo tiempo, se persigue un claro objetivo de desdolarización de la deuda pública al ser la mayor parte de las nuevas emisiones en moneda doméstica y ajustada a la inflación.

Para este año preveemos que el déficit global del sector público se encuentre en torno a 1,1% del PIB, similar al observado en 2010, mientras que para el año 2012, esperamos una mejora adicional de concretarse una baja en el precio del petróleo. Adicionalmente, por el lado del Gobierno Central, estimamos que continuará una política de control de gasto como la de este año, manteniéndose un déficit global acotado.

## 5. El Banco Central: la tenaza de los precios y el tipo de cambio

La evolución de la actividad desde 2003, excepto 2009, superó el umbral de crecimiento potencial estimado en 4%. En este período el protagonismo de la demanda interna fue determinante, como lo demuestra el incremento de los precios en Transporte, Vivienda y Alimentos. Al exceso de demanda doméstica se sumó la subida de los precios internacionales que puso a los precios locales en un sendero ascendente desde el comienzo del año llegando los mismos a una variación interanual máxima de 8,6% en junio, para corregir luego a niveles apenas inferiores a 8%. Tal como lo anticipamos en el informe anterior, en 2011 la inflación excedería la banda objetivo (4% / 6%) propuesta por la autoridad monetaria alcanzando 7,8% a/a a fin de 2011 (Gráfico 7).

La actitud de tolerancia del BCU al desvío de la inflación por sobre el límite superior de la banda objetivo, cambiaría drásticamente en caso que los precios se acerquen al “políticamente conflictivo” 10% que dispara el ajuste de salarios y pensiones. Para ello las autoridades cuentan con el uso de instrumentos heterodoxos como el manejo de los precios administrados para influir sobre el nivel de precios.

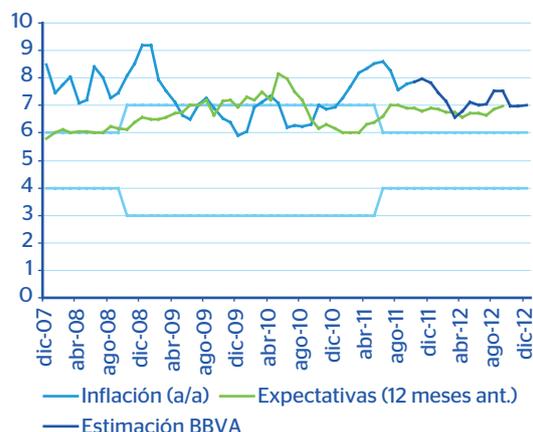
Este comportamiento del BCU permite corroborar el mayor énfasis que la autoridad monetaria está imprimiendo al tipo de cambio por sobre el control de precios y los temores que originan los “vientos de frente” internacionales.

A pesar de la desaceleración de los precios estimada para 2012, por menor actividad y precios internacionales más bajos, la inflación tampoco estaría dentro del rango propuesto llegando a 7,0%. La respuesta desde la política monetaria, muy acotada por la depreciación de Brasil y las recientes decisiones de su Banco Central, será mantener la Tasa de Política Monetaria (T.P.M.) en el nivel actual de 8% hasta fin del año 2012 de manera que en términos reales se ubicaría en terreno apenas positivo.

Las presiones a la apreciación de la moneda uruguaya motivaron la intervención del BCU en el mercado cambiario para mantener el tipo de cambio en términos competitivos. En lo que va de 2011 el BCU acumuló USD 2,6 mM de reservas, producto de compras en el mercado cambiario por 0,3 mM, prefinanciación de exportaciones, los depósitos del sistema bancario y la integración de Letras de Regulación Monetaria. En 9 meses las reservas medidas en moneda local crecieron 35% mientras que los instrumentos de esterilización sólo variaron 1,4%.

La debilidad del dólar ha ubicado al peso, medido por el tipo de cambio real multilateral, en una posición apreciada entorno al 10% respecto al promedio de largo plazo (Gráfico 8). Esta idea de pérdida de competitividad es relativamente limitada y se morigera de manera considerable al tener en cuenta que el TCR bilateral con Brasil, principal socio comercial, está en línea con su promedio de largo plazo. En vista del estrecho margen de maniobra, con el fin de evitar una apreciación adicional el BCU ha privilegiado actuar aumentando los encajes medios e introduciendo encajes marginales remunerados para restar ímpetu a la demanda vía canal del crédito.

Gráfico 7  
Inflación y expectativas



Fuente: INE, BCU y BBVA Research

Gráfico 8  
Tipo de Cambio Real Multilateral



Fuente: BCU, INE, Bloomberg y BBVA Research

## 6. Uruguay menos vulnerable que otros países de la región

A pesar que Uruguay sigue mostrando un buen desempeño en materia de crecimiento, hay algunos focos de vulnerabilidad que podrían complicar las cuentas públicas y externas si la actual crisis internacional se agrava, reduciendo el dinamismo de la actividad.

El canal comercial podría ser el más claro canal de contagio ya que una baja más pronunciada en los precios de los commodities agrícolas afectaría a cerca de un 25% de las exportaciones de Uruguay. Dado que una reducción del precio del petróleo es beneficiosa por el elevado peso (22%) que tiene en las importaciones, en un escenario de recesión en Europa y otros países desarrollados los términos de intercambio se deteriorarían apenas un 1%. Este efecto se vería exacerbado por la menor demanda externa en los socios del MERCOSUR, especialmente Brasil donde Uruguay coloca manufacturas industriales cuyo precio podría disminuir ante un Real más devaluado. Como el déficit de cuenta corriente es financiado básicamente por IED y no por capitales de corto plazo, un deterioro del desequilibrio externo en una situación de volatilidad internacional no constituye un riesgo elevado.

En el sector exterior, también existen focos de riesgo regionales, principalmente la elevada exposición a Argentina en materia de turismo. Las recientes regulaciones y tensiones cambiarias podrían desalentar la llegada de turistas argentinos, en particular los de clase media, debido al encarecimiento relativo de vacacionar en Uruguay. Desde el punto de vista de las exportaciones de bienes, en cambio, la vulnerabilidad es menor ya que actualmente sólo 9% se dirigen a Argentina, comparado con 15% en 2001. En el mismo sentido, la participación de los depósitos de argentinos en el sistema financiero ha bajado de 45% en 2001 a 15% en 2011, reduciendo el impacto de mayor volatilidad financiera en Argentina sobre Uruguay.

Una mayor aversión al riesgo internacional tendría efectos limitados sobre los flujos de capitales ya que los que se dirigen a Uruguay son mayormente inversiones directas, pero podría impactar sobre el nivel de actividad por el canal cambiario. Una mayor tasa de devaluación del Real brasileño, generaría un aumento en la volatilidad cambiaria en Uruguay dada la correlación existente entre ambas monedas, con efectos negativos sobre las expectativas y sobre el consumo doméstico. Una desaceleración del nivel de actividad afectaría la recaudación fiscal y ante una alta proporción de gastos inflexibles (salarios, jubilaciones básicamente representan la mitad del gasto corriente) determinarían un aumento del déficit fiscal, aunque parcialmente compensado porque la fuerte caída del precio del petróleo mejoraría significativamente el resultado de las empresas públicas.

Adicionalmente, aunque Uruguay está reduciendo el grado de dolarización de su deuda pública, ésta aún se mantiene elevada (59% del total). Sin embargo, gracias a la política de financiar anticipadamente el ejercicio fiscal por parte del gobierno, el moderado deterioro de la solvencia del sector público provocado por una crisis prolongada, no tendría impactos relevantes sobre el potencial de crecimiento de la economía uruguaya.

Un escenario de riesgo de este tipo, por lo tanto, conduciría a una mayor desaceleración de la economía uruguaya que crecería sólo 2,5% el próximo año (-1,5 pp respecto a nuestro escenario base). Si bien la mayor debilidad de las monedas latinoamericanas, en particular del real brasileño, ubicarían al tipo de cambio en un nivel 10% por encima del escenario base cotizando a \$22 por dólar, no se espera una fuerte aceleración de la inflación que se vería contenida en 5,8% por la menor demanda interna y la caída de los precios internacionales de las materias primas.

## 7. Tablas

Tabla 1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011e	2012e
PBI (% a/a)	2,6	8,5	5,8	4,0
Inflación (% a/a, fdp)	7,1	6,7	8,0	7,1
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	22,5	20,0	19,2	20,0
Tasas de interés (% fdp)	8,7	6,3	7,6	8,0
Consumo Privado (% a/a)	2,1	11,4	8,9	5,3
Consumo Público (% a/a)	3,9	2,2	2,8	2,5
Inversión (% a/a)	-12,7	13,2	11,0	13,6
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,7	-1,1	-1,2	-1,0
Cuenta Corriente (% PIB)	0,7	-0,4	-2,0	-2,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 2  
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, f.d.p.)	Tipo de cambio (vs. USD, f.d.p.)	Tasa de Interés (%, f.d.p.)
T1 09	2,6	8,2	23,5	9,7
T2 09	0,6	6,7	23,7	9,0
T3 09	2,6	7,1	22,7	8,0
T4 09	4,4	6,3	20,3	8,0
T1 10	9,6	6,7	19,6	6,3
T2 10	10,5	6,9	19,6	6,3
T3 10	7,7	6,3	20,8	6,3
T4 10	6,5	6,9	20,0	6,5
T1 11	6,6	7,7	19,6	7,0
T2 11	4,8	8,5	18,7	7,5
T3 11	5,8	7,9	18,8	8,0
T4 11	6,1	7,9	19,8	8,0
T1 12	5,0	7,1	19,8	8,0
T2 12	5,2	7,0	19,9	8,0
T3 12	3,6	7,4	20,0	8,0
T4 12	2,8	7,0	20,1	8,0

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***Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

**Adriana Haring**

aharing@bbva.com

**Juan Manuel Manias**

juan.manias@bbva.com

Con la colaboración de:

**Andrés Escardó**

aescardo@grupobbva.com.uy

**Martín Pastorino**

fpastorino@grupobbva.com.uy

---

**BBVA Research**

---

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**

jvial@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Juan Ruíz**

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a****BBVA Research - BBVA Banco Francés**

Reconquista 199, 1ª planta

C1003ABC - Buenos Aires (Argentina)

Tel.: (+54) 11 4346 4000

Fax: (+54) 11 4346 4416

E-mail: bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com