

## **Rating and Investment cambia perspectiva a Positiva desde Estable, ratifica calificación en BBB- (\*)**

**Emisor: República Oriental del Uruguay**

**Calificación de emisor en moneda extranjera: BBB-**

**Perspectiva de la Calificación: Positiva desde Estable**

El crecimiento potencial del Uruguay se ha elevado en los últimos años producto del alto nivel de inversión e incremento de la productividad potenciado por un clima de negocios estable. Si bien cierta desaceleración temporal en la tasa de crecimiento es inevitable, se espera que el consumo y la inversión continúen firmes, dando paso a un crecimiento económico más sólido en la medida que el contexto externo mejore. La carga efectiva de la deuda pública es ligera, y es probable que el balance fiscal mejore gradualmente bajo el nuevo gobierno. R&I cree que el déficit por cuenta corriente puede ser financiado en gran medida mediante inversión extranjera directa (IED), y considerando la acumulación de reservas internacionales, no existen mayores preocupaciones sobre la posición externa del país. Valorando el hecho de que las perspectivas económicas y fiscales del Uruguay son relativamente estables incluso en un contexto externo complejo, R&I ratificó la calificación de emisor en moneda extranjera del Uruguay en BBB- y cambió la perspectiva de la calificación a positiva desde estable.

Mientras que la economía latinoamericana se desacelera debido principalmente a la caída de los precios de las materias primas, los flujos de capital y la actividad económica en el Uruguay se encontrarán bajo presión en vísperas del incremento de tasas en los Estados Unidos. Asimismo, se deberá prestar atención a la evolución de la economía china, que tiene un impacto directo e indirecto en la economía del Uruguay. Si la economía lograra expandirse de manera estable en medio de estas circunstancias, manteniendo bajo control el déficit fiscal y su balance externo, la posibilidad de una mejora en la calificación se incrementará.

La tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) en 2014 se desaceleró ligeramente hasta 3,5% luego que las inversiones privadas disminuyeran. En 2015 las economías vecinas, Argentina y Brasil, se han deteriorado a un ritmo más rápido de lo esperado, lo que puede afectar a los sectores manufactureros y de servicios, así como proyectos basados en la IED en Uruguay. El gobierno prevé que el PIB real crecerá 2,5% en 2015, y los analistas del sector privado también proyectan al mismo nivel.

El PIB real de Uruguay ha crecido a una tasa promedio anual de 5% hasta 2014, al tiempo que su estable clima de negocios y proyectos de energía atrajo inversiones e incrementó la productividad. El país cuenta con el ingreso más alto de América del Sur y con una relativa baja brecha de ingresos, lo que hace que el consumo de los hogares sea estable. En la estrategia fiscal para 2015-2019, el gobierno espera una tasa de crecimiento promedio de 2,7%. Aunque la economía mundial registrará presiones a la baja, es poco probable que la economía uruguaya se desacelere rápidamente debido a factores domésticos.

La inversión sigue siendo clave en las tendencias de la economía. Mientras se espera que las compañías privadas deban enfrentar un entorno externo más severo, el gobierno anunció proyectos de infraestructura valuados en US\$ 12.000 millones, los cuales serán parcialmente financiados bajo la modalidad de Participación Público Privada (PPP) en los siguientes cinco años. Para poder implementar estos proyectos se requerirá –más que nunca- de una fuerte capacidad de gerenciamiento de los proyectos, incluidos el manejo de riesgos.

El déficit fiscal del sector público fue 3,5% del PBI en 2014, el más alto desde 2002. El resultado primario también registró un déficit de 0,6% del PIB. En la estrategia quinquenal 2015-2019 la administración Vázquez busca reducir gradualmente el déficit hasta 2,5% del PIB para 2019 y cambiar el resultado primario hacia un superávit de 1% del PIB. R&I considera que este es un ritmo gradual tomando en consideración las tendencias económicas. Sin embargo, el gobierno ha fijado objetivos basados en el supuesto de que los aportes de las empresas públicas aumentarán, al tiempo que falta una mayor claridad sobre cómo se consolidará el presupuesto. R&I está prestando atención al manejo fiscal, incluyendo si el gobierno priorizará la mejora del balance fiscal en los años en que los ingresos excedan los previstos y si hubieren más discusiones sobre aumentar la flexibilidad fiscal.

El stock de deuda pública uruguaya (el total de la deuda del gobierno central, banco central y las empresas públicas) sobre el PIB es el segundo mayor de América Latina luego de Brasil, ubicándose en 59,5% del PIB al cierre de marzo de 2015. Además de financiar las necesidades fiscales, el gobierno acude al mercado con el propósito de administrar su deuda. La deuda neta, definida como la deuda bruta menos los activos financieros, ha mostrado una tendencia a la baja, situándose en 20,5% del PIB a fines de marzo de 2015. Por tanto, los riesgos financieros no son tan altos como los niveles de deuda bruta sugieren, de acuerdo a la visión de R&I. El gobierno ha mitigado riesgos como los de re-financiamiento, liquidez, tipo de cambio y cambios de tasas de interés a través de sus prácticas activas de manejo de deuda, al tiempo que cuenta con suficiente liquidez para cubrir la deuda del siguiente año.

Contener la inflación, la cual se ha incrementado desde 2010, es un reto importante en la esfera de la política macroeconómica. Se considera que la principal causa de este fenómeno se encuentra en el hecho de que la economía ha crecido a un ritmo superior a su tasa de crecimiento potencial. No obstante, factores estructurales como los mecanismos establecidos en los convenios salariales vinculados a inflación pasada –arrastrando las expectativas inflacionarias– no pueden ser descuidados. Los participantes del mercado pronostican que las tasas de inflación superarán el 8% en los próximos dos años, lo que excede el rango meta de entre 3,0% -7,0% vigente desde julio de 2014. Como se prevé que la economía evolucione ligeramente por debajo de su tasa de crecimiento potencial, R&I monitorea si el gobierno será capaz de reducir las tasas de inflación cambiando fórmulas de fijación de salarios, entre otras medidas.

La cuenta corriente sigue siendo deficitaria. Esto se debe, principalmente, a que el balance comercial ha sido deficitario desde 2006 producto del crecimiento de las importaciones relacionadas con el consumo y la inversión, así como también el incremento del pago de intereses y dividendos derivados de las fluidas entradas de capital. Desde 2013, una contracción rápida en el superávit de la cuenta de servicios, sobre todo en la cuenta de viajes, ha compensado la mejora del balance comercial. R&I espera que el balance en cuenta corriente permanezca deficitario en 3,4% del PIB considerando, entre otros factores, el nuevo plan de inversión en infraestructura del gobierno, el cual probablemente repercuta en sustanciales importaciones de bienes de capital. Dicho esto, este déficit se ha financiado confortablemente mediante un amplio flujo de IED hasta el momento. A fines de 2014 las reservas internacionales se han incrementado hasta un poco más del 30% del PIB, lo que equivale a un valor de 14,5 meses del total de importaciones de bienes y servicios en 2014. Por tanto, el riesgo de desestabilización de la economía producto de una insuficiente liquidez externa es limitado.

En términos generales, en los países miembros del MERCOSUR la intervención del gobierno en la economía es un fenómeno generalizado, haciendo que el clima de negocios sea muy incierto. Uruguay es, sin embargo, cada vez más reconocido como un centro de negocios en América del Sur -particularmente en el campo de la logística- debido a su bajo nivel de corrupción y la coherencia de sus políticas. Al mismo tiempo, el país comparte la visión de Brasil y otros estados de bienestar, priorizando la formalización del empleo y la reducción de la brecha de ingresos. Si bien el Presidente Tabaré Vázquez asumió su segundo mandato en 2015, mantendrá intacta la línea política que balancea la protección de los trabajadores y el clima de negocios.

**(\*) 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.**