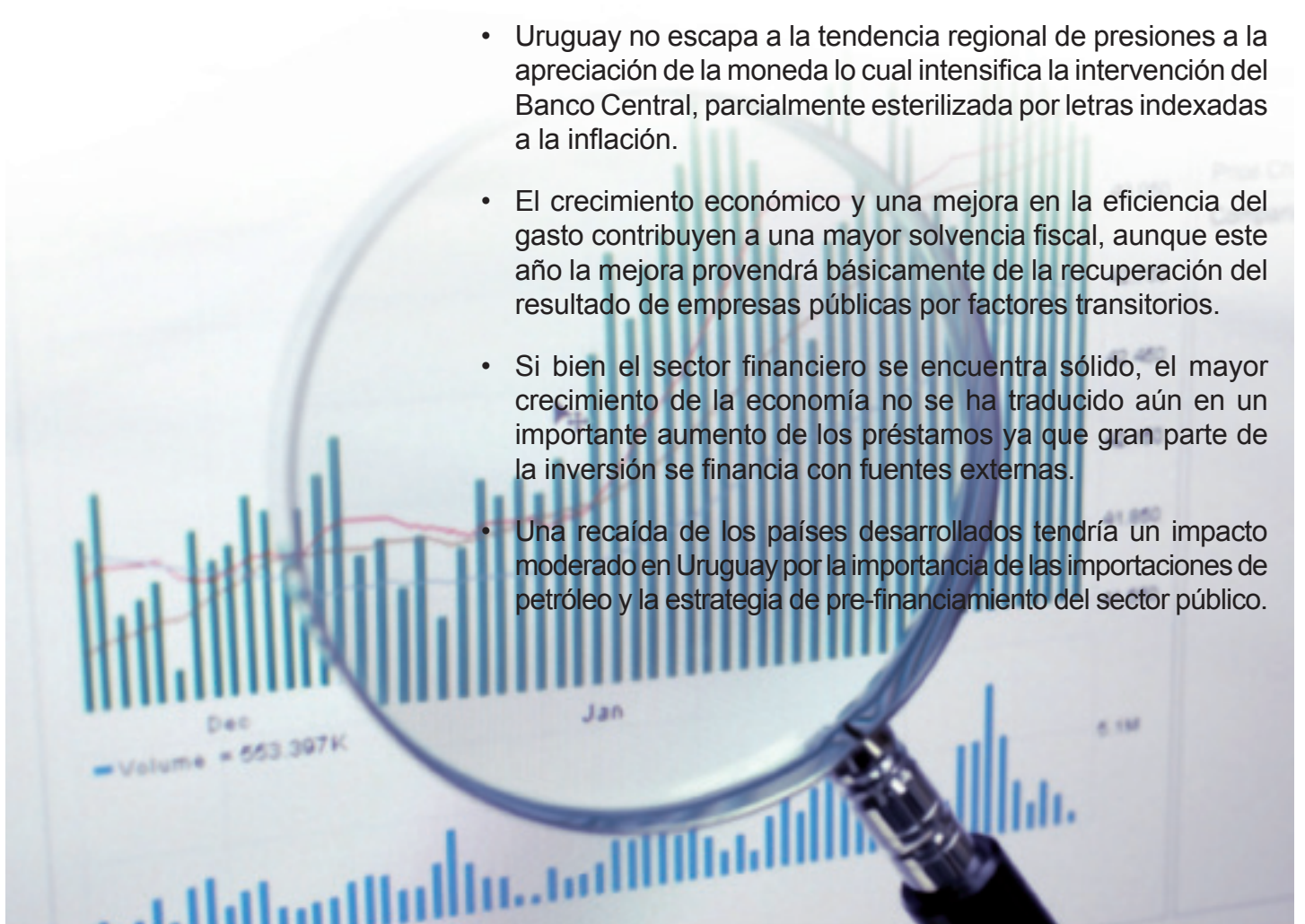


Situación Uruguay

Diciembre de 2010

Análisis Económico

- Mejor ambiente internacional, reflejado en mayores exportaciones, así como el fuerte aumento de la inversión y el consumo nos llevan a revisar al alza la previsión de crecimiento para 2010 desde 6,3% a 8,8%.
- La inflación se ubica cerca de la banda superior de las metas del Banco Central pero la política monetaria se mantiene acomodaticia.
- Uruguay no escapa a la tendencia regional de presiones a la apreciación de la moneda lo cual intensifica la intervención del Banco Central, parcialmente esterilizada por letras indexadas a la inflación.
- El crecimiento económico y una mejora en la eficiencia del gasto contribuyen a una mayor solvencia fiscal, aunque este año la mejora provendrá básicamente de la recuperación del resultado de empresas públicas por factores transitorios.
- Si bien el sector financiero se encuentra sólido, el mayor crecimiento de la economía no se ha traducido aún en un importante aumento de los préstamos ya que gran parte de la inversión se financia con fuentes externas.
- Una recaída de los países desarrollados tendría un impacto moderado en Uruguay por la importancia de las importaciones de petróleo y la estrategia de pre-financiamiento del sector público.



Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur	3
2. El ciclo internacional y las nuevas inversiones favorecen el crecimiento uruguayo.....	6
3. Incipiente cambio de la matriz exportadora evita fuerte deterioro del sector externo	6
4. La fortaleza de la demanda interna presiona sobre la inflación	7
5. La Política Monetaria, en el clásico dilema pero sin focos de incendio	8
6. En el corto plazo, el resultado fiscal da margen de maniobra para contener la inflación	10
7. La intermediación financiera aún tiene espacio para crecer	10
8. Una recaída del mundo desarrollado tendría un impacto moderado en Uruguay.....	11
9. Tablas	12

Fecha de cierre: 30 de noviembre de 2010

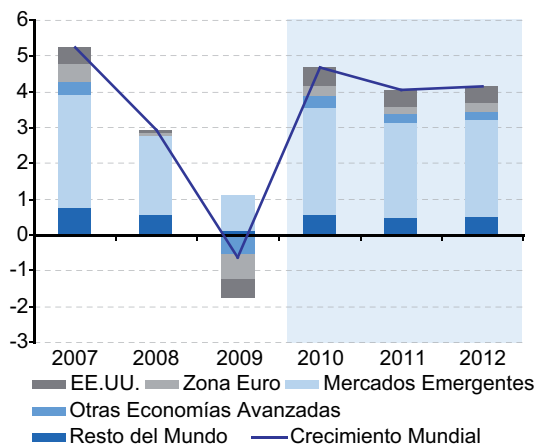
1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur

La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas. El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (Gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una ralentización controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos intensificó la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias de Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

Gráfico 1

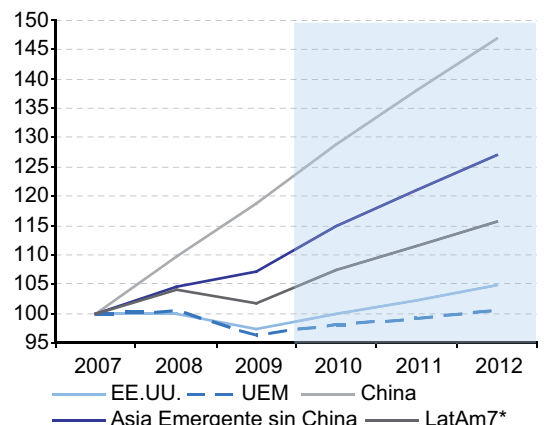
Crecimiento del PIB Global y Contribuciones (Tomado del Situación Latinoamérica)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

PIB en niveles. Base 2007=100



* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
Fuente: BBVA Research y Datastream

El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión

En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzara la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Por tanto, el escenario de nuevas caídas en los precios es altamente improbable –y, en cualquier caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada–, si bien es más probable que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global. La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

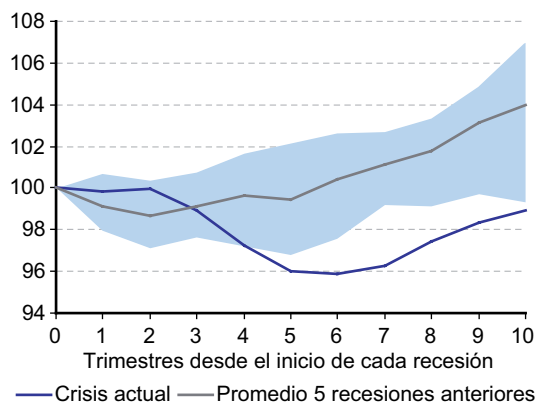
Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación. Si bien el riesgo sistémico bajó sustancialmente entre julio y octubre, tras la realización de las “pruebas de estrés” y los avances en la consolidación fiscal de los países afectados, y se evidenció una reapertura parcial de los mercados, en noviembre hubo un importante recrudecimiento de las tensiones financieras que derivaron en la activación de un paquete de ayuda para Irlanda

Sin embargo, el paquete de rescate irlandés no ha logrado calmar a los mercados, y los diferenciales de los bonos soberanos de los países europeos afectados se mantienen en niveles muy altos, mostrando las dudas que tiene el mercado sobre la solvencia de dichos países; y sobre el mecanismo europeo de resolución de crisis. Así, la consolidación fiscal en dichos países sigue siendo fundamental para sostener la confianza, consolidación que no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo, porque la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfico 4), especialmente por la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional.

Asimismo, el fortalecimiento del euro ocurrido desde comienzos de junio, aunque fue parcialmente compensado por la depreciación debida a la crisis irlandesa, constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. En particular, es importante que las economías más vulnerables no contribuyan a la generación de nuevas incertidumbres en el corto plazo, y que se empleen en fortalecer la transparencia y en aplicar sus planes de ajuste. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales.

Gráfico 3

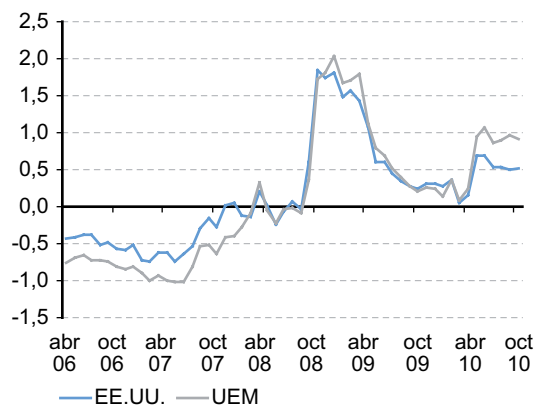
PIB en EE. UU.: ciclo actual vs. recesiones anteriores*. Inicio de cada recesión=100



* Area sombreada: Rango del PIB en las 5 recesiones anteriores
Fuente: NBER y BBVA Research

Gráfico 4

Índice de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales a largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro como resultado de sus mejores perspectivas de crecimiento y de una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivadas del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo. Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

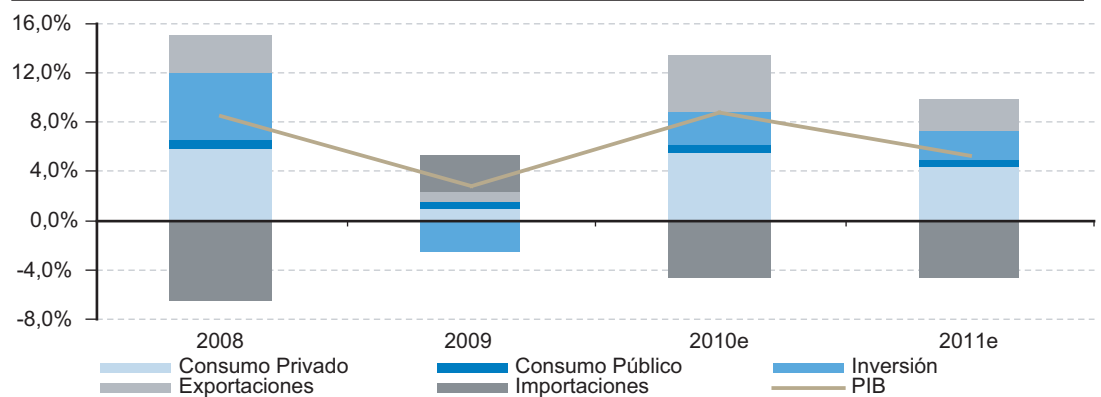
2. El ciclo internacional y las nuevas inversiones favorecen el crecimiento uruguayo

Luego del fuerte dinamismo que mostró la actividad en el primer semestre del año en el cual el PIB creció un 9,6% en promedio respecto de igual período de 2009, en la segunda parte del año hubo una moderada desaceleración, dado que muchos de los sectores que mostraron una importante recuperación durante el primer semestre ya han alcanzado los niveles pre-crisis. Un ejemplo claro de esta situación es el sector energético.

Sin embargo, esto no impediría que el crecimiento del PIB en 2010 sea de 8,8%, por encima de nuestra previsión anterior de 6,3%. La desaceleración también es particularmente evidente en el sector industrial, donde la industria frigorífica, la más importante del país, fue además afectada por la escasez de ganado bovino después del período de sequía. Las exportaciones, en tanto, mantendrían el dinamismo del primer semestre, sostenidas por el alto precio de las materias primas.

Gráfico 5

Uruguay: contribuciones al PIB (variaciones %)



Fuente: BBVA Research

Para 2011, todo hace prever que la economía crecerá en torno a 5,3% dado en parte por un efecto arrastre del orden del 2,6%, pero también a la mejora que se prevé en los salarios reales (3% / 4%) que en un contexto de tasas de desempleo históricamente bajas para Uruguay continuarán impulsando la demanda interna. En adelante veremos un PIB convergiendo a su potencial que en estos momentos se calcula en torno al 4%.

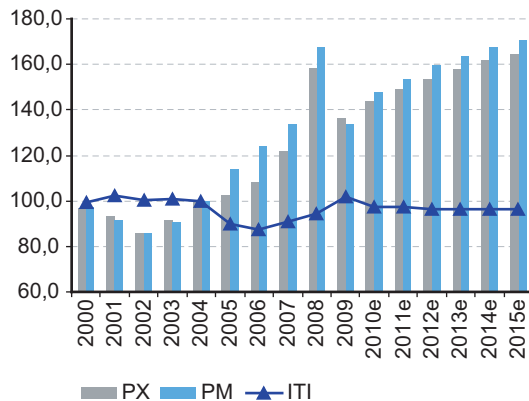
3. Incipiente cambio de la matriz exportadora evita fuerte deterioro del sector externo

La permanencia de altos precios en la mayoría de los commodities agrícolas, pero en particular de la soja, está favoreciendo un significativo cambio en la composición de las exportaciones incentivando las inversiones agrícolas, principalmente de capitales argentinos. En lo que va del año las exportaciones de soja han superado por primera vez a las colocaciones de la industria frigorífica, tradicional en Uruguay.

Sin embargo, dada la elevada dependencia que Uruguay mantiene con respecto a las importaciones de petróleo –otra materia prima con precios muy altos–, la mejora del saldo comercial se ve acotada. De hecho, son los servicios reales –principalmente originados en turismo– los que han posibilitado alcanzar una cuenta corriente superavitaria en la primera mitad del año.

Gráfico 6

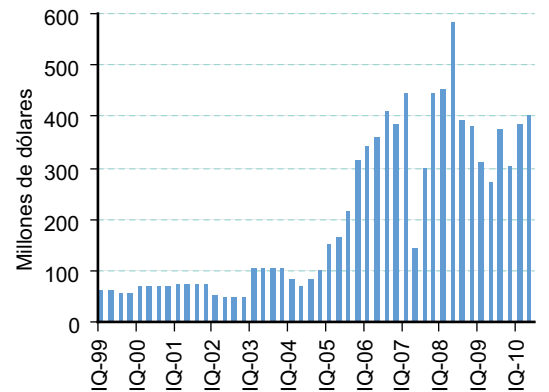
Evolución de los términos de intercambio



Fuente: Estimaciones de BBVA Research en base a datos de la CIU

Gráfico 7

Evolución de la inversión extranjera directa



Fuente: BBVA Research sobre datos del BCU

Para el cierre del año estimamos que la cuenta corriente se vuelva neutra por la baja estacional de la actividad turística, pero también por la permanencia de altos niveles de importaciones, en particular de petróleo ya que la balanza comercial cerrará el año con un déficit cercano a los USD 2.000 millones resultante de una tasa de crecimiento de las exportaciones (21%) inferior de las importaciones (24%).

Nuestra estimación para el año 2011 contempla una desaceleración en las cantidades exportadas, ya que descartamos que se vuelva a dar un nuevo salto en la producción agrícola de la magnitud dada este año, y una leve reducción en sus precios, mientras que las importaciones continuarán creciendo a tasas superiores en línea con la elasticidad-ingreso histórica. El mayor déficit comercial conllevará un deterioro moderado de la cuenta corriente (-0,4% del PIB) que puede ser perfectamente financiado por la gran afluencia de capitales, en particular a modo de IED que, como vemos en el Gráfico 7, se ha incrementado notoriamente.

En este contexto de fortaleza de los precios de exportación y flujos positivos de turismo, el dinamismo de la demanda doméstica aún no constituye una amenaza significativa a la sostenibilidad externa, pero debe mirarse con cuidado la evolución de la moneda brasileña que, en gran medida, sostiene la competitividad uruguaya.

4. La fortaleza de la demanda interna presiona sobre la inflación

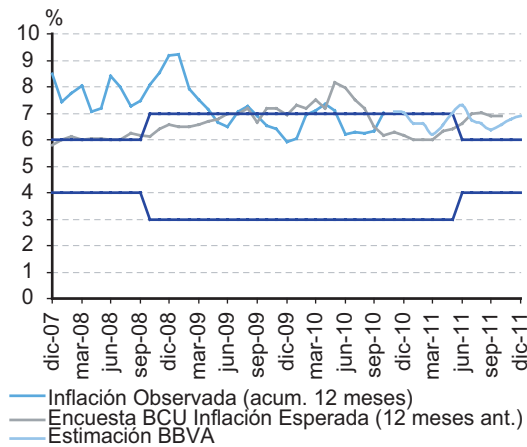
El vector de precios al consumidor ha mostrado resistencia a ceder desde los niveles más cercanos a la banda superior establecida como objetivo por la autoridad monetaria. De esta manera, 2010 terminaría con una inflación en punta del 7,0% y de 6,9% en 2011, quedando este último fuera de la banda objetivo del Banco Central (entre 4% y 6% a partir de junio 2011) (Gráfico 8).

Las presiones inflacionarias se generan fundamentalmente en la expansión de la demanda interna, los elevados precios de materias primas y, en menor medida, por la reducción de la oferta de carne y derivados por la sequía cuyos precios aumentaron a octubre 2010 un 17,3% interanual.

La débil señal emitida por el Comité de Política Monetaria (COPOM) en su última reunión del pasado 23 de septiembre, aumentando la Tasa de Política Monetaria en solo 25 bp a 6,50% deja la misma en un nivel levemente negativo en términos reales (Gráfico 9). La tasa de política monetaria ha permanecido en terreno levemente negativo desde principios de año, mientras que el agregado monetario M2 aumenta a septiembre 2010 a un ritmo de 30% a/a, significativamente por encima del crecimiento de la economía.

Gráfico 8

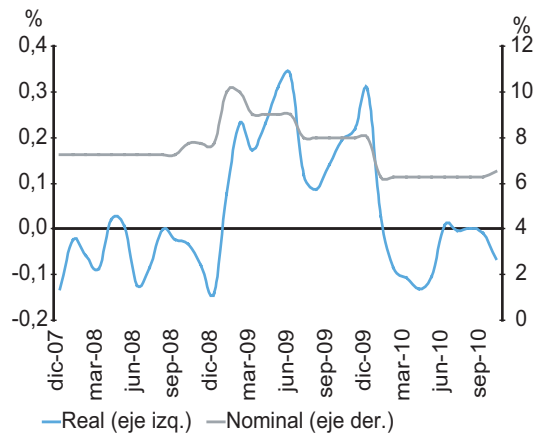
Inflación



Fuente: Estimaciones de BBVA Research y BCU

Gráfico 9

Tasa de política monetaria



Fuente: BBVA Research y BCUI

Si bien asumimos un sesgo más restrictivo de la política monetaria para el próximo año con la tasa de interés de referencia tendiendo a la neutralidad, dada la escasa profundidad del canal de crédito para operar sobre la demanda, estimamos que serán medidas de corte heterodoxo las utilizadas para contener los precios. Las autoridades económicas operarán fundamentalmente sobre los precios regulados tales como tarifas energéticas, combustible, cuota médica mutual y transporte público. Adicionalmente el Poder Ejecutivo decidió prorrogar la eliminación del IVA en ciertos productos, básicamente Alimentos, para reducir las presiones provenientes de los precios internacionales.

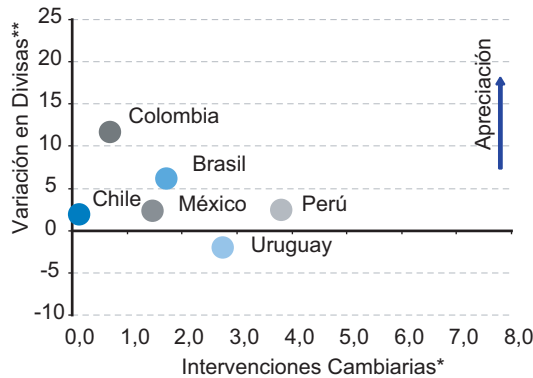
5. La Política Monetaria, en el clásico dilema pero sin focos de incendio

Luego del giro de política y la intervención “verbal” de mediados de año, el tipo de cambio se depreció moderadamente, pero en los últimos meses la debilidad generalizada del dólar obligó al BCU a aumentar nuevamente la compra de divisas para sostener el tipo de cambio. De todos modos, estimamos que la cotización del dólar será de 19,9 pesos por USD para fines de 2010 y que continuarán las presiones a la apreciación de las monedas de países emergentes y la acción de los bancos centrales sólo logrará moderar el ritmo de apreciación.

En el año, el Banco Central de Uruguay ha acumulado compras por cerca de USD 1200 millones, siendo uno de los países de la región con mayor intervención en el mercado cambiario en términos del PIB (Gráfico 10). Si bien, a diferencia de otros países como Brasil, ha sido exitoso en evitar la apreciación del peso en términos reales, esta política tendría un costo elevado si se esterilizase completamente la intervención cambiaria (gráfico 11) debido al importante diferencial entre el rendimiento de las reservas internacionales y las tasas de las letras de tesorería emitidas para absorber la emisión proveniente de la compra de dólares. El stock de letras de regulación monetaria indexadas ha aumentado 32,9% en los tres primeros trimestres del año, generando un costo que alcanza un 0,4% del PIB, y podría transformarse en un factor de riesgo a mediano/largo plazo, aunque por el momento existe apetito por este tipo de instrumentos en los mercados internacionales.

Gráfico 10

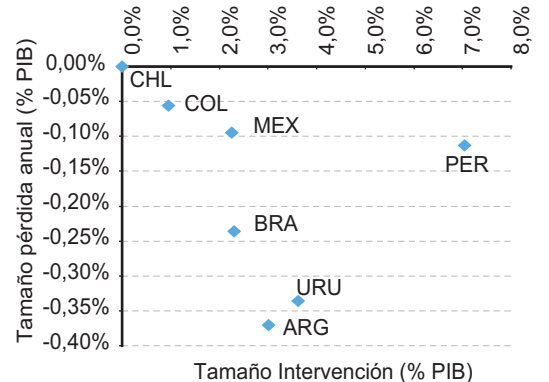
Intervenciones cambiarias vs. variación en divisas



*Intervenciones Cambiarias: Reservas Internacionales: compras netas entre Ene10-Sep10 (% PIB). **Variación en Divisas: Apreciación/Depreciación en el Tipo de Cambio Efectivo Real entre Ene08-Sep10
Fuente: BBVA Research

Gráfico 11

Tamaño intervención vs. tamaño pérdida anual



*Compra de dólares: acumuladas desde enero10 (millones de US\$). **Spread tasas: Diferencial entre las tasas de retorno que ganan los bancos centrales por sus reservas internacionales (tasa FED: 0,5%) y el costo que deben pagar por intereses de la deuda emitida.
Fuente: BBVA Research y BCU

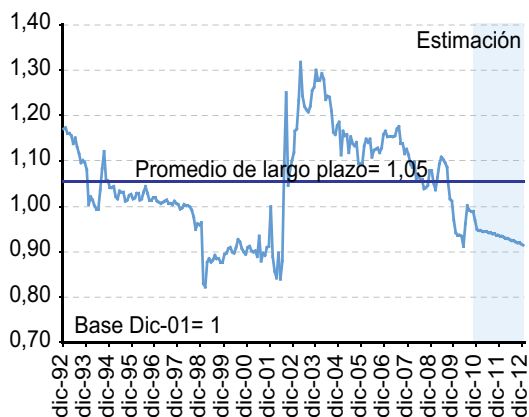
En un intento por contener estos costos, se intenta que parte del trabajo de intervención sea realizado por otros agentes como el Banco República (BROU) en lugar del Banco Central. Tal es el caso de la operación de cambio de dólares a unidades indexadas (UI) de un activo (cartera de préstamos hipotecarios) por USD 400 millones que tenía el BROU contra el Ministerio de Hacienda. Como consecuencia de este swap, el BROU comprará divisas en el mercado en lo que resta del año por un monto similar para recomponer su posición en moneda extranjera, lo cual resulta significativo ya que equivale aproximadamente a un tercio de la intervención acumulada en el año. De esta manera se cumple con el doble objetivo estratégico de bajar el porcentaje de deuda pública en dólares y sostener el tipo de cambio con menor impacto en la oferta monetaria.

Hasta el momento, el gobierno ha concentrado sus esfuerzos por contener la oferta excedente de divisas en las intervenciones en el mercado cambiario. Uruguay no grava la entrada de capitales y es poco probable que decida adoptar medidas de este corte ya que siempre se ha caracterizado por su respeto por las libertades económicas, pero no se pueden descartar totalmente esta opción si se produce una generalización de estos instrumentos en la mayoría de los países emergentes dada la explícita aceptación del G20 en la reunión de Seúl sobre la validez en el uso de esta herramienta en países presionados por las entradas de capitales como Uruguay.

Si bien el consenso, aún en las cámaras empresariales, estima que por el momento no existe gran preocupación por la apreciación cambiaria, dado que Brasil ha mostrado una fuerte apreciación de su moneda, la competitividad respecto del resto de los socios se ha deteriorado y nuestras previsiones apuntan a que el Tipo de Cambio Real Multilateral volvería al promedio de los 90's hacia el año 2012.

Gráfico 12

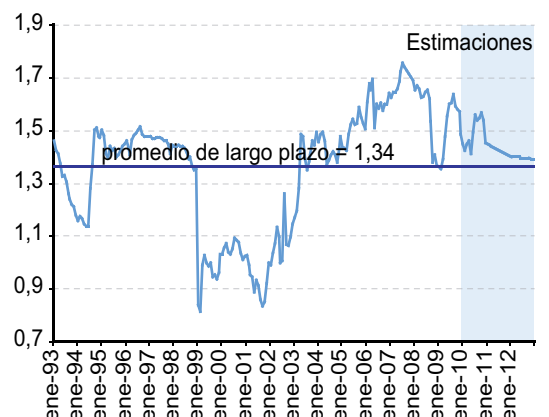
Tipo de cambio real multilateral de Uruguay



Fuente: BBVA Research

Gráfico 13

Tipo de cambio real bilateral con Brasil



Fuente: BBVA Research y BCU

6. En el corto plazo, el resultado fiscal da margen de maniobra para contener la inflación

La mejora fiscal viene dada principalmente por las empresas públicas (UTE, en particular) ya que la normalización climática permitió que vuelva a producirse energía hidroeléctrica eliminando los elevados costos de combustible que implicaba la sustitución por generación térmica. Esto permitió obtener resultados positivos en la empresa y constituir un fondo anticíclico denominado "Fondo de Estabilización Energética" que permitirá compensar las pérdidas en caso de repetirse algún período de sequía más adelante. También ANCAP ha mejorado sus resultados gracias a la conformación de un stock petróleo, considerado suficiente, en meses en que su precio había cedido.

Si bien la recaudación tributaria continúa creciendo gracias al aumento en la actividad, una política de mayor racionalización del gasto impide que éste crezca a tasas muy por encima de los ingresos. En nuestras proyecciones está contemplado que se mantenga este comportamiento con lo cual el déficit operativo rondará 0,5% del PIB en 2010 y se mantendría cercano a esos valores en 2011, sin problemas de financiamiento dado que el Gobierno ha anticipado la colocación de bonos aprovechando las condiciones favorables de los mercados.

Según el presupuesto 2010-2014 la política fiscal está orientada a reducir cualquier tipo de riesgo de financiamiento del Sector Público incluyendo el riesgo cambiario. De modo que no solo se apuntará a una reducción en los ratios de endeudamiento público, sino que las autoridades van a financiarse cada vez en mayor proporción con títulos en UI (Unidades Indexadas) en pesos en lugar de utilizar el endeudamiento en dólares pasando de un 30% (2009) a un 45% (2014) la participación de la deuda en moneda doméstica.

A mediano plazo, existen algunos riesgos que podrían atentar contra la salud de las cuentas públicas. En primer lugar la dificultosa negociación de los Consejos de Salarios podría implicar aumentos de salarios reales superiores al crecimiento de la productividad. En segundo término, las empresas públicas podrían recibir el impacto negativo de una sequía si se confirma el Efecto La Niña y el Gobierno decide contener la inflación postergando ajustes en las tarifas energéticas y otros precios regulados. Si bien se ha encarado una racionalización del gasto no existe una política fiscal anticíclica más allá del reciente Fondo de Estabilización que pueda compensar los desequilibrios en períodos no tan favorables como el actual.

Tabla 1

Resultado Global Consolidado (como % PIB)

	2009	2010e	2011e
Resultado Primario	0,6%	2,2%	1,8%
Resultado Global	-1,7%	-0,5%	-0,1%

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

7. La intermediación financiera aún tiene espacio para crecer

La fuerte capitalización, sumada al esquema de provisiones estadísticas, coloca al sistema financiero uruguayo en una situación de holgada solvencia de manera que los ratios de capitalización duplican las exigencias regulatorias. El índice de morosidad confirma la buena gestión del crédito alcanzando un 1,3% en el segundo trimestre del año, con una performance mejor en el sector empresas que en familias que muestra hacia fin de la primera mitad de 2010 un freno en su incremento.

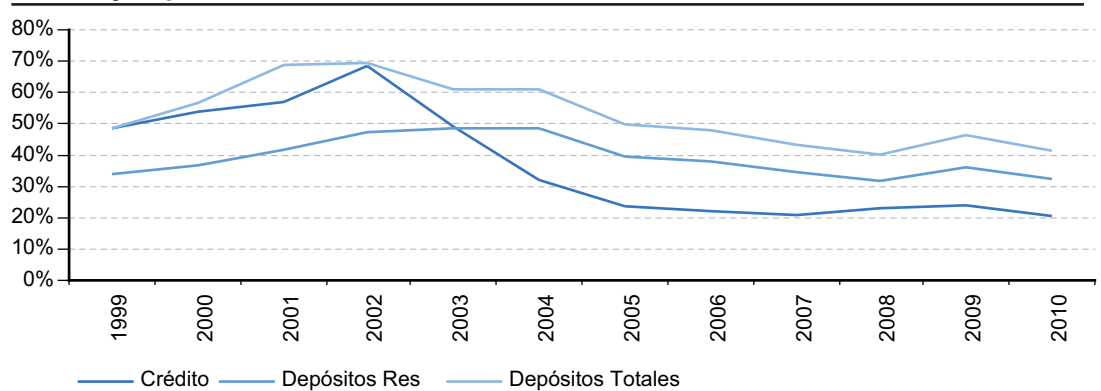
Sin embargo, la intermediación financiera aún tiene amplio espacio para expandirse. Los depósitos medidos como porcentaje del PIB se ubicarían alrededor del 42% en 2010 mostrando una leve caída desde el 46% de 2009, dado el fuerte crecimiento del PIB. La hoja de pasivos de los bancos en el rubro de captaciones presenta una posible fuente de problemas en situaciones de stress puesto que mantiene una alta participación de depósitos transaccionales sumados a una alta dolarización que alcanza al 77%.

Los préstamos, han crecido un 16,7% interanual mostrando el sector familias el mayor dinamismo con un 20,0%, concentrado la mayor parte en líneas hipotecarias y tarjetas de crédito. A pesar del desarrollo de numerosos proyectos de inversión, los préstamos a empresas no muestran este dinamismo dado que son financiados con créditos de matrices o instituciones extranjeras. La financiación al consumo en Uruguay está fuertemente sostenida por el sistema parabancario en competencia directa con los bancos. La utilización de este canal por parte del público obedece a cuestiones de costumbre y facilidad de acceso en términos técnicos.

En los próximos meses el secreto bancario ocupará gran parte del debate político dada la necesidad de retirar a Uruguay de la "lista gris" de paraísos fiscales elaborada por la OCED. Mediante este proyecto, que ya cuenta con media sanción de la Cámara de Senadores, se gravaría con el Impuesto a la Renta los intereses de los depósitos de residentes en el extranjero y se flexibilizaría el secreto bancario.

Asumiendo la madurez del arco político uruguayo descontamos que se arribará a un cuerpo legal que permita mantener el valorado secreto bancario de manera compatible con los estándares requeridos por el sistema financiero internacional. Esta mejora cualitativa del sistema superará con seguridad los costes originados por el impacto normativo correspondiente.

Gráfico 14

Crédito y depósitos con % PIB

Fuente: BBVA Research

8. Una recaída del mundo desarrollado tendría un impacto moderado en Uruguay

Ante un escenario de recaída de la economía global en recesión, el impacto sobre la economía uruguaya se manifestaría tanto por el canal comercial, como por el financiero. Sin embargo, prevemos que en ambos casos el impacto sería limitado. En lo que respecta a la balanza comercial, una caída de los precios de los commodities podría incluso resultar beneficioso para Uruguay debido a la fuerte importancia que tienen dentro del total, las importaciones petroleras. De hecho, paradójicamente, en la crisis de 2009 se produjo una mejora en los términos de intercambio ya que los precios de las exportaciones cayeron un 8% mientras que los precios de importaciones cedieron 16%. Esta situación debería repetirse ante un evento de recesión global puesto que no se registraron cambios estructurales en el comercio exterior de Uruguay que alteren el análisis anterior, con lo cual la desaceleración del crecimiento requerida para evitar un fuerte deterioro de la cuenta corriente sería bastante moderada.

Por el canal financiero, un aumento en la aversión al riesgo a nivel internacional, llevaría probablemente a una caída de entrada de capitales y menores presiones sobre el tipo de cambio, pero si el fenómeno no es prolongado, esto no implicaría problemas de financiamiento sustanciales para el sector público dado el esquema de prefinanciamiento adoptado. Adicionalmente, dada la estabilidad de las políticas macroeconómicas de Uruguay y su solidez institucional, el país no tendría dificultades para acceder a líneas de crédito de organismos internacionales en caso de una merma más duradera en el financiamiento voluntario.

9. Tablas

Tabla 2

Previsiones Macroeconomicas Anuales

	2009	2010e	2011e
PBI (% a/a)	2,9	8,8	5,3
Inflación (% a/a, promedio)	7,1	6,7	6,6
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	22,5	20,0	20,0
Tasas de interés (% , promedio)	8,7	6,3	7,1
Consumo Privado (% a/a)	1,5	8,0	6,5
Consumo Público (% a/a)	5,2	5,0	5,0
Inversión (% a/a)	-10,7	13,8	11,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,7	-0,5	-0,1
Cuenta Corriente (% PIB)	0,8	-0,2	-0,5

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

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