

# Uruguay Económico

## Informe mensual del servicio de Análisis y Pronóstico Económico de CPA Ferrere

### Principales acontecimientos del mes

**Internacional:** el crecimiento del 2015 fue el más decepcionante desde la recuperación de la crisis de 2008 y los riesgos a la baja se han ido incrementando durante los últimos meses, lo que no sugiere una reversión del estado actual de la economía en el corto plazo. Al mismo tiempo, y más allá del sesgo fuertemente expansivo que han tenido las políticas monetarias de los principales bancos centrales en los últimos años, las tasas de interés se han consolidando en niveles históricamente bajos, incluso en niveles negativos en algunos países. A la luz de lo anterior, la pregunta que subyace es si la economía mundial está atravesando un ciclo económico bajista prolongado o si efectivamente estamos ante una “nueva norma” de crecimiento, algo que no revestiría un carácter transitorio.

**Uruguay:** si bien la deuda del sector público aún se encuentra muy por debajo del máximo alcanzado en la crisis de 2002, su evolución reciente ha exhibido un incipiente repunte que podría suponer una fuente de vulnerabilidad en el mediano plazo. Sin embargo, los indicadores de riesgo de la deuda evidencian que las debilidades históricas se han reducido. Entre los logros más destacados en la gestión cabe señalar la mejora del perfil de maduración, la desdolarización de la deuda y la reducción del riesgo asociado a las tasas de interés.

La debilidad del crecimiento global y la trayectoria de las tasas de interés desde una óptica de largo plazo..... [Página 2](#)

Uruguay: deuda pública aumenta pero indicadores de riesgo mantienen solidez..... [Página 5](#)



## La debilidad del crecimiento global y la trayectoria de las tasas de interés desde una óptica de largo plazo

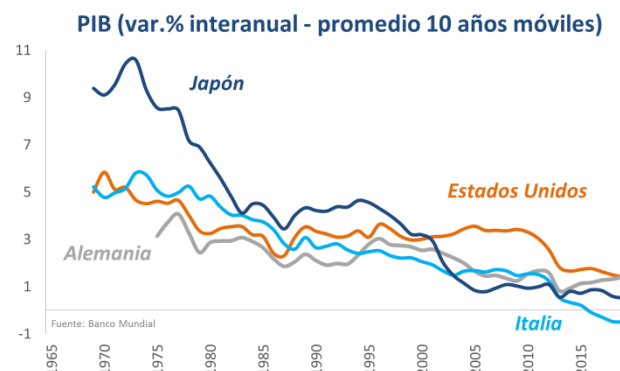
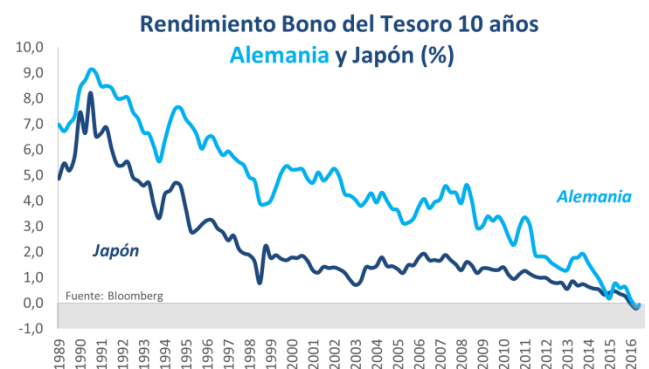
El crecimiento de la economía mundial en 2015 fue uno de los más decepcionantes desde la salida de la crisis financiera de 2008, lo que responde tanto al enfriamiento de la dinámica económica en los emergentes como a las dificultades que han exhibido las economías avanzadas para terminar de reencauzar su recuperación. Al mismo tiempo, la materialización de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, y el aumento de otros riesgos globales han apuntalado esta tendencia, derivando en una nueva corrección a la baja de las perspectivas para los próximos años.

De forma concomitante, las tasas de interés continúan cayendo y han alcanzado niveles históricamente bajos, llegando incluso a ubicarse en registros negativos. A modo de ejemplo, en Estados Unidos el rendimiento del Bono a 10 años se ubica actualmente en los niveles más bajos de la historia (1,5%), mientras que las tasas de los Bonos corporativos están en mínimos desde 1956. En el caso de los soberanos alemanes y japoneses, el rendimiento de los bonos a 10 años es actualmente negativo, mientras que en el caso de Suiza la situación es aún más llamativa: desde julio el bono a 50 años arroja retornos negativos.

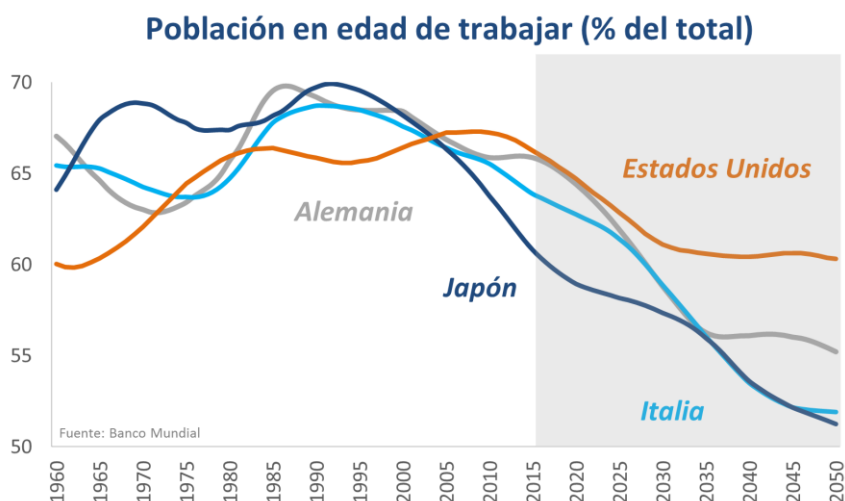
A la luz de lo anterior, una de las principales interrogantes que emerge es si efectivamente la economía mundial está atravesando un ciclo bajista pronunciado o si de hecho estamos ante un problema de estancamiento secular como alertó Lawrence Summers en 2013. Si bien la hipótesis de Summers refería al devenir de la economía norteamericana post 2008, Paul Krugman sugirió que el alcance del fenómeno podría incluir a todo el mundo avanzado, que en la mayoría de los casos no ha logrado retornar a los niveles previos a las crisis y que además registró una erosión en términos del crecimiento potencial.

En su origen, el concepto de estancamiento secular responde a una noción introducida a fines de la década del treinta por Alvin Hansen para caracterizar la recuperación económica posterior a la Gran Depresión en Estados Unidos. A pesar de que no existe una única interpretación sobre el concepto, el estancamiento secular hace alusión a una situación de bajo crecimiento, baja inversión y baja productividad vinculada a una insuficiencia del lado de la demanda, que además es de carácter más permanente que cíclico.

A este respecto, la ralentización del crecimiento demográfico, junto con la menor intensidad en el uso del capital asociada a las nuevas industrias que lideran la dinámica global y la caída del precio relativo de los bienes de capital, operan en detrimento de la inversión y el



consumo, sin generar incentivos ni oportunidades a la inversión productiva. En consecuencia, emerge un desbalance entre el ahorro y la inversión en favor del primero, lo que en última instancia conspira contra la demanda agregada, reduciendo el crecimiento, la inflación y arrastrando las tasas reales de interés hacia abajo. De este modo, si bien la hipótesis del estancamiento secular introduce un diagnóstico por el lado de la demanda, las consecuencias finales terminarían también atentando contra la oferta vía una menor inversión en capital físico y humano.



En este sentido, las tasas de interés excepcionalmente bajas con las que convivimos actualmente no serían únicamente un fenómeno de corto plazo asociado a las políticas monetarias fuertemente expansivas implementadas por los principales bancos centrales del mundo post *Lehman Brothers*. Por el contrario, el sistemático descenso de los rendimientos formaría parte de una tendencia de largo plazo que refleja un problema económico de naturaleza más estructural.

En el caso puntual de Estados Unidos, la trayectoria de las tasas de interés ha ido a la baja por casi cuarenta años. En este caso, si bien la Reserva Federal ha mantenido las tasas nominales cercanas a cero desde hace varios años, la capacidad de la misma para afectar la tasa real de interés en el largo plazo es limitada y de carácter transitorio. En este sentido, en un horizonte más amplio de tiempo, la tasa de rendimiento real responde a un amplio conjunto de factores más allá de la política monetaria implementada por la FED, principalmente asociados al estado actual y a las perspectivas del crecimiento económico.



Para entender esto último, es útil recurrir al concepto de *la tasa de interés real de equilibrio*, que es aquella tasa consistente con el pleno uso de los recursos productivos, y por ende, no es algo directamente observable (como lo es por ejemplo la tasa de los fondos federales que fija la FED). En momentos de expansión y auge económico la tasa tiende a subir dado que debería estar reflejando las buenas perspectivas de retorno para los inversores, sucediendo lo contrario en las fases de escaso dinamismo o contracción económica. De este modo, lo que la trayectoria de las tasas reales de interés estaría reflejando es la

debilidad económica global y sus perspectivas, principalmente para las economías industrializadas. Bajo esta concepción, no estaríamos ante un fenómeno coyuntural de bajo crecimiento sino que estaríamos ingresando en una nueva realidad donde la moderación económica es la *nueva norma*.

Por ende, en este marco, no sería esperable observar un repunte del crecimiento a nivel global en el corto plazo, sino que, por el contrario, estaríamos al comienzo de un prolongado período de magro desempeño caracterizado por un recorte generalizado de la capacidad potencial de crecimiento. Sin embargo, la hipótesis del estancamiento secular no es la única explicación que se ha esgrimido para entender las razones detrás del decepcionante desempeño de las principales economías en los últimos años y del nivel excepcionalmente bajo de las tasas de interés.

En línea con lo anterior, otro diagnóstico para entender la nueva coyuntura económica internacional está asociado al concepto que acuñó el anterior Presidente de la Fed *Ben Bernanke* una década atrás: "*global savings glut*". Bajo esta concepción, los niveles excepcionalmente bajos de las tasas de interés son el resultado de un mayor deseo por ahorrar que por invertir, principalmente en las grandes economías emergentes de Asia o en algunos países productores de petróleo como Arabia Saudita.

En este sentido, la hipótesis de *Bernanke* está alineada con el diagnóstico de estancamiento secular de *Summers* dado que en ambos casos es el exceso del ahorro por sobre la inversión lo que introduce presiones a la baja sobre las tasas de interés. Sin embargo, para el ex presidente de la Reserva Federal, el enfoque de *Summers* refiere a la debilidad doméstica de la demanda, algo que se podría subsanar si las firmas y los hogares norteamericanos desviarán su ahorro hacia economías donde los problemas detrás del estancamiento secular son menos acuciantes (por ejemplo, países con perspectivas de crecimiento poblacional o con mayor demanda por capital en Medio Oriente o África). Bajo su concepción, la teoría del "*global saving glut*" reviste un carácter global que no sólo explicaría sólo la debilidad de la demanda interna sino también el escaso dinamismo de las exportaciones.

Al mismo tiempo, *Bernanke* señala otra importante diferencia entre las dos concepciones del problema: para *Summers* es una problemática asociada a fundamentos tales como la demografía o los cambios estructurales de las industrias mientras que para él, el exceso de ahorro guarda estrecha relación con las decisiones de política económica por parte de los gobiernos durante las décadas pasadas. En particular, en los países emergentes asiáticos, que luego de la crisis financiera de finales de los noventa optaron por estrategias de acumulación de reservas internacionales y reducción de su nivel de endeudamiento.

De forma consistente con la diferencia de enfoque, las implicancias en términos de la respuesta de política para reactivar el crecimiento mundial difieren. En el caso del estancamiento secular una respuesta fiscal contribuiría a reencauzar el crecimiento, lo mismo que las medidas orientadas a aumentar el retorno de las inversiones productivas (beneficios fiscales o subsidios a la investigación y desarrollo (I+D) podrían ser dos ejemplos). Por el contrario, en el caso del diagnóstico de *Bernanke* la solución vendría por el lado de revertir las políticas que en un principio gestaron el problema de la preferencia por la acumulación de ahorro.

Por otra parte, *Kenneth Rogoff* y *Carmen Reinhart* atribuyen las dificultades de la recuperación económica a la acumulación excesiva de deuda y al posterior proceso de desapalancamiento. En efecto, la argumentación que presentan en su libro "*This Time is Different*" apunta a que una crisis financiera como la del 2008 tiene como consecuencia una

mayor retracción del crecimiento respecto a las recesiones convencionales, y además una recuperación más anémica. En este marco, el ritmo y la intensidad de la reactivación dependen de los niveles de endeudamiento previo y posterior al estallido de la crisis, así como del tamaño de la burbuja de activos que desata el proceso. Bajo esta hipótesis, la capacidad de apuntalar nuevamente la actividad queda determinada, en gran parte, por la velocidad del desapalancamiento. En efecto, lo que las economías avanzadas experimentan actualmente no sería un estancamiento secular sino que es la secuela de un ciclo de elevado sobreendeudamiento.

Asimismo, el premio nobel de economía *Paul Krugman* señala la “*trampa de liquidez*” como una explicación factible a la situación de los grandes países industrializados. Este sería el caso de Japón, Estados Unidos y el núcleo de Europa, donde la debilidad de la demanda es tan grande que las políticas monetarias fuertemente expansivas no son suficientes para potenciar el crecimiento y poder alcanzar el pleno empleo. Si bien este abordaje no necesariamente entra en conflicto con la idea del estancamiento secular, una diferencia sustancial es que bajo esta lógica estaríamos ante un fenómeno de carácter transitorio, y no bajo una “nueva norma”.

En suma, no existe una única explicación o hipótesis para describir el estado actual de la economía mundial y los distintos abordajes del fenómeno revisten implicancias sobre el estado actual de la economía y sus causas, que no siempre son coincidentes. De forma consistente con esta disparidad de enfoques, no existe una única respuesta de política económica para paliar los problemas que exhibe la dinámica mundial actualmente.

Como recientemente señaló el director del Departamento de Investigación y consejero económico del FMI, *Maurice Obstfeld*, cuando fue cuestionado sobre la teoría del estancamiento secular: “*Es muy difícil decir si algo es permanente o muy duradero. Creo que el diagnóstico tiene mucho en qué apoyarse, en el sentido de que sí vemos una falta de demanda, vemos que todos los indicadores apuntan persistentemente a tasas bajas por varios años. Es poco probable que las cosas cambien radicalmente en los próximos años. Por lo tanto, en algún nivel se puede llamar un estancamiento secular, se puede llamar una caída prolongada, pero cualquiera de estas descripciones es consistente con lo que vemos*”.

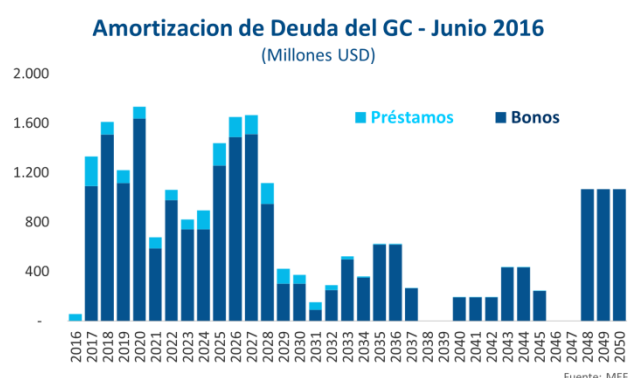
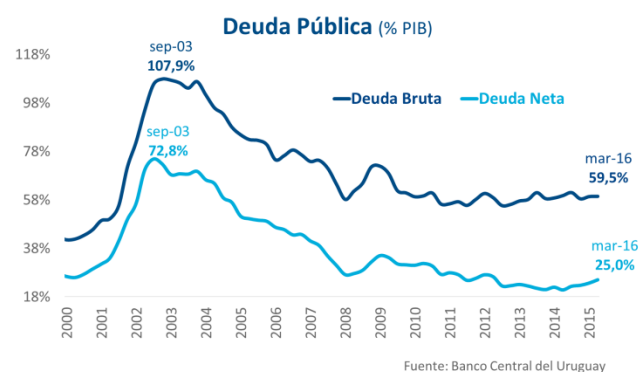
## Uruguay: deuda pública aumenta pero indicadores de riesgo mantienen solidez

La gestión de la deuda pública posterior a la crisis de 2002 supuso una significativa reducción de las vulnerabilidades financieras. A partir del canje de deuda que tuvo lugar en el año 2003, Uruguay profesionalizó el manejo de la deuda mediante la creación de la oficina de Deuda, que operó bajo cuatro administraciones de gobierno de dos partidos distintos. Además de reducir sustancialmente el ratio de Deuda/PIB, entre los logros más destacados en la gestión cabe señalar la mejora del perfil de maduración, la desdolarización de la deuda y la reducción del riesgo asociado a las tasas de interés. Como resultado de lo anterior, en 2012 Uruguay recuperó el grado inversor que había perdido una década atrás en el marco de la crisis del año 2002. Actualmente, el país cuenta con el grado inversor con las principales agencias de calificación, e incluso Moody's y S&P ubicaron su nota un escalón por encima del correspondiente al grado inversor.

Si bien la deuda del sector público aún se encuentra muy por debajo del máximo alcanzado en setiembre de 2003, su evolución reciente, tanto en términos brutos como netos, ha exhibido un leve aumento asociado principalmente al deterioro del resultado fiscal. Puntualmente, durante el primer trimestre de 2016 la deuda bruta del sector público se situó en 59,5% del PIB, mientras que la deuda neta (esto es, deuda bruta deducida de los activos de reserva) representó el 25,5% del PIB. En comparación al mínimo alcanzado a mediados de 2013, el resultado anterior implica un aumento de 3,8 p.p. y 2,5 p.p. de la deuda bruta y neta, respectivamente.

Es en este contexto que el MEF decidió modificar el tope de endeudamiento para los próximos años. El máximo nivel de deuda establecido para 2016 pasó de 15.500 a 21.000 millones de UI, para 2017 de 15.000 a 17.000 millones de UI y para 2018 de 14.000 a 15.000 millones de UI. De todas formas, como la meta fiscal para 2019 se mantuvo, el tope de endeudamiento para 2019 no se modificó.

En un marco de deterioro fiscal como el actual, y en ausencia de una corrección, el incipiente repunte del ratio de deuda podría suponer una fuente de vulnerabilidad en el mediano plazo, en tanto la trayectoria entraría en fase creciente. Sin embargo, los indicadores de riesgo de la deuda evidencian que las debilidades históricas de se han reducido. En primer lugar, cabe destacar que la deuda pública global cuenta con un calendario de vencimientos a muy largo plazo. En este sentido, apenas el 9% del total de la deuda tiene un vencimiento menor a un año, el 11% entre uno y cinco años, y el 80% restante vence en un plazo mayor a cinco años. A su vez, si se tiene en cuenta solamente la

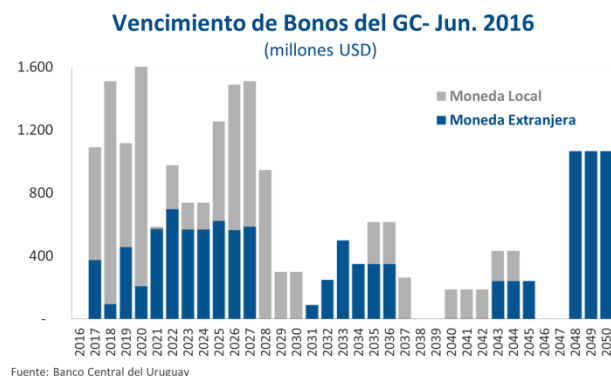
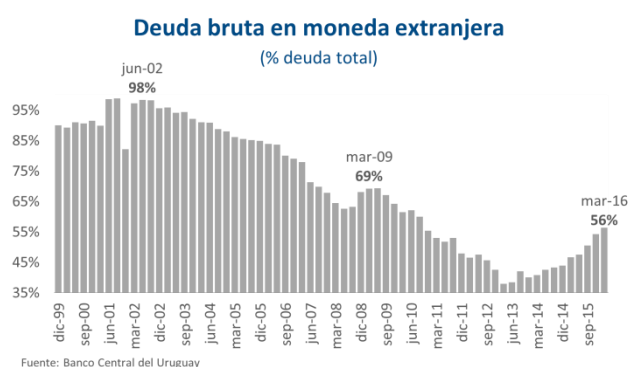


deuda del Gobierno Central, apenas el 3,6% del total vence en un plazo menor a un año, siendo el plazo medio para el vencimiento de 14,5 años al segundo trimestre de 2016. En este sentido, un calendario de vencimientos extendido en el tiempo suaviza el impacto sobre las finanzas públicas de los eventuales pagos de deuda.

Otro indicador a considerar en cuanto al perfil de la deuda pública refiere al riesgo cambiario, asociado a la composición de la deuda según la moneda en que esté emitida. En este sentido, una elevada proporción de deuda pública en moneda extranjera generaría un riesgo de descalce entre monedas, dado que los ingresos del gobierno son percibidos en moneda nacional y los egresos en moneda extranjera. Esta situación representaría un mayor nivel de riesgo en tanto una fuerte depreciación del peso uruguayo podría comprometer la capacidad de pago del gobierno, como sucedió durante la crisis de 2002.

En relación a lo anterior cabe señalar que desde 2004 Uruguay ha transitado un proceso de desdolarización de la deuda, priorizando las emisiones denominadas en pesos (tanto nominales como indexados a la inflación). Esto permitió que desde 2013, momento en el que dólar comenzó a fortalecerse a nivel global, el ratio Deuda/PIB no evolucionara al mismo ritmo que la depreciación del peso. En este sentido, mientras el peso uruguayo se depreció 48% entre marzo 2016 y diciembre 2013, el ratio Deuda/PIB incrementó 16 p.p. De todas formas, a pesar de la clara mejora en materia de desdolarización de las obligaciones de deuda en comparación a los años pre-crisis, la evolución reciente supone cierto deterioro. En este sentido, la deuda denominada en moneda extranjera pasó de representar el 40% en 2013 al 56% en el primer trimestre de 2016 (52% del total en dólares). A su vez, cabe señalar que el perfil de vencimientos por moneda presenta una proporción muy reducida de amortizaciones en moneda extranjera en los próximos años. De los vencimientos de los bonos del Gobierno Central hasta 2020, apenas el 21% corresponde a deuda emitida en moneda extranjera, fortaleciendo relativamente la posición financiera del Gobierno Central.

Adicionalmente, con el objetivo de reducir los riesgos cambiarios, en la última rendición de cuentas (RR.CC.) se anunció la intención de profundizar la diversificación de monedas del subportafolio de deuda denominado en divisas de países avanzados (dólares, yenes y euros). En este sentido, un perfil de vencimientos que se distribuye de manera uniforme entre las distintas monedas minimizaría los efectos asociados a un shock específico sobre el dólar.



Respecto al riesgo asociado a las tasas de interés, cabe señalar que apenas el 6% del total de la deuda pública del Gobierno Central está colocada a tasa variable. En este sentido, el efecto que podría tener la continuidad de la normalización monetaria por parte de la FED

sobre el stock de deuda sería limitado. A su vez, la exposición de la deuda a cambios en la tasa de interés puede ser medida a través del indicador ATR (Average Time to Refix). Este indicador brinda una medida del tiempo promedio ponderado hasta que todos los pagos del principal del portfolio de deuda son sujetos a una nueva tasa de interés. De esta forma, el indicador ATR brinda una idea de la velocidad a la que cambios en las tasas de interés afectarán el servicio de la deuda, donde duraciones superiores implican menores riesgos. En el segundo trimestre de 2016, el ATR de la deuda pública del Gobierno Central es de 13,9 años, lo que evidencia una sustancial mejora respecto al mismo periodo de 2013 donde era de 10,6 años. Esto último estaría sugiriendo una reducción del riesgo asociado a las tasas de interés.

Ante el contexto internacional de alta incertidumbre, con el objetivo de continuar reduciendo los riesgos macroeconómicos que puedan derivar en una trayectoria divergente del ratio Deuda/PIB, en junio 2016 el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) implementó un programa de cobertura del precio internacional del petróleo. Este programa, que se concretó a través del Banco Mundial, asegura al Estado recibir una indemnización en caso de que el precio del barril del crudo alcance un máximo de USD 55 entre junio de 2016 y julio 2017, sin resignar los beneficios de una eventual baja del precio. De esta forma, el eventual impacto de una suba abrupta del precio del petróleo sobre el resultado financiero del Sector Público se vería amortiguado.

Por último, cabe destacar que aprovechando el contexto actual de rendimientos de renta fija en niveles históricamente bajos, Uruguay concretó a mediados de julio la reapertura de dos bonos globales en dólares con vencimientos en 2027 y 2050, mejorando su posición financiera. La reapertura total alcanzó los USD 1.147 millones (400 millones de la reapertura de la serie del 2027 y el monto restante a la del 2050), recibiendo demanda por un monto superior a USD 5.300 millones. El rendimiento del bono a 2027 fue de 3,52%, con un spread de 205 pbs, siendo éste el menor costo de financiamiento para una emisión internacional en dólares de Uruguay. Por otro lado, el rendimiento del bono a 2050 fue de 4,93%, con un spread de 275 pbs sobre los bonos de referencia del Tesoro de EE.UU. Si bien esta operación incrementa la proporción de deuda uruguaya en moneda extranjera, disminuye significativamente el riesgo de refinanciación (*roll over*) ya que mejora sustancialmente el perfil de vencimientos.

### En síntesis

A pesar de la reciente trayectoria de la deuda pública, la buena gestión de la misma durante más de una década ha permitido mantener un buen perfil. Dentro de los principales logros se destaca los vencimientos de largo plazo, la desdolarización de la deuda y la reducción del riesgo asociado a las tasas de interés. A su vez, la reciente emisión de deuda en el mercado internacional confirmó la confianza de los inversores en la economía uruguaya, principalmente teniendo en cuenta que se da en un marco de incertidumbre y volatilidad global con reversión de los flujos de capital en detrimento de los emergentes. En este contexto, Uruguay ha logrado mantener la calificación de su deuda un escalón por encima del correspondiente al grado inversor, aunque los desafíos se mantienen ya que el ratio de deuda es elevado si se lo compara con los pares de calificación crediticia y que además la perspectiva fue ubicada en negativa por parte de algunas agencias de calificación.



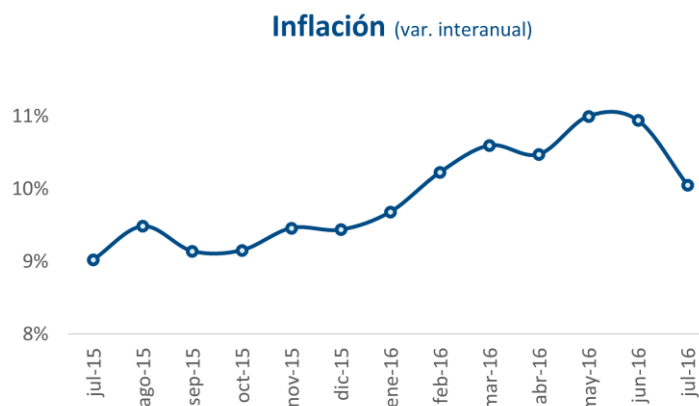
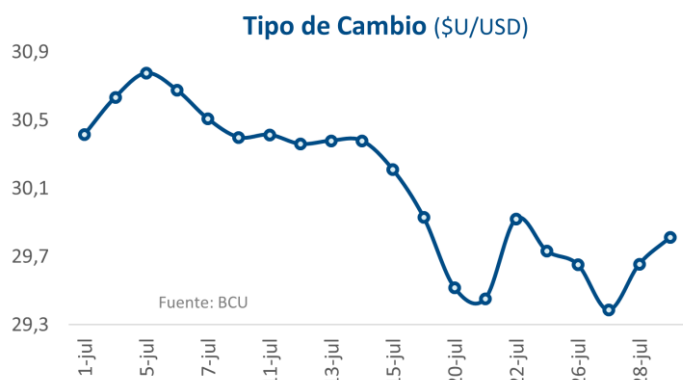
RIESGO PAÍS				
	Uruguay	Argentina	Brasil	México
Promedio (puntos básicos)				
2014	171	785	231	158
2015	213	588	346	206
jun-16	248	521	382	224
jul-16	228	513	341	206
Variaciones (puntos básicos)				
2015 / 2014	42,0	-196,9	115,4	47,8
jul 16/ jul 15	34,7	-91,0	23,2	8,2
jul 16 / jun 16	-19,8	-8,7	-41,5	-18,2

PRINCIPALES MONEDAS					
	Peso Uru	Real	Peso Arg	Euro	Libra
Promedio					
2014	23,27	2,36	8,13	1,33	1,65
2015	27,36	3,34	9,26	1,11	1,53
jun-16	30,78	3,42	14,15	1,12	1,42
jul-16	30,11	3,28	14,88	1,11	1,31
Variaciones					
2015 / 2014	17,6%	41,7%	13,9%	-16,4%	-7,2%
jul 16/ jul 15	8,6%	1,7%	62,8%	0,6%	-15,5%
jul 16 / jun 16	-2,2%	-4,0%	5,1%	-1,6%	-7,5%

Fecha de publicación				Dato previo	Próximo dato	Pronóstico
2-ago	Brasil	Producción Industrial	m/m,%	0,0%	junio	1,1%
3-ago	Uruguay	Índice de Precios al Consumidor	a/a,%	10,1%	julio	
5-ago	EEUU	Desempleo	%PEA	4,9%	julio	4,8%
5-ago	EEUU	Cambio en Nóminas no agrícolas	Miles	287k	julio	255k
9-ago	Uruguay	Desempleo	%PEA	7,9%	junio	
9-ago	Brasil	Ventas Minoristas	m/m,%	-1,0%	junio	
10-ago	Brasil	Índice de Precios al Consumidor	a/a,%	8,8%	julio	8,7%
16-ago	EEUU	Producción Industrial	m/m,%	0,6%	julio	0,2%
16-ago	EEUU	Índice de Precios al Consumidor	a/a,%	1,0%	junio	0,9%
23-ago	EEUU	Ventas de casas nuevas	m/m,%	3,5%	julio	-
31-ago	Brasil	Actividad Económica	a/a,%	-5,4%	Q2	-

	2014	2015	Último dato disponible		2016	2017
			Período	Dato	Proyección	Proyección
<b>Actividad</b>						
Producto Bruto Interno (MM USD - año móvil)	57.098	53.444	mar-16	50.274	50.049	48.138
Producto Bruto Interno (% var real anual)	3,2%	1,0%	mar-16	-0,1%	0,3%	0,0%
Exportaciones de Bs y Ss (MM USD - año móvil)	13.688	12.399	mar-16	11.819	s.d.	s.d.
Importaciones de Bs y Ss (MM USD - año móvil)	14.458	12.788	mar-16	11.174	s.d.	s.d.
Tasa de desempleo promedio (% PEA)	6,6%	7,5%	may-16	7,9%	8,5%	9,3%
<b>Precios</b>						
Tipo de Cambio - (\$/USD, promedio)	23,2	27,3	jul-16	30,1	31,7	36,2
Depreciación (% var interanual)	13,5%	17,6%	jul-16	8,6%	16,1%	14,0%
Precios al Consumidor (% var interanual)	8,3%	9,4%	jul-16	10,1%	10,0%	10,0%
Precios Mayoristas (% var interanual IPM)	10,6%	6,6%	jul-16	4,4%	11,5%	12,7%
<b>Salarios</b>						
Salario Nominal (% var anual del IMS, promedio)	12,6%	10,3%	jun-16	11,9%	10,3%	10,9%
Salario Nominal Sector Público (% var. Anual, promedio)	11,3%	9,6%	jun-16	11,9%	11,3%	10,8%
Salario Nominal Sector Privado (% var. Anual, promedio)	11,3%	10,7%	jun-16	11,9%	11,3%	10,1%
Salario Real (%var. anual IMSR, promedio)	13,3%	1,6%	jun-16	0,8%	1,0%	0,2%
<b>Sector Público</b>						
Resultado Fiscal primario (% PIB)	-0,6%	0,0%	jun-16	0,2%	-0,3%	0,4%
Resultado Fiscal Global (% PIB)	-3,5%	-3,6%	jun-16	-3,5%	-3,7%	-3,0%

Fuentes: BCU, INE, MEF y proyecciones propias.



## Información relevante

El informe fue producido por CPA Ferrere, dentro de las condiciones actuales del mercado y coyunturas económicas. Este informe no representa la opinión de Banco Itaú Uruguay S.A. El informe no constituye, ni debe interpretarse como una oferta o solicitud para comprar o vender un instrumento financiero. Todas las opiniones y estimaciones que aquí se presentan pueden ser alteradas en cualquier momento sin previo aviso. Banco Itaú Uruguay S.A. no se hace responsable de las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento.