

## **DBRS ratifica calificación de Uruguay en *BBB (low)*; tendencia estable (\*)**

**29 de Mayo 2015** – DBRS, Inc. ha ratificado las calificaciones de emisor en moneda local y extranjera de largo plazo de la República Oriental del Uruguay en “*BBB (low)*”. DBRS también ha confirmado las calificaciones como emisor en moneda local y extranjera en *R-2 (middle)*. La tendencia de todas las calificaciones es Estable.

Las tendencias Estables reflejan la opinión de DBRS acerca de que los eventuales riesgos que enfrenta la economía se encuentran ampliamente balanceados. Entre los principales desafíos de política se encuentran el crecimiento del gasto público y una inflación que se ubica por encima del rango meta. Asimismo, la economía uruguaya permanece expuesta a la propagación de shocks regionales y globales a través de los términos de intercambio, el turismo y los canales financieros. Sin embargo, debido a la diversificación económica en curso derivada de los elevados niveles de inversión, la gestión prudente de la deuda, y los sustanciales amortiguadores financieros, DBRS considera que los fundamentos crediticios del Uruguay son estables.

Un aumento en las calificaciones podría ocurrir si se hacen esfuerzos para mejorar el desempeño fiscal. Alinear el crecimiento del gasto con los ingresos para lograr resultados fiscales contracíclicos más consistentes puede ser un factor positivo para la calificación. Un mayor avance en materia de desdolarización y lograr que las expectativas de inflación se ubiquen dentro del rango meta también podrían tender al alza en la calificación. Por el contrario, un deterioro de la gestión macroeconómica que debilite la robustez de la economía ante shocks adversos podría poner presión a la baja en las calificaciones.

A pesar del debilitamiento regional y global, la economía uruguaya continúa demostrando su resiliencia habiendo superado el desempeño de sus pares regionales. Entre 2004 y 2014 el PIB real creció a una tasa promedio anual de 5,3%, por encima del promedio latinoamericano de 3,9%. Por el lado de la oferta los altos niveles de inversión han aumentado la productividad del sector agrícola posibilitando expandir la producción, incrementar el valor agregado en la agroindustria y diversificando la economía. Entre los factores de demanda destacan los favorables términos de intercambio y la fuerte demanda regional de servicios turísticos. Este sólido crecimiento ha sido acompañado por un aumento de la tasa de empleo y un sustancial incremento de los salarios reales. Tras haber crecido 3,5% en 2014, es esperable observar una desaceleración natural de la economía que continuará hasta el 2016, para luego retornar a una tasa de crecimiento potencial de aproximadamente 3,0-3,5%.

Los altos niveles de inversión son un buen augurio para el crecimiento en el mediano plazo. La inversión total promedio se ubicó en 21,8% del PIB entre 2008-2014 frente a un mínimo de 15,2% en 2003. Destaca la inversión extranjera directa, la cual se ubica entre las más altas entre el grupo de pares del Uruguay. La planta de celulosa de Montes del Plata -que comenzó operaciones el año pasado- y una próxima inversión minera en mineral de hierro probablemente mejoren las perspectivas de crecimiento. A su vez, esfuerzos en curso tendientes a incrementar la inversión en infraestructura y energía son fundamentales para sostener las altas tasas de crecimiento.

El favorable desempeño económico, combinado con superávit primarios persistentes y una proactiva gestión de la deuda, ha posibilitado una mejora significativa del perfil de endeudamiento de Uruguay en la última década. Según datos oficiales, la deuda pública bruta global disminuyó al 58,5% del PIB en 2014 desde 107,5% del PIB en 2003. Con una deuda neta de activos líquidos de reserva del 21% del PIB, el gobierno logró su objetivo de reducir la deuda neta a 24% del PIB en 2014. Sin embargo ante el menor crecimiento, los mayores déficits fiscales y las compras esterilizadas de reservas por parte del Banco Central, es esperable que la deuda pública

bruta aumente. Para 2020 se espera que la deuda bruta del sector público global alcance el 68,3% del PIB al tiempo que la deuda neta se ubicaría en 30,6% del PIB.

El reciente debilitamiento en los frentes económico y fiscal no supone un riesgo en el corto plazo para el robusto perfil crediticio de la República. La madurez promedio de la deuda del Gobierno Central se ha incrementado a 15 años. Dado los escasos vencimientos y los sustanciales niveles de activos precautorios, el gobierno cuenta con recursos suficientes para cubrir sus necesidades brutas de financiamiento más allá de los próximos 12 meses. Complementado el colchón financiero el gobierno dispone de líneas de crédito contingentes por 3,5% del PIB acordadas con organismos multilaterales de crédito.

Contrarrestando las anteriores fortalezas se encuentran varios desafíos. El creciente déficit fiscal limita las posibilidades de estímulo discrecional o la implementación de políticas contracíclicas ante un shock adverso -a pesar de elevados niveles de liquidez que proporcionan espacio para que los estabilizadores fiscales automáticos funcionen. De hecho, el crecimiento económico y los superávits primarios de la última década han estado por encima de sus tendencias de largo plazo, posibilitando una reducción en el nivel de endeudamiento. Sin embargo, el balance del sector público se ha mantenido en una posición deficitaria desde 2008. El mismo se ha incrementado producto del aumento del gasto primario destinado a programas sociales tales como pensiones y asistencia sanitaria. El crecimiento de los ingresos no ha seguido el mismo ritmo. Ante la moderación del crecimiento del PIB el aumento del gasto podría continuar presionando el déficit, que de acuerdo al gobierno se ubicaría en 3,2% del PIB en 2015.

Como economía pequeña, abierta y dependiente de los commodities, Uruguay sigue expuesto a cambios en los precios internacionales y en la demanda. Además enfrenta riesgos derivados de la volatilidad de los flujos de capitales, movimientos bruscos del tipo de cambio y un menor crecimiento regional y mundial. Barreras comerciales, o una profundización de la recesión económica en Brasil o Argentina, afectarían directamente la actividad económica a través de una menor demanda de servicios turísticos y vía niveles más bajos de inversión directa. Una pronunciada desaceleración en China también implicaría una mayor presión bajista sobre los precios de los commodities y el comercio. Sin embargo, el déficit en cuenta corriente de 4,6% del PIB en 2014 fue totalmente financiado por la inversión extranjera directa. Por otra parte, las reservas internacionales se ubicaron en US\$ 18.800 millones (32% del PIB) en abril de 2015, sobrepasando la mayoría de los umbrales de referencia sugeridos a nivel internacional para amortiguar el impacto de un shock externo.

La inflación por encima del rango meta sigue siendo otro reto de política. Una inflación cercana a los dos dígitos presiona sobre las tasas de interés de mercado, aumenta el costo de la actividad económica y perpetúa la dolarización de la economía. Los créditos y depósitos totales en dólares se mantienen muy por encima de los niveles observados en otras economías dolarizadas de América Latina. Los altos niveles de dolarización y la baja intermediación financiera dificultan la transmisión de la política monetaria. La inflación anual promedio se ubicó en 8,9% durante 2014 y en 7,9% desde el 2007, por encima del rango objetivo del Banco Central de entre 3% - 7%. El Banco Central ha endurecido sustancialmente la política monetaria desde que anunció un cambio en sus instrumentos en julio de 2013, reflejado en un menor crecimiento de los agregados monetarios (M1+) y mayores tasas de interés para el sector privado. A pesar de la política monetaria restrictiva, las expectativas de inflación para los siguientes 12 meses se mantienen por encima del rango objetivo y las tasas interbancarias de corto plazo se han vuelto más volátiles. Esto ilustra las limitaciones a la eficacia de la política monetaria ante la ausencia de un ajuste del gasto público y de la indexación salarial.

**(\*) Aviso Legal: Esta es una traducción libre en base al comunicado de prensa original meramente con fines informativos. En caso de discrepancia entre esta traducción y el original, el documento original prevalecerá.**