



## **Fitch ratifica calificación de Uruguay en BBB-, Perspectiva Estable (\*)**

*Nueva York, 27 de febrero de 2015:* Fitch Ratings ratificó las calificaciones de Uruguay de la siguiente manera:

- Calificación de largo plazo en moneda extranjera *Issuer Default Rating* (IDR) en “BBB-“; Perspectiva Estable.
- A largo plazo en moneda local IDR en “BBB”
- Los bonos en moneda extranjera y moneda local sin garantía en “BBB-” y “BBB”, respectivamente.
- Límite del país en “BBB+”.
- A corto plazo en moneda extranjera IDR en “F3”.

### **FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN DE URUGUAY**

La ratificación de la calificación de Uruguay y de su perspectiva refleja lo siguiente:

Los fortalecidos amortiguadores externos, un mejorado perfil de endeudamiento y un mayor crecimiento en relación a sus pares han apuntalado el perfil crediticio de Uruguay. Las calificaciones de Uruguay también se encuentran sustentadas en fuertes factores estructurales como un elevado PIB per cápita, indicadores de desarrollo social, y una sólida calidad institucional en relación a otros países dentro de la categoría “BBB”. Estos factores se ven compensados por una inflación persistentemente elevada -lo que refleja los desafíos a la aplicación efectiva de la política monetaria-, así como también una deuda pública relativamente elevada, un perfil de gastos rígido y una dolarización financiera significativa.

Como economía pequeña, abierta y dependiente de commodities, Uruguay continúa fortaleciendo su capacidad para gestionar crisis externas mediante la acumulación de reservas internacionales, la mejora de la flexibilidad del tipo de cambio y la flexibilidad del financiamiento externo. Las reservas aumentaron a US\$ 17.600 millones en 2014, potenciando los fuertes amortiguadores del Uruguay ante potenciales vulnerabilidades derivadas de los altos niveles de depósitos en moneda extranjera y la participación de no residentes en el mercado de deuda pública local. La capacidad de utilizar el tipo de cambio como un amortiguador, a pesar de la alta dolarización financiera, refleja la mejorada estructura de la deuda pública por moneda y la gestión prudente de los descalses de monedas en el sector privado.

Tras alcanzar un 5,2% del PIB en 2013, el déficit en cuenta corriente es probable que se modere ante los precios más bajos del petróleo (el combustible representó el 14% de las importaciones en 2014), la reducción de las importaciones de bienes de capital destinada a grandes inversiones y el impacto de la nueva planta de celulosa (Montes del Plata) tras un año completo de producción. Las moderadas entradas de IED deberían seguir financiando la mayor parte del déficit en cuenta corriente del país. El acceso del Uruguay a los mercados

internacionales en condiciones favorables y las líneas de crédito contingentes con instituciones multilaterales refuerzan aún más la flexibilidad de financiamiento externo.

El aterrizaje suave de la economía uruguaya en medio de las difíciles condiciones mundiales y regionales demuestra la mejora de su capacidad de resistencia ante shocks externos. Tras superar a sus pares regionales y de calificación en los años que siguieron a la crisis financiera mundial, es probable que el crecimiento se mantenga cerca de su potencial (3%) en ausencia de grandes proyectos de inversión. A pesar del sostenido y magro desempeño de Brasil y Argentina y precios de exportaciones más bajos de commodities agrícolas que suponen un riesgo a la baja para el crecimiento, los mismos se encuentran parcialmente mitigados por los menores precios del petróleo.

La inflación, que volvió a aumentar por encima del rango objetivo del banco central (5% +/- 2%) al 8,9% en promedio durante 2014, sigue siendo uno de los retos fundamentales del Uruguay. El banco central ha endurecido la política monetaria considerablemente tras un cambio en sus instrumentos a mediados de 2014. Esto se ha reflejado en un aumento de las tasas de interés de mercado y la desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios. Si bien la inflación podría disminuir ante la baja en los precios del petróleo, las expectativas de inflación en 2016 se mantienen muy por encima de la meta, resaltando el reto de mejorar la eficacia y la credibilidad de la política monetaria en ausencia de ajustes salariales y fiscales.

El déficit del gobierno central consolidado aumentó de 1,9% en 2013 a 2,4% en 2014. El aumento del gasto corriente primario ha impulsado una ampliación estructural del déficit fiscal en los últimos años (que refleja la expansión de programas sociales, incluyendo salud y pensiones). Pero el crecimiento de los ingresos no ha avanzado al mismo ritmo. Un crecimiento más lento, la depreciación del Peso y los mayores déficits fiscales han llevado la deuda del Gobierno General a incrementarse a casi el 50% del PIB, por encima de la mediana de 40% de los países dentro de la categoría "BBB".

Las necesidades de financiamiento del Uruguay siguen siendo manejables, ubicándose las necesidades de financiamiento del gobierno alrededor del 4% del PIB para 2015-2016. Por otra parte, la vulnerabilidad ante el riesgo de refinanciamiento se ve mitigada por un perfil de deuda extendido en el tiempo (con una de las mayores madurez promedio en la categoría "BBB"), la mejora de la composición por monedas, los activos líquidos mantenidos para cubrir las amortizaciones durante al menos 12 meses, y líneas de crédito precautorias con instituciones multilaterales.

En su segundo mandato, probablemente el presidente Tabaré Vázquez mantenga una amplia continuidad política con las anteriores administraciones del Frente Amplio, balanceando políticas favorables al mercado con la expansión de programas de bienestar social. La mayoría parlamentaria asegurada por el Frente Amplio apoyará los avances en la agenda social de la administración aunque las políticas tendientes a la consolidación fiscal o a impulsar la competitividad podrían enfrentar oposición si se percibe que plantean riesgos a la protección social.

## **SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN**

La perspectiva estable refleja la evaluación de Fitch de que los actuales riesgos al alza y a la baja de la calificación se encuentran equilibrados. En consecuencia el análisis de sensibilidad de Fitch no anticipa actualmente una alta probabilidad de cambio en la calificación del Uruguay.

Los principales factores que podrían dar lugar a una acción de mejora en la calificación son:

- Una consolidación fiscal consistente con una reducción en los niveles de deuda pública en relación con sus pares;

- Mejoras en el marco de la política macroeconómica que lleven las expectativas de inflación y la inflación a alinearse con los objetivos anunciados, y la ampliación del alcance de la política monetaria anticíclica para apoyar a la economía;
- Evidencia de un aumento de inversiones y de ganancias de productividad que eleven las perspectivas de crecimiento de mediano plazo.

Por el contrario, los principales factores que podrían dar lugar a un deterioro de la calificación son:

- El debilitamiento material de la posición fiscal y el nivel de deuda pública;
- Un periodo sostenido de aumento de la inestabilidad macroeconómica que erosione materialmente los amortiguadores externos.

### **SUPUESTOS CLAVE**

Las calificaciones y perspectivas son sensibles a una serie de supuestos:

- Fitch asume que las dificultades económicas de la Argentina no van a generar shocks desestabilizadores para el crecimiento y la estabilidad financiera del Uruguay dados los reducidos vínculos comerciales y financieros entre los dos países. Además, Fitch espera que la economía brasileña continúe su bajo desempeño en el 2015;
- Fitch asume que China va a evitar un aterrizaje forzoso y que los productores agrícolas del Uruguay serán capaces de absorber los menores precios de sus exportaciones de materias primas agrícolas.