

En esta declaración constan las conclusiones preliminares del personal técnico del FMI que visitó Uruguay como parte de la consulta regular del FMI sobre el Artículo IV.

La misión agradece a las autoridades por la cálida hospitalidad, el diálogo franco y la calidad de la interacción.

Las opiniones expresadas en esta declaración son las del personal técnico del FMI y no representan necesariamente las del Directorio Ejecutivo. Sobre la base de las conclusiones preliminares de esta misión, el personal técnico elaborará un informe que, una vez aprobado por la Gerencia, será presentado al Directorio Ejecutivo del FMI para debate y decisión.

Uruguay ha resistido relativamente bien los vientos en contra a escala mundial y regional. Pero aun así la economía está desacelerándose, la inflación permanece por encima del nivel fijado como meta, y observándose al mismo tiempo un aumento de la dolarización de depósitos dentro del sistema financiero. El programa fiscal puesto en marcha por el nuevo gobierno en 2015 comprende una combinación bienvenida de consolidación presupuestaria y prioridades centradas en apoyar el desarrollo de infraestructura y el logro de objetivos sociales clave. La firme ejecución del programa será importante para estabilizar la deuda pública a mediano plazo y garantizar el crecimiento sostenible. En términos más generales, y sobre todo en este momento de mayor incertidumbre regional, reforzar la credibilidad de las anclas de la política monetaria y fiscal complementaría los márgenes de maniobra de los que dispone Uruguay para adoptar políticas para hacer frente a shocks económicos y financieros. En este contexto, situar la inflación dentro de la banda fijada como meta sigue siendo una prioridad fundamental en materia de política, y la flexibilidad del tipo de cambio debe ser la herramienta primordial para amortiguar los shocks externos. La profundización financiera también puede ayudar a proteger mejor la economía contra los shocks externos, así como contribuir a respaldar el crecimiento y afianzar el canal de crédito de la política monetaria.

## I. CONTEXTO Y EVOLUCIÓN RECIENTE

1. Uruguay ha experimentado más de una década de fuerte crecimiento económico, y se ha convertido en un bastión de estabilidad en una región volátil. Desde la crisis financiera de 2002, los niveles de vida han mejorado notablemente, con un PIB per cápita que está entre los más altos en América Latina, en tanto que los niveles de desigualdad y pobreza están entre los más bajos. Este éxito se debe en gran medida a un amplio respaldo de la sociedad a la estabilidad social y a la inclusión, combinado con un modelo de crecimiento que hace hincapié en la diversificación hacia nuevos mercados y productos, lo cual reduce los vínculos regionales, y que a la vez aprovecha las oportunidades agrícolas, forestales y turísticas que ofrecen los recursos naturales del país.

2. Los mercados financieros internacionales han reconocido la estabilidad y las sólidas defensas financieras de Uruguay. Gracias a sólidas políticas macroeconómicas, Uruguay se recuperó rápidamente de la crisis financiera a comienzos de la década de 2000. El país también se ha destacado por una prudente gestión de la deuda. Sus diferenciales soberanos relativamente estables son una señal de la forma en que los inversores internacionales diferencian a Uruguay de otros países de la región, en un entorno de mayor volatilidad. Prueba de ello son las dos emisiones de bonos públicos externos denominados en dólares que Uruguay realizó en 2015 con resultados exitosos, y la mejora de la calificación soberana anunciada en junio.

3. En 2015 la actividad económica en Uruguay se ha desacelerado marcadamente, debido a una ralentización a escala regional. Se proyecta que el crecimiento se desacelere a 1,6% en 2015 debido a la contracción del gasto interno con respecto a máximos recientes y a las débiles condiciones externas. Hay indicios de una disminución de la confianza de los consumidores y las empresas y de un crecimiento más débil del crédito a las empresas y los hogares. El desempleo ha aumentado durante 2015 a 8%. Pero pese a esta evolución, los resultados económicos de Uruguay aún apuntan a que se situarán por encima del promedio regional. Se proyecta que el déficit en cuenta corriente caiga a 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% del PIB, gracias al menor costo de las importaciones de petróleo y el aumento de las exportaciones de pulpa.

4. La inflación permanece afincada por encima de la banda fijada como meta de 3%-7%. A pesar de una reducción de la brecha del producto, una orientación monetaria relativamente restrictiva en los últimos dos años y un nivel bajo de los precios internacionales de los alimentos y la energía, el nivel general de inflación ha aumentado levemente por encima de 9% (interanual) desde julio, en tanto que la inflación subyacente ha superado el 10% (interanual) desde junio.

5. Las presiones de depreciación se intensificaron durante 2015. Tras depreciarse durante

2014, el peso se ha debilitado aún más frente al dólar de EE.UU. en 2015, lo cual coincide en términos generales con la tendencia regional y mundial en los mercados emergentes. Tras atenuarse de forma sostenida en el primer semestre de 2015, las presiones sobre el peso se exacerbaban de julio a octubre (para luego ceder en noviembre), con salidas de flujos de cartera y una aceleración en la dolarización de los depósitos.

6. Una amplia intervención del Banco Central en el mercado cambiario desde julio ha frenado la depreciación del peso, y ha disminuido las reservas. Las reservas internacionales brutas han disminuido USD 2.500 millones desde junio, pese a una emisión exitosa en octubre de un bono público externo por USD 1.700 millones. El Banco Central del Uruguay (BCU) ha vendido dólares de EE.UU. en los mercados al contado y a término para apoyar el peso y, en octubre, recompró con divisas títulos en pesos de los fondos de pensiones a cambio de dólares de EE.UU. Estas operaciones tenían por objeto reducir el costo de las reservas mucho más alto que el parámetro de suficiencia y disminuir la volatilidad del tipo de cambio. No obstante, las reservas permanecieron por encima del límite superior del indicador de suficiencia de reservas del FMI (véase más adelante). La misión estima que el tipo de cambio efectivo real sigue siendo coherente con los fundamentos económicos.

7. En el presupuesto a mediano plazo para 2015-19 se proyecta una contracción del déficit fiscal primario de 1½% del PIB en el curso de cinco años. Una diferencia importante con respecto a prácticas anteriores es que los niveles del gasto nominal han sido estipulados sólo para los próximos dos años. En 2017 el gobierno evaluará los niveles adecuados de gasto para el período 2018-19, dejando margen para realizar ajustes según sea necesario para cumplir las metas de cinco años.

8. Desde que asumió funciones a comienzos de 2015, el nuevo gobierno ha puesto en marcha importantes reformas. Las iniciativas están orientadas a mejorar la educación, estimular la inversión en infraestructura con financiamiento privado y reforzar la supervisión de las empresas públicas. El gobierno asimismo ha propuesto nuevas directrices para la fijación de salarios que podrían moderar el crecimiento salarial y aliviar la indexación de los salarios a la inflación pasada. La ejecución adecuada y oportuna de estas y otras reformas es importante, pero podría plantear desafíos.

## II. PERSPECTIVAS Y RIESGOS

9. Se prevé que el crecimiento del PIB siga siendo tenue y se sitúe en 1,4% en 2016 debido a la persistente debilidad de las condiciones externas. A esa debilidad de las condiciones externas se suma la desaceleración programada del gasto fiscal y el consumo, que probablemente moderará la demanda interna.

10. Los riesgos para las perspectivas son en su mayoría de carácter externo:

- La región inmediata. Aunque los lazos económicos regionales de Uruguay se han reducido, una desaceleración peor de la prevista en Argentina y Brasil podría imponer un impacto significativo a la economía de Uruguay.
- La economía mundial. Una desaceleración mundial afectaría las exportaciones de materias primas de Uruguay, y una mayor volatilidad de los precios del petróleo incidiría en los costos de importación. Un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales también podría elevar el costo de financiamiento. La alta proporción de tenencias de deuda pública de Uruguay en manos de no residentes podría ser un riesgo potencial externo.

11. Si bien los indicadores de la confianza interna apuntan a un debilitamiento de la demanda, los riesgos financieros a corto plazo parecen ser limitados. Un nuevo aumento de la dolarización de los depósitos podría contribuir a la presión sobre el tipo de cambio. El sistema bancario está debidamente capitalizado y goza de mucha liquidez. Un aumento leve de los préstamos en mora registrado en 2015 no parece ser, en este momento, un motivo de preocupación significativa. El crédito en moneda extranjera a prestatarios sin cobertura en el sector de bienes no transables también se ha moderado con respecto al nivel máximo registrado en 2013, pero no deja de ser necesario seguir vigilando de cerca este indicador, sobre todo en vista de la reciente depreciación del peso.

12. Las sólidas reservas de liquidez de Uruguay deberían facilitar un ajuste ordenado ante los shocks.

- Los riesgos para el financiamiento del gobierno están limitados por el acceso a líneas de crédito contingentes (4% del PIB) y activos financieros líquidos (6% del PIB). Además el vencimiento medio de la deuda pública es elevado, 15,5 años, lo cual reduce los riesgos a corto plazo.

- Las reservas brutas del BCU siguen siendo abundantes en función de los parámetros prudenciales normales, y podrían ayudar a amortiguar los shocks externos severos.

### III. RECOMENDACIONES EN MATERIA DE POLÍTICA

#### Capacidad de recuperación frente a shocks macroeconómicos

13. El tipo de cambio flexible de Uruguay constituye un instrumento importante para responder a los efectos de contagio internos.

- El tipo de cambio flexible debería seguir siendo el estabilizador clave para absorber los shocks externos. La reciente depreciación del peso se debe a que los mercados financieros han revaluado las perspectivas comparativas externas de la región. Mantener la competitividad, en particular con respecto a los mercados y competidores regionales, será vital para respaldar el crecimiento.

• Las cuantiosas reservas brutas del BCU pueden ayudar a amortiguar shocks externos fuertes. No obstante, debería recurrirse con moderación a las intervenciones en el mercado cambiario, para evitar condiciones desordenadas en el mercado, y no para contrarrestar las tendencias basadas en los fundamentos. En este sentido, el personal considera positiva la marcada reducción de las ventas de divisas del Banco Central en noviembre. No sería ordenado que sigan realizándose intervenciones si las presiones de depreciación persisten. Las intervenciones prolongadas podrían erosionar las defensas del país prematuramente, cuando aún hay importantes riesgos financieros futuros. Además, oponer resistencia a las expectativas del mercado de una nueva depreciación mediante intervenciones que posterguen el ajuste podría exacerbar las presiones de dolarización de los activos.

14. Afianzar la credibilidad de las metas de la política monetaria y la política fiscal a mediano plazo podría anclar más firmemente las expectativas y la confianza, tanto internamente como en los mercados financieros internacionales. El aumento de la aversión mundial al riesgo, el despegue de las tasas de interés de la Reserva Federal y shocks regionales podrían poner a prueba la evaluación positiva de la situación financiera de Uruguay. En este contexto, el reforzamiento de los marcos presupuestarios y monetarios podría facilitar condiciones internacionales de préstamos más favorables y una reducción de la volatilidad económica.

15. A corto plazo —hasta que la consolidación fiscal haya echado raíces plenamente y la inflación esté cómodamente dentro de la banda fijada como meta— el margen de maniobra para la aplicación de políticas contracíclicas que permitan hacer frente a los shocks externos para el crecimiento es limitado.

#### La combinación de políticas macroeconómicas

16. Reducir la inflación sigue siendo una prioridad clave de política. La reducción de la inflación promovería la desdolarización y generaría margen para usar la política monetaria como herramienta contracíclica. También reduciría el impuesto que representa la inflación en los hogares de bajo ingreso, que no tienen cuenta bancaria o que tienen sólo una cuenta corriente que devenga pocos intereses. Además, dado el actual nivel de inflación, un shock de precios o cambiario relativamente pequeño podría provocar una subida a una inflación de dos dígitos.

17. Se necesita una estrategia más eficaz e integral de desinflación para poner a la inflación en una trayectoria descendente. La política monetaria restrictiva ha ayudado a contener las presiones inflacionarias en años recientes. La consolidación fiscal iniciada en 2015 complementará estos esfuerzos. Dado que se prevé un cierre de la brecha del producto, se proyecta una disminución gradual de las presiones inflacionarias, previéndose que la inflación permanezca por encima de la meta hasta 2018, inclusive, debido a la inercia de la inflación.

- Mantener una orientación restrictiva de la política monetaria. Dada la necesidad imperiosa de reducir la inflación y de lograr una brecha del producto que siga siendo positiva, se debe mantener la orientación restrictiva de la política monetaria.

- Reducir la persistencia de la inflación. Las nuevas directrices para la fijación de salarios establecidas por el gobierno se centran adecuadamente en los aumentos salariales en términos nominales, pero aún incluyen disposiciones de indexación. Se recomienda avanzar hacia la plena eliminación de la indexación retrospectiva tan pronto como sea posible para reducir la persistencia de la inflación.

- Afianzar el marco de política monetaria. Es aún demasiado pronto para evaluar de manera convincente la eficacia con que el nuevo marco monetario controla las condiciones monetarias y ancla las expectativas. Será importante vigilar de cerca la evolución del marco y permanecer dispuestos a realizar los ajustes que fueran necesarios. La meta de crecimiento del agregado monetario (M1+) debe ser coherente con las variaciones de la demanda de dinero. A corto plazo, el impacto de un aumento de la dolarización y un menor crecimiento económico implica la necesidad de reducir la meta de crecimiento del M1+ para evitar un relajamiento excesivo de la orientación de la política monetaria. Además, una estrategia integral no debe necesitar los acuerdos de precios encaminados a reducir temporalmente las presiones inflacionarias.

- Mejorar la comunicación del Banco Central. La comunicación clara, en particular en lo que se refiere a la relación entre el crecimiento del dinero (la meta operativa de la política monetaria) y la inflación, será esencial para afianzar el canal de expectativas de la política monetaria.

18. El compromiso del gobierno con la consolidación fiscal a lo largo de su mandato de cinco años será crucial para estabilizar la deuda del sector público a mediano plazo. La adopción de un presupuesto quinquenal es un paso importante en este sentido. Las proyecciones base del personal técnico prevén un aumento gradual de la deuda neta como proporción del PIB hasta 2020, inclusive, si persiste el nivel insuficiente de recursos registrado en 2015 por el resto del

periodo presupuestario. Sin embargo, lograr la totalidad de la mejora presupuestada del saldo primario para alcanzar un superávit de 1% del PIB en 2019 permitiría situar la deuda neta en una trayectoria estable para el final del período presupuestario, algo que el personal técnico recomienda. La disminución proyectada de los costos financieros netos del BCU complementaría el afianzamiento del saldo primario que ayudará a alcanzar esta meta (pero no sería suficiente de por sí sola en vista de los efectos de valoración).

19. Junto con una reducción gradual del saldo primario ajustado en función del ciclo, existe margen para el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. El firme compromiso con la trayectoria de ajuste estructural del saldo primario que está consagrado en el presupuesto, significa que se podría permitir el funcionamiento de los estabilizadores fiscales automáticos —derivados de la red de protección social y el sistema tributario progresivo— para amortiguar el impacto de los shocks cíclicos.

20. Las autoridades podrían considerar opciones para fortificar el ancla fiscal a largo plazo. La expansión fiscal registrada desde 2009 ocurrió dentro de los límites establecidos por la regla actual, que limita el nivel de la deuda neta, y se proyecta que los niveles de deuda aumenten levemente en los próximos años. En este contexto, un tope de endeudamiento podría ser incorporado en la regla, para evitar que la deuda alcance niveles desaconsejables. En términos más generales, será importante recalibrar periódicamente la trayectoria fiscal para garantizar el cumplimiento de las metas de deuda teniendo en cuenta la sensibilidad de las perspectivas de la deuda ante los shocks, en especial los que afectan el crecimiento o las tasas de interés.

21. Los esfuerzos de consolidación se centran en mejorar la eficiencia de las empresas públicas y aumentar el papel del sector privado en el desarrollo de las inversiones en infraestructura. La ejecución efectiva de planes para mejorar el seguimiento y el gobierno corporativo de las empresas públicas será importante para respaldar la mejora proyectada de su desempeño financiero. El uso de las asociaciones público-privadas puede mejorar la gestión de proyectos y la distribución del riesgo con entidades privadas. Sin embargo, será esencial elaborar contratos adecuados y establecer sólidos controles de los pasivos explícitos y contingentes.

22. Los bajos precios del petróleo brindan la oportunidad de mejorar el desempeño de ANCAP antes de avanzar hacia un sistema más transparente de traspaso de las variaciones de los precios del petróleo. El restablecimiento de la solidez financiera de ANCAP es una prioridad de política económica. ANCAP se beneficia actualmente de precios mundiales del petróleo más bajos, lo que, dado el grado limitado de traspaso permitido a los precios internos, debería ayudar a esta empresa a restablecer su posición financiera. De cara al futuro, es necesario



seguir mejorando la eficiencia, lo que debería crear margen para permitir que los precios se ajusten conforme a las fluctuaciones de los precios en los mercados mundiales, tomando como base una fórmula transparente (e incorporando un impuesto adecuado que cubra el costo ambiental de los combustibles). Esto restablecería la disciplina financiera y eliminaría los riesgos para el presupuesto inherentes en la estabilización de los precios internos de los combustibles.

#### Estimular el potencial de crecimiento de Uruguay

23. Si bien Uruguay ha alcanzado niveles de vida relativamente elevados, respaldados por sólidas políticas sociales, los acontecimientos recientes han provocado una reevaluación de las perspectivas de crecimiento a mediano plazo de Uruguay. En particular, la proyección del personal para el crecimiento potencial se ha revisado a la baja, del 3,3% al 3,1%, debido al crecimiento más bajo de la inversión interna. Este ajuste hace que la identificación de opciones de política económica para estimular el crecimiento sea particularmente importante.

24. La mayor diversificación de los mercados de exportación y la mejora de la calidad de los productos y servicios existentes pueden estimular el potencial de crecimiento de Uruguay. La mayor diversificación de los mercados también puede ayudar a reducir la exposición a shocks externos adversos. La modernización de la infraestructura de transporte y de logística de Uruguay, la mejora de la calidad y de la inscripción en la educación secundaria, la expansión de los programas de capacitación profesional y el aumento de la eficiencia del mercado laboral para vincular mejor los sueldos a la productividad son factores clave para elevar el potencial de crecimiento a mediano y largo plazo de Uruguay.

#### Invertir en la estabilidad y profundización financieras

25. Las iniciativas de las autoridades orientadas a promover la profundización financiera pueden contribuir a reforzar la capacidad de resistencia frente a los shocks, la transmisión de la política monetaria y el crecimiento. El bajo nivel de crédito bancario con respecto al PIB en Uruguay sugiere que existe margen para fortalecer el canal de crédito. Los costos de acceso al crédito y los requisitos en términos de garantías son elevados. La estructura segmentada y concentrada del mercado bancario también limita el crédito bancario en pesos. Se prevé que la implementación de la ley de inclusión financiera de 2014 elimine algunos de estos obstáculos y fomente una mayor competencia en el mercado de pesos.

26. Los proyectos públicos de inversión en infraestructura pueden diseñarse para fomentar el desarrollo de nuevos instrumentos de los mercados de capitales. Pueden concebirse nuevos instrumentos para financiar proyectos de infraestructura a fin de contribuir al desarrollo de los mercados de capitales —con mayores oportunidades de inversión para los inversores minoristas— y fomentar una mayor competencia en el mercado de crédito.

27. Estas innovaciones financieras requieren mejoras conexas en el marco prudencial. Es esencial que el supervisor preste mayor atención al seguimiento de nuevas entidades no tradicionales dentro del sistema financiero. La implementación en curso de las normas de Basilea III y las recomendaciones del PESF de 2012 deberían ayudar a guiar los esfuerzos encaminados a mantener y fortalecer aún más el sólido marco prudencial de Uruguay.

Fuente: DEPARTAMENTO DE COMUNICACIONES DEL FMI

Relaciones con los medios de comunicación