

Situación Uruguay

Primer Semestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento global se recuperará gradualmente**, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja
- **Uruguay recupera el grado inversor por menor vulnerabilidad externa**, potenciando crecimiento
- **La actividad desacelera de manera suave**, en sintonía con una menor demanda externa, dejando un crecimiento de 4,2% para 2012.
- **Leve deterioro del balance fiscal**, reflejando el impacto del elevado precio de la energía y la desaceleración de la actividad, el superávit primario será de 1,4% del PIB
- **Leve deterioro de la cuenta corriente por trabas y precios desfavorables**, resultará en un déficit de 2% del PIB que será financiado por la inversión extranjera directa.
- **La fortaleza de los precios internos y la apreciación cambiaria condicionan al Banco Central de Uruguay**, estimamos que la tasa de política monetaria se mantendrá en 8,75% hasta fin de año.

Índice

1. Resumen: recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	3
2. Uruguay recupera Grado Inversor y aumenta su crecimiento potencial	6
3. Moderada desaceleración de actividad por menor demanda externa.....	7
4. Manejo de deuda y superávit primario consolidan solvencia fiscal.....	8
5. Precios relativos desfavorables deterioran cuenta corriente en 2012.....	10
6. El BCU con escaso margen de maniobra	11
7. Vulnerabilidad limitada a un escenario de riesgo global aunque perduran algunas debilidades propias.....	13
8. Tablas	14

Fecha de cierre: 18 de mayo de 2012

1. Resumen: recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

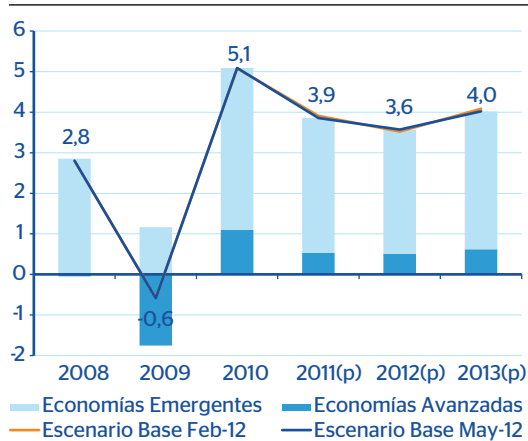
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina –disminución en la primera, pero

estable en la segunda - condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

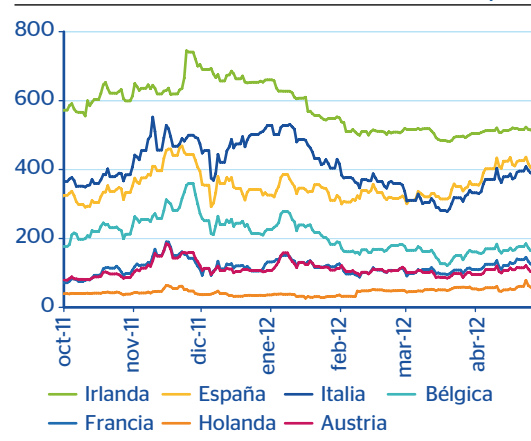
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte el aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Además, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron

cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales.

En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse riesgo a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales – y un referéndum – en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

2. Uruguay recupera Grado Inversor y aumenta su crecimiento potencial

El prudente manejo de deuda, la diversificación y la apertura a la IED redujeron la vulnerabilidad del soberano a choques externos

Las importantes mejoras logradas por Uruguay en el plano económico e institucional gracias a un manejo ortodoxo y ordenado de su economía así como también de una consolidación de su democracia basada en el respeto por la ley y las instituciones, han sido las cualidades destacadas por Standard & Poor's a la hora de elevar la nota de Uruguay a BBB- y devolverle así el Grado Inversor que perdió con la crisis de 2002. La agencia calificadora enfatiza la mejora en los indicadores fiscales y externos producto de un sostenido crecimiento, una prudente administración de los pasivos (ver sección 4) y la creciente capacidad para resistir choques externos.

Uruguay ocupa los primeros puestos en los rankings internacionales en lo que se refiere reputación y calidad institucional como puede observarse en la Tabla 1, donde sobresale en la comparación con el resto de los países de América del Sur.

Tabla 1

Ranking de Indicadores Internacionales: posición de Uruguay

Indicador	Posición de Uruguay en América del Sur	Posición de Uruguay en el mundo
Índice de Percepción de la Corrupción (Transparency International 2011)	2	25
Índice de Democracia (Economist Intelligence Unit 2010)	1	21
Índice de Libertad Económica (Heritage Foundation 2011)	2	33
Índice de Prosperidad (Legatum Institute 2011)	1	29
Índice de Estabilidad Política (Banco Mundial 2010)	1	44
Índice de Competitividad Global (World Economic Forum 2011-2012)	3	63
Índice de Facilidad para hacer Negocios (Doing Business 2012)	4	90

Fuente: Ministerio de Economía de Uruguay

Más allá de lo institucional, Uruguay ha hecho grandes esfuerzos en materia de desarrollo económico y este año podría culminar una década de crecimiento ininterrumpido. Pudo sortear las limitaciones propias de un país chico gracias a la apertura económica y a las políticas a favor de atraer capitales externos para incrementar la inversión. De hecho Uruguay tiene leyes especiales que dan un tratamiento favorable a las empresas extranjeras que inviertan en el país, equiparándolas a las empresas nacionales.

En 2007 Uruguay sancionó la Ley de Promoción y Protección de Inversiones y más recientemente con la aprobación de la "Ley de contratos de participación público privada para la realización de obras de infraestructura y prestación de servicios conexos (PPP)" a mediados de 2011, se trata de dar nuevo impulso a la inversión pero esta vez focalizado en obras de infraestructura, en particular a obras viales, portuarias, aeroportuarias y de infraestructura energética. La mejora de toda la infraestructura será incentivo para el arribo de nuevas empresas y el incremento de inversiones de las ya residentes.

Al extender el horizonte de análisis, cobran relevancia los efectos que producirá la condición de Investment Grade sobre la tasa de crecimiento del producto potencial en el mediano y largo plazo. Indudablemente, a priori tendrá un impacto positivo por el efecto de la reducción del costo de capital sobre la inversión, pero también plantea el desafío de diseñar una estrategia que evite una excesiva afluencia de capitales de corto plazo que agraven el problema de apreciación de la moneda. Será crucial que los flujos de capitales se dirijan a inversiones que aumenten la productividad de la economía, básicamente infraestructura y energía, donde existen ciertos cuellos de botella.

3. Moderada desaceleración de actividad por menor demanda externa

Uno de los factores más relevantes que incidió en la mejora de la calificación crediticia fue el sostenido crecimiento uruguayo verificado a partir 2006 ya que fue uno de los pocos países del mundo que no sufrió una recesión en 2009. Si bien en 2011, el PIB creció menos que lo previsto (5,7% versus 6,2%), esto obedeció a factores excepcionales¹ que afectaron a la generación eléctrica y a la industria en 4T11 y que determinaron una caída del PIB de 1,9% t/t. En el resto de los sectores, se observó una ralentización generalizada pero más moderada, tal como estimábamos en el informe anterior.

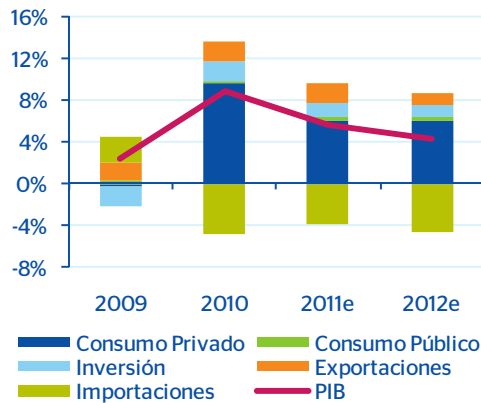
Para el 2012 mantuvimos prácticamente igual nuestra previsión de crecimiento, considerando que nuestra estimación previa ya incorporaba una marcada desaceleración para este año. La pérdida de impulso se concentraría en la moderación de la demanda externa dominada por la incertidumbre europea y en particular a los menores crecimientos previstos para Argentina y Brasil. El sector externo sufriría además la erosión de competitividad por las mayores devaluaciones relativas de los principales socios (frente a un peso uruguayo relativamente estable) y las recientes barreras comerciales impuestas por otros miembros del MERCOSUR.

En 2013 estimamos una ligera desaceleración del crecimiento del PIB (3,9%) básicamente por una ralentización del consumo interno a partir de una menor expansión de la masa salarial (menor crecimiento del salario en términos reales) y la finalización de la etapa intensa de inversión del proyecto de Montes del Plata.

La situación laboral es uno de los factores principales en la mejora en la confianza del consumidor durante el IT-12 -tras haberse deteriorado en el segundo semestre de 2011- y junto con algunos indicadores preliminares, como el índice líder de CERES y el indicador adelantado de producción industrial de la Cámara de la Industria, señalan que la actividad continuó creciendo durante los primeros meses del año, aunque a menor ritmo. En este sentido, influyeron un menor dinamismo en el sector inmobiliario, el cierre de la refinería de petróleo durante enero (de hecho, de octubre a enero), el impacto de la sequía sobre la generación eléctrica y las medidas proteccionistas de Argentina y Brasil que afectaron a algunas ramas industriales y también al sector de logística.

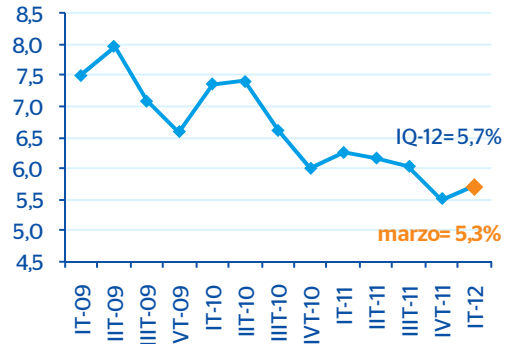
1: Básicamente la caída del PIB del 4T11 estuvo explicada por los sectores de Suministro de Electricidad, Gas y Agua y de la Industria Manufacturera. En el primer caso una sequía que complicó la normal generación de electricidad de origen hidráulico mientras que en el segundo de los casos la actividad se vio reducida por la salida de servicio de la refinería ANCAP debido a tareas de mantenimiento programado

Gráfico 3
Uruguay: Contribuciones al crecimiento



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Tasa de desempleo Total, promedio trimestral



Fuente: BBVA Research

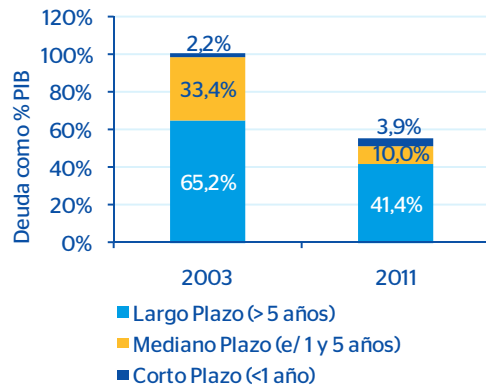
Sin embargo, la desaceleración del crecimiento uruguayo estará acotada gracias a la fortaleza de la demanda interna. En un entorno de moderado optimismo, el consumo privado seguirá siendo uno de los soportes más importantes del nivel de actividad durante este año merced a un desempleo en mínimos históricos (ver Gráfico 4) y aumentos de los salarios en términos reales entorno a 4%. Si bien no hay nuevos mega proyectos de inversión previstos para este año como fuera Montes del Plata (que entraría en funcionamiento en 2013) o anteriormente Botnia (2008), se prevé que ahora la inversión sea impulsada por obras de infraestructura necesarias para optimizar el normal funcionamiento de las plantas de celulosa, comenzando por las complementarias a estos proyectos como las obras del Puerto y la construcción de la Ruta 55.

4. Manejo de deuda y superávit primario consolidan solvencia fiscal

El manejo de la deuda pública ha sido crucial para la obtención del grado de inversión y se han observado sustanciales mejoras en este campo. Uruguay consiguió no sólo reducir los niveles de deuda pública desde un 100,8% del PIB en 2003 hasta un 55,4% del PIB en 2011 (ver Gráfico 5) sino también ha logrado una importante desdolarización de la misma, evitando los riesgos inherentes a una eventual volatilidad cambiaria (ver Gráfico 6) y aumentado la participación de la deuda a tasa fija, aprovechando el período de tasas internacionales extraordinariamente bajas. A diciembre de 2011, se logró que el porcentaje de deuda a tasa fija fuera del 84% frente al 54% del 2003.

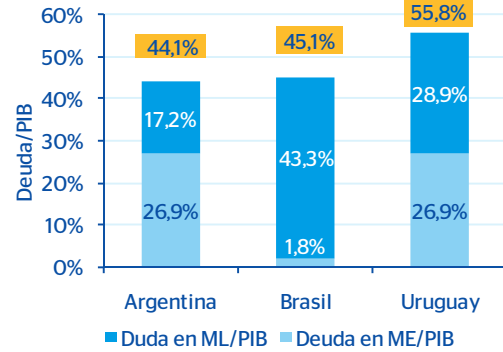
Uruguay logró mejorar su perfil de endeudamiento sin haber apelado a la cesación de pagos como hizo Argentina durante la crisis de 2002. Aunque el progreso en reducir la carga de la deuda ha sido más lento (en Argentina, la deuda pública llega a 44,1% del PIB), es evidente que la estrategia de re-negociación amistosa y respeto por los contratos, le permitió a Uruguay finalmente reducir de forma más permanente la prima de riesgo y el rendimiento de su deuda. Si bien el peso de la deuda pública es aún mayor que en los principales socios del Mercosur (ver gráfico 6) y todavía la dolarización de la deuda es superior a Brasil, la estructura de plazos y la composición por tasas es más favorable en Uruguay ya que la deuda a tasa variable / PIB es de sólo un 8,8%.

Gráfico 5
Evolución de la Deuda Pública por plazos (%PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6
Comparación Deuda en moneda extranjera (%PIB)



Fuente: BBVA Research

Un contexto de sólido crecimiento y la prudencia en el manejo de la política de gasto público le permitió a Uruguay consolidar 9 años consecutivos de superávit primario, tras la crisis de 2002. En 2012, volverá a mostrar un resultado positivo que estimamos en el orden del 1,4% del PIB, menor al 2% del PIB del año previo. No solo impactará la desaceleración económica sobre los niveles de ingresos sino también los altos precios del petróleo que prevalecerán a lo largo del año. Adicionalmente una baja generación hidráulica, redundará en pérdidas para las empresas públicas ya que es probable que el gobierno siga sin ajustar las tarifas de energía a fin de evitar su traslado a la inflación.

El gobierno no tendrá mayores inconvenientes en cubrir sus necesidades financieras gracias a que mantiene vigente el programa de adelantamiento de colocación de deuda en los mercados así como buenas relaciones con los organismos internacionales. Las necesidades de financiamiento para 2012 incluyen amortizaciones por USD 637 millones así como pago de intereses por USD 1.213 millones. Para cubrir estas necesidades, el Gobierno dispone de superávit primario, así como también desembolsos de multilaterales por unos USD 200 millones y nuevas emisiones por USD 1.200 millones según lo informara el Ministerio de Economía (Ver tabla 2).

Tabla 2
Flujo de Fondos del Gobierno Central

	2011	2012
Usos	3976	2019
Pago de Intereses	1170	1213
Amortizaciones	2737	637
Préstamos	457	192
Bonos	2280	445
Otros	69	168
Recursos	3976	2019
Superávit primario	800	700
Desembolsos de Multilaterales	237	192
Emisiones	4673	1200
Otros	119	96
Uso de Activos	-1853	-169

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay- Unidad de Administración de Deuda

Desde el punto de vista de reputación, el Acuerdo de Intercambio de Información Tributaria con Argentina está en línea con las solicitudes de la OCDE para otorgar mayor transparencia a los mercados financieros internacionales y contribuye a reducir el costo de financiamiento del soberano. Como el mismo no reviste carácter retroactivo y cada requerimiento debe ser minuciosamente individualizado, se evitan operaciones de inspección sobre todo el universo de inversores que podría desencadenar temores en los ahorristas extranjeros (mayoritariamente argentinos). De esta forma, se limita el impacto sobre los flujos de inversión financiera a Uruguay al tiempo que al eliminarse la doble tributación, se mejora la competitividad de las empresas uruguayas exportadoras de servicios.

5. Precios relativos desfavorables deterioran cuenta corriente en 2012

El 2011 el comercio exterior de Uruguay arrojó un déficit de USD 2.800 millones, con exportaciones creciendo al 18% e importaciones al 24%. Sin embargo, el crecimiento de las exportaciones estuvo dominado por los precios (+23%) ya que los volúmenes cayeron 5%, mientras que los precios de las importaciones subieron un 13% y las cantidades crecieron 9%. Los favorables términos de intercambio no resultaron suficientes para que Uruguay pudiera cerrar la brecha externa ante el dinamismo de la demanda doméstica, con lo cual el déficit en cuenta corriente creció al -1,9% del PIB.

Dada la composición de las exportaciones e importaciones de Uruguay este año prevemos un deterioro de los términos de intercambio del orden de 4,7% ya que la mayor parte de la oferta exportable del país está dada por commodities agropecuarios, cuyos precios estimamos que desacelerarán en la segunda parte del año, mientras que en las importaciones pondera fuertemente el petróleo cuyo precio seguirá firme en lo que resta del año.

Las cantidades exportadas mostrarán menor dinamismo principalmente por la debilidad de la demanda global y las recientes trabas al comercio internacional impuestas por Argentina al ingreso de exportaciones uruguayas aunque la recuperación del crecimiento de Brasil en el segundo semestre de 2012 y 2013 compensará parcialmente este efecto. Las importaciones crecerán 9%a/a, donde la mitad de este crecimiento estará dado por precios. Así, la balanza comercial llegaría a mostrar un déficit cercano a los USD 3.600 millones en 2012.

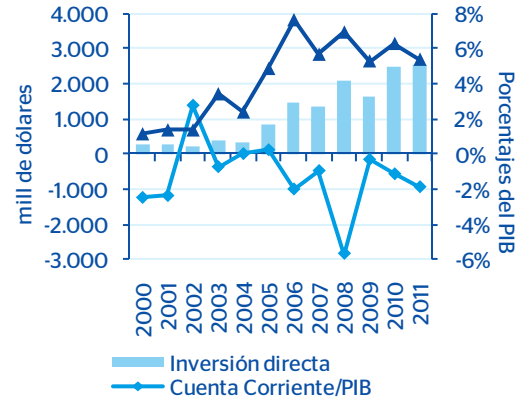
En el acumulado enero/abril, las exportaciones crecieron 10,7% respecto al año anterior. Sin embargo, las exportaciones a Argentina cayeron casi un 6% a/a, lo que estaría reflejando ciertas dificultades en la colocación de sus productos y hace que Argentina pierda participación como destino de las exportaciones uruguayas. Según la información publicada por Uruguay XXI, los sectores más afectados por las trabas comerciales durante el primer trimestre del año fueron Automóviles y autopartes, y papel y cartón.

Gráfico 7
Evolución de la Balanza Comercial
(en millones de dólares)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8
Balanza de Pagos: Cuenta Corriente e Inversión Extranjera Directa
(en millones de dólares)



Fuente: BBVA Research

Esto llevará a un ligero deterioro de la cuenta corriente (2% del PIB) básicamente por el mayor déficit comercial, mientras que los servicios reales no compensarán totalmente este resultado dado que no ha sido una temporada turística que cumpliera con las expectativas generadas a partir de la buena temporada anterior. En efecto, durante el primer trimestre de 2012, los ingresos por turismo alcanzaron USD 999 millones, esto es un 7% por debajo de lo registrado en igual período de 2011. En este período no solo bajó el número de personas que ingresaron sino que el gasto por persona también disminuyó, principalmente por menor afluencia de turistas brasileños y europeos. Por el contrario, el ingreso de turistas argentinos así como el gasto que éstos realizaron creció sin verse afectado por las restricciones cambiarias.

Este mayor déficit en cuenta corriente, sin embargo, es perfectamente financiable con Inversión Extranjera Directa, que en 2011 alcanzó un record de USD 2.527 millones, 5,4% del PIB. A futuro esperamos que esta tendencia se consolide y Uruguay vuelva a registrar un saludable ingreso de inversiones directas, ya que el grado inversor recuperado recientemente da un incentivo adicional a todos los mencionados para aumentar la IED.

6. El BCU con escaso margen de maniobra

La abundante provisión de divisas por importantes flujos de IED y en menor medida por papeles de deuda pública y del BCU, continúa sosteniendo la fortaleza del peso uruguayo respecto al dólar, el cual estimamos que al cierre de 2012 cotice a \$ 19,9 por unidad, próximo a su actual nivel.

Dado que el tipo de cambio real (multilateral) ya se encuentra un 10,5% apreciado respecto del promedio de largo plazo, el Banco Central de Uruguay reaccionó interviniendo en el mercado cambiario y lleva comprados USD 440 millones en los primeros cuatro meses del año, cifra sustancialmente mayor a lo registrado durante todo el año 2011: USD 339 millones.

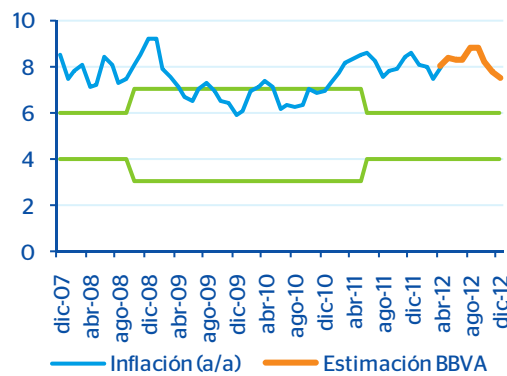
El peso uruguayo ha mostrado una volatilidad considerablemente menor al resto de las monedas de la región, en particular comparado con el real brasileño, en lo que va del año probablemente reflejando la menor importancia de capitales de corto plazo. Sin embargo, creemos que esto es coyuntural y que en 2013 el peso adoptará un sendero de suave depreciación en sintonía con el Real brasileño llegando a los \$20,4 por dólar, lo que llevará a mantener prácticamente estable el tipo de cambio real multilateral, evitando ampliar la pérdida de competitividad.

La monetización creada por la intervención cambiaria del BCU ha sido sólo parcialmente esterilizada por la autoridad monetaria agregando cierta presión sobre los precios que en 2011 registraron una inflación de 8,6%, superando holgadamente el techo de la banda objetivo de 4% a 6% del BCU. La fortaleza de la demanda interna será la determinante de la inflación en 2012 que alcanzará el 7,5%. (ver gráfico 9) dada la inercia inflacionaria que se refleja en una inflación subyacente continuamente superior a la dada por el nivel general precios en términos interanuales.

Una estimación de la Regla de Taylor para Uruguay sugiere un sendero descendente de la tasa de política monetaria hasta 8,40 % en el último trimestre de 2012. (Ver Gráfico 10) teniendo en cuenta la reducción de la brecha con el producto potencial y la desaceleración prevista de la inflación. Sin embargo, creemos que en el COPOM prevalecerán los temores respecto al sobrecalentamiento de la economía y los riesgos que implica una potencial subida del precio del petróleo para una economía importadora como Uruguay. En este escenario, estimamos que la Tasa de Política Monetaria se mantendrá en el nivel actual de 8,75% resultando una tasa real levemente positiva que junto a una menor actividad restarán ímpetu al consumo, desacelerando los precios hacia fin de año. Para 2013 esperamos una reducción de 50 pb de la TPM acompañando la inflación que concluirá en 6,9% de manera que la tasa real se mantendrá casi sin variación.

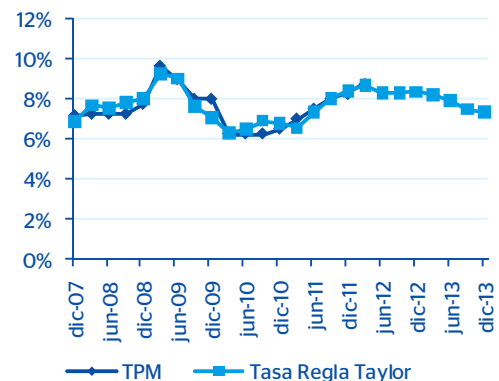
Como apuntáramos en nuestro informe anterior, se agudiza el dilema de política monetaria, puesto que la apreciación continúa. Sin embargo, dado que la inflación continúa fuera de banda y la economía y el empleo no dan señales de debilitamiento, queda poco margen de maniobra para que el Banco Central reduzca la tasa de política monetaria. Ante este escenario aumentan las posibilidades de utilizar un menú de medidas que van desde macro prudenciales hasta el sostenimiento de precios de servicios públicos.

Gráfico 9
Inflación y expectativas



Fuente: INE, BCU y BBVA Research.

Gráfico 10
Regla de Taylor en Uruguay



Fuente: BBVA Research

7. Vulnerabilidad limitada a un escenario de riesgo global aunque perduran algunas debilidades propias

Un escenario de riesgo en Europa afectaría a Uruguay en menor medida que a otras economías de la región por la vía del comercio exterior. Una baja generalizada en el precio de los commodities tendría un impacto positivo sobre los términos del intercambio. La elevada ponderación del petróleo en las importaciones podría incluso llevar a una mejora en la cuenta corriente (vía balanza comercial) ya que los precios de las exportaciones agrícolas se verían afectados en menor proporción por la baja elasticidad ingreso de la demanda mundial de alimentos. Tampoco es de esperar un serio problema proveniente de un "sudden stop" del financiamiento externo, ya que una gran proporción de las entradas de capitales a Uruguay son bajo la forma de IED, más estables que los de corto plazo.

Los riesgos sobre el sector fiscal también se encuentran bastante acotados ya que la baja en el precio del petróleo mejoraría el resultado fiscal de las empresas públicas, compensando parcialmente la caída de ingresos por menor actividad. El hecho de que las necesidades de financiamiento del sector público ya estén cubiertas para este año y el próximo disminuye la vulnerabilidad del soberano a un aumento global de la aversión al riesgo.

Probablemente, el mayor impacto sobre el crecimiento de la economía uruguaya provendría del efecto de una crisis europea sobre Brasil y Argentina. En ambos casos, se observaría una desaceleración importante de la actividad que resultaría en menores exportaciones de bienes y servicios reales (turismo) desde Uruguay. Sin embargo, probablemente el mayor riesgo para Uruguay provendría de un aumento en la volatilidad del tipo de cambio (inducida por depreciaciones en los vecinos). Estos episodios tenderían a generar incertidumbre en el plano doméstico debido a la dolarización de ahorros y pasivos financieros que podría traducirse en una importante caída de la confianza repercutiendo negativamente sobre el nivel de actividad, aunque sin llegar a generar una ralentización sustancial.

Las importantes mejoras llevadas adelante por Uruguay, no han hecho desaparecer totalmente algunos riesgos inherentes a su propia economía que son particularmente relevantes en un contexto de tensiones geopolíticas en Medio Oriente. En primer lugar, un riesgo que siempre destacamos es la alta dependencia de la matriz energética de Uruguay a las importaciones de petróleo, que se agravan en períodos de baja hidraulicidad y altos precios del crudo, como los vigentes en el último tiempo.

Esta vulnerabilidad se ve reforzada por una inflación persistentemente fuera de la banda objetivo del BCU ya que presiona el resultado fiscal. Frente al dilema entre permitir un mayor traslado a los precios internos o un deterioro del resultado de empresas públicas, el Gobierno muy probablemente elegirá sacrificar la solvencia fiscal ya que un mayor aumento de la inflación podría tener, además de los efectos negativos sobre la economía, otros efectos de segunda ronda sobre el propio resultado fiscal por aumento en los salarios y pasividades.

La contracara negativa que resulta de los crecientes flujos de inversión directa es la apreciación cambiaria y consecuentemente la pérdida de competitividad. Uruguay debería vigilar de cerca este punto ya que su tipo de cambio real multilateral ya se encuentra relativamente apreciado. Si bien por el momento es manejable, la situación podría empeorar en la medida que sigan ingresando capitales. Con niveles de desempleo en mínimos y una baja tasa de crecimiento poblacional, se adicionan mayores rigideces a la oferta laboral. El principal desafío en este punto será lograr mejoras en la productividad que permitan acompañar el aumento esperado del stock de capital para poder sostener un ciclo de actividad expansivo en el mediano plazo.

8. Tablas

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012	2013
PBI (% a/a)	2,4	8,9	5,7	4,2	3,9
Inflación (% a/a, fdp)	7,1	6,7	8,1	8,1	7,1
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	22,5	20,0	19,3	19,7	20,2
Tasas de interés (% fdp)	8,7	6,3	7,0	8,8	8,3
Consumo Privado (% a/a)	-0,3	13,7	8,2	8,0	3,0
Consumo Público (% a/a)	3,1	0,8	3,0	3,0	2,5
Inversión (% a/a)	-8,5	10,1	7,0	4,0	4,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,7	-1,1	-0,9	-1,5	-1,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,3	-1,1	-1,9	-2,0	-1,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 4

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 11	6,7	7,7	19,6	7,00
T2 11	5,1	8,5	18,7	7,50
T3 11	7,7	7,9	18,8	8,00
T4 11	3,5	8,3	19,9	8,25
T1 12	2,4	7,8	19,5	8,75
T2 12	4,2	8,2	19,7	8,75
T3 12	3,2	8,6	19,8	8,75
T4 12	7,0	7,8	19,8	8,75
T1 13	7,9	7,5	19,9	8,50
T2 13	6,0	7,0	20,1	8,25
T3 13	4,4	7,0	20,2	8,25
T4 13	3,3	6,9	20,4	8,25

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

Economista Jefe de Argentina**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Juan Manuel Manias

juan.manias@bbva.com

Adriana Haring

aharing@bbva.com

Con la colaboración de:

Andrés Escardó

aescardo@grupobbva.com.uy

Marín Pastorino Rodríguez

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

Coordinación Latam

Juan Ruiz

juan.ruiz@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@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.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@grupobbva.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 Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz (I)

juan.ruiz@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