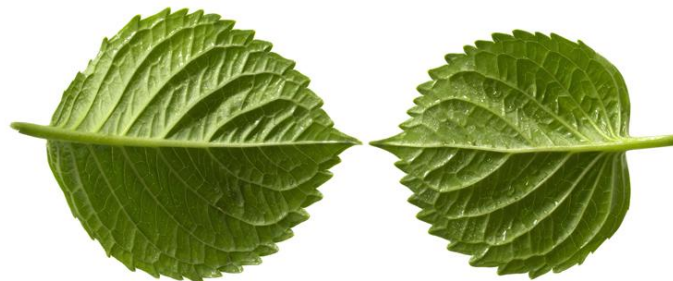


Perspectivas macroeconómicas y para los agronegocios

San Jacinto

9 de noviembre de 2011



Contenido

- Las claves del marco internacional
- La economía uruguaya:
 - Actividad económica
 - Inflación y tipo de cambio
- Perspectivas para los agronegocios

Contenido

- Las claves del marco internacional

- La economía uruguaya:

- Actividad económica
- Inflación y tipo de cambio

- Perspectivas para los agronegocios

Los líderes europeos anunciaron un “paquete” de medidas que procuran hacer sostenible la deuda pública de Grecia, así como detener el “contagio” hacia otros países y hacia los bancos europeos.

■ **Deuda pública de Grecia**

- “Quita” de 50% para los tenedores de bonos privados.
- Mayor asistencia financiera (desde € 109.000 millones hasta € 130.000 millones).

¿Será suficiente la quita de 50% para garantizar la sustentabilidad de la deuda pública?

■ **Recapitalización de los bancos europeos (+ € 106.000 millones)**

- Se instó a la banca europea a incrementar su capital tier 1 hasta 9% antes de julio 2012, lo que implicará obtener capital por un monto aproximado a € 106.000 millones.

El ajuste podría derivar en un enfriamiento mayor del crédito, con impactos negativos sobre la actividad económica.

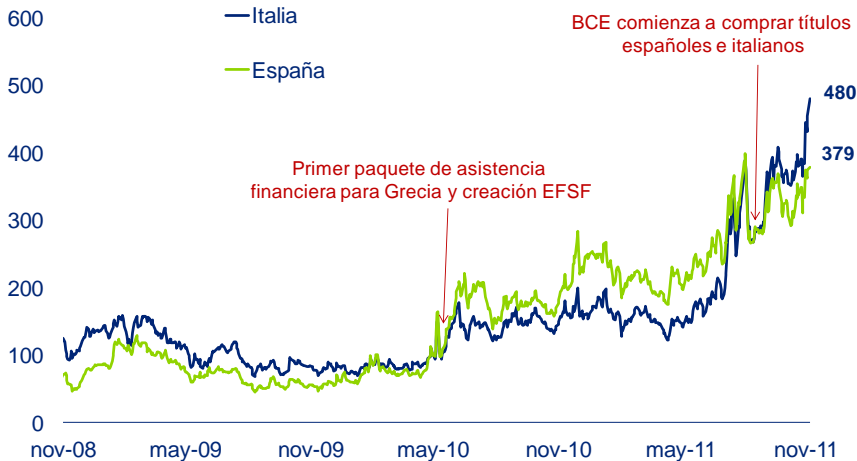
■ **Ampliación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF)**

- EFSF cubrirá a los inversores por un porcentaje de las pérdidas en caso de un default soberano.
- Se ampliará el EFSF desde € 440.000 millones (menos de € 300.000 millones disponibles actualmente) hasta € 1 billón con fondos de inversores privados, organismos multilaterales y gobiernos externos a la ZE.

¿Colaborarán los demás gobiernos bajo las actuales circunstancias?

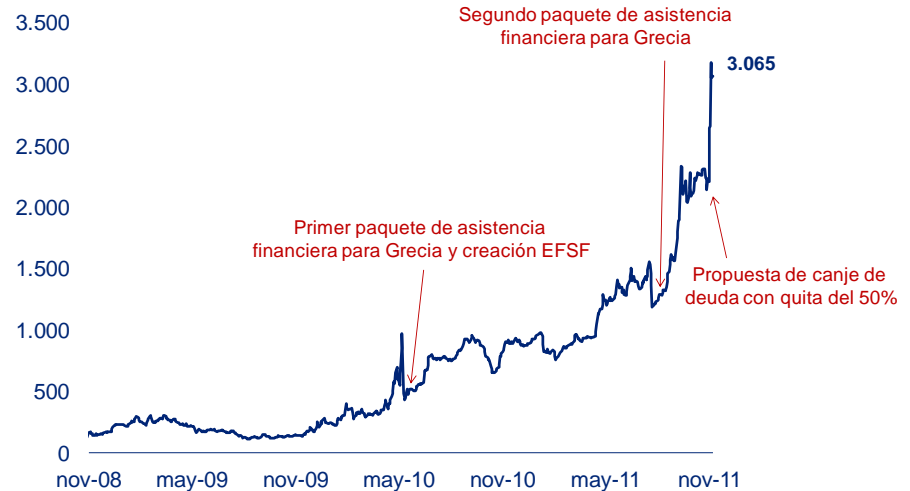
En ese marco, las primas de “riesgo país” descendieron tras los anuncios pero alcanzaron rápidamente nuevos máximos históricos.

"Spread" soberano con relación a Alemania* (pbs)



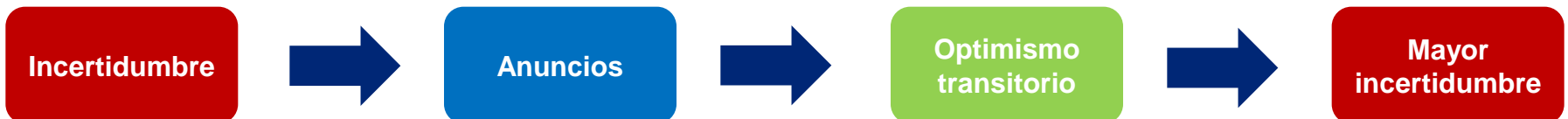
*Se toma como referencia rendimiento de bonos públicos a 10 años.

Grecia - "Spread" soberano con relación a Alemania* (pbs)



*Se toma como referencia rendimiento de bonos públicos a 10 años.

Una vez más parece repetirse el patrón



En los últimos días y ante la agudización de los temores en torno a Grecia e Italia, los inversores volvieron a refugiarse en activos considerados “menos riesgosos”.

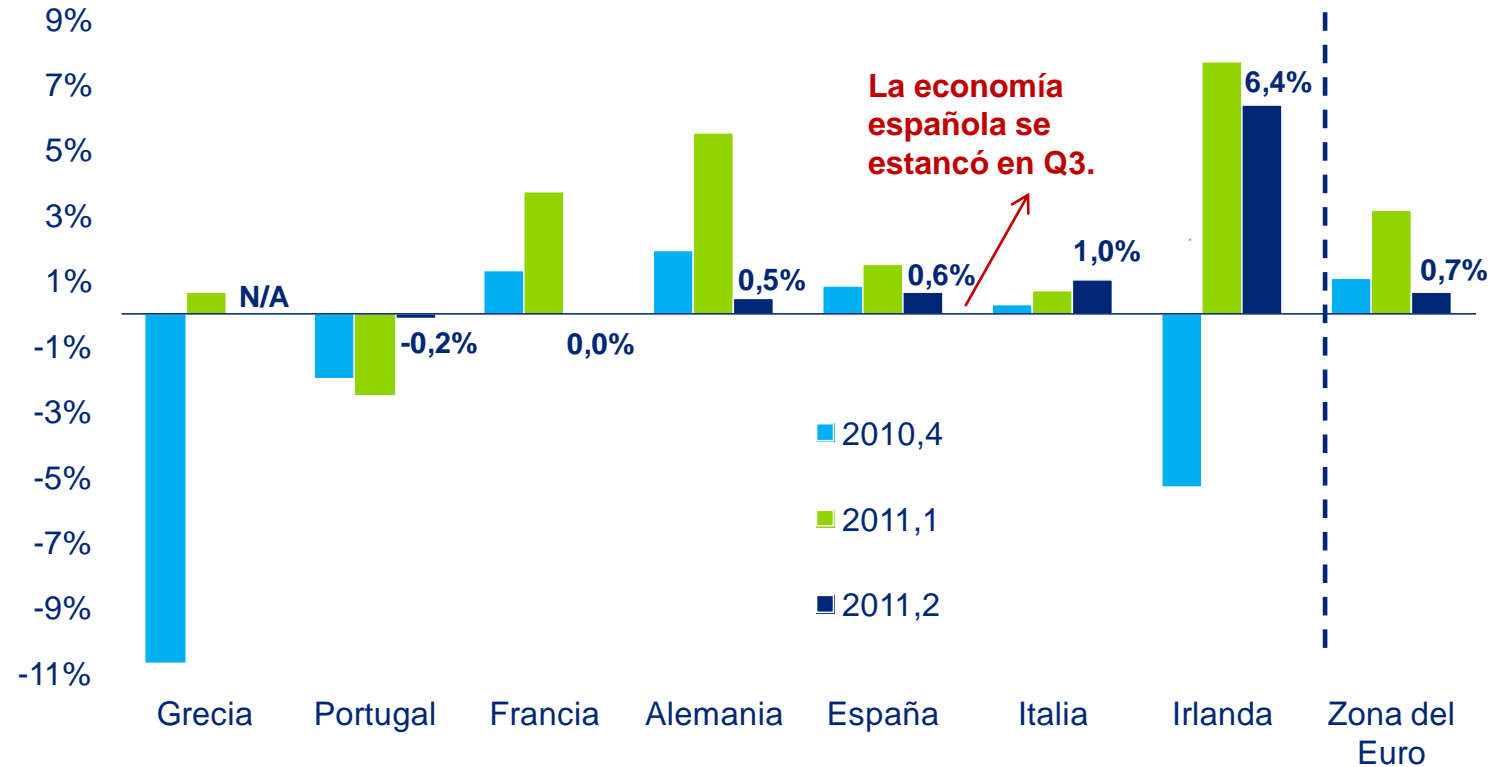
Rendimiento de Notas del Tesoro a 10 años



La crisis fiscal en la Eurozona podría verse potenciada por una situación de estancamiento de la actividad en los próximos meses ...

Crecimiento del PIB

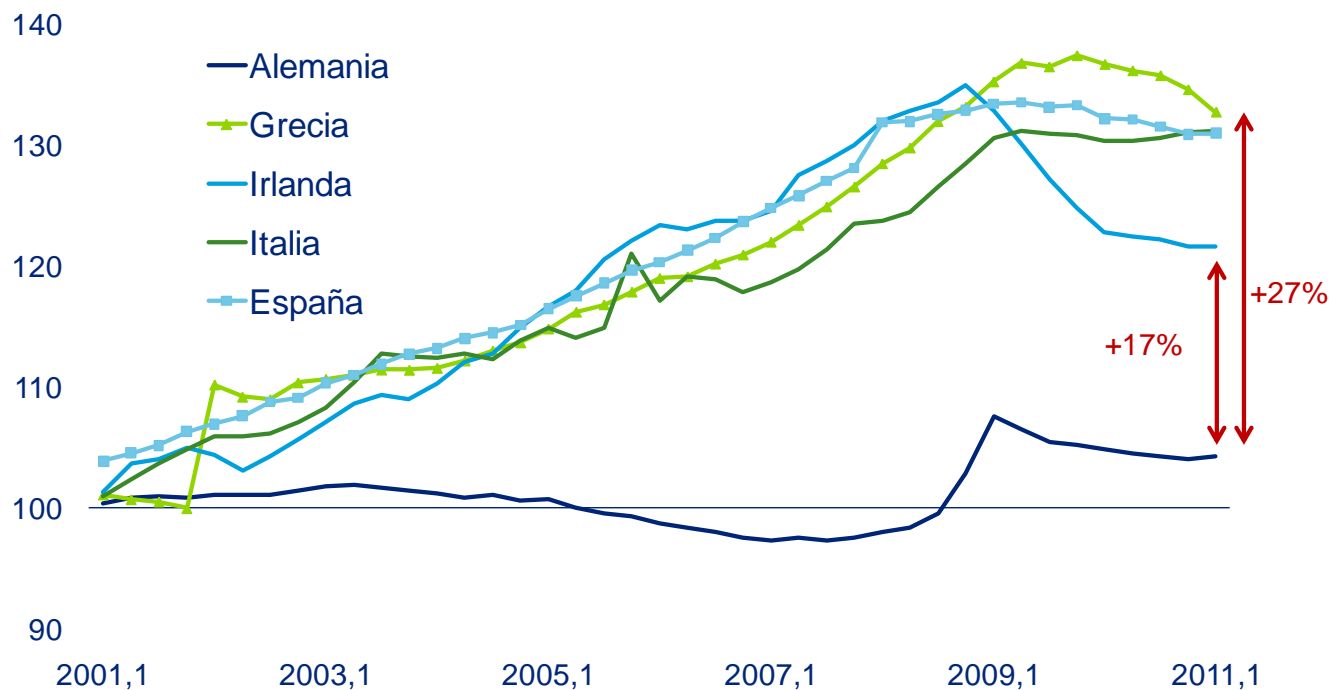
Variación anualizada contra trimestre anterior



... puesto que al problema de la deuda se suma la falta de competitividad de los PIIGs.

Costo laboral unitario

Indices base 2000,1 = 100



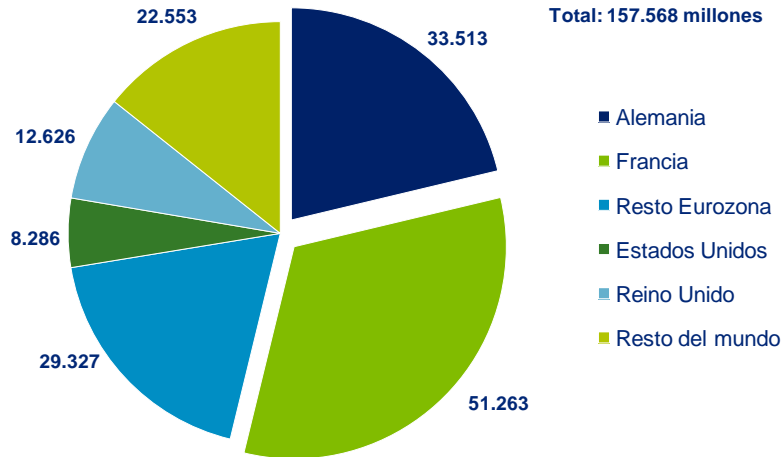
Pese a los avances logrados en la cumbre del 26 de octubre, la clave va a estar en la forma y en la rapidez con la que se instrumenten los acuerdos alcanzados. No pueden descartarse nuevas turbulencias en los mercados financieros (en particular si no se logra ampliar significativamente el EFSF).

Es fundamental que se logre evitar un contagio mayor a Italia y España.

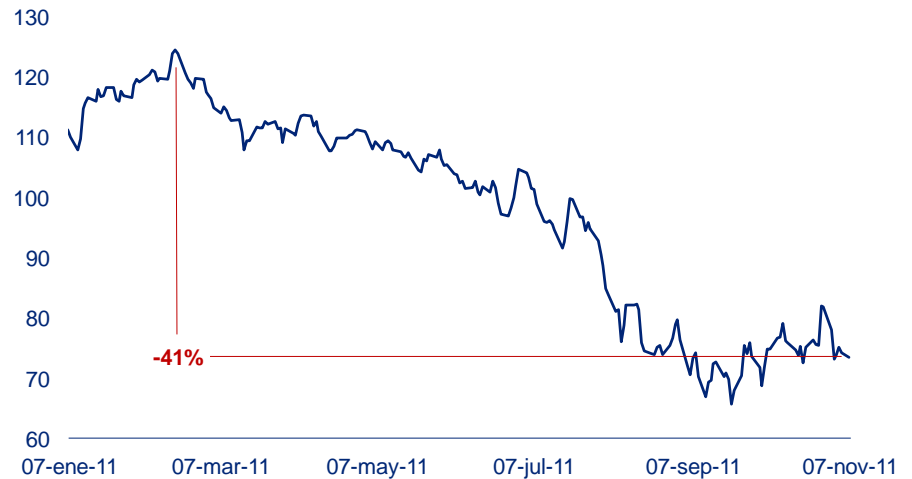
La actividad económica europea también se resentirá por una probable contracción del crédito bancario.

Deuda de Grecia (pública y privada) con bancos extranjeros

En millones de US\$

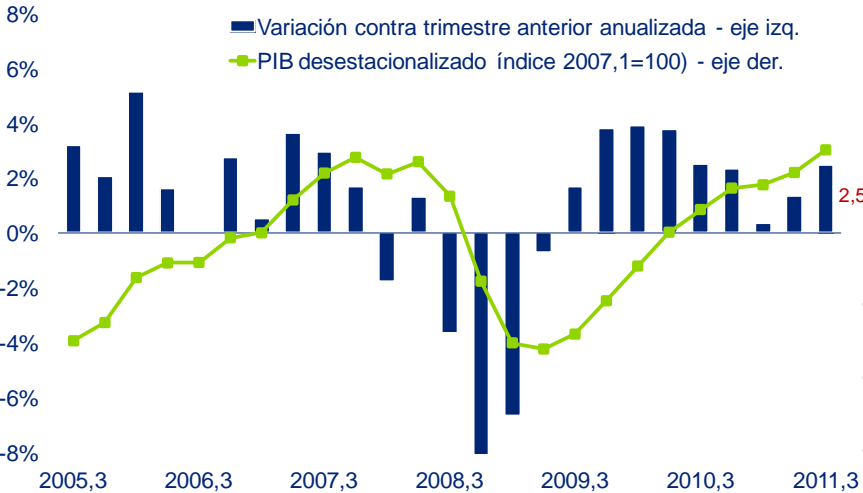


Indice Bloomberg Europe 500 Banks And Financial Services

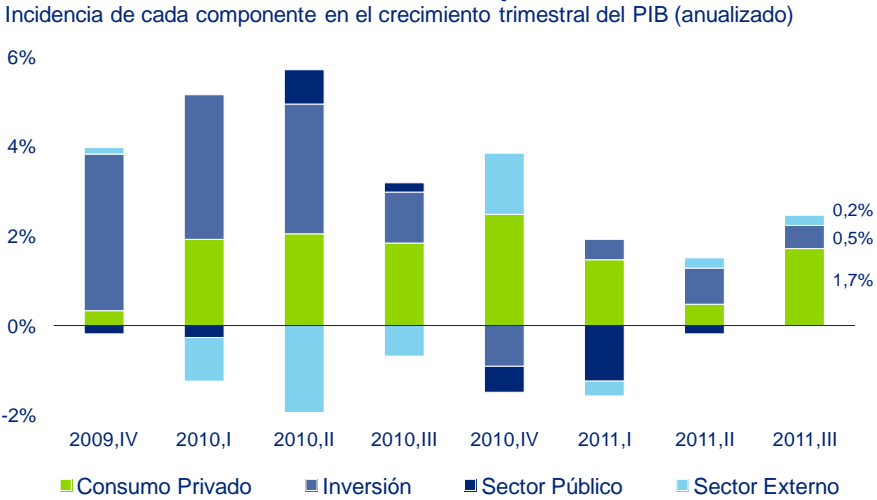


En Estados Unidos se constatan señales algo más alentadoras (luego de dos trimestres malos en 2011) ...

Estados Unidos - Crecimiento del PIB

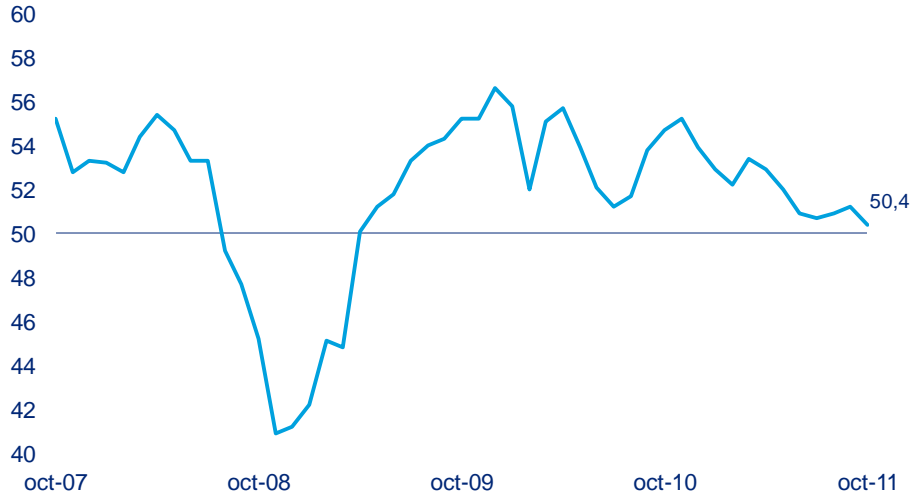


Crecimiento del PIB en EEUU: Perspectiva de la demanda



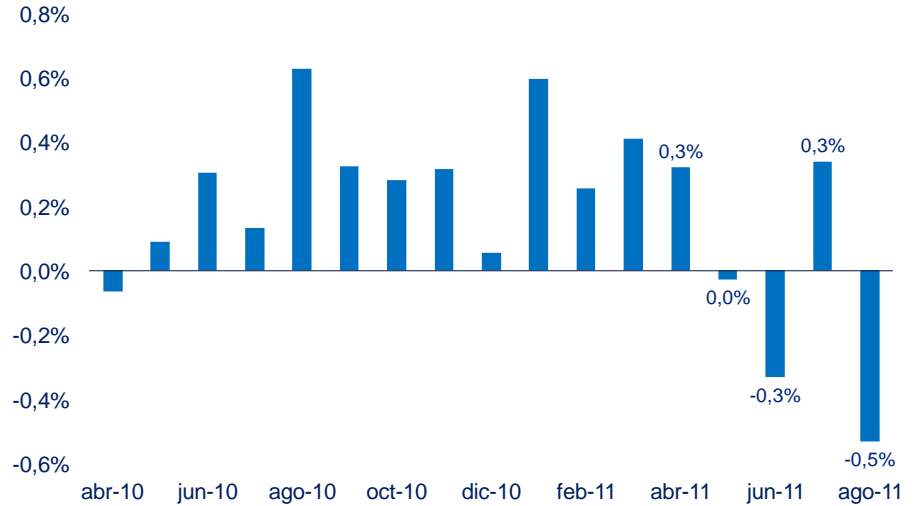
... pero se profundizan las señales de desaceleración de las economías emergentes.

China: Purchasing Manager's Index



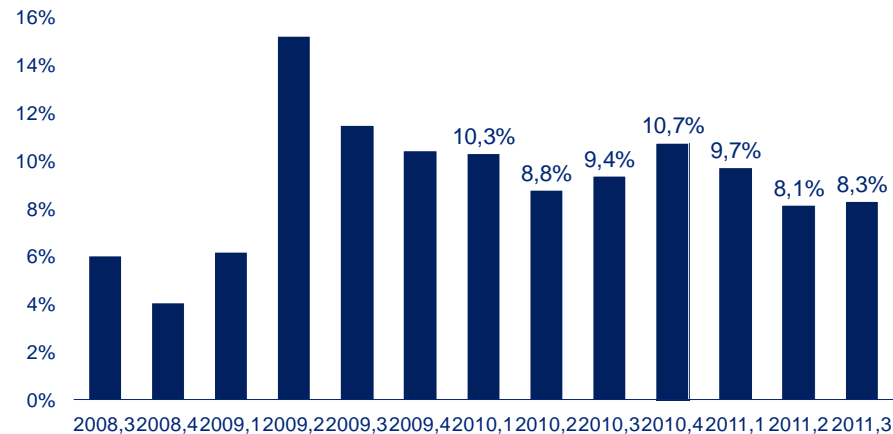
Brasil: Índice de Actividad Económica

Variación mensual desestacionalizada



China: Crecimiento del PIB

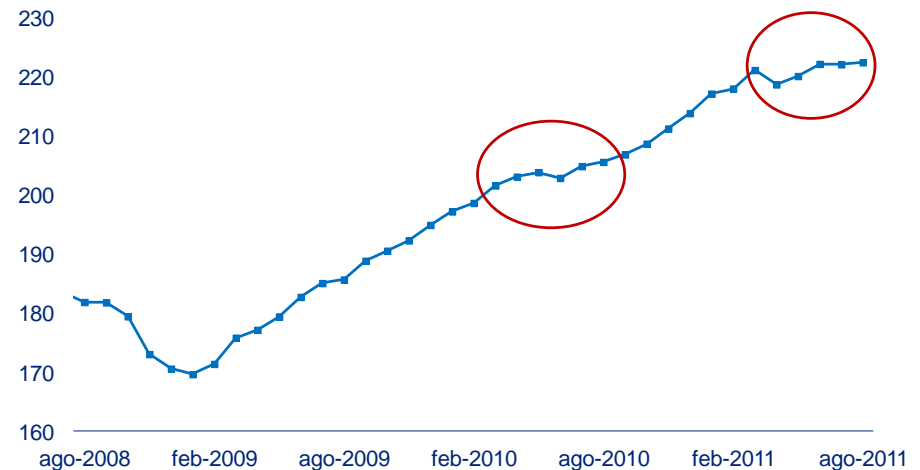
Variación trimestral anualizada



Nota: Serie desestacionalizada por Deloitte en base a datos de Cuentas Nacionales

Producción industrial en economías emergentes

Índice 2000=100



© Deloitte S.C. 2011

Los precios de los commodities se ajustaron a la baja con la crisis pero siguen siendo elevados en una perspectiva histórica.

Escalas no comparables

Precio de la Soja

Contrato a futuro en Chicago (US\$/Ton)



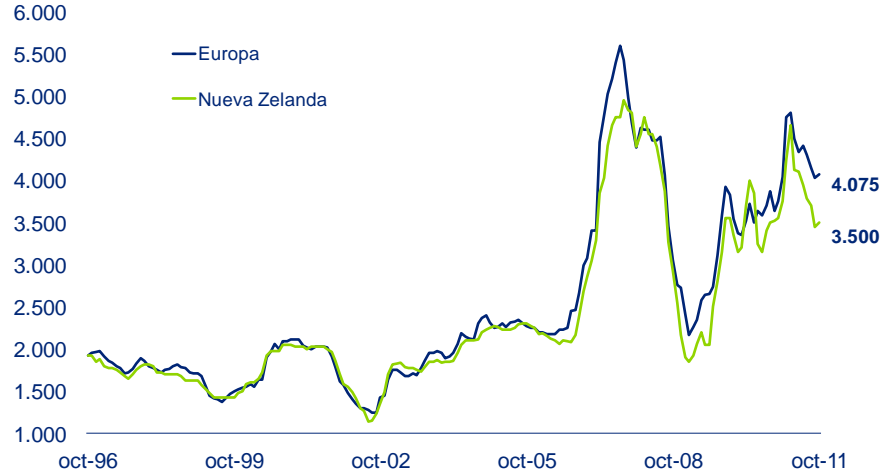
Precio del Trigo

Contratos a futuro en Chicago (US\$/Ton)



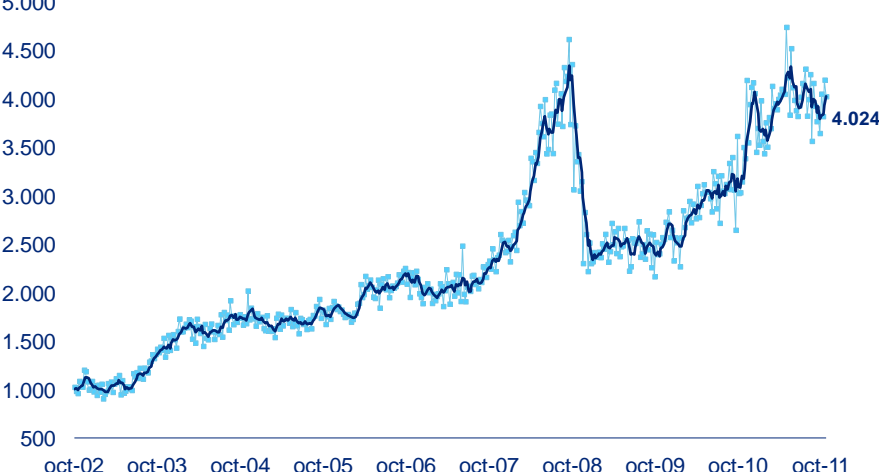
Precios internacionales de la leche en polvo entera

US\$/ton - Valores mensuales



Precio promedio de exportación de la carne bovina

US\$ / ton. peso carcasa - Datos semanales



Mantenemos una perspectiva relativamente favorable para los exportadores de materias primas en 2011-12, pero los riesgos de una desaceleración mundial importante se están incrementando.

- **El marco externo se ha deteriorado sustantivamente** y una mejora de las perspectivas para la economía mundial requiere de la **acción coordinada de los gobiernos en diversos frentes** (fundamentalmente de una salida “ordenada” en Europa).
 - Restructuración realista de la deuda griega
 - Posiblemente se requiera una restructura de Portugal e Irlanda
 - Amplio financiamiento de Alemania y Francia a los países de la periferia
 - Política monetaria expansiva por parte del BCE y euro más débil
- En cualquier caso, los próximos meses estarán signados por **mucha volatilidad en los mercados financieros.**
- **El dólar podría registrar subas adicionales en el corto plazo pero fundamentos apuntan a debilidad de la divisa norteamericana a mediano plazo vis a vis con las emergentes.**
- Las economías emergentes podrían volver a registrar un crecimiento relativamente débil en Q3, pero **aguardamos un mayor dinamismo en 2012.**
- No obstante, **el sesgo de la proyección es, en todo caso, para un menor crecimiento de la economía mundial en 2012.**

Todavía NO hay un acuerdo suficientemente claro para encontrar una salida creíble

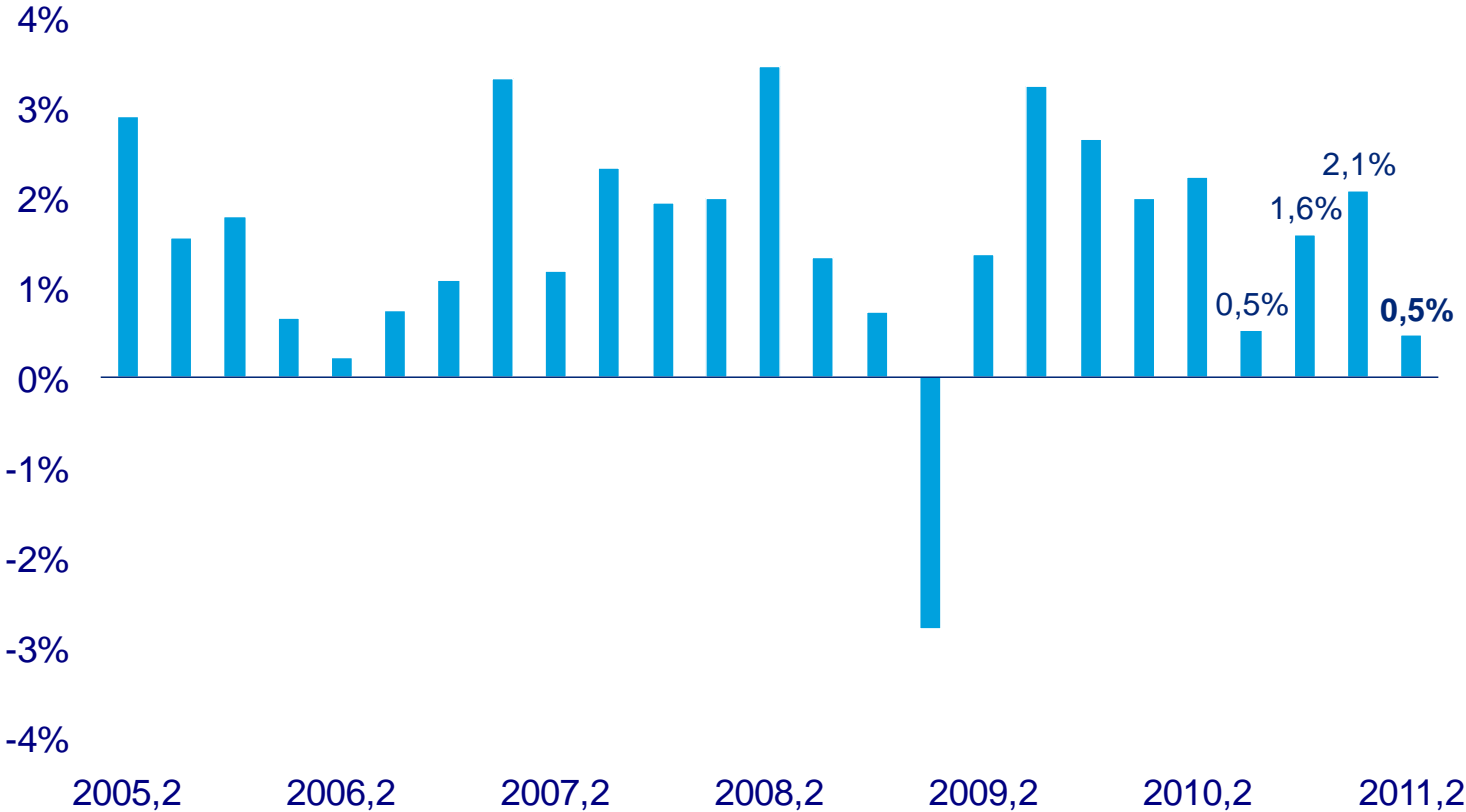
Contenido

- Las claves del marco internacional
- **La economía uruguaya:**
 - Actividad económica
 - Inflación y tipo de cambio
- Perspectivas para los agronegocios

El PIB creció menos de lo esperado en el segundo trimestre, de acuerdo a las cifras oficiales.

Producto Interno Bruto

Variación contra trimestre anterior en base a datos desestacionalizados



La desaceleración fue generalizada a nivel de sectores, observándose caídas en el agro, la construcción y el comercio.

Producto Interno Bruto - Perspectiva de la oferta

Variación trimestral desestacionalizada

	2010,1	2010,2	2010,3	2010,4	2011,1	2011,2
Actividades primarias	-2,2%	-2,1%	0,6%	2,8%	1,7%	-2,1%
Industria manufacturera	2,0%	1,5%	-1,5%	1,2%	2,8%	0,4%
Comercio, rest. y hoteles	3,4%	5,5%	1,0%	3,9%	4,2%	-2,4%
Construcción	4,5%	4,1%	0,5%	1,7%	0,2%	-2,4%
Transporte y comunic.	2,5%	5,1%	1,8%	3,1%	3,6%	2,2%
Electr. gas y agua	45,1%	-17,2%	-8,2%	-32,4%	-21,8%	43,4%
Otras actividades	0,6%	1,9%	1,2%	2,2%	2,4%	0,1%
PIB	2,0%	2,2%	0,5%	1,6%	2,1%	0,5%

Desde la perspectiva de la demanda, la desaceleración estaría asociada al sector externo: menores exportaciones y mayores importaciones.

Oferta y demanda final

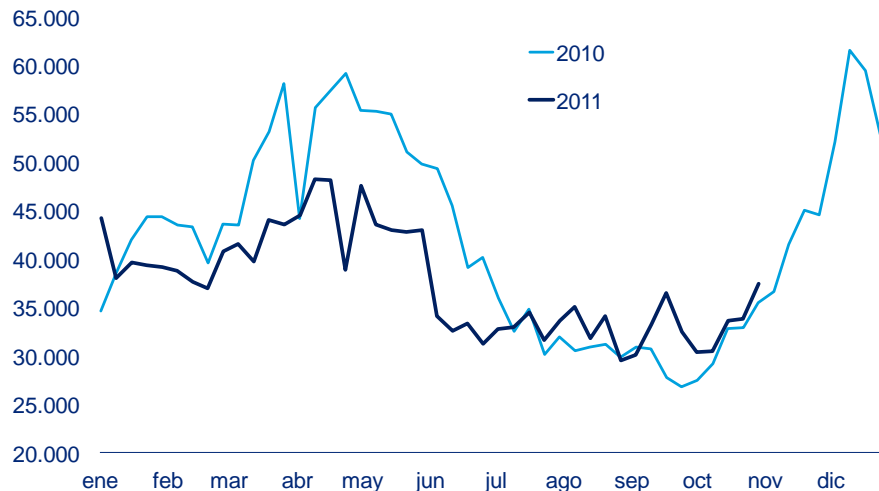
Variación trimestral interanual

	2010,1	2010,2	2010,3	2010,4	2011,1	2011,2
<u>Oferta final</u>	9,6%	12,0%	7,7%	11,8%	10,4%	7,7%
PIB	9,2%	10,3%	7,7%	6,5%	6,6%	4,8%
Importaciones	10,7%	17,6%	7,6%	29,4%	23,0%	16,8%
<u>Demanda final</u>	9,6%	12,0%	7,7%	11,8%	10,4%	7,7%
Demanda interna	11,4%	10,1%	7,1%	13,9%	9,3%	11,9%
Consumo privado	8,6%	12,8%	11,8%	12,7%	9,9%	9,4%
Inversión privada	41,7%	8,0%	-1,1%	21,0%	11,9%	44,3%
Activos fijos	12,3%	22,9%	7,5%	32,2%	14,4%	10,2%
Sector público	-1,3%	-0,2%	-5,1%	9,9%	3,5%	-0,1%
Consumo público	3,1%	1,4%	0,7%	1,6%	2,8%	3,1%
Inversión púb. fija	-13,8%	-3,6%	-17,1%	32,0%	5,9%	-7,2%
Exportaciones	4,3%	18,2%	9,7%	4,4%	13,8%	-4,4%

A nivel de las exportaciones, la caída de la carne tiene una incidencia relevante (y responde a factores de oferta).

Faena bovina

Datos semanales - INAC

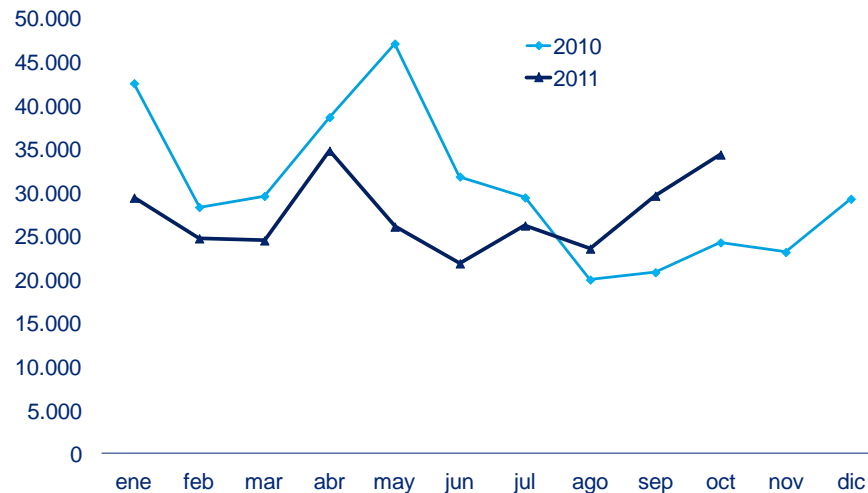


**Caída de la
faena vacuna al
29 de octubre:
- 9%**

**Caída de volúmenes
exportados al
29 de octubre:
- 12%**

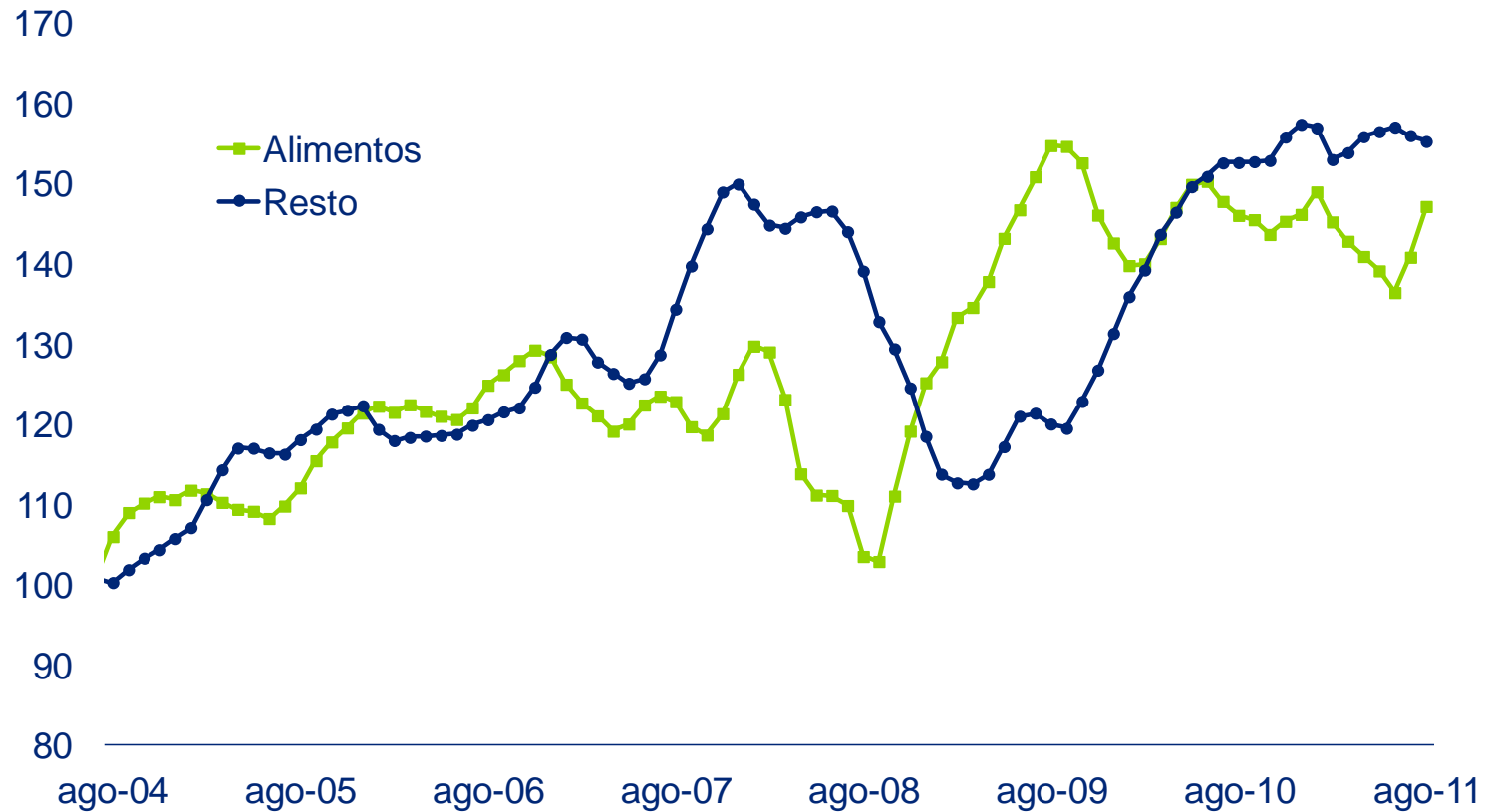
Exportaciones de carne

Toneladas carcasa - Datos de INAC



En tanto, los volúmenes exportados de productos no alimenticios perdieron dinamismo en los últimos meses.

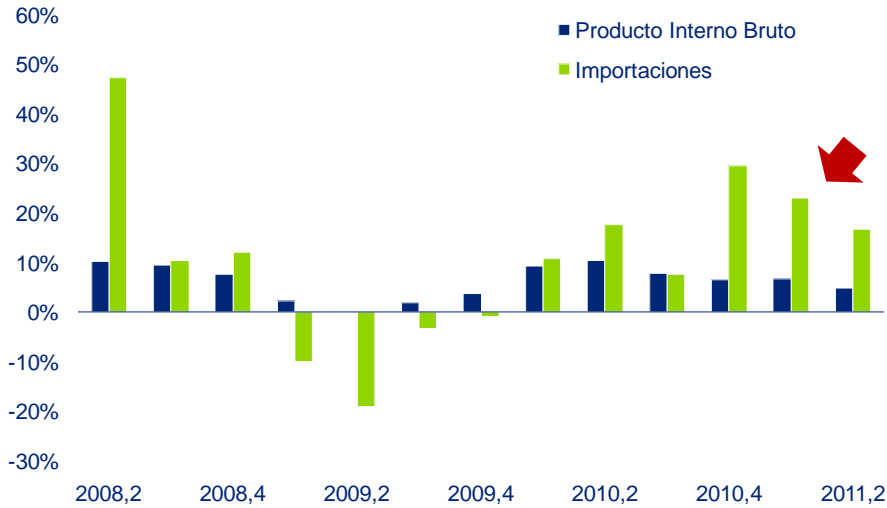
Exportaciones en términos reales Deflactadas por IPE-CIU - Base 2004=100



Por otra parte, las importaciones crecen muy fuertemente, ganando participación en la oferta local.

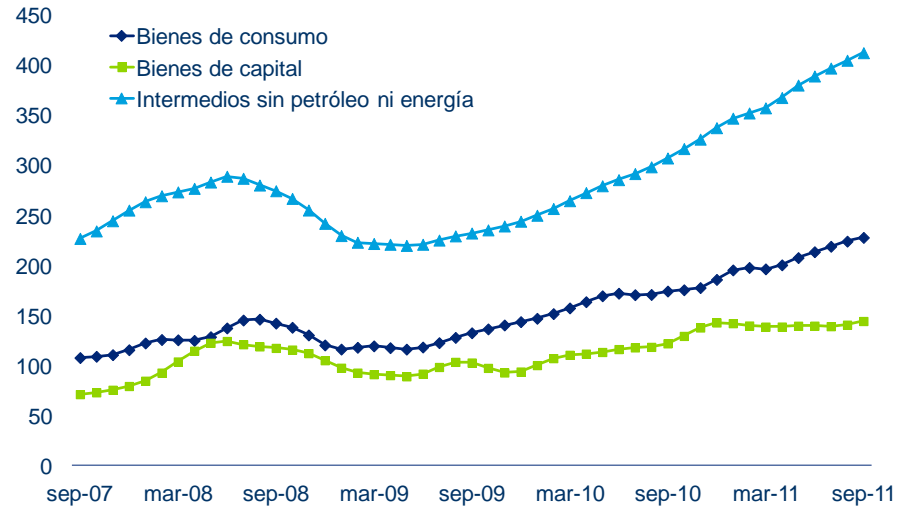
Oferta final

Variación trimestral interanual



Importaciones de bienes según mercado de destino

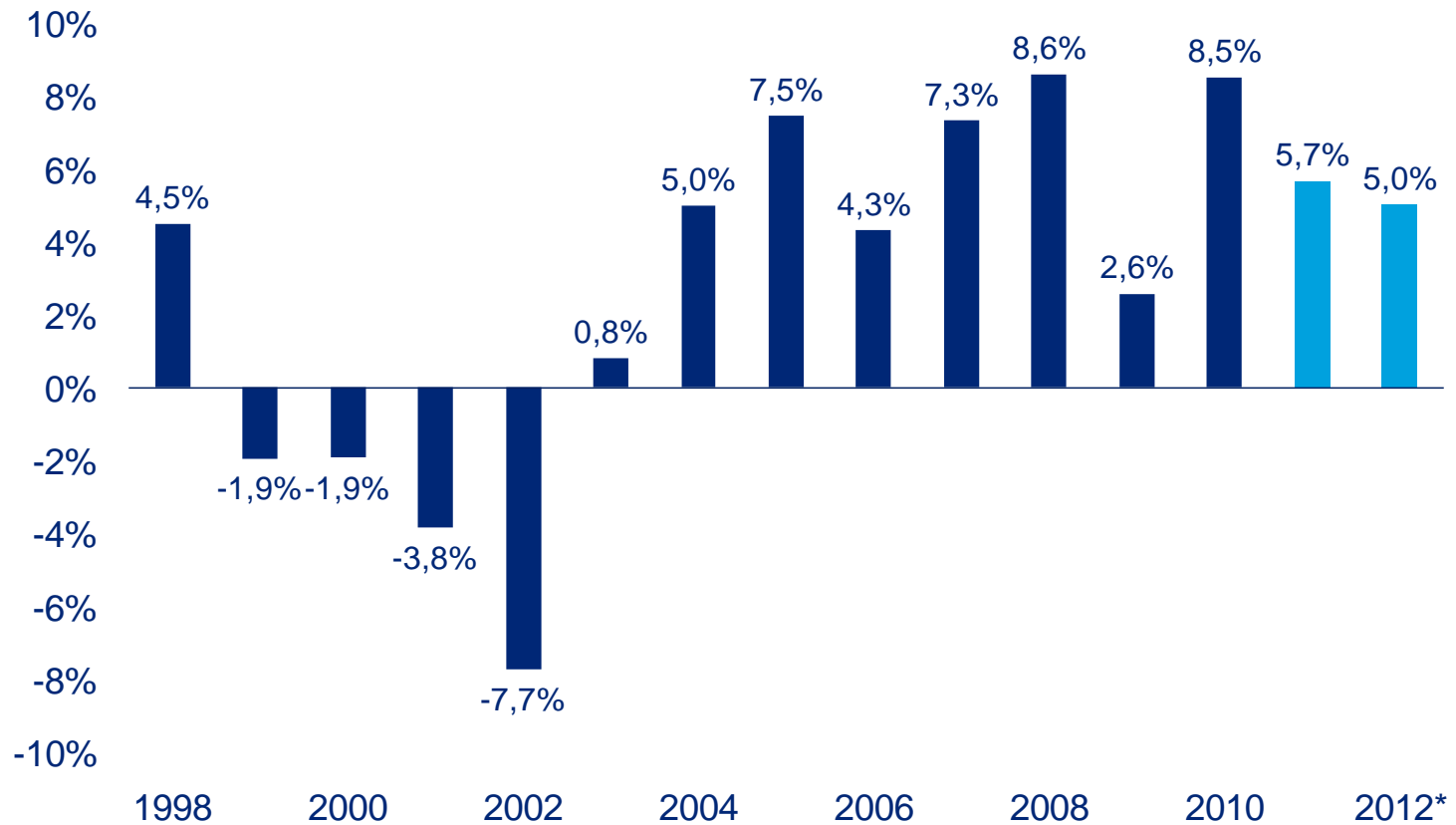
Millones de US\$, serie Ciclo-Tendencia



En el segundo semestre se podría observar una desaceleración de la demanda interna por efecto de la crisis internacional. En ese marco, ajustamos nuestra proyección de crecimiento para 2011.

Producto Interno Bruto

Variación promedio anual

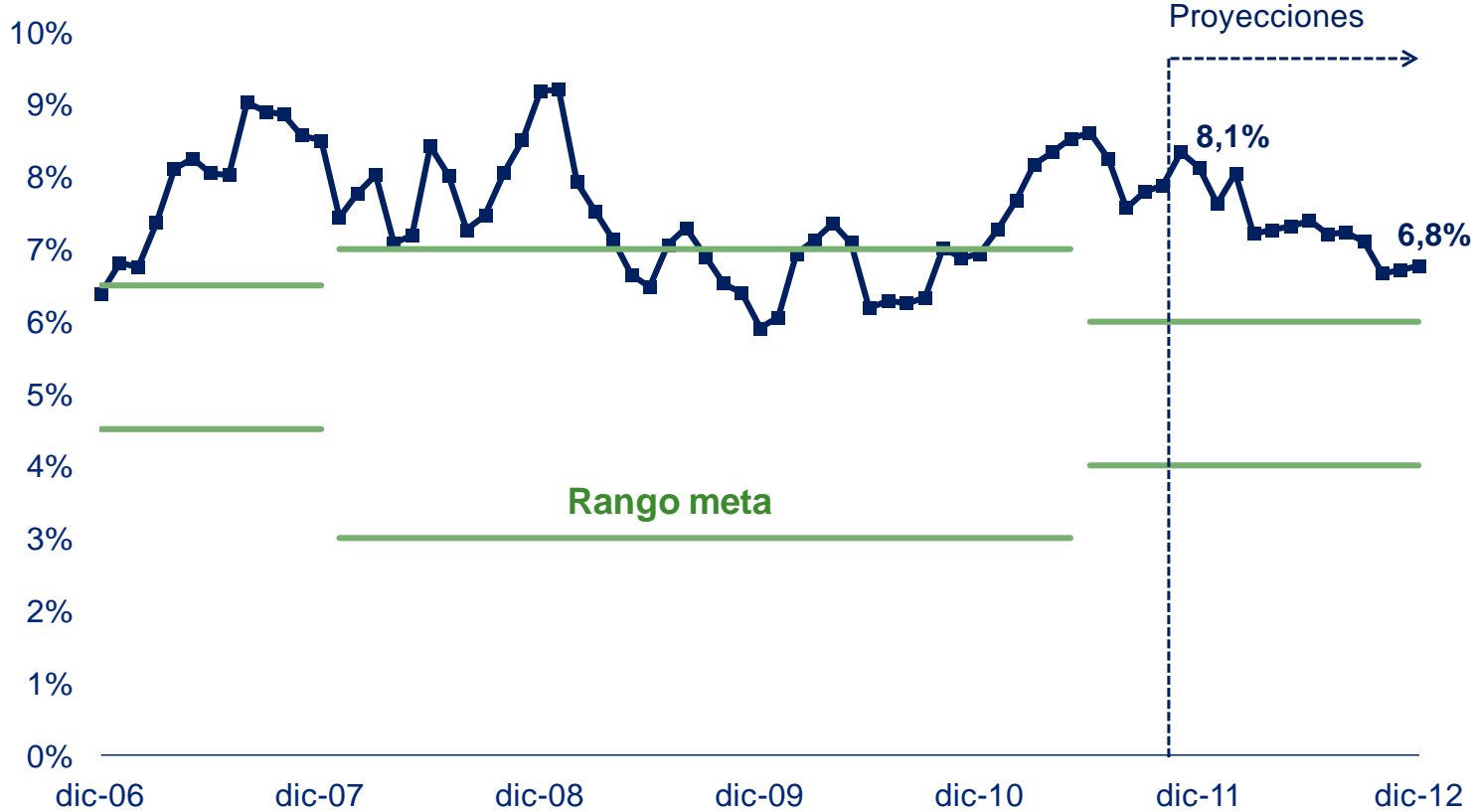


Contenido

- Las claves del marco internacional
- **La economía uruguaya:**
 - Actividad económica
 - **Inflación y tipo de cambio**
- Perspectivas para los agronegocios

Pese a que el contexto externo y un menor dinamismo de la demanda interna podrían aliviar las presiones inflacionarias, seguimos pensando en una inflación por fuera del rango.

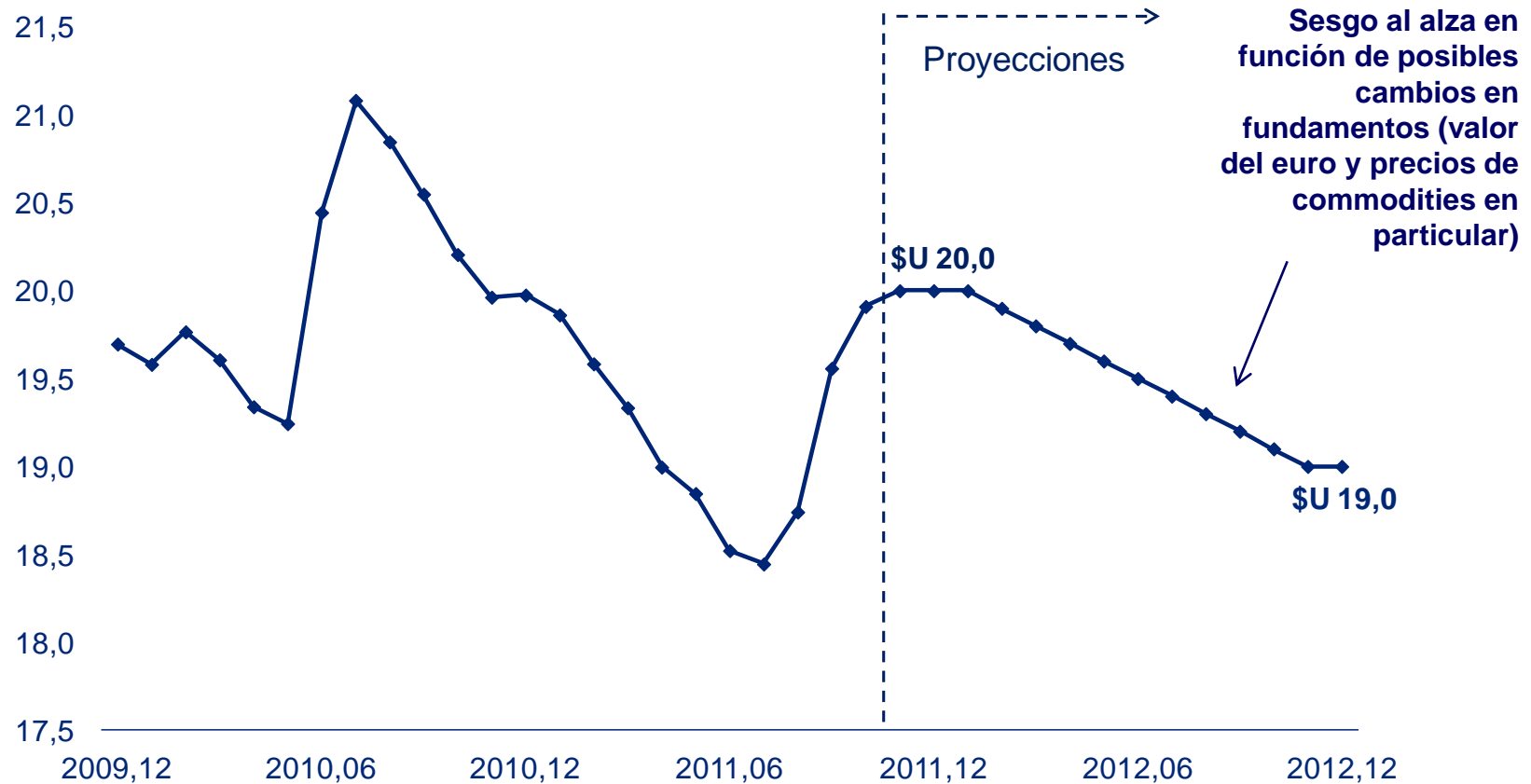
Inflación anual



Si bien mantenemos una visión de dólar débil en una perspectiva de mediano plazo, los próximos meses serán probablemente pautados por una alta volatilidad, en torno a niveles superiores a lo que preveíamos.

Tipo de cambio

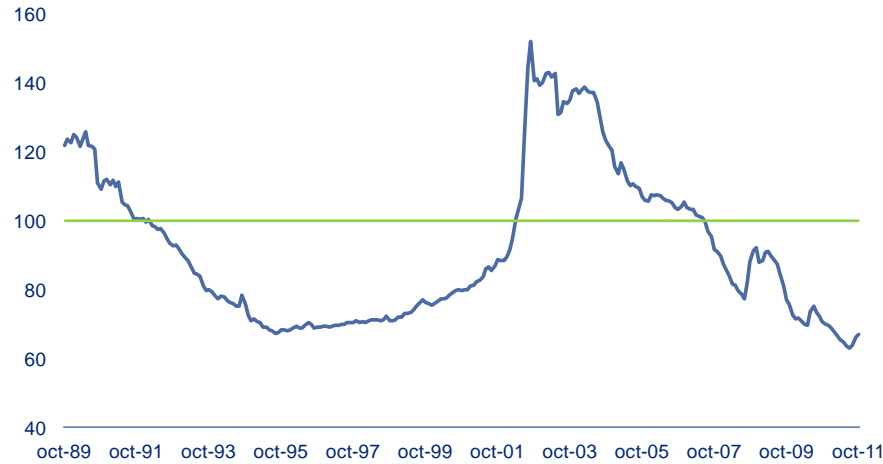
\$ / US\$ - Promedio mensual



Pese a que la competitividad frente a Estados Unidos y Europa permanece en niveles reducidos, se sitúa en valores “razonables” frente a otras referencias relevantes.

TCR bilateral con Estados Unidos

Indice promedio 1976-2007=100



TCR bilateral con Europa

Indice promedio 1976-2007= 100



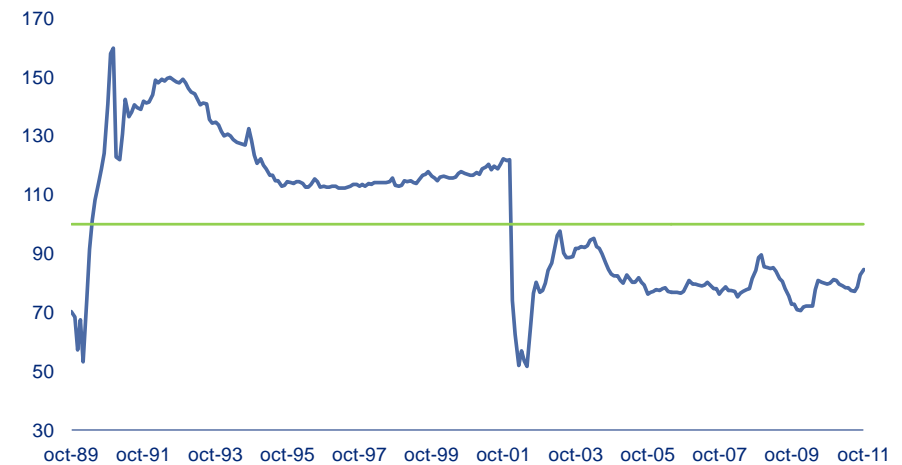
Tipo de Cambio Real bilateral con Brasil

Indice promedio 1976-2007= 100



TCR bilateral con Argentina

Indice promedio 1976-2007= 100



Contenido

- Las claves del marco internacional
- La economía uruguaya:
 - Actividad económica
 - Inflación y tipo de cambio

• **Perspectivas para los agronegocios**

A pesar de las recientes turbulencias en los mercados internacionales, los precios de los commodities siguen siendo elevados.

Precio de la Soja

Contrato a futuro en Chicago (US\$/Ton)



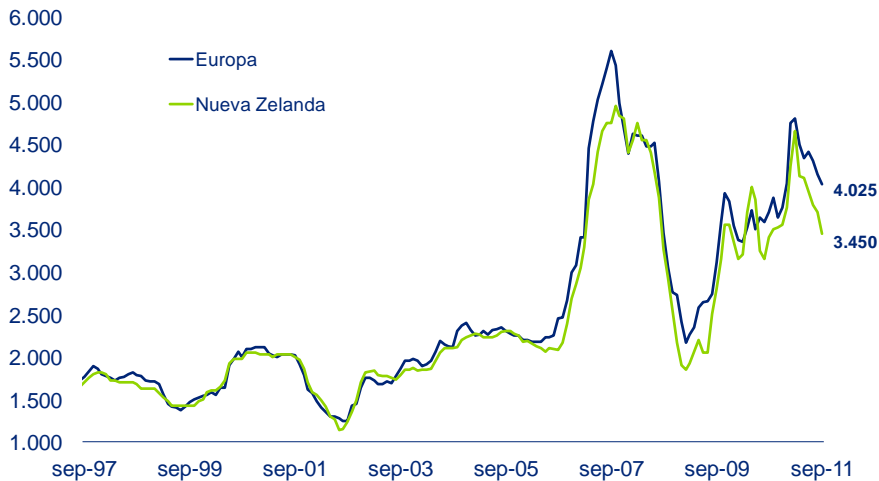
Precio del Trigo

Contratos a futuro en Chicago (US\$/Ton)

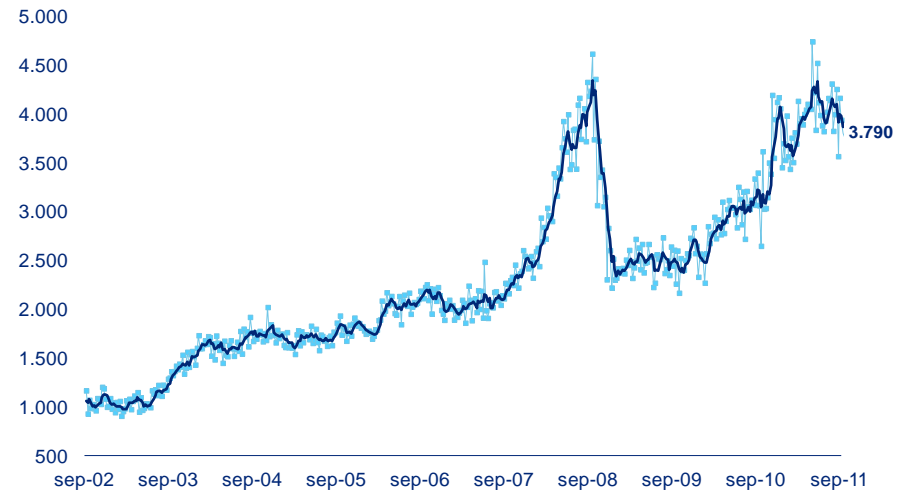


A pesar de las recientes turbulencias en los mercados internacionales, los precios de los commodities siguen siendo elevados (cont.).

Precios internacionales de la leche en polvo entera
US\$/ton - Valores mensuales



Precio promedio de exportación de la carne bovina
US\$/ ton. peso carcasa - Datos semanales



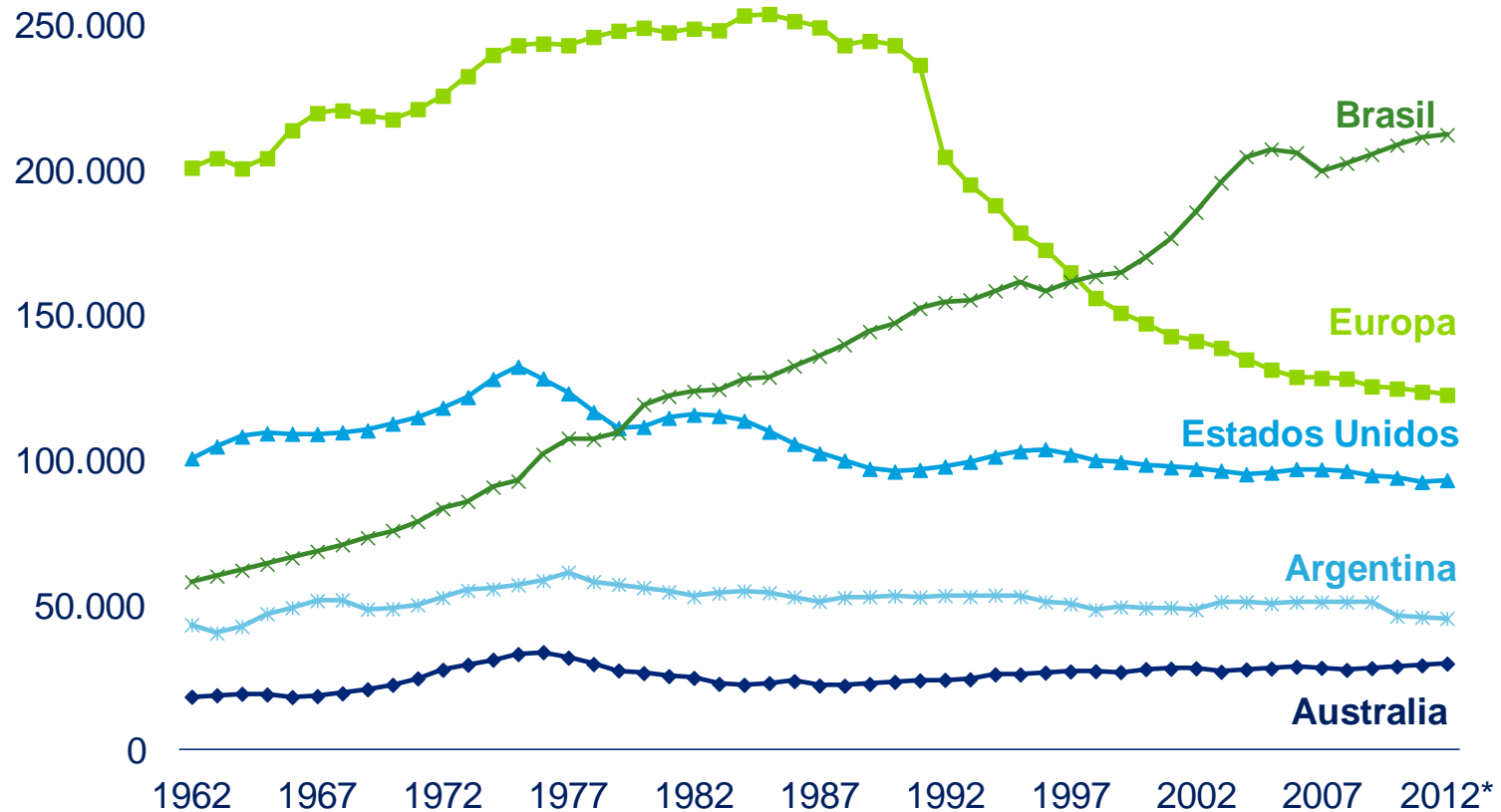
Las perspectivas para los commodities no tendrían por qué verse muy afectadas, salvo que la crisis internacional terminara siendo significativamente más importante y duradera e impactara fuertemente en la actividad de las economías asiáticas.

No obstante, probablemente prevalezca bastante volatilidad en los próximos meses.

En el caso de la carne, si bien se enfrentan riesgos a nivel de la demanda (por la crisis europea), al mismo tiempo se observa una retracción de la oferta vacuna en varios de los principales productores.

Stocks vacunos

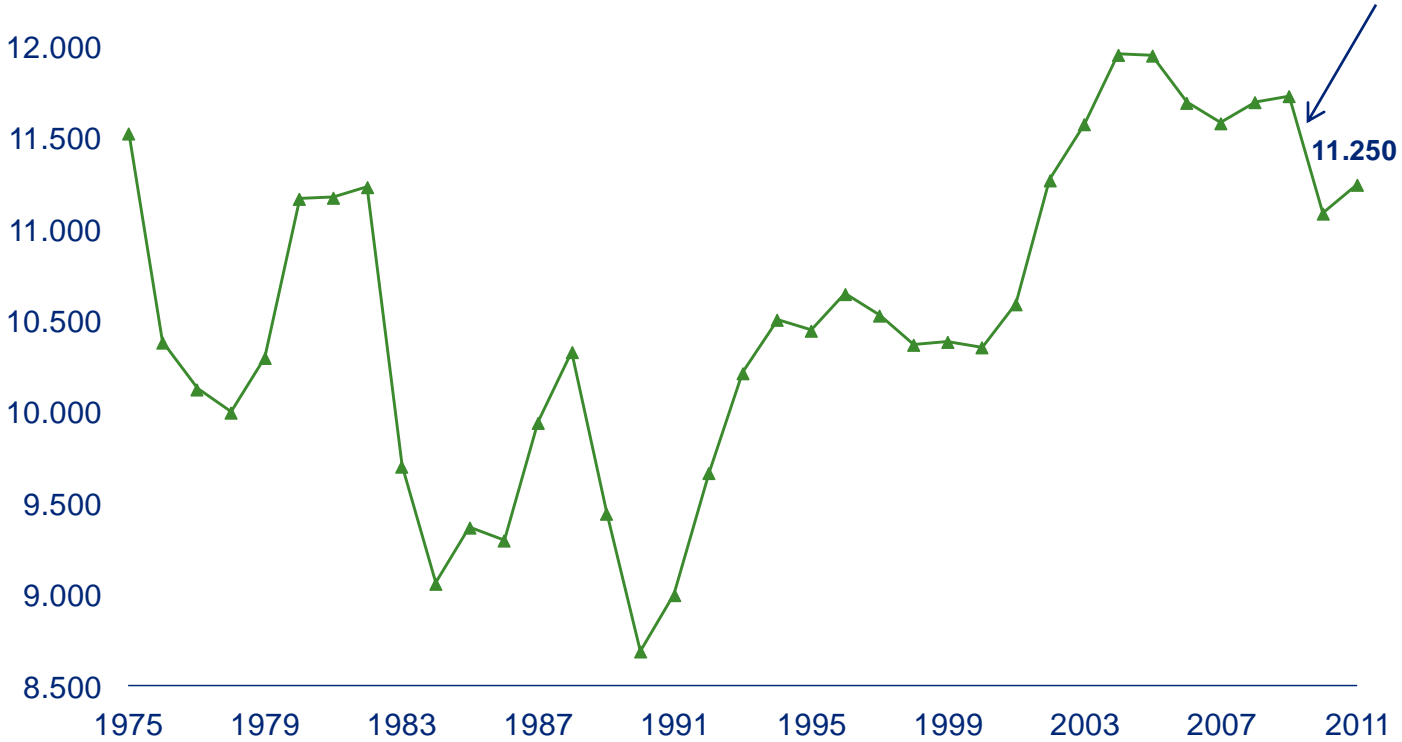
En miles de cabezas



A nivel local, los últimos años están siendo pautados por restricciones de oferta de ganado muy significativas que tienen su origen fundamentalmente en dificultades climáticas.

Stock vacuno

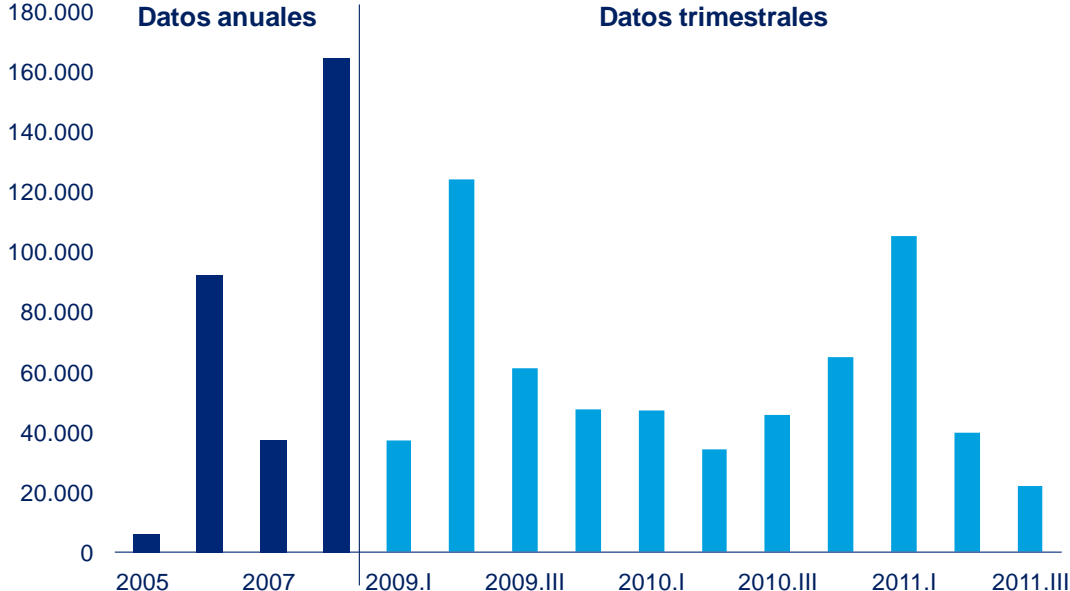
Miles de cabezas - Datos al 30 de junio de cada año



A su vez, las exportaciones de ganado en pie (esencialmente con destino a mercados de Medio Oriente) alcanzaron niveles muy elevados en 2010/2011 reforzando la situación de escasez de ganado.

**Exportaciones en pie de ganado no lechero
Cabezas**

En los últimos meses las ventas en pie se enfriaron significativamente.



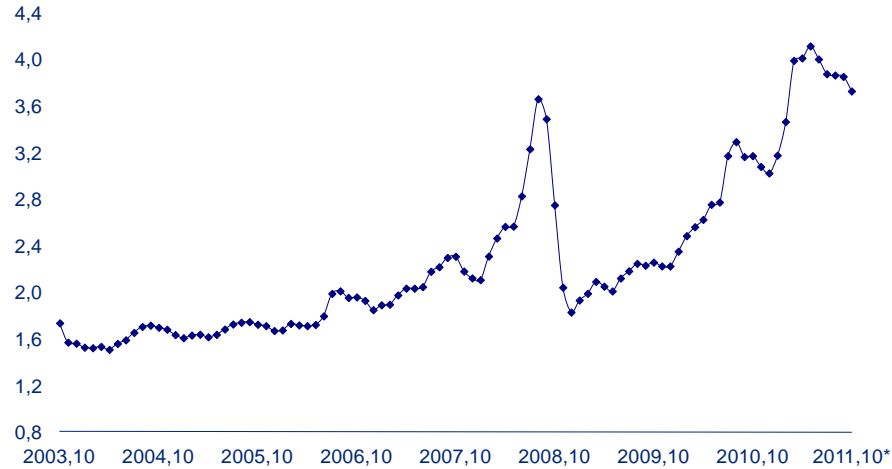
**Exportaciones en pie de ganado bovino no lechero por destino
Participación en cantidades exportadas**

	Turquía	Líbano	Brasil	Otros
2010	33%	55%	2%	10%
Ene-jul 2011	99%	1%	0%	0%

En ese marco, los precios del ganado registraron aumentos significativos...

Precio del novillo gordo

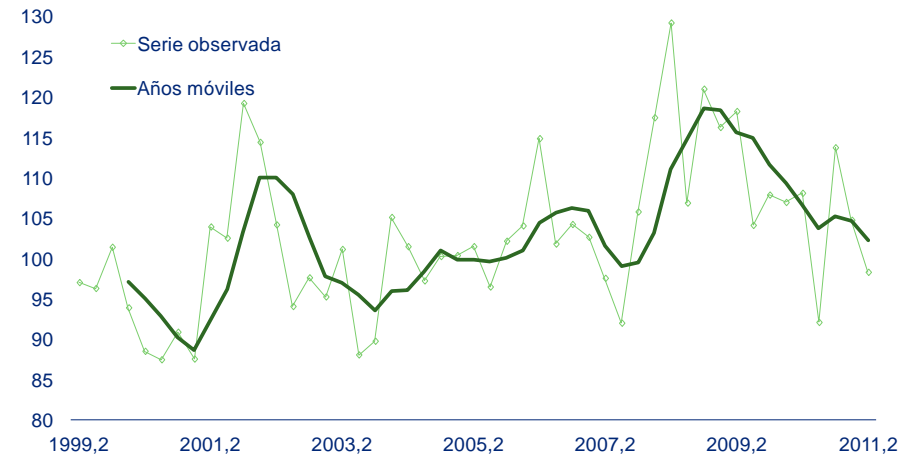
US\$/kg en cuarta balanza - Datos mensuales (INAC)



En un marco de cierto descenso de los valores de la carne y menor demanda por parte de la industria los precios de la hacienda gorda cedieron recientemente, pero siguen estando en niveles muy altos

Precio prom. de export. de la carne / precio del novillo gordo

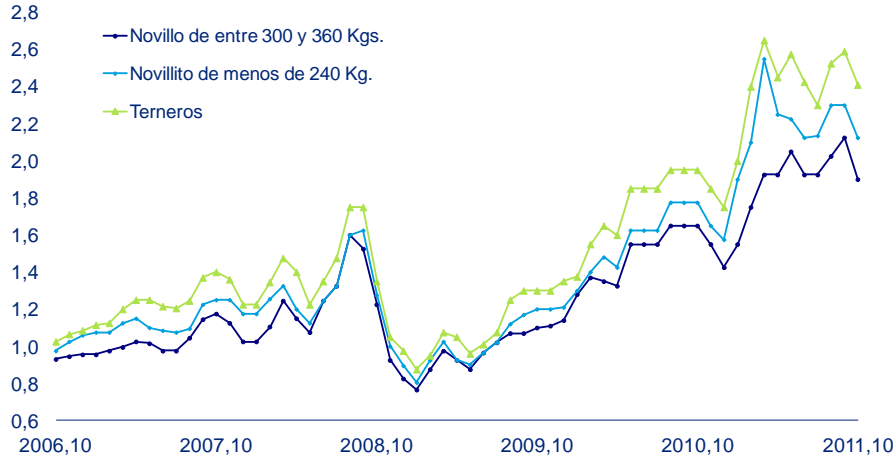
Indice Base 1995-2010=100



... que resultaron mayores incluso en el ganado flaco que en las categorías terminadas.

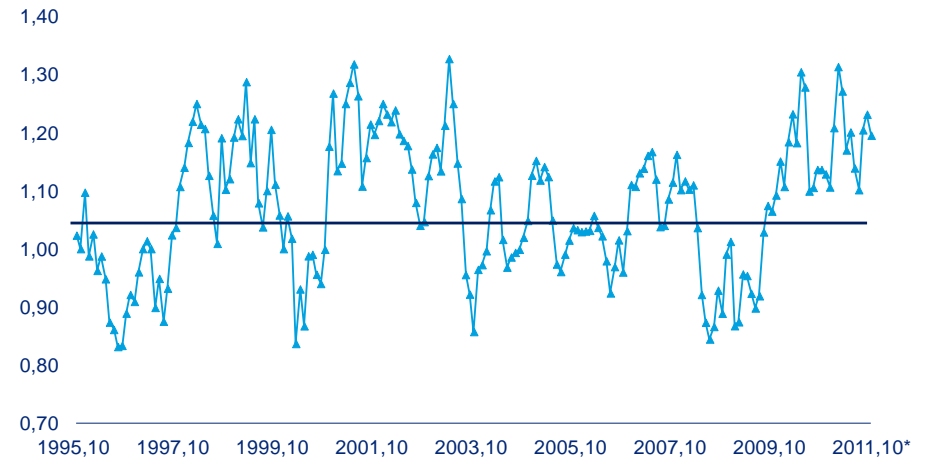
Precios del ganado de reposición

US\$/kg en pie - Datos mensuales



Relación de precios "ternero / novillo gordo"

Datos mensuales

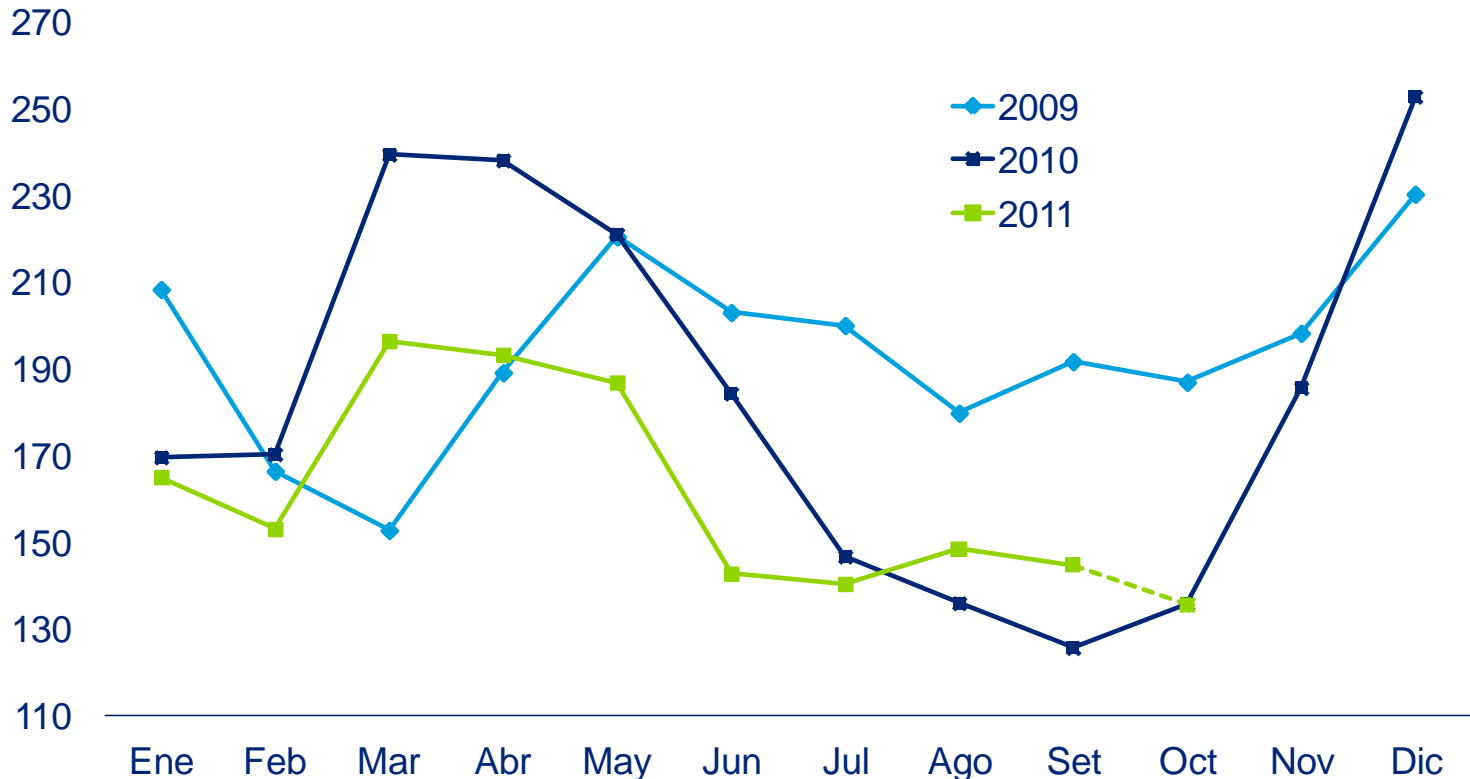


En un contexto de escasez de ganado y descenso de los márgenes industriales, la faena bovina se ha ubicado en niveles muy bajos en lo que va de 2011.

Faena vacuna mensual

Miles de cabezas

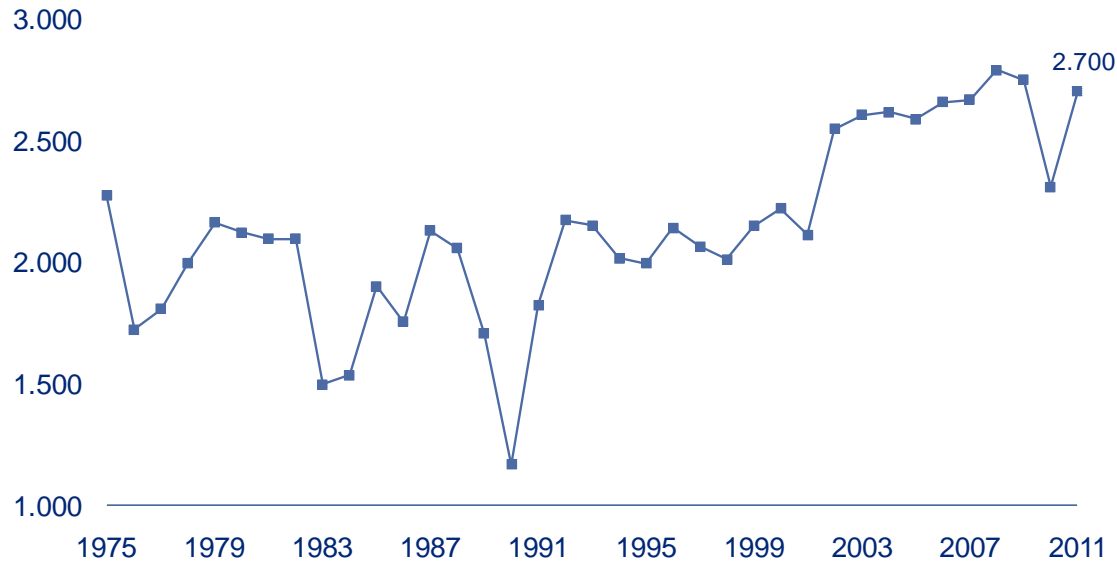
Proyección 2011:
En torno a 2 millones de cabezas
(entre 8% y 10% menos que en 2010)



Mirando hacia adelante, pese a la recuperación de los nacimientos en 2010, los bajos niveles de preñez de 2011 plantean perspectivas poco auspiciosas para la recuperación de la faena en los próximos años.

Stock de terneros

Miles de cabezas - Datos al 30 de junio de cada año



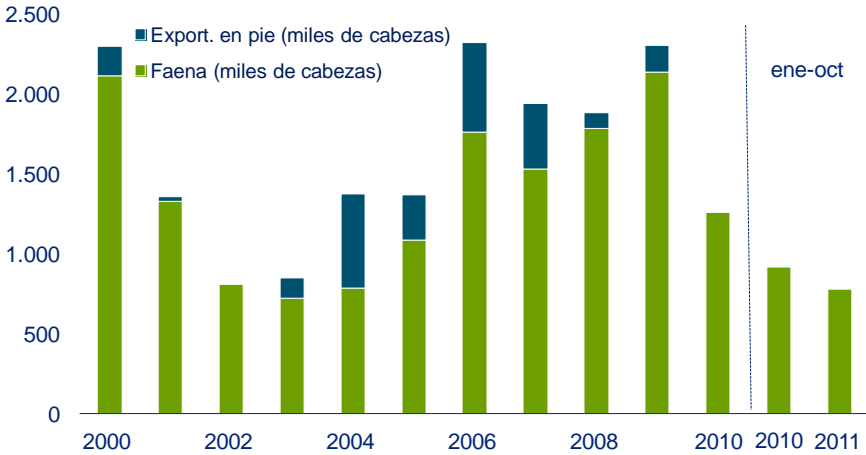
Tasa de preñez	
Datos de DIEA	
2002	83,1
2003	71,6
2004	69,8
2005	73,9
2006	79,0
2007	76,1
2008	77,7
2009	64,3
2010	78,9
2011	72,3

- **Efectos rezagados de la sequía 2008/09 (vientres entorados en 2010/11 son “hijas de la sequía”).**
- **Déficit hídrico del verano 2010/2011**

A nivel de la ganadería ovina, la faena exhibió una significativa retracción en 2010 y en lo que va de 2011, pero las existencias ovinas al 30 de junio acusaron un nuevo descenso.

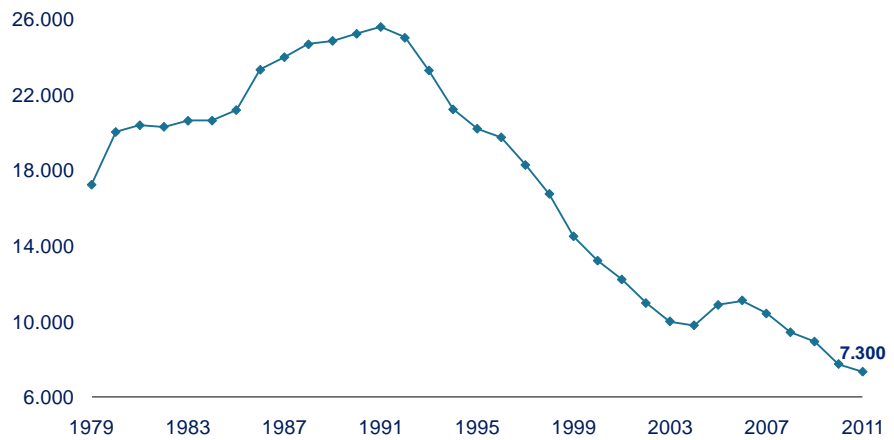
Extracción ovina

Miles de cabezas



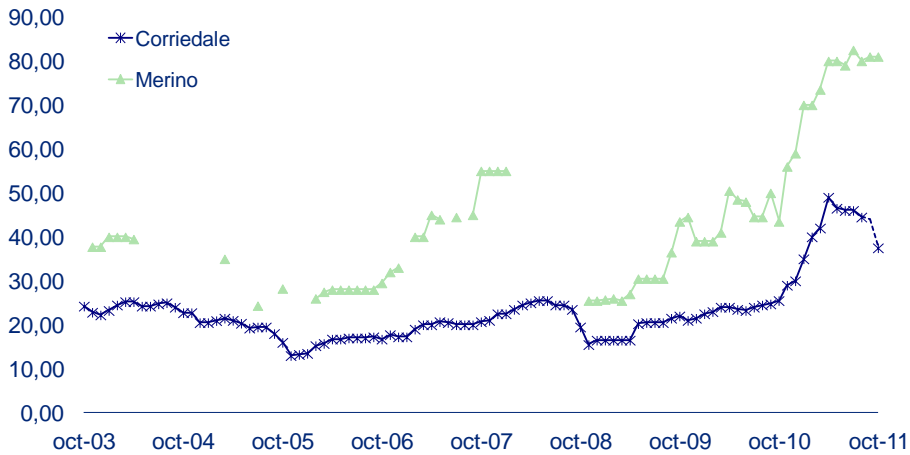
Stock ovino

Miles de cabezas - Datos al 30 de junio de cada año

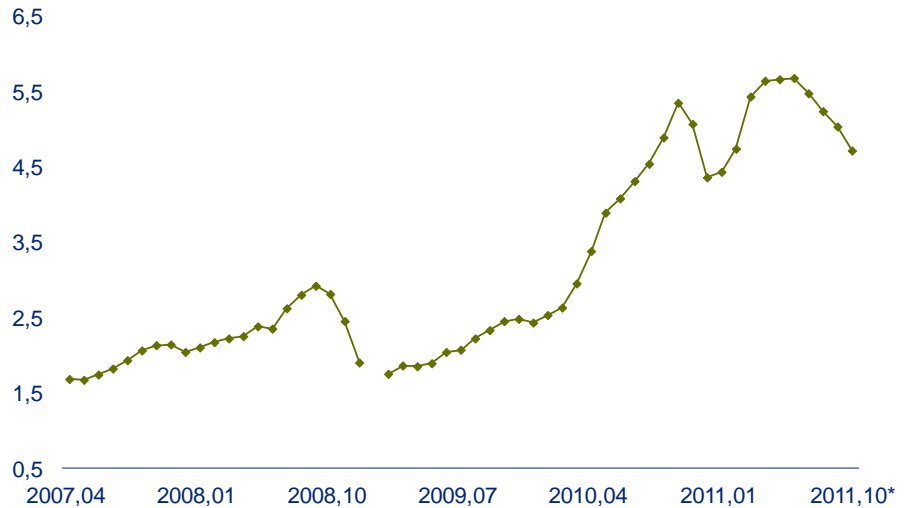


Los precios de la carne ovina y de la lana también mostraron fuertes subas en los últimos años, lo que podría alentar una recuperación de las existencias (o al menos un freno en la caída).

Precios de la lana en la plaza local
Datos mensuales - US\$/kg. base sucia

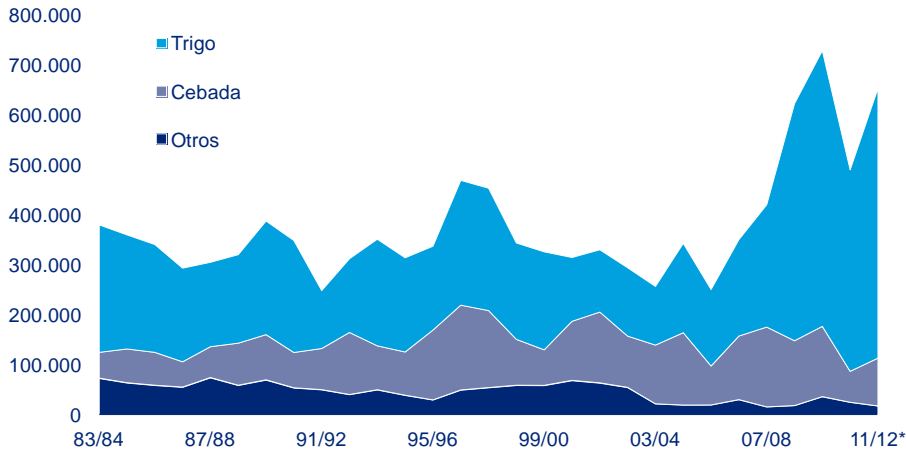


Precios del cordero pesado (US\$/kg en gancho)

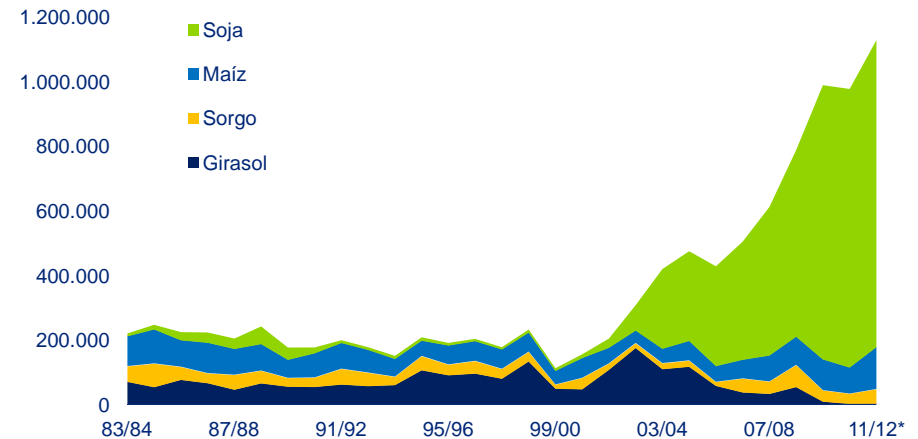


Por otro lado, la agricultura de secano mostraría una nueva expansión en 2011/2012 en un marco de precios de los commodities elevados (y de mejor clima en el invierno).

Area agrícola - Cultivos de invierno
Hectáreas sembradas

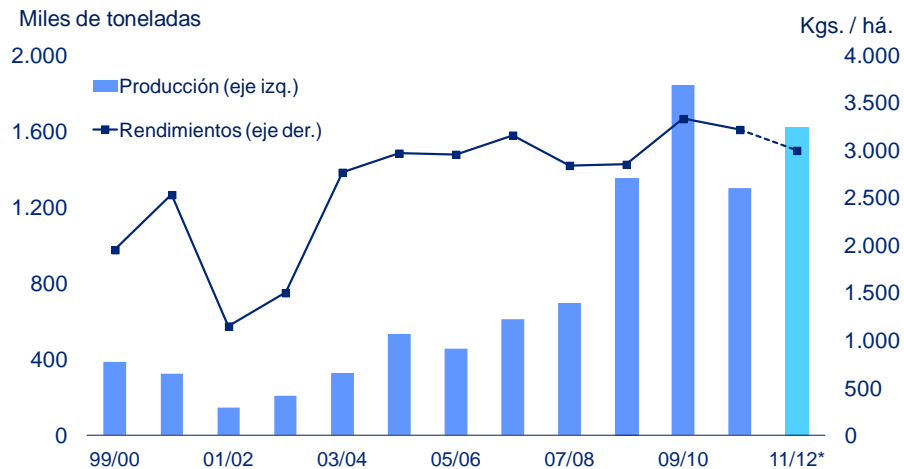


Area agrícola - Cultivos de verano
Hectáreas sembradas

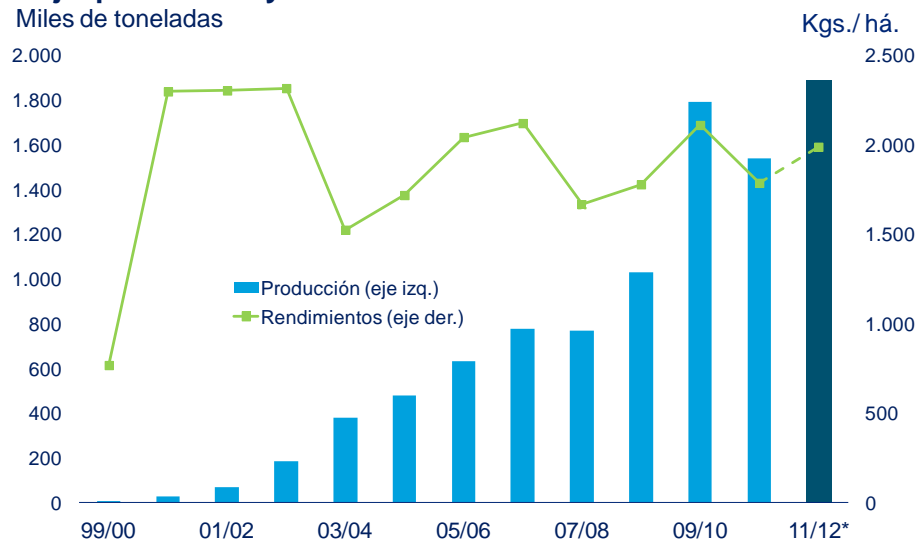


Como resultado, se observaría una importante expansión de la producción agrícola en la presente campaña.

Trigo: Producción y Rendimientos

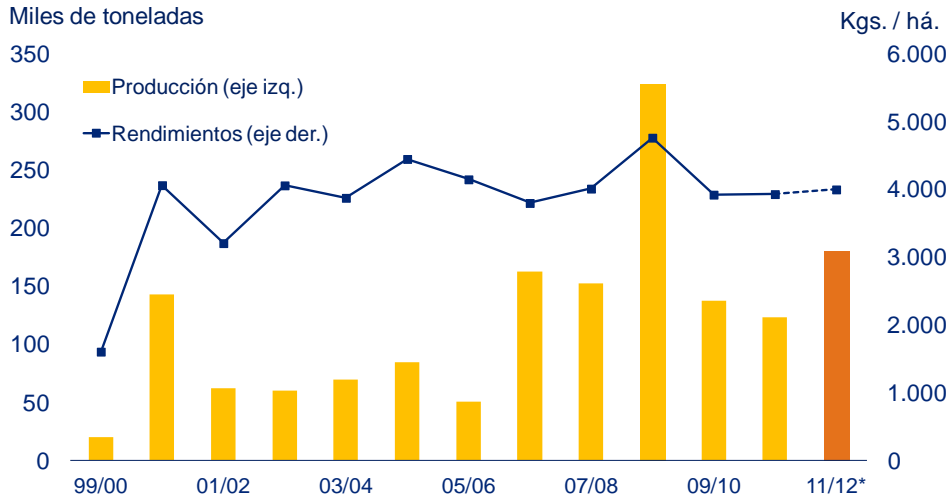


Soja: producción y rendimientos



Como resultado, se observaría una importante expansión de la producción agrícola en la presente campaña (cont.).

Sorgo: Producción y Rendimientos



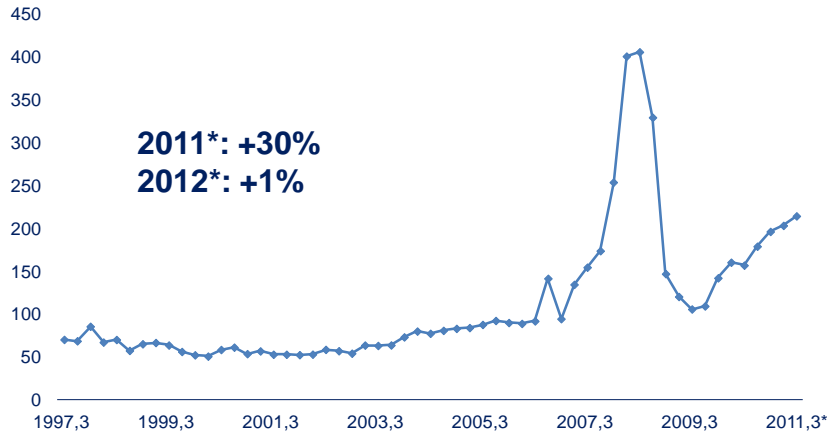
La nueva reglamentación de uso de suelos promovería una mayor expansión del área de cultivos forrajeros en los próximos años, lo que implicaría una mayor oferta de alimento para la ganadería.

Maíz: Producción y Rendimientos



Pese a perspectivas relativamente favorables, cabe señalar que los costos han mostrado fuertes aumentos medidos en dólares y supondrían cierto descenso de los márgenes agrícolas.

Precio de importación de fertilizantes fosfatados
Indice en USD - Base promedio 1997-2009 = 100



* Estimación preliminar en base a datos de Urunet.

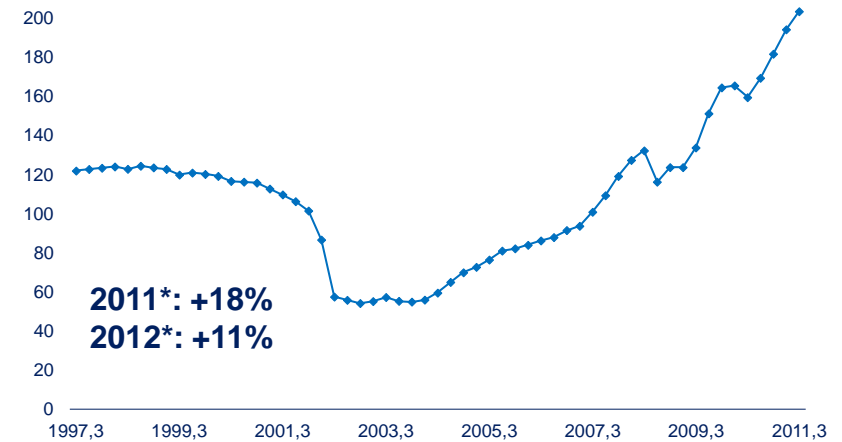
Precio del gasoil

Indice en USD - Base promedio 1997-2009=100



Salario privado

Indice en USD - Base promedio 1997-2009=100



En síntesis, los agronegocios enfrentan desafíos de competitividad pero las perspectivas parecen razonablemente favorables.

- En general, los **niveles de rentabilidad agropecuaria** mostrarían un deterioro (debido en parte a mayores costos), pero se mantienen en niveles **“razonables”**.
- Los efectos de la sequía de 2009 continúan afectando a la producción de carne. **La recuperación de la ganadería está tardando más de lo que esperábamos un año atrás. De todos modos, mantenemos una perspectiva favorable de mediano plazo.**
- La agricultura mostró una fuerte expansión en los últimos años aunque quizás empiece a observarse un límite en la “frontera agrícola” puesto que algunas áreas sojeras no encuentran todavía una adecuada rentabilidad.
- Si se mantienen precios altos de los commodities, **es esperable que los valores de la tierra se mantengan altos.**
- **Los altos precios de la tierra son parte de un círculo virtuoso de inversión y crecimiento de la productividad.**

El sector de agronegocios se encuentra en medio de un proceso de transformaciones estructurales.

- Mayor competencia por la tierra a partir del desarrollo agrícola y forestal.
- Diversificación de la producción agropecuaria.
- Rol preponderante de la soja en la agricultura uruguaya (que busca su frontera).
- Consolidación de una abundante oferta exportable de trigo.
- Importante presencia de inversores extranjeros.
- Incorporación de nuevas tecnologías (mayor inversión por há).
- Modernización y sofisticación del empresario agropecuario.
- Incremento del tamaño medio de las empresas en el sector y mayor concentración de la tierra.

Esos procesos derivan en un aumento de la inversión y de la productividad, que es el principal motor de crecimiento económico a largo plazo.

El desarrollo de los agronegocios ha sido favorecido por factores externos pero requiere también de un buen clima de negocios.

- **El desarrollo de los agronegocios** recogió el impulso de los precios internacionales y la incertidumbre argentina pero también **se apoyó en un marco de reglas de juego favorable** que prevaleció en el país durante varios años:
 - Libre entrada y salida de inversores nacionales y extranjeros en los agronegocios.
 - Ausencia de interferencias en el sistema de precios de los productos clave del sector:
 - Inexistencia de detracciones u otros impuestos distorsivos
 - Exportación de ganado en pie
 - Ausencia de barreras para la incorporación de tecnologías.

Sin embargo, recientemente se advierten señales de políticas públicas que podrían desalentar el círculo virtuoso de inversión y crecimiento.

- **Se advierte una tendencia hacia una menor neutralidad tributaria dentro del sector agropecuario:**
 - Eliminación de devolución de impuestos a la exportación de granos.
 - Eliminación de pre-financiaciones a exportación de materias primas agrícolas.

- **La creación del ICIR constituye una señal negativa para la inversión:**
 - Señal de “oportunismo tributario”
 - Afectación de rentas fiscales a usos específicos (restricción ineficiente para el gasto público)
 - Baja recaudación (ineficiencia administrativa)
 - Castigo implícito a la inversión extranjera
 - Penalización de las ventajas que brindan las economías de escala
 - Efecto negativo (buscado) sobre el precio de la tierra: ¿estímulo a una producción más extensiva?

- **El ICIR tendrá un impacto adverso sobre los propietarios de la tierra (cualquiera sea su tamaño y actividad productiva) y difícilmente desaliente la concentración de la propiedad (salvo que funcione como “amenaza” de mayores impuestos).**

Sobre Deloitte

Deloitte se refiere a una o más de las firmas miembros de Deloitte Touche Tohmatsu Limited, una compañía privada del Reino Unido limitada por garantía, y su red de firmas miembros, cada una como una entidad única e independiente y legalmente separada. Una descripción detallada de la estructura legal de Deloitte Touche Tohmatsu Limited y sus firmas miembros puede verse en el sitio web www.deloitte.com/about.

Deloitte presta servicios de auditoría, impuestos, consultoría y asesoramiento financiero a organizaciones públicas y privadas de diversas industrias. Con una red global de firmas miembros en más de 140 países, Deloitte brinda sus capacidades de clase mundial y su profunda experiencia local para ayudar a sus clientes a tener éxito donde sea que operen. Aproximadamente 169.000 profesionales de Deloitte se han comprometido a convertirse en estándar de excelencia.
