

Situación Uruguay

Tercer trimestre 2010

Análisis Económico

- Con fuerte impulso de la demanda interna se consolida el crecimiento de la economía uruguaya que este año alcanzará 6,3% para lo cual esperamos que se desacelere el ritmo de actividad durante el segundo semestre.
- La mejora en las cuentas fiscales durante el 2010 es transitoria debido básicamente a que está sustentada en los buenos resultados de las empresas públicas por factores climáticos. El mantenimiento de estos buenos resultados requiere una mayor eficiencia del Gobierno Central en el manejo del gasto y control de la evasión en línea con las pautas del presupuesto plurianual.
- Si bien en un contexto de mayor volatilidad financiera y aversión al riesgo el spread de los bonos uruguayos subiría, no se verían complicaciones en el financiamiento del sector público, ya que Uruguay tiene una política de prefinanciamiento de sus obligaciones financieras con un horizonte de hasta 12 meses, pudiendo recurrir en última instancia a multilaterales dado el buen desempeño macroeconómico del país.
- Con una participación más activa del Ministerio de Economía en el mercado de cambios el Gobierno intenta evitar una mayor apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, los fundamentos alientan los flujos hacia la región y apuntan hacia un fortalecimiento de la moneda local por lo que creemos que el Tipo de Cambio Nominal se situará a fin de año en \$20,50 por dólar.
- Se intensificarán las presiones inflacionarias en el segundo semestre dada la política monetaria menos restrictiva del Banco Central del Uruguay poniendo de manifiesto la puja existente en la persecución de dos objetivos mutuamente excluyentes (evitar la apreciación del tipo de cambio o cumplir con las metas de inflación).

Índice

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Buen comienzo de 2010 en crecimiento.....	5
3. Mayor austeridad fiscal: ¿transitoria o permanente?	6
4. La crisis europea desencadena la “batalla de la moneda”	6
5. El dilema salarios-competitividad.....	7
6. La política monetaria se hace más laxa con impacto moderado en la inflación.....	8
7. El sistema financiero con alta solvencia, pero escaso crecimiento del crédito.....	9
8. Limitado impacto de un escenario de riesgo.....	9
9. Tablas	10

Fecha de cierre: 6 de agosto de 2010

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos

Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta después del segundo trimestre de 2011, incluso en una situación en que la inflación aumente los últimos meses de este año.

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1

Índice de Tensiones Financieras*

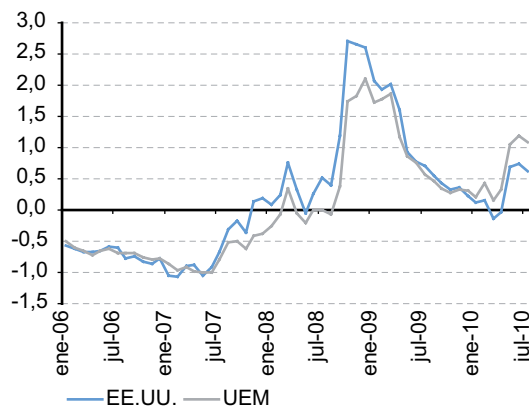
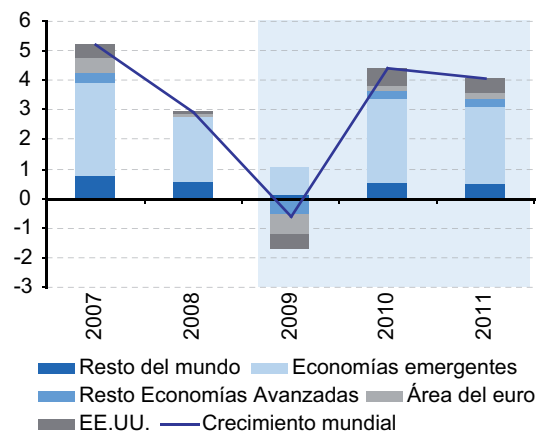


Gráfico 2

Contribuciones al crecimiento global



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable
Fuente: BBVA Research

Fuente: BBVA Research y FMI

Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales

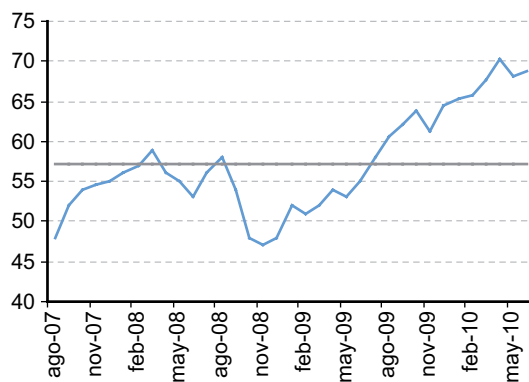
Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo a los parámetros internacionales. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

2. Buen comienzo de 2010 en crecimiento

El crecimiento de la actividad económica durante el 1T10 estuvo ligeramente por encima de nuestras previsiones. La economía uruguaya creció a una tasa desestacionalizada de 1,7% respecto del 4T09 pero si se lo compara con los bajos niveles del 1T09, el aumento de la actividad alcanzó al 8,9% a/a. Los principales soportes para este incremento fueron el consumo y la inversión privada ya que la inversión pública sufrió una contracción. Los indicadores preliminares señalan que la economía continuó creciendo en 2T10. En la industria, el promedio de abril-mayo registra un aumento interanual que supera el la tasa de expansión del 1T10, a pesar de la desaceleración marginal de mayo.

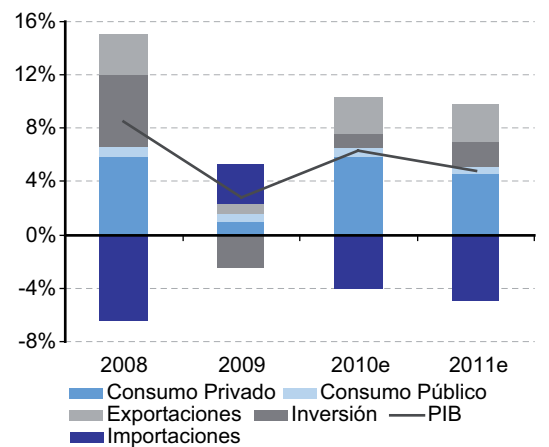
La confianza de los consumidores uruguayos se mantiene en niveles de optimismo, comparándola con el promedio de los últimos tres años y ha marcado un nuevo aumento de poco más del 4% en el 2T10 por lo cual seguimos apostando a la continuidad del crecimiento en la segunda mitad del año, aunque a menor ritmo.

Gráfico 3
Indice de Confianza del Consumidor



Fuente: BBVA sobre datos de Grupo Equipos

Gráfico 4
Uruguay: Contribuciones al PIB (variaciones %)



Fuente: BBVA Research sobre datos de BCU

El consumo privado seguirá siendo uno de los soportes más importantes de la actividad gracias al mantenimiento de una tasa de desempleo relativamente baja en relación a promedios históricos aunque con un crecimiento de salarios reales más acotado que el de los últimos años. Sin embargo, es dable esperar cierta desaceleración en tasa de crecimiento del consumo por la depreciación de la moneda local que tiende a desincentivar la compra de bienes durables importados, como electrodomésticos o automóviles.

La inversión revertirá la caída del año anterior, aunque el crecimiento de 9% previsto no será suficiente para alcanzar los máximos de Inversión/PIB del 2008, al no existir nuevos proyectos de la envergadura de la planta UPM de Fray Bentos. Sin embargo, la iniciativa del Gobierno de "asociarse" con capitales privados para incrementar las obras de infraestructura probablemente resultará en un aumento gradual de la inversión en los próximos años.

La demanda externa también sufrirá una ralentización en la segunda parte del año ya que tanto Brasil como Argentina, dos de los principales destinos de las exportaciones uruguayas verán disminuir sus tasas de crecimiento en el mismo período.

Con los ajustes realizados a partir de la divulgación de las cifras oficiales del 1T-10 y cifras parciales del 2T-10 hemos revisado al alza la previsión para el PIB de este año llevándolo a crecer 6,3% (antes 5,8%). Esta revisión implica también un aumento para el próximo año aunque menos significativo llevando el crecimiento del PIB de 4,5% a 4,8% en 2011.

3. Mayor austeridad fiscal: ¿transitoria o permanente?

Durante los últimos meses las cuentas fiscales han mejorado como consecuencia del crecimiento económico y de una recomposición en los resultados de las empresas públicas (UTE y ANCAP), en particular, por los menores costos de generación de energía gracias al fin de la sequía. La mayor solvencia fiscal se relaciona fundamentalmente con factores transitorios (clima, precio del petróleo) y si bien estimamos continúen siendo favorables en lo que resta del año, es posible que no se repitan durante 2011. En función de lo anterior, prevemos que 2010 finalice con aumento del resultado fiscal primario alcanzando un 2,3% del PIB y un déficit total del 1%.

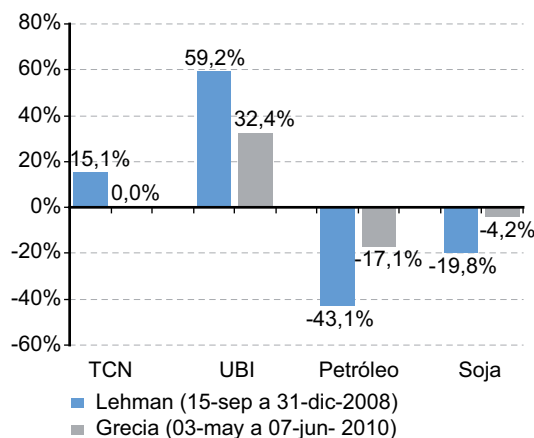
Es previsible que la mejora del resultado fiscal total continúe en 2011 (-0,7% del PIB) pero ya no basado en mejoras de las empresas públicas sino en una mayor eficiencia del Gobierno Central. En esta dirección, el presupuesto plurianual que se discutirá en setiembre, tiene como objetivo reducir la evasión fiscal desde el 18% actual hasta un 10% y acotar el crecimiento del gasto corriente reemplazando los aumentos salariales generalizados de los empleados públicos por incrementos más selectivos. Una mejora sistemática del superávit primario le permitirá a Uruguay una gradual reducción de los ratios de deuda pública (63,8% del PIB al 1T10) que constituye una de sus principales vulnerabilidades.

4. La crisis europea desencadena la “batalla de la moneda”

Las presiones a la apreciación del peso uruguayo se mantuvieron intactas durante la mayor parte del segundo trimestre sin que el recrudecimiento de la crisis europea en mayo, impulsara una depreciación de la moneda. La devaluación del Real brasileño durante este episodio dejó en evidencia la amenaza que representa para la competitividad uruguayana.

Gráfico 5

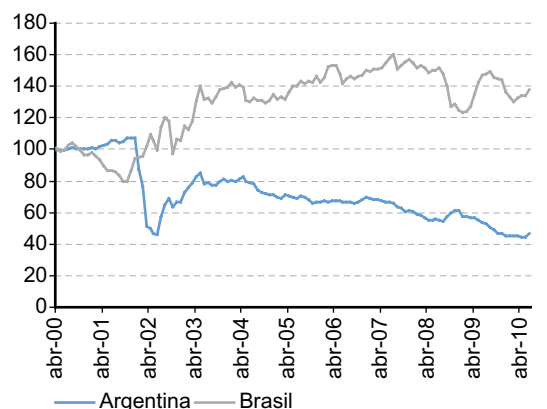
Variación % acumulada de diferentes indicadores



Fuente: BBVA Research sobre datos de Bloomberg y República AFAP

Gráfico 6

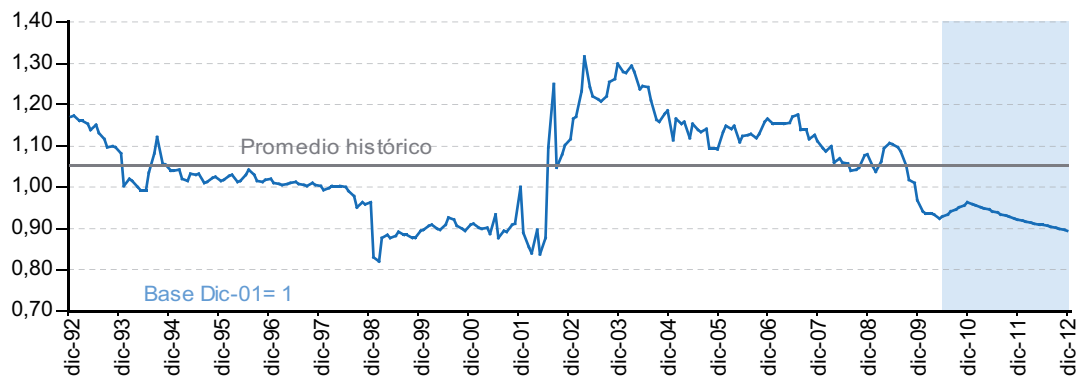
Evolución TCR Bilateral Uruguay



Fuente: BBVA Research sobre datos de BCU

En los últimos 9 meses a mayo, el tipo de cambio real multilateral se había apreciado rápidamente (12%), ubicándose por debajo de los promedios de largo plazo. La probabilidad de un escenario internacional más incierto, con un euro debilitado, profundizó los temores del Gobierno sobre la pérdida de competitividad de las exportaciones uruguayas, llevando al Presidente Mujica a anunciar, a principios de junio, una serie de medidas para “salvaguardar la capacidad de vender en el exterior más allá de Brasil”.

Gráfico 7

Evolución ITCER de Uruguay

Fuente: BBVA Research sobre datos de Bloomberg

Las medidas consisten básicamente en ampliar la intervención cambiaria del Ministerio de Economía usando el superávit primario y la emisión de títulos del Tesoro en moneda local, principalmente en unidades indexadas (UI). Disminuye así la participación del BCU en el mercado de cambios y también su negativo resultado cuasifiscal, ya que no emitiría más Letras de Regulación Monetaria (LRM) para esterilizar las operaciones cambiarias, dejando amortizar gradualmente las existentes. La señal de que el Gobierno ahora buscará agresivamente modificar la trayectoria del tipo de cambio, junto con la mención de un tipo de cambio de “equilibrio” entre \$ 21/22 por dólar por parte de las autoridades del MEF, tuvo un rápido impacto sobre las expectativas de los agentes, llevando a una depreciación de la moneda del 9,7 % en junio y una importante baja de los rendimientos de las letras del BCU.

Sin embargo, es poco probable que esta política cambiaria resulte exitosa en el mediano plazo en una economía con libre movilidad de capitales ya que los fundamentos, tales como los términos de intercambio y el crecimiento de la productividad relativa, alientan los flujos hacia la región y apuntan hacia un fortalecimiento de la moneda local. De hecho, hacia fines de julio el peso uruguayo volvió a apreciarse en un contexto de debilidad generalizada del dólar y reversión al alza de las tasas de interés domésticas. Dadas las limitaciones de la política económica para afectar el tipo de cambio real, esperamos que la paridad cambiaria vuelva a caer y se ubique hacia fin de año en torno a \$20,5/USD, levemente por encima de nuestra previsión anterior.

5. El dilema salarios-competitividad

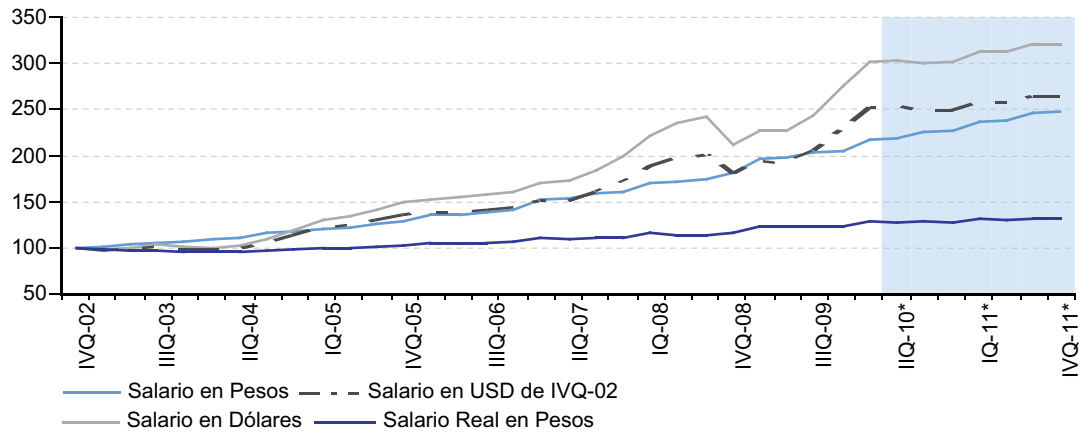
Hasta el momento, apreciación real no parece haber resultado en un deterioro significativo del sector externo. Luego de la contracción de 2009, las exportaciones han vuelto a crecer a un ritmo similar al histórico (5% a/a en términos reales en 1T10), mientras que la elasticidad importaciones/PIB se mantiene levemente por debajo del promedio del período 2003-2008. Así, las importaciones crecieron 19,1% a/a en el primer cuatrimestre del año mientras que, sostenidas por precios de exportación favorables, las exportaciones aumentaron 24,9% a/a en el mismo período. En un marco de mejora de los términos de intercambio de 4% en 2010, el balance comercial alcanzará un déficit de USD 2.067 millones con exportaciones creciendo al 14,7% en todo el 2010, algo menos de la tasa observada en el primer cuatrimestre del año lo que se explica por la desaceleración de los principales socios comerciales en la región. Al igual que en otros períodos de fuerte crecimiento, el dinamismo de las importaciones (+19,4%), llevará nuevamente a un déficit en cuenta corriente (0,9% del PIB) que se financiará con IED, la cual en los últimos años ha representado entre un 4% y 5% del PIB.

Los aumentos de remuneraciones que finalmente se pacten en los Consejos de Salarios para los próximos años tendrán un impacto significativo sobre los precios y la competitividad de las exportaciones manufacturadas uruguayas. El esquema tripartito donde interviene el Gobierno, las empresas y los sindicatos, se basa en otorgar aumentos en términos reales, teniendo en cuenta el crecimiento de la productividad global de la economía, pero también factores sectoriales tales como las ventas o el crecimiento de la ocupación en el sector. Luego de un período de fuerte recomposición del salario real entre 2003 y 2009, las remuneraciones promedio en el sector privado se encuentran hoy levemente por encima de los niveles precrisis. Por lo tanto, los aumentos de la próxima ronda serán cruciales para no deteriorar aún más la competitividad de los sectores exportadores afectados por la apreciación del peso y compatibilizar la mejora de ingresos con la necesidad de continuar creando puestos de trabajo. Si bien la tasa de desempleo se ubica en mínimos históricos, el aumento

de 1 punto porcentual entre abril (6,9%) y mayo (7,9%) disparó algunas alertas ya que la elasticidad empleo/PIB puede haber empezado a reducirse ante el aumento del salario real. Proyectamos para 2010 un baja lenta de la desocupación a 7,1% ya que parte de la demanda de mano de obra será cubierta con reincorporación de trabajadores con seguro de paro transitorio por la crisis de 2009 y aumento de horas trabajadas.

Gráfico 8

Evolución de los salarios - Nivel General (Base IVQ-02 = 100)



Fuente: BBVA Research sobre datos del INE

6. La política monetaria se hace más laxa con impacto moderado en la inflación

Contrariamente a lo esperado, el BCU mantuvo la tasa de política monetaria inalterada en 6,25% en su reunión de fines de junio. La decisión del COPOM resulta sorprendente en el contexto de una economía creciendo a tasas superiores al 8% en la cual la mediana de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses se ubica en 7,0%, ligeramente por encima del techo de la banda meta. El comunicado del comité de política monetaria deja traslucir nuevamente la preocupación de las autoridades monetarias por “la capacidad competitiva de la economía uruguaya”.

Todo parece indicar la existencia de un “trade off” entre inflación y apreciación cambiaria, si es que se confirma que la política monetaria tendrá un carácter menos restrictivo en lo que resta del año, con mayor liquidez proveniente de la menor esterilización por parte del BCU. En este contexto, probablemente se intensifiquen las presiones inflacionarias en los próximos meses.

El buen comportamiento de los precios de alimentos en 2T10, redujo la inflación a un promedio mensual de 0,21% en 2T10, comparado con una media de 0,81% en el trimestre anterior, sin embargo en julio fueron precisamente estos precios los que marcaron la suba de la inflación al ubicarla en 1,1%. Esto no debería interpretarse como una señal de aceleración en sí de la inflación ya que es básicamente dada por factores estacionales (el clima que afectó al rubro alimentos y bebidas). Sin embargo, es probable que la relajación de las condiciones monetarias y en particular la mayor debilidad de la moneda, si lleve a una aceleración de las presiones inflacionarias en el 2° semestre con lo cual mantenemos nuestras previsiones de 6,5% para diciembre 2010.

El Gobierno anunció recientemente que en caso de observarse desvíos con respecto al cumplimiento de las metas inflacionarias, actuaría sobre los precios administrados, básicamente de servicios públicos como la energía eléctrica para compensar el mayor deslizamiento de otros precios. Esto pone de relieve un menor compromiso de las autoridades con el control de la inflación. El subyacente y podría generar subsidios indirectos hacia la industria y el consumo familiar con moderado costo fiscal.

7. El sistema financiero con alta solvencia, pero escaso crecimiento del crédito

El sistema financiero se mantiene sólido, como lo evidencian los buenos ratios de liquidez del sector privado que alcanza al 40% sobre el total de activos y bajos niveles de mora que actualmente rondan el 1,2%.

Debido a la elevada dolarización del sistema financiero y a la situación internacional, las tasas de interés se mantienen bajas –incluso negativas en términos reales- lo cual lleva a que gran parte de los depósitos sean transaccionales perdiendo atractivo las colocaciones en plazos fijos. Se calcula que el 80% del total de depósitos corresponden a cuentas a la vista y cajas de ahorro.

El crédito bancario muestra un relativo estancamiento y ha crecido sólo 6,7% en lo que va del año, hecho que contrasta con el fuerte crecimiento económico del país. A pesar del bajo costo del apalancamiento bancario en dólares, las empresas tienen elevadas reservas de liquidez y prefieren el autofinanciamiento para su capital de trabajo. La estructura de corto plazo de los depósitos dificulta la financiación bancaria de los grandes proyectos de inversión que están en cartera, por lo cual probablemente terminen financiándose en el mercado de capitales.

El crédito a las familias tiene poca penetración y está reservado casi exclusivamente a los hipotecarios y en menor medida el financiamiento a través de tarjetas de crédito. El bajo nivel de bancarización en el segmento minorista es un tema que preocupa a las autoridades y una de las medidas que se impulsa es la baja de 2 puntos de IVA en las compras con tarjeta de crédito con el propósito de incrementar su uso.

8. Limitado impacto de un escenario de riesgo

En un escenario de mayor volatilidad financiera y aversión al riesgo, probablemente el spread de los bonos uruguayos se vea afectado como en mayo pasado. Sin embargo, también es probable que el episodio sea nuevamente de corta duración ya que esto no generaría grandes dificultades de financiamiento al sector público puesto que los vencimientos de 2010 y 2011 están en gran parte cubiertos por la política preventiva del gobierno de anticipar colocaciones de deuda. Debido al buen desempeño de la macroeconomía y la calidad de las políticas públicas, en un caso extremo, Uruguay podría apelar a las nuevas facilidades del FMI y ayuda de multilaterales. En este sentido, recientemente, Moody's ha puesto en revisión al alza la calificación de la deuda de Uruguay, que aún se ubica tres escalones por debajo del grado de inversión, debido al escaso impacto que tuvo la crisis de 2008-9 sobre la economía y la mejora en las perspectivas macroeconómicas para 2010.

En relación a la transmisión de un empeoramiento de la crisis europea a través del canal real, posiblemente el impacto sea limitado, al igual que en 2009, debido a la baja elasticidad ingreso de la demanda mundial de las exportaciones de Uruguay, básicamente materias primas y alimentos y el sostenido crecimiento de los socios comerciales del MERCOSUR y China. Dado que Uruguay es importador neto de petróleo, una caída abrupta de los precios de las materias primas lo podría incluso beneficiar como sucedió en 2009 cuando los términos de intercambio aumentaron 9,3 %.

Si bien en un escenario de menor crecimiento mundial, la tasa de expansión del PIB uruguayo se desaceleraría notablemente, impidiendo una continuada mejora de los indicadores de sostenibilidad de la deuda pública, es muy poco probable que la economía sufra una crisis de deuda o se encamine a una profunda recesión.

9. Tablas

Tabla 1

Previsiones Macroeconomicas Anuales

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

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (% , promedio)
T1 09	2,5	8,2	23,5	9,7
T2 09	1,1	6,7	23,7	9,0
T3 09	3,0	7,1	22,7	8,0
T4 09	4,6	6,3	20,3	8,0
T1 10	8,9	6,7	19,6	6,3
T2 10e	7,9	6,9	19,6	6,3
T3 10e	5,0	5,3	20,4	6,8
T4 10e	3,3	6,2	20,5	7,0
T1 11e	4,3	5,8	20,6	7,2
T2 11e	4,1	6,3	20,7	7,3
T3 11e	4,9	6,5	20,8	7,3
T4 11e	6,1	6,5	21,0	7,3

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Argentina:

Economista Jefe

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Adriana Haring

aharing@bancofrances.com.ar

Juan Manuel Manias

juan.manias@bancofrances.com.ar

Con la colaboración de:

Diego Pereira Pereyra

dpereira@grupobbva.com.uy

Martín Pastorino Rodríguez

fpastorino@grupobbva.com.uy

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo

teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

España y Europa:

Rafael Doménech

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Daniel Navia

daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management

Henrik Lumholdt

henrik.lumholdt@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Jorge Sicilia

j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com