

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2009



Uruguay bien posicionado frente a la crisis internacional

El crecimiento se reduce en menor medida que en el resto de la región

La desaceleración de la inflación amplía el margen de maniobra del Banco Central

La baja del precio del petróleo alivia las presiones sobre el resultado fiscal



# Índice

Fecha de cierre: 27 de julio de 2009

<b>Editorial</b>	<b>2</b>
<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>3</b>
<b>1. Entorno Macroeconómico</b>	<b>4</b>
Se frena la actividad económica	4
Escaso impacto del desempleo en los ingresos de las familias	5
La inflación en parámetros razonables	5
Sensible deterioro de las cuentas fiscales	6
Uruguay no tendría problemas de financiamiento en el corto plazo	8
Los Términos de Intercambio mejoran para Uruguay	8
A pesar de la diversificación, la balanza comercial es deficitaria	8
Mejora del balance comercial en 2009	9
Mejora el déficit en cuenta corriente	10
<b>2. Política Monetaria y Cambiaria</b>	<b>11</b>
Los precios desaceleran y el Banco Central relaja la tasa de referencia	11
El tipo de cambio real en línea con el equilibrio de largo plazo	11
El tipo de cambio se mantendrá estable con una leve depreciación hasta fin de año	12
<b>3. Sistema Financiero</b>	<b>13</b>
Un sistema altamente dolarizado con fuerte presencia extranjera	13
La entrada de capitales le impone un dilema al BCU	14
Las tasas de interés se ajustan con rezago	14
Se profundizó la preferencia por la liquidez y la moneda extranjera	15
Los préstamos reflejan la caída de actividad	15
Sin fuentes alternativas de financiamiento doméstico	16
Escaso impacto sobre la solvencia del sistema financiero	16
Recuadro: Índice de Vulnerabilidad Externa	17

## Esta publicación ha sido coordinada por

Joaquín Vial

[jvial@bbvaprovida.cl](mailto:jvial@bbvaprovida.cl)

**Economista Jefe América del Sur**

## Han elaborado esta publicación

Gloria Sorensen

[gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

**Economista Jefe Argentina**

Adriana Haring

[aharing@bancofrances.com.ar](mailto:aharing@bancofrances.com.ar)

Juan Manuel Manias

[juan.manias@bancofrances.com.ar](mailto:juan.manias@bancofrances.com.ar)

## Con la colaboración de

Diego Pereira Pereyra

[Dpereira@grupobbva.com.uy](mailto:Dpereira@grupobbva.com.uy)

## Editorial

Una crisis de dimensión global como la actual tiene impactos diferenciados sobre las economías de América Latina. Uruguay no será inmune al retroceso de la demanda externa ni al abrupto ajuste en los precios de exportación. El gasto doméstico también se resentirá ante la mayor incertidumbre que lleva a la postergación de proyectos de inversión y la retracción del consumo de bienes durables.

Sin embargo, la economía se encuentra actualmente mejor preparada para enfrentar la volatilidad financiera que en anteriores oportunidades. En el transcurso de los últimos años, se ha mejorado la calidad de las políticas económicas con la implementación de metas de inflación por parte del Banco Central y el establecimiento de un sistema de tipo de cambio flotante que permitió amortiguar parcialmente la crisis de fines de 2008.

En cambio, la aceleración de las presiones inflacionarias en 2008 impidió una rápida relajación de la política monetaria que hubiese mitigado la contracción de actividad. Si bien con posterioridad, el BCU redujo la tasa de intervención en 200 pb, la falta de anclaje de las expectativas inflacionarias limita la capacidad de las autoridades monetarias para compensar la caída de demanda interna con políticas monetarias más expansivas.

Similarmente, la capacidad de aplicar políticas fiscales contracíclicas se ve restringida por la necesidad de evitar un mayor deterioro de la solvencia fiscal en un contexto de incertidumbre donde las fuentes de financiamiento internacional podrían verse limitadas. Teniendo en cuenta los aún elevados ratios de deuda a PIB, la sostenibilidad fiscal a largo plazo requiere acotar el incremento del déficit en un contexto de bajo crecimiento del PIB y fin del ciclo de apreciación del peso uruguayo.

El saneamiento de las cuentas públicas y del sistema financiero luego de la crisis de 2002 ha reducido notablemente la fragilidad de la economía frente a shocks externos como lo muestran nuestros cálculos del Índice de Vulnerabilidad Financiera (ver Recuadro). El principal avance en esta materia ha sido la reducción de la deuda externa de corto plazo, como fruto de una política gubernamental tendiente a alargar el perfil de vencimientos e incrementar las emisiones domésticas con instrumentos indexados a la inflación.

Sin embargo, el progreso es lento y Uruguay sigue siendo vulnerable a la volatilidad del tipo de cambio debido al efecto “hoja de balance” que afecta al sector público y privado. La deuda pública aún es elevada (en torno a 54% del PIB) y más del 70% está denominado en moneda extranjera. El otorgamiento de préstamos en dólares a empresas del sector no transable expone al sector privado a restricciones crediticias en un contexto de depreciación de la moneda doméstica.

En octubre de 2009, se llevarán a cabo elecciones presidenciales con lo cual no descartamos cierta volatilidad en la tasa de interés y el tipo de cambio en la segunda mitad del año. Sin embargo, los candidatos de los principales partidos ungidos en las elecciones internas de junio han dado señales de que no implementarán fuertes cambios en la política económica, intentando consolidar los avances logrados en el último ciclo político.

Las nuevas fortalezas de la economía uruguaya le permitirán recuperar una senda de crecimiento sostenido en la medida que se restablezcan las condiciones financieras internacionales.

## Resumen Ejecutivo

Luego de 18 trimestres de crecimiento sin interrupciones, la economía uruguaya sufrió un freno abrupto a partir del recrudecimiento de la crisis internacional. La economía se contrajo en el primer trimestre de 2009 por impacto de la menor demanda externa y la caída de la confianza doméstica que frenaron la inversión. Sin embargo, la mejora en las condiciones internacionales y en el precio de las materias primas en la segunda mitad del año morigerará el impacto de la crisis, haciendo que el PIB se contraiga sólo 0,8% en 2009, creciendo 1,4% en 2010.

Las preocupaciones por las presiones inflacionarias se han reducido notablemente tras la baja de precios internacionales de las materias primas y la desaceleración de la actividad. A diferencia de años anteriores, el incremento de los precios al consumidor se ubicará por debajo de la banda superior de la meta del BCU en 2009. La revisión a la baja de las expectativas inflacionarias le permitió al gobierno relajar gradualmente la política monetaria y comenzar a ajustar las tarifas de energía y transporte que se habían congelado para no exacerbar las presiones inflacionarias.

Esta política se mantendrá en lo que resta del año con la consiguiente mejora en el resultado de las empresas públicas (ANCAP y UTE), también beneficiado por la caída del precio del petróleo y la moderación de la sequía que afectó al país en 2008. Sin embargo, no será suficiente para evitar un deterioro de la solvencia fiscal. La recaudación impositiva reflejará la ralentización de la actividad, pero los gastos en remuneraciones y seguridad social crecerán en mayor medida debido a los aumentos salariales otorgados hacia finales de 2008. Así, el déficit consolidado del sector público aumentará al 2,5% del PIB en 2009, lo cual resulta financiable en base a los mercados domésticos y multilaterales. De hecho, las colocaciones de deuda que preventivamente hizo el gobierno, cubren las necesidades de financiación del sector público hasta mediados de 2010.

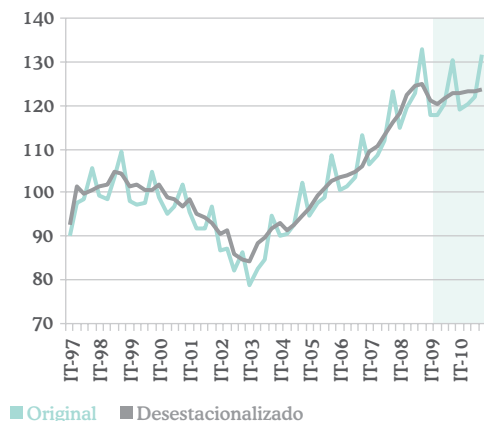
La caída del precio del petróleo respecto a 2008 traerá un alivio no solo para las cuentas fiscales, sino también para el déficit comercial, contrayendo las importaciones más allá de la declinación en la actividad económica. Las colocaciones uruguayas de carnes, lácteos y granos, de baja elasticidad de demanda, se verán relativamente menos afectadas que las exportaciones de otros países con lo cual el déficit en cuenta corriente se reducirá al 0,2% del PIB.

El tipo de cambio se depreció menos que otras monedas de la región en el 4T08, luego de la quiebra de Lehman Brothers. La rápida recuperación del real brasileño en lo que va de 2009, ha dejado la competitividad del peso uruguayo en niveles similares a los pre-crisis y cercana a sus valores de equilibrio. Esperamos que la moneda se mantenga estable en lo que resta del año, en línea con la trayectoria esperada para el Real brasileño y los diferenciales de inflación.

Gracias a la solidez del sistema bancario local, el impacto de la crisis internacional a través del canal financiero fue relativamente limitado. El riesgo país ha retornado a niveles pre-crisis y las tasas de interés de las letras del BCU continúan acercándose a los rangos previos. El Banco Central ha vuelto a comprar reservas y expandir la base monetaria. Aún no se ha recuperado el dinamismo de los préstamos pero no se advierte un deterioro de la morosidad que se encuentra en niveles mínimos. Si bien permanece cierta vulnerabilidad en el sector bancario por el descalce de monedas, principalmente en préstamos a empresas, el riesgo está limitado por una trayectoria del tipo de cambio relativamente acotada.

**Gráfico 1.**  
**Evolución del PIB**

IVF serie original y desestacionalizada



Fuente: BBVA sobre datos del BCU y estimaciones propias

**Gráfico 2.**  
**Índice Confianza del Consumidor**

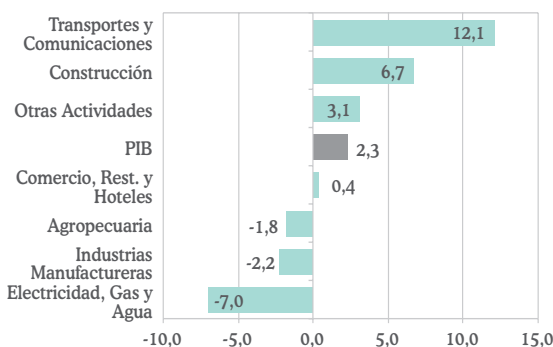
Variación Mensual



Fuente: BBVA sobre datos de Grupo Equipos

**Gráfico 3.**  
**PIB por actividades.**

Tasa de variación a/a del primer trimestre



Fuente: BBVA sobre datos del BCU

## 1. Entorno Macroeconómico

### Se frena la actividad económica

La economía uruguaya creció 8,9% en 2008, acumulando seis años consecutivos de fuerte dinamismo. Sin embargo, el recrudecimiento de la crisis internacional en octubre del año pasado junto con factores domésticos como la sequía, tuvieron fuerte impacto en los niveles de actividad en los meses recientes. La caída de la demanda internacional afectó significativamente los niveles de comercio exterior de Uruguay a la vez que se produjo una marcada contracción de la demanda interna. En el primer trimestre de 2009 se produjo un retroceso de la actividad (IVF, gráfico 1), del orden del 2,9% en términos desestacionalizados respecto del cuarto trimestre de 2008, mientras que en este último ya se había comenzado a notar una marcada desaceleración al crecer solo un 0,8% respecto del trimestre previo.

La incertidumbre sobre la magnitud y duración de la recesión internacional sumada a mayores expectativas de devaluación reavivó los recuerdos de la crisis de 2002, produciendo una brusca caída de la confianza del consumidor. Las familias preventivamente elevaron sus tasas de ahorro, demorando la compra de bienes durables. Las ventas de automotores (ACAU), por ejemplo, cayeron 23% a/a en el primer semestre de 2009.

Las empresas se vieron afectadas simultáneamente por el colapso de los precios de exportación y el deterioro de la confianza doméstica lo que produjo un fuerte ajuste de inventarios, contrayéndose violentamente la producción industrial. Si bien este proceso se registró en la mayoría de los países de la región, en el caso de Uruguay, se vio agravado por la rápida devaluación del peso que impactó sobre la hoja de balance de las empresas con pasivos dolarizados.

Aparte del choque externo, la economía uruguaya también fue afectada por un choque idiosincrático como fue la intensa sequía que asoló a la región hacia fines de 2008 y principios de 2009. La actividad agropecuaria se contrajo 1,8% a/a en 1T09 arrastrada por la menor faena bovina y producción láctea. Este factor también incidió en la menor generación de energía hidráulica, debiendo abastecerse parte de la demanda interna con importaciones desde Brasil (Electricidad, Gas y Agua cayó 7% interanual). Los sectores más dinámicos fueron Transportes y Comunicaciones (por la telefonía celular) y Construcción por impacto de la obra pública (gráfico 3).

La economía todavía registra signos recesivos en el segundo trimestre: el índice de producción industrial de abril-mayo, mostró una caída interanual del orden del 7,3% profundizando la caída respecto del primer trimestre (-3,5% interanual). Las importaciones continúan cayendo aunque parte de la contracción se explica por el descenso del precio del petróleo.

Sin embargo, los indicadores financieros como el riesgo país evidenciaron una clara mejora en el período a lo que se suma la recuperación de los precios internacionales de los granos. Las expectativas de los consumidores (gráfico 2) también se muestran más favorables ante la mejora en la situación internacional y la desaceleración de la inflación, ubicándose en junio un 17% por encima de los mínimos registrados en noviembre pasado. El moderado aumento del desempleo y el crecimiento de los salarios reales actuarían como soporte, permitiendo una recuperación del consumo privado en el segundo semestre, con lo cual el año cerraría con una caída de sólo 1% este año, mientras que el consumo público tendría un aporte positivo al crecimiento.

También la inversión registraría una contracción ante la falta de financiamiento para los proyectos de empresas internacionales y la construcción residencial que se verá afectada por la reducción de flujos de turismo a nivel mundial y regional.

En 2009, la actividad económica se contraería 0,8% arrastrada por la caída de la demanda interna. La demanda externa incidiría positivamente sobre el PIB en un 1% en virtud de una contracción de las importaciones que superaría la caída de las exportaciones de demanda menos elástica (tabla 1).

Para el próximo año, la recuperación de la economía mundial impulsaría un incremento del PIB cercano al 1,4%. El consumo privado volvería a crecer y la inversión comenzaría a encontrar financiamiento, mientras que la demanda externa solo contribuiría un 0,3% a la expansión del PIB dado el mayor dinamismo de las importaciones.

Varios planes de inversión anunciados, como la planta de celulosa de Portucel, que planea invertir más de U\$S 2.500 millones en el país, y el de la chilena "Empresas Copec" que a través de Celulosa Arauco construiría una planta en Uruguay se han visto demorados por la crisis internacional. Estos proyectos, entre otros de menor envergadura podrían retomarse en los próximos años en la medida que se recupere la demanda externa y los precios de las materias primas.

### Escaso impacto del desempleo en los ingresos de las familias

La desaceleración económica tuvo durante el primer trimestre del año un impacto negativo sobre la tasa de desempleo. En dicho período la tasa promedio de desempleo alcanzó al 7,5% de la población económicamente activa (PEA) para el total del país mientras que Montevideo el desempleo es ligeramente superior, arrojando una tasa del 7,8% (gráfico 5). Estos valores son algo superiores a los observados en el cuarto trimestre aunque no muestran mayores diferencias con el promedio de 2008. En abril, la situación laboral volvió a deteriorarse (8,3%), pero las tasas de desempleo siguen siendo sensiblemente inferiores a las que registrara el país hacia fines de la década pasada y principios de la actual donde, con la crisis de 2002, se llegó a tasas de desempleo del orden del 17%.

Todo hace suponer que la menor actividad económica que todavía se espera para los próximos meses continúe impactando negativamente sobre el desempleo hasta llegar al 8,6% promedio anual frente al 7,6% que exhibió en 2008. Sin embargo, dado que los trimestres recesivos solo se darán a lo largo del 2009, esperamos que el empleo mejore el año entrante para ubicarse nuevamente debajo del 8%.

Sin embargo, los aumentos salariales acordados a fines de 2008, con la inflación aún en alza, impedirán un importante deterioro de la masa salarial. En 2009, los ingresos de los trabajadores tendrán una mejora cercana al 7% en términos reales que mitigará el aumento del desempleo y constituyen un estímulo al consumo cuando se recuperen las confianzas.

### La inflación en parámetros razonables

El IPC general acumuló un incremento de 9,2% durante todo el 2008 alcanzando uno de los registros más elevados de los últimos años tras la crisis del 2002. Al igual que en muchos países emergentes, la inflación se aceleró en 2008 por la presión alcista de los precios de las materias primas agrícolas y de una demanda excedente positiva tras 6 años de fuerte crecimiento del PIB.

Tabla 1.

Var. interanuales	2007	2008	2009 p	2010 p
Consumo Privado	7,7%	8,8%	-1,0%	1,0%
Consumo Público	5,0%	8,6%	1,0%	1,0%
Inversión	6,3%	25,0%	-5,8%	1,5%
Demanda Interna	7,2%	11,9%	-1,9%	1,1%
Exportaciones	8,2%	10,5%	-3,0%	5,6%
Importaciones	6,7%	19,9%	-5,7%	4,3%
Balance Comercial	0,4%	-3,0%	1,0%	0,3%
PBI pm (precios 2005)	444.774	478.495	521.073	516.729
a/a	7,6%	8,9%	-0,8%	1,4%

Fuente: BBVA sobre datos del BCU y estimaciones propias

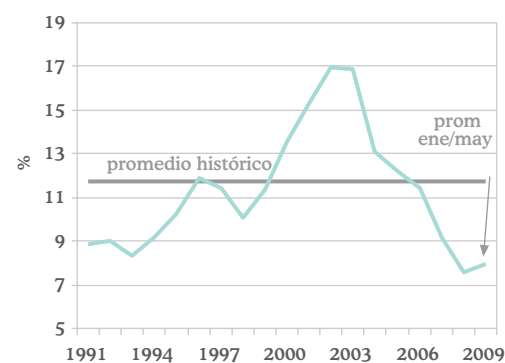
Gráfico 4.  
I.V.F. Industria Manufacturera Sin Refinería

(Var %)



Fuente: BBVA sobre datos INE

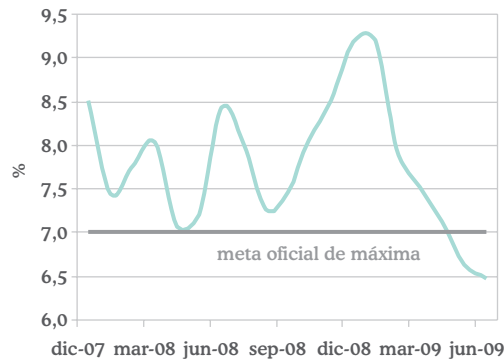
Gráfico 5.  
Evolución de la Tasa de desempleo en localidades con 5.000 o más habitantes



Fuente: BBVA sobre datos del INE

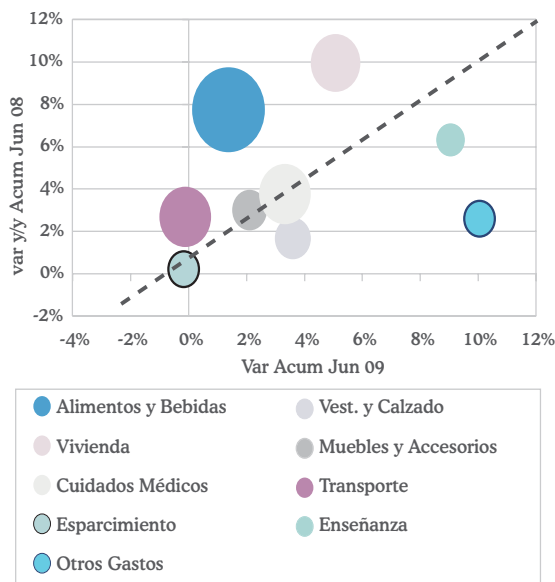
**Gráfico 6.**  
**Tasa de variación del IPC**

Acumulado últimos 12 meses



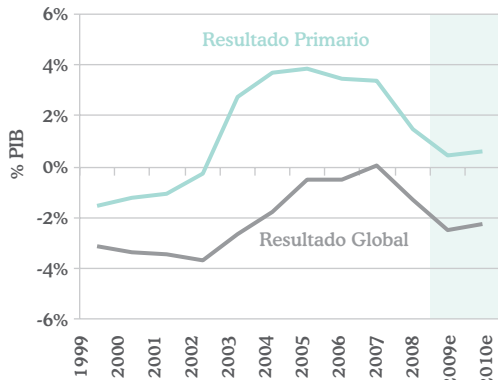
Fuente: BBVA sobre datos del INE

**Gráfico 7.**  
**Variación de Precios comparativa por rubros**



Fuente: BBVA, sobre datos del INE

**Gráfico 8.**  
**Evolución de las Cuentas Fiscales**



Fuente: BBVA sobre datos del Ministerio de Economía y estimaciones propias

Aparte del endurecimiento de la política monetaria, el gobierno implementó en 2008 acuerdos de precios para consumo masivo como fueron los acuerdos con los frigoríficos y los supermercados y manteniendo contenidos los precios administrados de los servicios públicos, los servicios de salud mutual y colectiva y a los precios regulados por la Intendencia Municipal de Montevideo.

Sin embargo, la inflación se mantuvo por encima de la meta de máxima del BCU hasta finales de 2008, llevando a la autoridad monetaria a subir la tasa de intervención en enero de 2009, aún después de instalada la crisis internacional en Uruguay (gráfico 6).

El descenso del precio de las materias primas y la desaceleración de la actividad moderó las presiones inflacionarias en el corriente año. Si medimos la inflación acumulada a junio de 2009, ésta subió solo 2,8%, frente al incremento del 5,4% de igual período de 2008.

Como se puede ver en el gráfico 7, en el cual el tamaño de cada círculo da idea de la ponderación que cada rubro tiene dentro del IPC, la variación acumulada en 2009 fue mayor en rubros de menor peso, mientras que en aquellos que más ponderan como Alimentos y Bebidas, Cuidados Médicos y Vivienda que se ubican por encima de la directriz aumentaron menos que en el mismo período del año previo e incluso en el rubro Transporte hubo un descenso.

Una parte significativa de las tarifas públicas pudo ser controlada gracias al descenso internacional del precio del petróleo posibilitando contener los aumentos en los precios regulados de los combustibles (ANCAP) y la energía eléctrica (UTE). Asimismo, se mantuvo sin cambios en los primeros meses del año la cuota de asistencia médica para socios no incluidos en el Fondo Nacional de Salud compensándose dicha pérdida con recursos de Rentas Generales. También se dispusieron rebajas en las tarifas de taxímetros que dependen de la intendencia de Montevideo y la continuidad del subsidio para el boleto urbano de pasajeros.

Sin embargo, a partir de junio el Gobierno aprovechó los menores registros inflacionarios y el mayor margen de maniobra que le otorgó la apreciación de la moneda para permitir subas en algunas tarifas lo cual impactaría en el segundo semestre del año. Otro posible origen de sesgo al alza de la inflación podría venir desde los salarios y la dinámica de fijación de los mismos. Partiendo de que los actuales salarios han sido fijados en un momento de precios al alza, ahora con la inflación descendiendo cabría la posibilidad que el incremento en salarios reales se vuelque a bienes de consumo una vez disipada la desconfianza.

Nuestras previsiones para el año 2009 indican que la inflación se ubicaría en torno al 6,8% a/a en diciembre, contemplando un alza mayor en la segunda parte del año que la acumulada de enero a junio, precisamente por el ajuste tarifario y una recuperación de la demanda interna, mientras que para 2010 los precios aumentarían 7% al retomarse la senda de crecimiento.

### Sensible deterioro de las cuentas fiscales

Tras la crisis del 2002 y la renegociación amistosa de la deuda, Uruguay consiguió iniciar el saneamiento de sus cuentas públicas. Sin embargo, durante 2008 el alza del precio del petróleo y la sequía atentaron contra el resultado fiscal. Aunque el resultado primario aún se mantuvo en terreno positivo (1,4% del PIB), el resultado global dejó de ser neutral para entrar en zona negativa (-1,3% del PIB), como puede observarse en el gráfico 8 y la tabla 2.



El alza del crudo incrementó los costos de la empresa pública *ANCAP* (Administración Nacional de Combustibles Alcohol y Portland) mientras que la sequía presionó sobre las erogaciones de otra de las empresas públicas *UTE* (Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas) al tener que reemplazar la generación hidroeléctrica por la térmica, de mayor costo.

Estos costos podrían haber sido trasladados a precios y no afectar en mayor medida el resultado de las empresas públicas, sin embargo, el gobierno priorizó el objetivo de contener la inflación que de aumentar las tarifas podría haber superado ampliamente el umbral del 10% que implica ajustes automáticos más frecuentes en los salarios y haberes previsionales.

La caída del precio de las materias primas significó un alivio para las cuentas fiscales de Uruguay al reducir los costos de generación energética. Adicionalmente, la recaudación tributaria no acusó el impacto de la reducción de precios de exportación ya que en la estructura impositiva de Uruguay no existen gravámenes sobre las ventas externas y actividad exportadora está concentrada en manos privadas. Sin embargo, los ingresos fiscales desaceleraron notablemente al entrar la economía en una etapa más recesiva.

Sin embargo, la nueva realidad no ha llevado a un ajuste del gasto ya que el gobierno mantiene los planes de inversión en salud y educación (por ejemplo, el plan Ceibal para dotar de computadoras portátiles a todos los alumnos de escuelas públicas del país) acordados antes de la crisis. Por otra parte, los incrementos salariales otorgados en el sector público a fin de 2008 reducen el margen de maniobra del gobierno para contener el gasto corriente, donde los salarios y los gastos previsionales representan un 57% del gasto público total. Adicionalmente, la reciente subida del precio del petróleo podría condicionar el resultado fiscal en la segunda mitad del año.

Así, en el acumulado de enero a mayo de 2009, los ingresos del Consolidado Gobierno Central-Banco de Previsión Social (BPS) han crecido 15% a/a mientras que los gastos lo hicieron en 19% a/a. La mejora en el resultado de las Empresas Públicas no fue suficiente para compensar el deterioro conjunto del Resultado de las Intendencias y del BSE, con lo cual el Resultado Primario del Sector Público se redujo casi un 30% a/a, en términos nominales. Un mayor pago de intereses principalmente por parte del Gobierno Central determinó a su vez que también cayera sustancialmente el Resultado Global pasando de un superávit de \$1.653 millones en el período enero-mayo del 2008 a un déficit de \$2.282 millones en igual período de este año.

Una de las alternativas con que cuenta el Gobierno, en un contexto de desaceleración de la inflación, sería incrementar aún más los precios de los servicios públicos durante la segunda parte del año. De hecho, el Gobierno ha incrementado algunas tarifas entre mayo y junio como las de *ANCAP*, Cuota Mutua, taxímetros y Gas, aunque estos incrementos son insuficientes para compensar las subas en los egresos fiscales. Adicionalmente, la reciente alza del precio del petróleo y la falta de lluvias condicionarán el resultado fiscal en la segunda mitad del año.

Por ello prevemos que el Resultado Primario se reduzca a 0,4% del PIB mientras que el Resultado Global del Sector Público se ubique en torno al -2,5%. Para 2010, teniendo en cuenta el impacto de una mayor actividad sobre los ingresos fiscales y un precio del petróleo en niveles promedio bajos, estimamos que el Resultado Primario se recupere ligeramente pasando a un 0,6% del PIB mientras que el Resultado Global alcanzaría a -2,3% del PIB.

Tabla 2.

Resultado Global Consolidado (como % PIB)	2007	2008	2009e	2010e
Resultado Primario	3,4%	1,4%	0,4%	0,6%
Resultado Global	0,0%	-1,3%	-2,5%	-2,3%

Fuente: BBVA, sobre datos del Ministerio de Economía, BCU y estimaciones propias

Gráfico 9.

## Deuda Bruta del Sector Público / PIB



Fuente: BBVA, sobre datos del BCU

**Tabla 3.**  
**Financiamiento del Gobierno Central**

Cifras en millones de dólares	2009	2010
USOS	1.284	1.567
Pago de Intereses	860	901
Amortizaciones	357	615
Préstamos	222	225
Bonos	135	390
Otros	76	51
<b>FUENTES</b>	<b>1.284</b>	<b>1.567</b>
Superávit Primario	280	300
Desembolsos de Multilaterales	960	700
Emisiones en el Mercado Local	120	250
Otros	40	0
Uso de Reservas (*)	-116	317

(\*) Un valor positivo indica variación de Reservas Internacionales  
Fuente: Ministerio de Economía

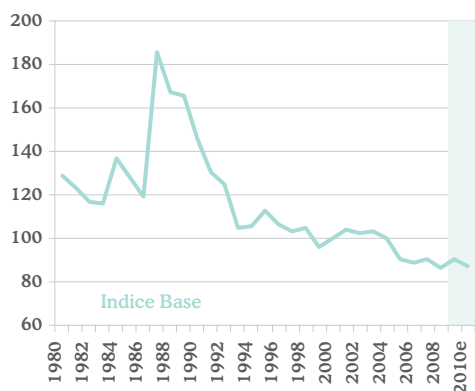
## Uruguay no tendría problemas de financiamiento en el corto plazo

Luego de la reestructuración amistosa de su deuda, Uruguay consiguió no solo reducirla en términos de PIB, como se advierte en el gráfico 9, sino que además logró la extensión de los vencimientos aligerando la presión en el corto plazo (tabla 3).

No obstante al primer trimestre del 2009, la deuda del Sector Público Global llegó a U\$S 17.238 millones, esto es, unos U\$S 695 millones por encima de la registrada a diciembre de 2008, debido al incremento de líneas de Organismos Multilaterales de Crédito por motivos precautorios. Del total de la deuda, el 77% está en manos del Gobierno Central, el 18% corresponde al BCU, el 5% a Empresas Públicas y el resto a Gobiernos locales.

Con un contexto internacional de incertidumbre es altamente probable que la financiación externa se encuentre limitada. No obstante el nivel de Activos líquidos del Sector Público Global (netos de depósitos de encaje) sería suficiente para cubrir el financiamiento del Gobierno, tanto por déficits como por amortizaciones de capital, de aquí hasta fines del año próximo en un escenario en que las fuentes de financiamiento externo se cierren totalmente.

**Gráfico 10.**  
**Términos del Intercambio**



Fuente Cepal y estimaciones propias

## Los Términos del Intercambio mejoran para Uruguay

El rally de precios de commodities de 2008 no favoreció a Uruguay como sí lo hizo a otros países de la región, a pesar que su economía es también exportadora de productos agropecuarios debido a que es un importante demandante de petróleo. Los Términos de Intercambio cayeron 4,4% en 2008 (CEPAL) ya que los precios de importación subieron 13%, impulsados principalmente por petróleo, mientras que los precios de exportación sólo crecieron 8%.

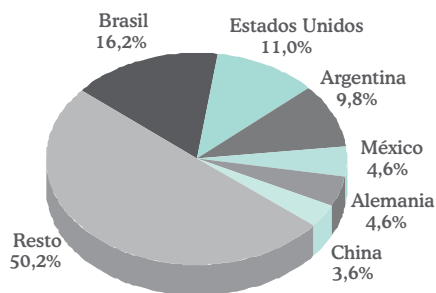
Inversamente, en 2009 registrarán una leve mejora, impulsados principalmente por la caída del precio del petróleo. El año entrante, por el contrario, la recuperación del precio del petróleo (gráfico 10) volvería a deteriorar los Términos de Intercambio.

Las materias primas representan casi un 60% de las exportaciones uruguayas de las cuales se destacan la carne (24%), productos agrícolas (arroz) y molinería (20%), lácteos (7%) y madera, pastas y papel (6,9%).

Los precios agrícolas mostrarán una caída en torno a 15% en promedio en 2009 según nuestras previsiones. La carne y los lácteos de mayor ponderación en las exportaciones de Uruguay registrarán bajas de menor magnitud (FAPRI) haciendo que en general en 2009 se vea un descenso en el precio de las exportaciones de algo más del 10% a/a y de 3% a/a en 2010.

En el caso de los precios de importación, los que marcan la diferencia son los bienes intermedios, donde el petróleo pondera casi un 20% y el resto de intermedios un 36,6%. El precio del petróleo, si bien se mantendría estable respecto de los valores actuales hacia fin de año, en promedio exhibirá una importante baja (-41% a/a) en 2009 según las previsiones del SEE del Grupo BBVA recuperándose 13% en 2010.

**Gráfico 11.**  
**Principales destinos de Exportaciones**



Fuente: BBVA sobre datos de Uruguay XXI

## A pesar de la diversificación, la balanza comercial es deficitaria

Durante los últimos años, el comercio exterior uruguayo ha mostrado un fuerte dinamismo. La dependencia de Argentina en materia comercial determinó que tras la crisis de 2002, Uruguay virara más hacia

Brasil y a otros países extra-regionales, posibilitando una mayor diversificación de su comercio.

Como se puede ver en el gráfico 11, el 50% de las exportaciones del país se concentra en 6 países solamente, siendo el más relevante Brasil (16,2%) y en segundo lugar Estados Unidos (11%), cuando 10 años atrás Brasil y Argentina solamente explicaban la mitad de las exportaciones.

Por su parte, los países que dan origen a las importaciones uruguayas (gráfico 12) están más concentrados: prácticamente el 80% de las compras al exterior provienen de 6 países mientras que solo Brasil y Argentina concentran el 45% del total.

Tras la crisis de 2002, en la cual el fuerte ajuste en importaciones permitió mostrar una balanza prácticamente neutra, la mejora del nivel de actividad impulsó un incremento de la demanda doméstica. Teniendo en cuenta que en períodos de expansión Uruguay tiene una elasticidad Importaciones/PIB superior a 2, las compras al exterior treparon significativamente.

Esta situación se vio exacerbada en 2008 por los efectos de la crisis energética que obligó a la mayor importación de petróleo precisamente en el pico de los precios, ante la sequía que imposibilitaba la generación hidroeléctrica, con lo cual se alcanzó un déficit récord de U\$S 2.974 millones.

### Mejora del balance comercial en 2009

Con el recrudescimiento de la crisis a fines de 2008, tanto las exportaciones como las importaciones comenzaron a contraerse. La caída de exportaciones estuvo potenciada por la menor oferta disponible de productos derivados del sector agropecuario por la sequía y la baja de las importaciones por el importante descenso del precio del crudo.

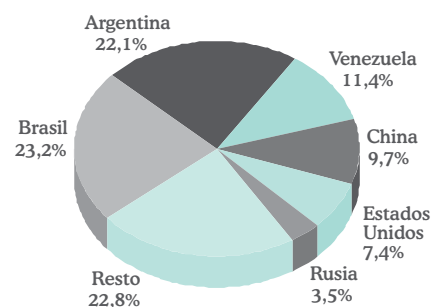
La contracción de las exportaciones ha tendido a reducirse en el segundo trimestre del 2009 (gráfico 13). Medidas en términos interanuales el acumulado de enero a abril arroja una caída del 17% mientras observando los datos preliminares del instituto Uruguay XXI para mayo éstas mostrarían un leve aumento interanual.

En cambio, la caída de las importaciones se ha acelerado (gráfico 14). Tras caer un 25% a/a en el primer cuatrimestre del año, según cifras provisorias de mayo, las importaciones se redujeron 45% a/a. Sin embargo, estos datos no necesariamente reflejan una profundización de la caída de actividad ya que están afectados por el descenso del precio del petróleo. Las cantidades importadas de petróleo durante los primeros meses del año se mantienen en niveles similares a los del mismo período del año pasado (gráfico 15) y lo que explica la fuerte reducción de las importaciones nominales es el brusco descenso de los precios desde el pico del segundo trimestre del 2008. El resto de las importaciones que excluyen petróleo caen, pero en menor medida, evidenciando caídas tanto en precios como en cantidades.

Con la mejora prevista para el contexto internacional hacia la segunda mitad del año y de la actividad en Brasil, es factible cierta recuperación de las exportaciones, aunque para el total de 2009 se situarán por debajo de las registradas durante 2008 (-13% a/a), básicamente por caídas en precios. La importante caída en los precios de importación junto con cantidades importadas que caen en mayor proporción que la que sugeriría la elasticidad importaciones/PIB de períodos recesivos, resultará en una mejora del resultado comercial, aunque seguirá siendo deficitario en casi U\$S 1.764.

Gráfico 12.

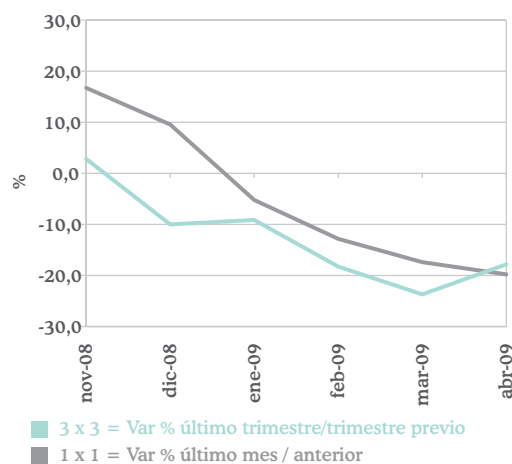
### Orígenes de las Importaciones



Fuente: BBVA sobre datos de Uruguay XXI

Gráfico 13.

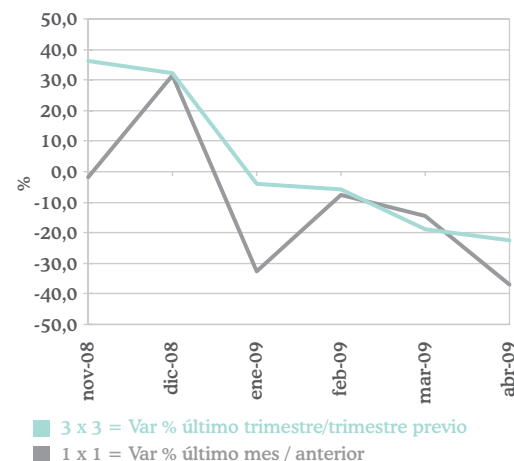
### Exportaciones (Var %)



Fuente: BBVA, sobre datos del BCU

Gráfico 14.

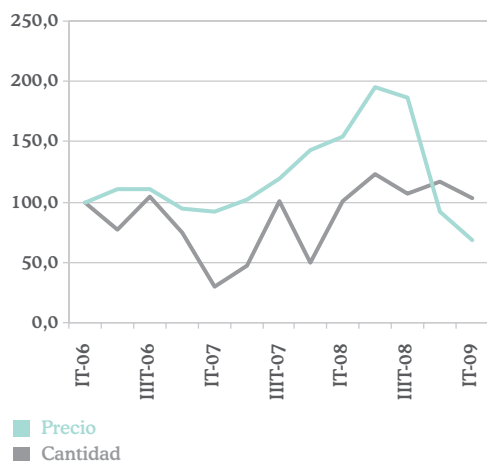
### Importaciones (Var %)



Fuente: BBVA, sobre datos del BCU

**Gráfico 15.**  
**Importaciones de petróleo**

Índice Base 100=1T 06



Fuente: BBVA sobre datos del BCU y Bloomberg

**Tabla 4.**

Balanza de Pagos (% del PIB)	2007	2008	IQ-09
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-3,8%</b>	<b>1,1%</b>
Balanza Comercial	0,7%	-2,3%	1,6%
Rentas y Transf. Corrientes	-1,6%	-1,5%	-0,4%
<b>Cuenta Capital y Financiera</b>	<b>6,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>1,1%</b>
<b>Errores y omisiones</b>	<b>-2,6%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-0,4%</b>
<b>Saldo de la Balanza de Pagos</b>	<b>2,6%</b>	<b>6,9%</b>	<b>1,9%</b>

Fuente: BBVA sobre datos del BCU

**Gráfico 16.**  
**Resultado de la Cuenta Corriente (% PIB)**



Fuente: BBVA, sobre datos del BCU, Cepal y estimaciones propias

El próximo año prevemos que las exportaciones recuperen algo del terreno perdido, en la medida que los principales destinos de las exportaciones uruguayas vuelvan a mostrar dinamismo, acercándose a su tendencia histórica, mientras que los precios de exportación volverían a disminuir, aunque menos que en 2009. Ante un renovado crecimiento de las importaciones, en 2010, la balanza comercial mostrará un ligero deterioro pudiendo alcanzar los U\$S 1.802 millones.

### Mejora el déficit en cuenta corriente

Dado el carácter de refugio de la plaza financiera uruguaya, con la agudización de la crisis financiera internacional se acentuó el ingreso de capitales a través de la cuenta financiera que permitió financiar no solo el déficit en cuenta corriente sino también el incremento de los Activos de Reserva del BCU. Esto es así dado que una mayor aversión al riesgo de argentinos determinó un aumento de las transferencias a Uruguay (vía depósitos principalmente) por su reputación de respeto a los derechos de propiedad.

La cuenta corriente cerró el año 2008 con un déficit del 3,8% del PIB, casi tres puntos por encima del año anterior (-0,9% del PIB en 2007). El deterioro de de la cuenta corriente obedeció principalmente al descenso de la balanza comercial y en menor medida al aumento de las rentas de la inversión (tabla 4).

El turismo generó divisas netas por U\$S 685 millones en 2008, un 20% más de lo logrado en 2007. La mayor cantidad de turistas argentinos y brasileños explican en un 64% el aumento del turismo receptivo del año.

En cambio, durante el primer trimestre de 2009 la cuenta corriente resultó superavitaria, casi triplicando la cifra lograda en igual período anterior. Si bien es cierto que los primeros trimestres son estacionalmente buenos por el factor turismo, el cual en esta ocasión influyó significativamente, la mejora fue impulsada por un fuerte ajuste en las importaciones (-19,7% interanual) frente a la caída de las exportaciones de solo 7,5% en términos interanuales.

Durante el primer trimestre, en la cuenta financiera del Sector Público se registró un incremento en la deuda de largo plazo con organismos multilaterales en cabeza del Gobierno Central por la colocación de deuda en forma precautoria. Por parte del Sector Privado hubo movimientos opuestos: por un lado la banca privada aumentó las colocaciones en el exterior aunque continuaron ingresando capitales relacionados con la IED.

La entrada de capitales financieros probablemente se restablezca en los próximos meses de modo que a pesar de los déficits comerciales Uruguay podrá seguir acumulando Activos de Reserva como lo hizo hasta ahora.

Para 2009 prevemos una mejora sustancial de la cuenta corriente la que vendrá determinada fundamentalmente por el ajuste de la balanza comercial y en menor medida en turismo (gráfico 16). De ahí que nuestras previsiones arrojen una cuenta corriente deficitaria de solo el 0,2% del PIB para este año mientras que para el próximo año llegaría al -0,7%.

## 2. Política Monetaria y Cambiaria

### Los precios desaceleran y el Banco Central relaja la tasa de referencia

Los objetivos del Banco Central de Uruguay (BCU) son la estabilidad de precios así como la regulación y supervisión del sistema de pagos y el sistema financiero. Hasta marzo de 2007 la política monetaria se materializaba a través de metas cuantitativas, pero a partir de octubre de ese año, el Banco Central utiliza como instrumento una tasa de referencia corto plazo (TPM) y otros instrumentos de sintonía fina que permiten alinear las tasas del mercado a la tasa de intervención.

En los últimos años la inflación acumulada de 12 meses se ha mantenido constantemente por encima de la cota superior de la banda objetivo establecida por la autoridad monetaria (gráfico 17). A raíz de esto y a pesar de la ralentización de la economía uruguaya hacia fines de 2008, el BCU elevó la tasa de política monetaria (TPM) a 10% en enero último teniendo en cuenta la aceleración de las expectativas de inflación y los riesgos que implicaba que el aumento del IPC superase el umbral de 10%. Una inflación superior al 10% gatilla ajustes salariales en el sector público de periodicidad cuatrimestral o semestral de acuerdo a la ley 16.903 y por el Artículo 67 de la Constitución también deberían ajustarse las jubilaciones dada la variación en el índice Medio de Salarios (IMS). Estos aumentos pueden impactar nuevamente en los precios como efecto de segunda vuelta dada la envergadura de los sectores afectados.

Sin embargo, en los últimos meses la inflación ha mostrado una convergencia hacia el interior de la banda (3% al 7%), lo cual le ha permitido al BCU reducir la tasa de intervención en 100 bp en las reuniones del Comité de Política Monetaria (COPOM) de marzo y junio. Así, en la reunión de junio la autoridad monetaria redujo la TPM a 8%, dado el nuevo escenario definido por la caída de la actividad, dejando entender que este descenso de la tasa no implicaba cambiar el sesgo contractivo de la política monetaria ya que las tasas reales se mantienen en terreno positivo. El Banco Central justificó esta cautela en el hecho de que el grueso de la reducción de la inflación en la primera mitad del año se debe a la caída de precios estacionales y administrados más que a una caída de la inflación subyacente.

A pesar del sesgo explicitado por el COPOM, las expectativas a mediano plazo se ubican aún por encima de la cota superior de la banda objetivo, indicando que aún no están totalmente ancladas. Esperamos que en el resto del año, el BCU mantenga un sesgo levemente contractivo en la política monetaria, disponiendo ligeras bajas en la tasa de intervención en la medida que las presiones inflacionarias continúen cediendo. La estabilidad del tipo de cambio le permitirá al Banco Central una gradual relajación de las condiciones monetarias.

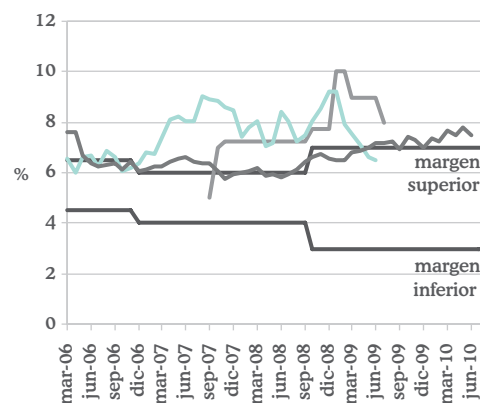
### El tipo de cambio real en línea con el equilibrio de largo plazo

Luego del "overshooting" del 2002, el peso uruguayo tuvo una trayectoria de gradual apreciación que se intensificó hacia mediados de 2007. En el último trimestre de 2008, volvió a depreciarse de manera pronunciada debido a la salida de capitales que provocó el recrudecimiento de la crisis internacional.

Comparando los tipos de cambio de junio de 2009 con los de agosto 2008, tanto el Real brasileño como el Peso uruguayo se debilitaron 21% con respecto al dólar estadounidense (gráfico 18). Sin embargo,

Gráfico 17.

### Inflación y Política Monetaria

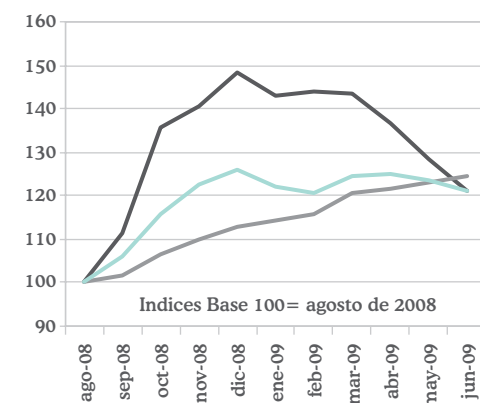


■ Inflación Real (acum. 12 meses)  
 ■ Inflación Esperada (12 meses ant.)  
 ■ Tasa Pol. Monetaria

Fuente: BBVA sobre datos de BCU e INE

Gráfico 18.

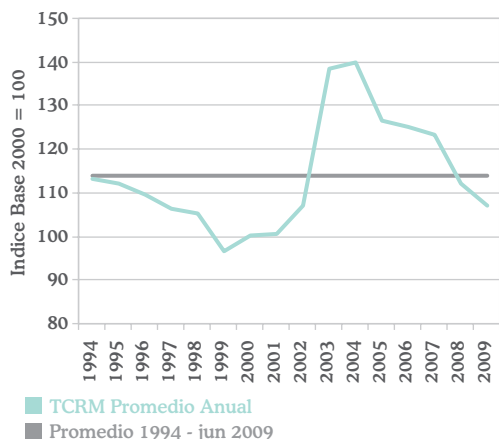
### Evolución Paridad Relativa Tipos de Cambio



■ Brasil  
 ■ Uruguay  
 ■ Argentina

Fuente: BBVA, sobre datos de Bloomberg

**Gráfico 19.**  
**Tipo de Cambio Real Multilateral Efectivo**



Fuente: BBVA sobre datos del BCU

en el caso uruguayo, las trayectorias de la depreciación y la posterior recuperación fueron más moderadas que en Brasil. La moneda argentina se depreció un 24% en el mismo período, acelerando su tasa de devaluación en los últimos meses, por cuestiones domésticas.

Frente a sus principales socios comerciales del MERCOSUR, esta crisis no resintió significativamente la competitividad del peso uruguayo.

Desde una perspectiva de mediano plazo, el tipo de cambio real multilateral (gráfico 19) se mantuvo relativamente débil entre 2003 y 2007. Actualmente se encuentra levemente apreciado con respecto al promedio de los últimos quince años, una atraso menor comparado con el registrado previo a la crisis de 2002. Otros indicadores computados por el FMI, como el tipo de cambio real de equilibrio y la sostenibilidad de la cuenta corriente, señalan que no existen importantes divergencias en la paridad cambiaria con respecto al equilibrio de largo plazo.

Los mercados esperan una depreciación real del peso uruguayo mirando el rendimiento relativo a EUA de los bonos uruguayos indexados y en dólares. Esta expectativa la recoge el indicador que mide la diferencia entre el Índice de Bonos Indexados (IBI) y el Índice de Bonos de Uruguay (UBI)<sup>1</sup>, en caso de que el IBI sea mayor que el UBI las expectativas son de depreciación del tipo de cambio real (gráfico 20).

**El tipo de cambio se mantendrá estable con una leve depreciación hasta fin de año**

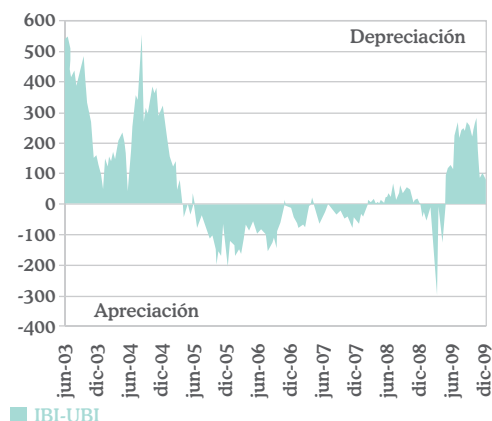
Sin mayores presiones por el lado de la competitividad comercial, la trayectoria del tipo de cambio se verá afectada principalmente por el escenario financiero. En un entorno de lenta recuperación de la economía mundial, es probable que el reciente rally de las monedas emergentes no se sostenga en el tiempo. La aversión al riesgo podría volver a repuntar llevando a un fortalecimiento del dólar estadounidense con respecto a las monedas de los países en desarrollo. En este contexto, estimamos que el tipo de cambio nominal cerraría 2009 en \$24,35 por dólar, lo que implica una tasa de devaluación de 3,8% en el segundo semestre del año.

Este tipo de cambio es consistente con un escenario donde el Real brasileño se fortalece hacia R\$ 1,88/U\$S a fin de año y se mantiene constante el tipo de cambio real bilateral entre ambos países. En términos cualitativos, no se presumen eventos idiosincráticos a Uruguay, sean de carácter político o económico, que tiendan a imprimir volatilidad al valor de la moneda.

Nuestras estimaciones no difieren significativamente de la paridad implícita calculada a partir de la diferencia de tasas que pagan los títulos en moneda nacional y los nominados en moneda extranjera.

Partiendo del Índice de tasas de Rendimiento de Letras de Tesorería en Moneda Nacional (ITLUP) y de la Curva Uruguay en Dólares a 180 días, ambos calculados por la Bolsa Electrónica de Valores de Uruguay, el tipo de cambio a fin de año alcanzaría los \$24,4 por dólar.

**Gráfico 20.**  
**Expectativas sobre TCR**



Fuente: BBVA, sobre datos de República AFAP

<sup>1</sup> Ambos índices, IBI y UBI, son construidos por República AFAP. El UBI es un indicador de riesgo país que capta el diferencial de rendimiento promedio de los bonos soberanos de Uruguay versus los del Tesoro de Estados Unidos. El IBI refleja el Spread del rendimiento entre los títulos emitidos en Unidades Indexadas (UI) y los TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) del gobierno de Estados Unidos.

### 3. Sistema Financiero

#### Un sistema altamente dolarizado con fuerte presencia extranjera

Si bien en Uruguay existen entidades que operan bajo la modalidad "off shore", la fuente de información para el presente informe son las estadísticas del Banco Central de Uruguay que abarca sólo a las entidades que operan bajo su regulación (on shore) y están autorizadas a otorgar créditos en el país. El sistema financiero cuenta con 13 entidades bancarias de las cuales 2 son públicas (el Banco de la República Oriental del Uruguay concentra 39% de los activos del sistema) y entre las privadas sólo una es de propiedad de residentes.

La principal actividad del sistema es la intermediación financiera tradicional, con escasa exposición al riesgo público (6% del crédito) y provisto con abundante liquidez que mitiga riesgos de potenciales salidas de depósitos.

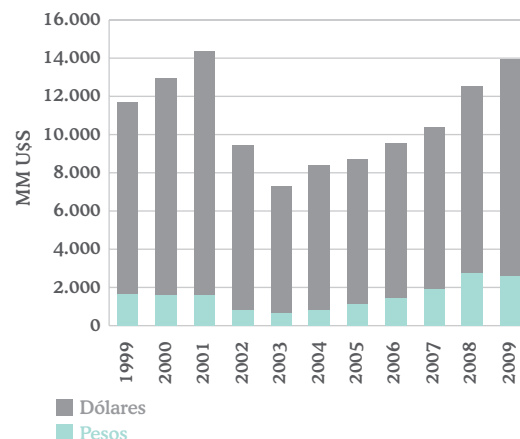
Los depósitos del sector privado (75% del pasivo) son determinantes en la estructura de fondeo del sistema (gráfico 21). Dentro del total de estos depósitos el 83% están nominados en moneda extranjera (gráfico 23) de los cuales el 23% corresponden a No Residentes. Luego de la crisis de 2002 la participación de no residentes cayó de manera pronunciada pasando de un máximo de 43% a un 23% en 2009; en esta dinámica fue determinante la crisis argentina que trasladó la desconfianza a la plaza uruguaya vía entidades que operaban en ambos mercados.

La mayor debilidad estructural se manifiesta en la dolarización de sus carteras y el descalce de monedas correspondiente. Si bien el gobierno introdujo luego de la crisis de 2002 el uso de instrumentos indexados para incentivar el proceso de desdolarización del sistema, el progreso es lento y el 53% de los créditos todavía están denominados en dólares. Este fenómeno genera un riesgo de tipo estructural ante una devaluación pronunciada si gran parte de los tomadores de estos préstamos perciben sus ingresos en moneda nacional.

Si bien los mayores demandantes de crédito son las familias para financiar consumo con un 35% del total, el crédito a este sector está escasamente dolarizado (5%) mientras que en la industria manufacturera (20% del crédito) el porcentaje de dolarización alcanza 96%. Esta característica morigeradora de manera importante el descalce de monedas en la cartera activa del sistema financiero dado que parte de la industria manufacturera está orientada a la exportación y además se trata de obligaciones a corto plazo, típicamente 90 días con lo cual se reduce el riesgo cambiario (gráfico 22).

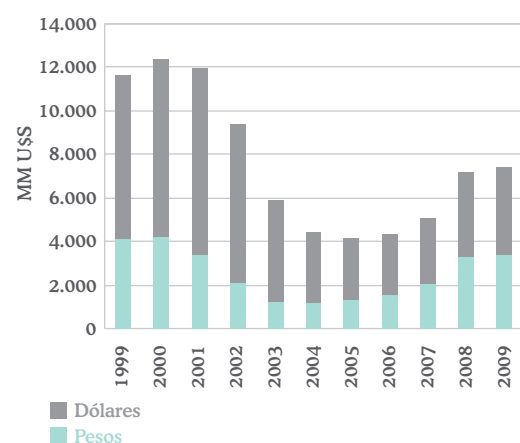
El mercado de préstamos hipotecarios sufrió un quiebre con la crisis de 2002. A partir de entonces los préstamos son otorgados en Unidades Indexadas en su gran mayoría, contando la banca privada con una importante participación en el negocio. Esta línea del activo presenta una singularidad en relación al tipo de cambio real (TCR). Dado que la mayoría de los depósitos que fondean la operatoria están en U\$S el pasivo ajusta por el tipo de cambio nominal (TCN), mientras que el activo al estar compuesto por unidades indexadas se corrige por la inflación. De esta manera, partiendo de una situación de equilibrio, una apreciación del TCR incrementará la necesidad de fondeo para cada unidad indexada prestada generando un descalce ampliando el riesgo de exposición al TCR. De esto se infiere que un fuerte incentivo para el desarrollo del este negocio por parte de los bancos es que el diferencial entre la tasa de inflación y la tasa de devaluación sea positivo.

**Gráfico 21.**  
Depósitos Promedio Sector No Financiero



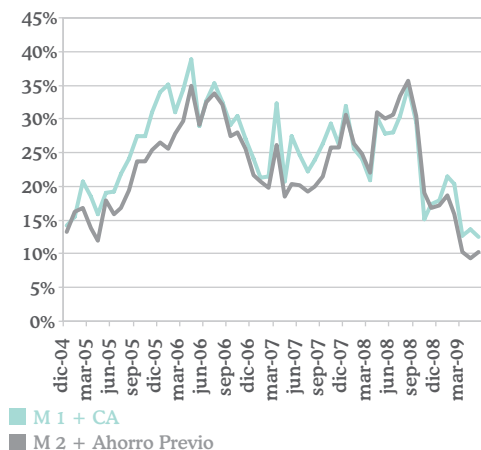
Fuente: BBVA, sobre datos del BCU

**Gráfico 22.**  
Préstamos Promedio al Sector Privado no Financiero



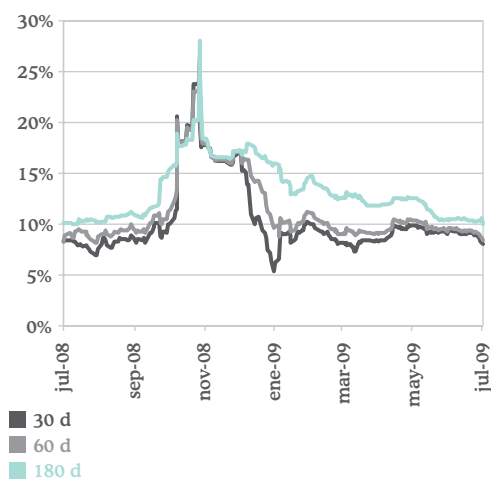
Fuente: BBVA, sobre datos del BCU

**Gráfico 23.**  
Agregados Monetarios, variación interanual (%)



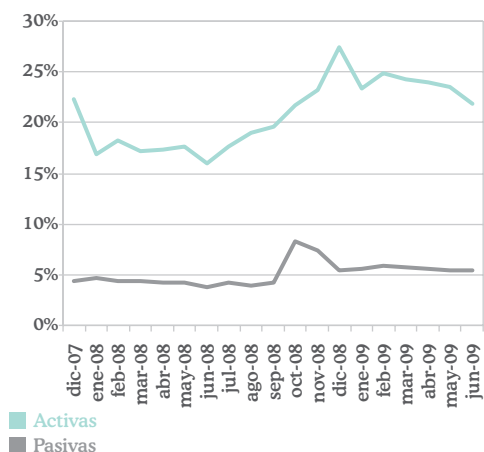
Fuente: BBVA sobre datos BCU

**Gráfico 24.**  
Tasas de interés de Letras de Regulación Monetaria en \$



Fuente: BBVA sobre datos de BEVSA

**Gráfico 25.**  
Tasas Operaciones en Pesos



Fuente: BBVA sobre datos del BCU

En dirección a reducir el descalce que generan las carteras hipotecarias en el balance de las entidades por su larga duración, se está tratando actualmente en la Agencia Nacional de Vivienda el proyecto para la implementación de “cédulas hipotecarias” las cuales formarían parte del menú de inversiones de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional, previa reglamentación del BCU. Estos instrumentos contarían con la particularidad de poseer doble garantía, la del banco emisor y la propia hipoteca del inmueble.

### La entrada de capitales le impone un dilema al BCU

La configuración de la economía de Uruguay responde a la estilización de una economía pequeña abierta con un flujo de capitales extranjeros de consideración al compararlos con su PIB. Además los movimientos de capitales se ven afectados por el efecto de los inversores no residentes, principalmente argentinos, que valoran a la plaza uruguaya como un refugio ante las crisis generando entradas de capitales importantes que torna difícil la gestión para el mantenimiento de los niveles deseados de tipo de cambio y precios.

El prolongado sendero de crecimiento experimentado por el PIB de Uruguay luego de la crisis de 2002 fue acompañado por un proceso de monetización de la economía. En los últimos años, el Banco Central fue comprador neto de reservas para moderar la apreciación del tipo de cambio. Esta expansión monetaria de origen externo fue parcialmente esterilizada por la autoridad monetaria a través de la colocación de Letras de Regulación Monetaria.

El proceso se revirtió luego de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre pasado y la fuerte salida de capitales impulsó al BCU a intervenir activamente en el mercado vendiendo reservas para evitar una mayor depreciación del tipo de cambio. En consecuencia, la tasa de crecimiento de los agregados monetarios ha mostrado una fuerte desaceleración desde agosto 2008 (gráfico 23).

### Las tasas de interés se ajustan con rezago

Las severas restricciones de liquidez impuestas por la estrategia del BCU de intervención en el mercado cambiario con el fin reducir la volatilidad del tipo de cambio resultaron en una significativa alza de las tasas interbancarias en el último trimestre de 2008. El BCU actuó proveyendo liquidez a través de instrumentos de corto plazo o de sintonía fina, pero de todos modos se amplió a más de 20 pp el spread entre la Tasa Media de Mercado<sup>2</sup> (TMM) y la TPM. Las tasas de las Letras de Regulación Monetaria del Banco Central alcanzaron máximos en este período (gráfico 24). En febrero del corriente año, las tasas comenzaron a ceder, alcanzando en julio los niveles pre-crisis, mostrando una estructura temporal positiva y sin mayores diferenciales para los plazos más largos.

A pesar de la caída de la prima de riesgo y la relajación de la tasa de intervención del BCU, las tasas activas en pesos sólo han caído mínimamente. A partir de febrero, se registró un descenso en el segmento de préstamos a empresas de apenas 105 puntos básicos. En el caso de la banca para individuos todavía no se revirtió la tendencia al alza que comenzara a mediados de 2008 mostrando tanto la escasa sensibilidad a la TPM como el bajo grado de competencia en el mercado. Como las tasas pasivas se comportaron más en línea con las expectativas de política monetaria, bajando especialmente en los depó-

<sup>2</sup> La TMM incluye las tasas de las siguientes operatorias de corto plazo: Call interbancarios, Call Giro, Certificados de Depósitos a un día emitidos por el BCU, Repos.



sitos a plazos más cortos, se ha producido un sensible aumento del margen de intermediación (gráfico 25). Esto se debe en parte a la alta participación de tarjetas de crédito en préstamos al consumo y tasas pasivas negativas en términos reales.

En cambio, las tasas para operaciones de préstamos en U\$S retrocedieron en línea con la tendencia a la baja del riesgo país hacia valores pre-crisis; mientras que los depósitos en U\$S también fueron remunerados por tasas cada vez menores, próximas a cero en sintonía con el escenario internacional (gráfico 26). En consecuencia, el margen de intermediación en U\$S, en relación a la inflación de EE.UU., también muestra valores altos

Es de esperar que el ajuste de las tasas de interés a la baja continúe materializándose en lo que resta del año en la medida que la prima de riesgo se estabilice y se reduzcan las expectativas de devaluación.

### Se profundizó la preferencia por la liquidez y la moneda extranjera.

Los depósitos totales como porcentaje del PIB han mostrado una tendencia decreciente desde el pico de 71% alcanzado en 2003 luego de la caída del PIB y la devaluación. A fines de 2008 los depósitos totales promedio medidos en dólares alcanzaban un 43% del PBI, por debajo del 47% registrado en 2007.

En los primeros cinco meses de año las captaciones se incrementaron un 7,9%, mostrando un crecimiento real positivo al comparar con una inflación acumulada anual de 2,8%.

La estructura de depósitos presenta una fuerte concentración de captaciones a la vista, tendencia que se acentuó luego de la crisis, llegando a 77% para los cinco primeros meses del corriente año.

La dolarización de depósitos que mostraba una tendencia moderadamente declinante en los últimos años, volvió a incrementarse alcanzando un 83% en el sector privado.

### Los préstamos reflejan la caída de actividad

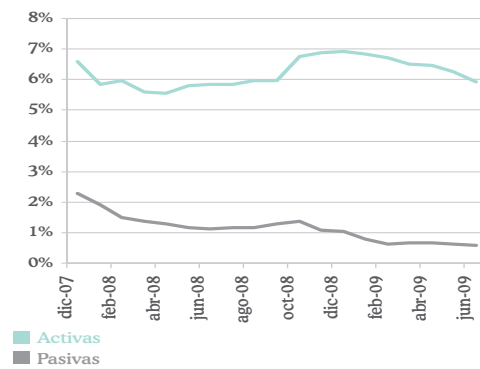
La demanda de crédito por parte de las empresas, denominada principalmente en dólares sostuvo una importante caída a raíz del incremento del tipo de cambio registrado en los meses posteriores a la crisis y al deterioro de la actividad. Los créditos al sector privado registran una notoria desaceleración desde mediados de 2008 que se agudizó a partir del último trimestre del año. Entre diciembre 2008 y junio 2009, han caído -5,3% (contrayéndose 9,2% los préstamos en moneda nacional y 2,1% en moneda extranjera). La exposición a no residentes cae de manera pronunciada desde la agudización de la crisis internacional (gráfico 27).

La tendencia parecería haber encontrado un piso a partir de abril con incrementos mensuales levemente positivos que podría estar mostrando el inicio de una tenue recuperación (gráfico 28), pero es poco probable que se retome el dinamismo de mediados de 2008 en un contexto internacional de anémica recuperación. El sector público aportó una parte significativa de este incremento a través del préstamo sindicado por un grupo de bancos privados otorgado a UTE destinado a la interconexión de energía con Brasil.

El crédito a familias continúa estancado y los préstamos hipotecarios se están retrayendo debido a la postergación de decisiones de compra de bienes inmuebles por la incertidumbre sobre los ingresos futuros que aún sigue pesando sobre las familias (gráfico 29).

Gráfico 26.

### Tasa de Operaciones en U\$S



Fuente: BBVA sobre datos del BCU

Gráfico 27.

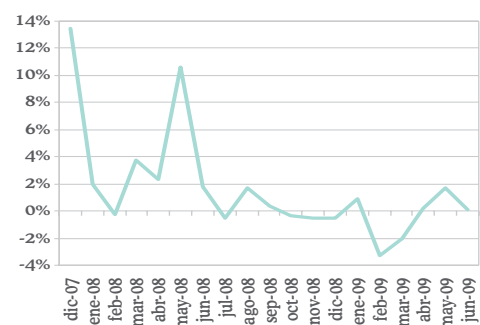
### Préstamos al Sector Privado, variación interanual



Fuente: BBVA sobre datos BCU

Gráfico 28.

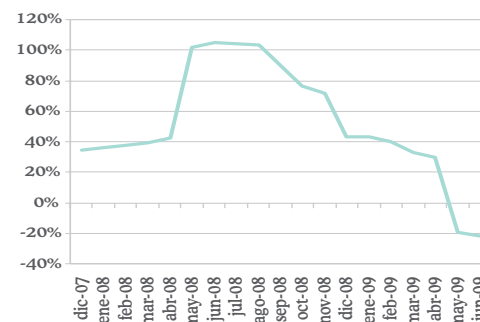
### Préstamos al Sector Privado Residente variación mensual (%)



Fuente: BBVA sobre datos BCU

Gráfico 29.

### Préstamos al Sector Familias variación interanual (%)



Fuente: BBVA sobre datos BCU

En consecuencia, el sistema financiero uruguayo ha aumentado significativamente su liquidez que ya era elevada antes de la crisis. Tomando el ratio de liquidez a 30 días encontramos que el mismo pasó de 63,7% en junio 2008 a 71,9% en marzo 2009

### Sin fuentes alternativas de financiamiento doméstico

Por fuera del sistema financiero, el sector privado cuenta con escasos agentes proveedores de recursos. Los fondos del sistema previsional privado están principalmente invertidos en activos públicos y el mercado de capitales local tiene escaso desarrollo.

A partir de 1995 Uruguay cuenta con un sistema previsional mixto, conformado por un tramo de solidaridad intergeneracional y otro de ahorro individual, que es administrado por el Banco de Previsión Social (BPS) y las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP) respectivamente.

El fondo administrado alcanzaba a junio \$ 89.418,28 millones de pesos, que representa un 12% del PIB, aumentado un 15,8% de manera interanual. Desagregando por monedas queda expuesta la preponderancia de los activos nominados en moneda nacional que alcanza 73,1% (con iguales porcentajes en pesos uruguayos y en valores reajustables) y 26,9% en moneda extranjera. Al observar la composición del fondo por instrumento surge que la mayoría del ahorro previsional es invertido en valores del Estado (58,6%) y Letras de Regulación Monetaria emitidas por el BCU (20,4%).

Los activos del fondo de ahorro no han sido inmunes a la crisis de 2008, muestra de ello es la rentabilidad negativa que el sistema arroja para un año móvil pero la tendencia es hacia terreno positivo debido a la mejora en el precio de los bonos y la apreciación de la moneda local.

Esta configuración de inversiones plantea dos desafíos, primero diseñar mecanismos de contención para evitar la propagación del riesgo público al sistema previsional y segundo incrementar el volumen de recursos destinados al sector productivo.

El mercado de capitales, como otro agente de financiamiento, es de escasa dimensión. Opera concentrando en dos entidades, la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay. Las operaciones son en su amplia mayoría con títulos del sector público o instrumentos del BCU como letras, notas o certificados de depósitos. El volumen de capitalización bursátil es de alrededor del 1% del PIB dando idea de la poca relevancia que presenta a las empresas para tratar de fondearse mediante la emisión de acciones o instrumentos de deuda.

### Escaso impacto sobre la solvencia del sistema financiero

La morosidad se encuentra en niveles históricamente bajos. En marzo 2009 se encontraba en 1,1% si tenemos en cuenta que en junio 2008 era también 1,1% quedan expuestas de manera explícita la calidad de cartera y la prudencia de las entidades que sortearon la crisis sin incremento de la mora.

Al repasar la evolución del indicador de solvencia se observa una leve erosión que pasa de 17,8% en diciembre 2007 a 15,4% en diciembre de 2008; a pesar de esto el sistema se muestra sólido con niveles de capital que duplican a los requerimientos exigidos. De manera adicional vale agregar que al igual que en España el sistema cuenta con previsiones estadísticas, que actúan como un estabilizador automático dándole un carácter anticíclico.

## Recuadro: Índice de Vulnerabilidad Externa

El grado de apertura de la economía uruguaya, tanto comercial como financiera, genera en el resto de las variables económicas una alta sensibilidad al comportamiento del sector externo.

El Índice de Vulnerabilidad Externa<sup>3</sup> (IVE) nos provee una herramienta para detectar el grado de stress al que está sometida la relación con el resto del mundo y evaluar la potencial vulnerabilidad de la economía uruguaya. La simetría con el Índice de Bonos de Uruguay (UBI), que mide el Spread de una canasta de bonos uruguayos con un bono libre de riesgo, nos permite validar los resultados del IVE.

El índice arroja valores en un rango que va de -10 a 10, siendo los valores negativos los que demuestran menor vulnerabilidad externa hasta un valor positivo de 10 donde la economía no puede hacer frente a sus obligaciones con el exterior.

La vulnerabilidad frente a un shock externo ha caído sustancialmente en los últimos 6 años. De valores máximos de 6 alcanzados en 2003, la economía se ha fortalecido, llegando valores del índice negativos de -2 en 2008 (gráfico 1).

La variable determinante en el cambio de tendencia del índice luego del 2005, en que pasó de neutro a favorable, fue la evolución de la deuda externa, como porcentaje del PIB, en los últimos 8 trimestres. Esta línea del indicador fue marcadamente positiva en el bienio de la crisis 2002 – 2003, cambiando a neutro en 2004 para pasar a contribuir de manera muy positiva desde 2005 como claro efecto del nuevo perfil de deuda logrado luego de canje amistoso. La cobertura de la deuda de corto plazo con reservas fue suficiente en el período.

El desvío del tipo de cambio real con respecto al promedio del período muestra la dificultad que puede enfrentar la economía ante fuertes devaluaciones puesto que resta capacidad de pago al desvalorizarse la moneda nacional. Desde 2008 esta variable ha jugado de manera positiva como consecuencia de la apreciación del peso (gráfico 2).

Tanto la cuenta corriente como porcentaje del PIB, como el crecimiento de las exportaciones respecto al promedio tuvieron un impacto levemente negativo sobre el índice debido al déficit estructural balanza comercial.

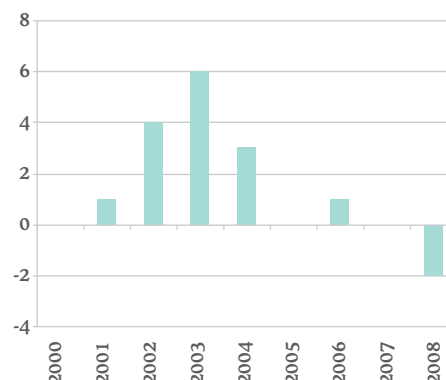
Los principales socios comerciales de Uruguay en la región, Argentina y Brasil, también han reducido fuertemente su vulnerabilidad externa luego de la crisis de 2002, favorecidos por el ciclo internacional y el aumento de precios de commodities. El ciclo de fortalecimiento de Uruguay post-crisis fue más gradual que en el caso de Argentina ya que la restructuración de deuda uruguaya no contempló una reducción de capital (gráfico 3).

Partiendo del IVE concluimos que el frente externo no representa un problema en el mediano plazo para la economía uruguaya que ha sabido capitalizar las lecciones de la crisis de 2002, acotando la emisión de deuda y evitando una fuerte apreciación del peso.

<sup>3</sup> La construcción del índice se basa en las siguientes variables: el desvío del tipo de cambio real respecto al promedio del período observado, la cuenta corriente expresada como porcentaje del PIB, la deuda externa como porcentaje del PIB, el crecimiento de la deuda externa como porcentaje del PIB en los últimos dos años, la deuda a corto plazo como porcentaje de las reservas y la diferencia del crecimiento anual de las exportaciones con el promedio del período.

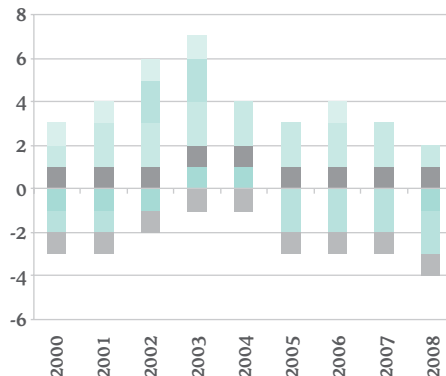
A estas variables se les asigna una valoración según el comportamiento de estas en crisis anteriores en países en desarrollo. Luego se pondera esta valoración por partes iguales salvo que la variable que mide el crecimiento de la deuda externa de corto plazo tome valores extremos, en cuyo caso duplica su peso en el cálculo del índice.

**Gráfico 1.**  
Índice de Vulnerabilidad Externa



Fuente: BBVA sobre datos de INE, BCU y estimaciones propias

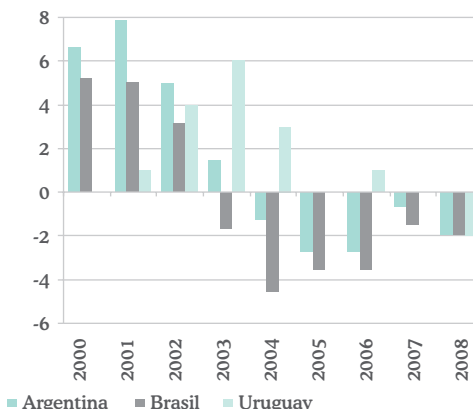
**Gráfico 2.**  
Contribución al IVE



Crecimiento de las exportaciones tras 1 año menos el media anual de crecimiento en el período.  
Deuda a corto plazo como porcentaje de las reservas.  
Crecimiento de la deuda externa como porcentaje del PIB en los últimos 2 años.  
Deuda externa como porcentaje del PIB.  
Balanza por Cuenta Corriente como porcentaje del PIB.  
Tipo de cambio efectivo real. Desviación porcentual respecto al nivel promedio del período.

Fuente: BBVA, sobre datos del BCU, INE y elaboración propia

**Gráfico 3.**  
Índice de Vulnerabilidad Externa



Fuente: BBVA, sobre datos del BCU, INE y elaboración propia

<b>URUGUAY: INDICADORES ECONOMICOS BASICOS</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009(e)</b>	<b>2010(e)</b>
<b>Actividad</b>				
PBI Nominal (\$ millones)	569.261,1	674.277,9	739.964	812.048
PBI Nominal (USD millones)	24.338,0	32.439,8	31.056	32.514
PBI Real (Variación %)	7,6	8,9	-0,8	1,4
Tasa de desempleo (% promedio anual)	9,2	7,6	8,6	7,8
<b>Precios</b>				
IPC (Var. %, fin de año)	8,5	9,2	6,8	7,0
IPP Productos Nacionales (Var. %, fin de año)	256,3	272,8	6,7	5,2
Salarios Público + Privado (Var. %, fin de año)	12,9	13,9	15,0	7,8
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD millones)	4.514	5.959	5.178	5.327
Importaciones (USD millones)	5.589	8.933	6.943	7.129
Balance Comercial (USD millones)	-1.074	-2.974	-1.764	-1.802
Saldo Cuenta Corriente (USD millones)	-80,5	-1.119,0	-70	-209
Tipo cambio nominal (\$/USD, fin período)	21,61	24,11	23,30	26,65
Tipo cambio nominal (\$/USD, promedio)	23,39	20,79	23,83	24,98
Tipo cambio efectivo real global (Indice Base 2000=100) 1/	119,29	110,47	112,66	-
Tipo cambio efectivo real regional (Indice Base 2000=100) 1/	108,39	94,15	101,80	-
Deuda externa privada (USD millones, fin de período) 2/	1.119,8	1.273,0	1.216,1	-
<b>Sector Financiero</b>				
Depósitos sector privado (USD millones, fin año) 3/	10.613,7	12.795,5	14.020,0	-
Depósitos sector privado Var. anual %	12,7	20,6	-	-
Préstamos al Sector privado (USD millones, fin año) 3/	5.612,6	7.022,2	6.650,3	-
Préstamos al Sector privado Var. anual %	31,2	25,1	-	-
Tasa de interés de Referencia 4/	7,25	7,75	7,00	7,50
Activos de Reservas BCU (USD millones) 5/	1.700	1.900	2.000	2.200
<b>Sector Público</b>				
Res. Fiscal Primario (\$ millones)	19.375	9.693	3.063	4.940
Res. Fiscal Operativo (\$ millones)	58	-8.925	-18.459	-18.409
Deuda pública total (USD millones, fin de período) 6/	16.319	16.543	17.238	-
Deuda pública moneda extranjera (USD millones) 6/	11.323	11.542	12.171	-
Deuda pública externa (USD millones) 6/	11.065	10.736	10.993	-
<b>INDICADORES DE RIESGO (%)</b>				
	<b>2007</b>	<b>2008(p)</b>	<b>2009(e)</b>	<b>2010(e)</b>
Cuenta Corriente/PBI	-0,3	-3,4	-0,2	-0,6
Balanza Comercial/PIB	-4,4	-9,2	-5,7	-5,5
Exportaciones/PIB	18,5	18,4	16,7	16,4
Importaciones/PIB	23,0	27,5	22,4	21,9
Resultado Fiscal Primario/PBI	3,4	1,4	0,4	0,6
Resultado Fiscal Global/PBI	0,0	-1,3	-2,5	-2,3
Deuda pública/PBI	67,1	51,0	55,5	-
Deuda pública externa/PBI	45,5	33,1	35,4	-

**Notas:**

1/ Tipo de Cambio Efectivo publicado por el BCU. El dato de 2009 corresponde al mes de junio.

2/ Deuda Externa Bruta del Sector Privado. El dato de 2009 corresponde al Primer Trimestre

3/ Depósitos y Préstamos del Sector Privado. El dato del 2009 corresponde al mes de junio.

4/ Tasa de Política Monetaria del BCU

5/ Activos de Reserva Netos, sin contrapartida de los sectores público y financiero.

6/ Deuda del 2009 corresponde al Primer Trimestre

**BBVA Banco Francés- Servicio de Estudios Económicos****Fecha de cierre: Julio de 2009**



## Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es Register in Madrid: M-31252-2000

### Servicio de Estudios Económicos Grupo BBVA

Director y Economista Jefe BBVA  
José Luis Escrivá

#### Economistas Jefe

Norteamérica: Jorge Sicilia  
México: Adolfo Albo  
Análisis Macro México: Julián Cubero  
Estados Unidos: Nathaniel Karp  
España y Europa: Rafael Doménech  
Europa: Miguel Jiménez  
España: Miguel Cardoso

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero  
Análisis Economías Emergentes: Sonsoles Castillo  
Sudamérica: Joaquín Vial  
Argentina: Gloria Sorensen  
Chile: Alejandro Puente  
Colombia: Juana Téllez  
Perú: Hugo Perea  
Venezuela: Oswaldo López  
China: Li-Gang Liu  
Asia exc. China: Ya-Lan Liu

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo  
Análisis Sectorial: Ana Rubio  
Escenarios Financieros: Daniel Navia  
Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido  
Tendencias Globales: David Tuesta

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y ha sido elaborado con datos que consideramos confiables; sin embargo, no pretende ser ninguna recomendación de compra o venta de instrumentos financieros.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA Bancoamer sobre su exactitud, integridad o corrección.