

Ensayos Económicos | 84

Noviembre de 2024

**Uruguay: Una historia de la estabilización de la inflación
y desdolarización en tres (?) pasos**

Gerardo Licandro



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Uruguay: una historia de estabilización de la inflación y desdolarización en tres (?) pasos

Gerardo Licandro*

Banco Central del Uruguay

Resumen

Este trabajo analiza el proceso de estabilización de la inflación en Uruguay, destacando los desafíos y aprendizajes históricos. Durante décadas, el país enfrentó episodios de alta inflación, con fallidos intentos de estabilización basados en tipos de cambio fijos que culminaron en crisis de balanza de pagos y aumentos del déficit fiscal financiado monetariamente. El plan de estabilización implementado en los años 90 marcó un punto de inflexión, combinando una banda de flotación cambiaria reptante como ancla nominal, un ajuste fiscal significativo y reformas estructurales en áreas como la seguridad social, el sistema financiero y el sector público. Uruguay consolidó una inflación baja desde 1998 y aunque el plan derivó en la crisis de 2002, la política monetaria mantuvo firme su compromiso de evitar el financiamiento inflacionario del déficit, clave para preservar los avances en materia inflacionaria. La experiencia uruguaya resalta la importancia de anclas fiscales sólidas, reformas estructurales y regulaciones prudenciales para estabilizar una economía. Sin embargo, el fenómeno de la dolarización persiste como desafío económico y cultural, así como el desarrollo de los mercados en moneda local.

Clasificación JEL: E31, E50, E65.

Palabras clave: bandas cambiarias, dolarización, inflación, plan de estabilización, política monetaria, tipo de cambio, Uruguay.

* El autor es Gerente de Asesoría Económica del Banco Central del Uruguay. Las opiniones expresadas en este trabajo son de directa responsabilidad del autor y no comprometen la opinión del Banco Central del Uruguay, como así tampoco la del BCRA o sus autoridades. Email: glicandr@bcu.gub.uy.

Uruguay: A Story of Inflation Stabilization and De-dollarization in Three (?) Steps

Gerardo Licandro

Central Bank of Uruguay

Abstract

This paper analyzes Uruguay's inflation stabilization process, highlighting historical challenges and lessons learned. For decades, the country faced episodes of high inflation, with failed stabilization attempts based on fixed exchange rate regimes that ended in balance of payments crises and monetized fiscal deficits. The stabilization plan implemented in the 1990s marked a turning point, combining a crawling exchange rate band as a nominal anchor, significant fiscal adjustments, and structural reforms in areas such as social security, the financial system, and the public sector. Uruguay achieved low inflation from 1998 onwards, and while the plan culminated in the 2002 crisis, monetary policy remained firmly committed to avoiding inflationary financing of the fiscal deficit—a key factor in preserving the progress on inflation control. Uruguay's experience underscores the importance of strong fiscal anchors, structural reforms, and prudential regulations to stabilize an economy. However, dollarization persists as an economic and cultural challenge, along with the development of local currency markets.

JEL Classification: E31, E50, E65.

Keywords: exchange rate bands, exchange rate, dollarization, inflation, monetary policy, stabilization plan, Uruguay.

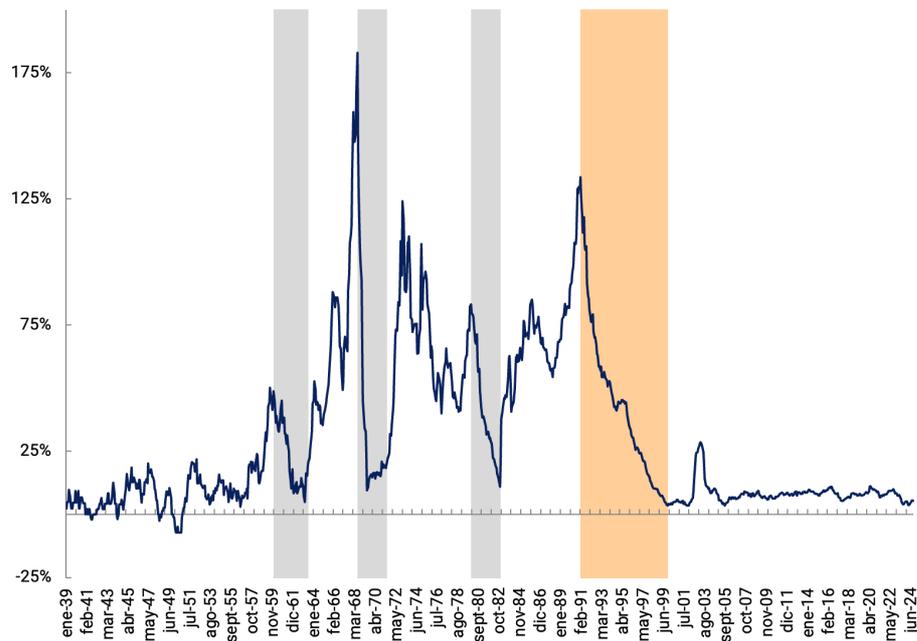
1. Introducción

Este trabajo realiza un recorrido histórico de la inflación de Uruguay y analiza cómo se logró la estabilización. Por más que la inflación hace ya más de 20 años que está en un dígito, no puede considerarse un tema completamente terminado y en parte eso está vinculado al tema de la dolarización.

En primer lugar, se analiza la historia de cómo Uruguay llevó la inflación a un dígito en los años 90, hasta 1998. Después, se discuten las dificultades para tratar de resolver los problemas que genera la dolarización y cómo se vincula con el tema inflacionario. Esto tiene dos etapas: la inmediata posterior a la crisis 2002, con el foco en tratar de reducir la fragilidad financiera derivada de la dolarización y, posteriormente, los esfuerzos más recientes para tratar de desarrollar los mercados en pesos.

El Gráfico 1 muestra que estabilizar la inflación no fue una cosa de una sola vez. A diferencia de los casos de Perú y Argentina, Uruguay ha experimentado inflaciones muy altas, pero no a niveles tan dramáticos como una hiperinflación. Uruguay ha logrado bajar la inflación, pero también ha fracasado en repetidas oportunidades en el pasado (los intentos de estabilización pueden verse en las áreas sombreadas del Gráfico 1).

Gráfico 1. De la inflación crónica a la estabilización
IPC nivel general, variación % interanual



Fuente: en base a datos del Instituto Nacional de Estadística de Uruguay.

Los tres planes previos a la estabilización definitiva de la inflación, marcados por las áreas grises del gráfico, tienen en común haber sido programas basados en un sistema de tipo cambio fijo, haber fracasado y haber terminado en una crisis de balanza de pagos con un rápido resurgimien-

to de la inflación por la vuelta al financiamiento monetario del déficit fiscal. El último, el plan de la banda de flotación de los años 90, fue también un plan basado en el tipo de cambio, pero fue el que logró la actual estabilidad de precios. Este último plan de estabilización, a diferencia de los planes de los 50 y 60 intentó un ajuste gradual de la inflación. Comparte con el plan de los 70 (tablita), el hecho de basarse en una paridad cambiaria deslizando (*crawling peg*) preanunciada. Como los anteriores, el plan de los 90 terminó también en una crisis financiera, en 2002, la peor de la historia del Uruguay. Pero lo que diferencia sustancialmente al plan de los 90 fue que, a pesar de la crisis monumental en la que derivó, no resultó en un retorno de la inflación, que rápidamente volvió a los valores previos a la flotación luego de completado el ajuste de precios relativos. La principal diferencia con los otros planes, que resultó fundamental, fue justamente que en este programa no se volvió al financiamiento monetario del déficit fiscal.

El Gráfico 1 ayuda también a entender la historia de dolarización del Uruguay. Hasta los años 70, la economía uruguaya tenía represión financiera y, a partir de entonces, pasó a ser una economía financieramente muy abierta. Antes de 1977 existía una ley de usura, que fijaba la tasa de interés más alta en moneda nacional en 10%. Con tasas de inflación que llegaban hasta el 140%, la dolarización surgió como un fenómeno de búsqueda de un indexador de refugio que protegiera el ahorro y el valor de los bienes durables en general.

Uruguay llega entonces a principios de los años 90 con registros muy elevados de inflación, lo que lleva a las autoridades a diseñar un plan de estabilización. ¿Cuáles fueron los principales aspectos que se tuvieron en cuenta al momento de diseñar ese plan de estabilización?

2. Claves de diseño del plan

Las claves para el diseño del plan en aquel momento fueron:

- Desde el punto de vista real, Uruguay es una economía pequeña y abierta, basada en la producción primaria y con una exposición muy grande a los socios comerciales principales de la región, que son relativamente muy grandes (Brasil y Argentina).
- Eso hace que Uruguay sea como un socio natural de la región y, de alguna manera, transforma a la región en lo que algunos autores uruguayos han denominado “la enfermedad uruguaya”, en el sentido de la enfermedad holandesa. Cuando hay un *boom* en los países vecinos, el aumento de los precios en dólares de la región termina presionando -a través del turismo- a los precios en dólares de Uruguay y generando el mismo efecto que una enfermedad holandesa.
- Otro tema que siempre fue importante es que, desde la apertura financiera, Uruguay pasó a ser un país de refugio para los capitales de la región, algo que hoy en día sigue vigente. Históricamente, el 5% de las fugas de capitales de Argentina han pasado por Uruguay.
- Uruguay tiene una larga historia de indexación y, en particular, de dolarización, en donde la dolarización es una de las formas de indexación que se utilizaban. En el sector privado tam-

bién había indexación al IPC, como forma de compensar y tratar de mantener el valor de los *stocks*.

3. El marco macroeconómico previo

¿Cómo se llegó al plan?, ¿cuál fue la coyuntura en aquel momento? A fines de los ochenta la economía uruguaya registraba niveles muy elevados de déficit fiscal, que en 1989 había alcanzado cerca de 7% del PIB, del cual la mitad se financiaba con creación monetaria, cuando la base monetaria era solamente 5% del PIB.

Luego de un período de *boom* entre 1985 y 1987, al acercarse el vencimiento de las condiciones de refinanciación del plan Baker, el acceso a los mercados financieros internacionales fue volviéndose crecientemente complicado, ante la difícil situación de endeudamiento de la región. Hacia 1988-89 ya había problemas en el acceso al financiamiento en toda la región, incluyendo para Uruguay. Esto se vio agravado por una sequía histórica en el mismo período.

En 1989, Uruguay aprobó una reforma constitucional que indexaba las pasividades al índice medio de salarios, lo que iba a derivar eventualmente en la necesidad de una reforma de la seguridad social por el déficit que generaba en el sistema de seguridad social.

Las buenas noticias en materia fiscal comenzaron en 1989, porque empezó a discutirse el plan Brady, al cual Uruguay accedió a fines de 1990, un poco después de Argentina y Perú. Esto generó una mejora en la visión de largo plazo de las cuentas públicas, en particular, porque rebajó el nivel de la deuda y eliminó las presiones de liquidez. Por lo tanto, este proceso se interpretó como una oportunidad importante para tratar de avanzar en la estabilización de la inflación.

4. El diseño de las anclas real y nominal

¿Cuáles fueron entonces las bases del plan de estabilización? Los planes de estabilización requieren trabajar básicamente en el ancla real, que es la parte fiscal del programa, y el ancla nominal. En aquel momento, Uruguay hizo un ajuste fiscal de cerca de tres puntos del producto basado en aumentos de impuestos, que tuvo también algunas consideraciones en materia de ajuste de precios de los servicios públicos, como se ha dado en muchas otras experiencias de estabilización de la región. Parte del financiamiento del programa estaba basado en la idea, que existía en aquel entonces y que aún es válida, de que los planes basados en el tipo de cambio generan un *boom* inicial de consumo y una expectativa de que la reactivación de la economía en el corto plazo incrementa la recaudación tributaria. Esta dinámica ya se había visto en la experiencia de Uruguay y era parte del por qué todavía, pese a todos los fracasos anteriores, el ancla cambiaria se veía como una opción viable (y hasta conveniente) para la estabilización. El resto del financiamiento se basó en la reversión del efecto Olivera-Tanzi que, sobre una base de inflación del 130%, generaba un financiamiento de más de un punto del PIB para el programa en el corto plazo.

En términos de la elección del ancla nominal, la opción fue nuevamente utilizar un ancla cambiaria. Uruguay había tenido una evaluación muy positiva de la efectividad del *crawling peg* activo para bajar la inflación en 1982, durante el plan de los 70. En aquel momento el plan tuvo que terminar por la crisis de deuda global. Uruguay fue el último de los países en perder financiamiento en aquella instancia y la evaluación que existía a nivel doméstico era que el problema por el cual había fallado estaba más vinculado a la situación regional que a una inconsistencia del diseño. En esas condiciones se eligió implementar una banda de flotación que se comportó básicamente como un *crawling peg* activo, donde se anunciaba el ritmo de deslizamiento de la banda a futuro y el calendario de rebaja de ese ritmo de deslizamiento para generar una convergencia gradual de la inflación hacia niveles más bajos. El efecto de esa banda fue más fuerte en Uruguay que, por ejemplo, en Brasil, porque el mercado cambiario uruguayo era muy particular, en el sentido de que el sector público tenía un déficit estructural de flujos en dólares derivado de la dolarización completa de su deuda y de que era propietario de las empresas productoras de energía en un país que tenía que importar todo el petróleo que consumía. Este déficit de flujos colocaba al tipo de cambio sobre el piso de la banda de flotación el 90% del tiempo. De esta manera, la banda preanunciada funcionaba fundamentalmente como un *crawling peg* activo.

Asimismo, las perspectivas de estabilización mejoraron de la mano de un importante conjunto de reformas estructurales en los años 90.

5. Las reformas estructurales de los 90

En los años 90 Uruguay aprovechó la oportunidad para llevar adelante un conjunto de reformas estructurales, tanto fiscales como reales, que terminaron mejorando las posibilidades de éxito del plan de estabilización de la inflación. En particular, desde el punto de vista comercial, la firma de los tratados de Asunción en 1991 y de Ouro Preto en 1994 favoreció una apertura en materia comercial para Uruguay, lo que mejoró sus perspectivas de crecimiento de largo plazo. En aquel momento el Mercosur se veía como una herramienta dinámica con muy buenas perspectivas de profundizar el proceso de apertura, algo que eventualmente probó no ser cierto.

Asimismo, Uruguay llevó adelante una reforma fiscal. En particular, la más importante fue la reforma del sistema de seguridad social, que se aprobó en 1995 y en la que se pasó de un sistema público a un sistema mixto jubilatorio con ahorro previo, aumentando el financiamiento de largo plazo del sistema de seguridad social y reduciendo el déficit intertemporal de las cuentas públicas en cerca de 5,5 puntos del PIB en el largo plazo. Esta reforma de largo plazo fue central para favorecer el acceso al mercado de capitales y fue uno de los pilares en los cuales se fundó el acceso al grado inversor cerca de 1997. Adicionalmente, Uruguay hizo una reforma del sector público, particularmente de las empresas públicas, y limitó el ingreso de funcionarios públicos por un período de 10 años a partir de 1995. Estas reformas ayudaron a mejorar la percepción sobre las finanzas públicas intertemporales.

También se llevaron adelante reformas en el sistema financiero que trataron de mejorar el acceso al financiamiento por parte del sector privado (obligaciones negociables).

En particular, fue muy importante la reforma de la carta orgánica del Banco Central. La reforma de 1996 no fue una reforma estrella desde el punto de vista de la comparación internacional. No previó la independencia del Banco Central en su relación con el poder ejecutivo y no priorizó el objetivo de inflación, pero sí definió una limitación al financiamiento monetario de la inflación, que estableció que la autoridad monetaria solamente podía financiar hasta el 10% del presupuesto ejecutado del gobierno central del año anterior, lo cual limitó el financiamiento a un nivel de dos a tres puntos del PIB, dependiendo del año. El Gobierno podía solicitar ese financiamiento en un año, pero hasta no repagara ese crédito, no podía hacer uso de esa opción nuevamente. Esta reforma pasó luego las pruebas de la crisis de 2002 y de la crisis *subprime* y se convirtió en una de las bases de la calificación crediticia de Uruguay.

6. Los resultados del plan

La inflación llegó a un dígito en 1998. El déficit fiscal prácticamente desapareció hacia 1992 y permaneció en niveles muy bajos. Había una evaluación muy positiva de ese déficit fiscal, en el sentido de que se percibía que Uruguay estaba procesando reformas de estructurales. En particular, gran parte de ese déficit se debía a la reforma del sistema de seguridad social y estaba financiado con los propios fondos de la seguridad social. Se lo veía, entonces, como un déficit que no comprometía la sostenibilidad de las cuentas públicas. En consecuencia, el uso del financiamiento monetario cayó de manera estructural. Obviamente no hubo una desaparición de la creación de dinero porque, a medida que la economía empezó a estabilizarse en la inflación baja, hubo un aumento endógeno de la demanda de dinero que hizo que la creación de dinero no desapareciera por completo.

En general, la banda de flotación funcionó sobre el extremo inferior. En 1998 se había elegido angostar la banda de flotación porque era innecesario tener un rango tan amplio de flotación. A lo largo del programa, el respaldo de la base monetaria con reservas fue muy importante. El tipo de cambio real se mantuvo mayormente alineado con sus fundamentos la mayor parte del plan. Hasta 1998 no se observó un desvío del tipo de cambio real efectivo con respecto al tipo de cambio real de fundamentos, por lo tanto, la evaluación que se hacía en aquel momento era que no se había generado una apreciación excesiva, favoreciendo el enfoque gradual. Gran parte de esa alineación se debió a que tanto Argentina como Brasil habían hecho planes de estabilización más fuertes, lo que generó que Uruguay se mantuviera relativamente depreciado con la región al tiempo que toda la región se apreciaba con respecto al resto del mundo. Esto recién comenzó a cambiar una vez alcanzada la inflación de un dígito y con el abandono de Brasil del Plan Real a fines de 1998.

Entonces, en general, la evaluación de la banda de flotación como régimen fue muy positiva en Uruguay. Funcionó muy bien como *shock absorber*. Incluso con la crisis brasileña de 1998. Después del *shock* inicial se pudo observar una corrección gradual de precios relativos con convergencia del tipo de cambio real al de fundamentos.

El abandono de la banda de flotación se dio como respuesta a la crisis generada luego de la crisis de la Convertibilidad en Argentina en 2001. La crisis argentina provocó dos efectos fundamentales que afectaron la sostenibilidad macroeconómica de Uruguay. En primer lugar, de acuerdo con estimaciones de modelos de la época, por cada punto de caída del PIB argentino se esperaba medio punto de caída del PIB Uruguayo. Así, la caída del PIB argentino de 15 puntos entre 2001 y 2002, ya generaba una recesión de 7,5 puntos en el caso de Uruguay. En segundo lugar, se produjo un derrame de la crisis financiera argentina al sistema financiero uruguayo por varias razones. En primer lugar, operó un canal de liquidez. Muchas familias argentinas habían aumentado su posición en Uruguay previo a la crisis de la Convertibilidad, lo que había llevado a una participación de depósitos de no residentes en dólares en la banca uruguaya de cerca del 40% del total de los depósitos. Con la instalación del "Corralito" en Argentina, se vio una demanda de liquidez por parte de los hogares argentinos en Uruguay, lo que llevó a una caída rápida y muy visible de las reservas internacionales. En segundo lugar, operó un canal de contagio financiero. Dado el *shock* de liquidez de hogares argentinos, la caída de los depósitos en Uruguay y de las reservas internacionales generó, particularmente luego de que el Banco Galicia entrara en proceso concursal, un proceso de retiro de depósitos por parte de uruguayos, que comenzaron un *flight to quality*, pero que rápidamente se convirtió en una corrida bancaria. En la corrida de los hogares uruguayos operó también el hecho de que en la historia reciente, cada vez que Argentina tenía una crisis algo similar pasaba en Uruguay. En tercer lugar, se encontraba el canal fiscal. Con la caída del PIB se dio una contracción de la recaudación tributaria. Pero el problema no terminaba allí, ya que las garantías implícitas del gobierno en el sistema bancario generaron un círculo vicioso entre las dificultades de la banca y las fiscales. Con el agravamiento del problema en el sistema bancario creció el pasivo potencial para el gobierno, mientras que el empeoramiento de la situación fiscal deterioró la capacidad del gobierno de cumplir con sus compromisos implícitos. Ese círculo vicioso llevó a la necesidad de solucionar ambos problemas en forma simultánea.

Este *shock* se dio en el marco de un conjunto de fragilidades de la economía uruguaya que estaban un poco disfrazadas por el entorno macroeconómico. En primer lugar, la dolarización de la deuda de la mano de la apreciación que experimentó el tipo de cambio real en los años 90 generó una percepción equivocada de la situación de endeudamiento. Con la corrección de precios relativos en Brasil y Argentina, este problema empezó a hacerse evidente. Adicionalmente, la deuda pública uruguaya tenía una concentración muy importante de vencimientos entre 2002 y 2003, por lo que enfrentaba un problema de liquidez. A eso se sumó la vinculación entre el sistema financiero y el fisco que generaba la garantía implícita del gobierno a la banca.

El otro tema que se fue acumulando fue que el sistema financiero creció después de la eliminación de la represión financiera, pero creció en base a la dolarización. Y si bien la regulación preveía el calce de las carteras del sector bancario, no tenía el mismo tipo de previsión sobre las hojas de balance del sector privado y, por lo tanto, se le había prestado una importante cantidad de dinero en dólares al sector no transable, lo que hacía que los bancos fueran muy frágiles a una depreciación por el riesgo de crédito y no por el riesgo de su propia posición.

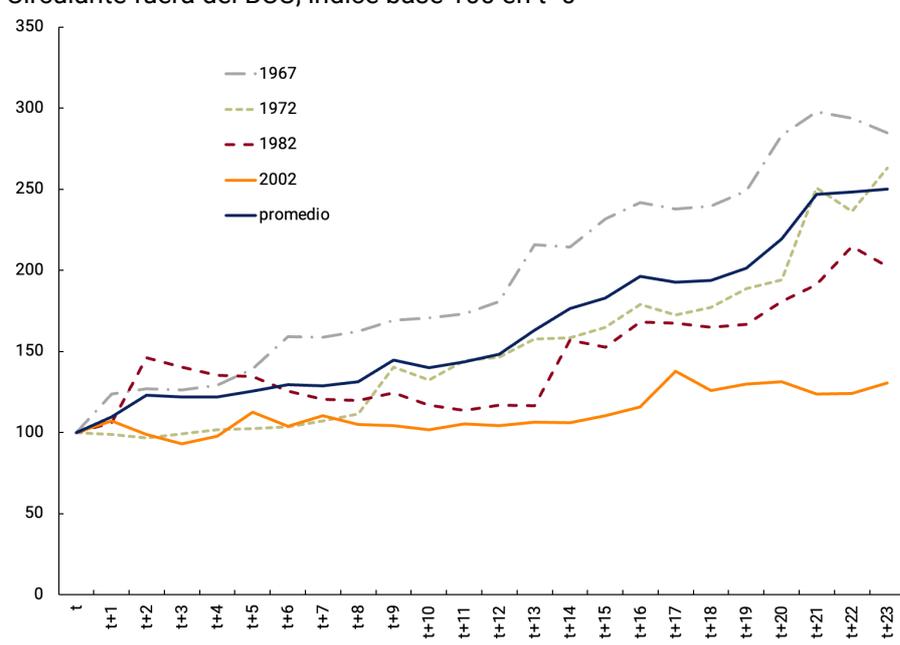
En ese momento, Uruguay también llegaba debilitado por los efectos de la crisis de la aftosa de 2001, que había generado una contracción de la oferta agropecuaria y había resultado en un *shock* negativo de términos de intercambio.

Sobre este marco de fragilidades llegó el *shock* argentino de 2001. El retiro de depósitos argentinos llevó a un contagio en el sistema bancario, la corrida bancaria y el abandono del tipo de cambio en junio de 2002. Debido a la crisis se implementó un programa de reestructuración en el sistema bancario cuyos detalles escapan a este trabajo, pero que fue exitoso. Eventualmente, Uruguay se vio forzado a la renegociación de la deuda pública en mayo de 2003.

La economía atravesó una fuerte crisis, pero no volvió la inflación. ¿Por qué? La clave estuvo en la solución implementada. La prioridad estuvo en separar las cuentas del Banco Central de las cuentas del gobierno. Entonces la solución del sistema financiero implicó un subsidio a los bancos que fue determinado por la capacidad del gobierno central de acceso al financiamiento multilateral. Por lo cual, la carga de esa solución no involucró la hoja de balance del Banco Central como en experiencias anteriores. Luego de absorber ese costo, el foco de la solución de las cuentas fiscales intertemporales estuvo en la reestructuración de la deuda. En ningún momento se violó el límite de financiamiento que establecía la carta orgánica del Banco Central del Uruguay y no hubo financiamiento monetario de la crisis, como en otras oportunidades.

En el Gráfico 2 puede observarse la evolución de la cantidad de dinero antes y después de la crisis en los episodios mencionados. En los episodios de planes fallidos anteriores al plan de los 90, el rápido retorno al financiamiento monetario del déficit hizo que la base monetaria se triplicara en un horizonte de dos años como mínimo. En el plan de los 90, por el contrario, el crecimiento de la base monetaria fue limitado y estuvo asociado al crecimiento de la demanda de dinero post estabilización, llegando a solo el 31% 24 meses después de la crisis.

Gráfico 2. Creación monetaria post crisis, episodios seleccionados
 Circulante fuera del BCU, índice base 100 en t=0



Fuente: en base a datos del Banco Central del Uruguay.

7. Conclusiones

¿Cuáles fueron las claves de la experiencia de estabilización de Uruguay para llegar a una inflación baja y preservarla? Desde el principio, la clave número uno para lograr bajar la inflación fue tener una ancla nominal fuerte y la clave para que esta ancla funcionara en el corto y en el largo plazo fue tener un ancla fiscal fuerte que permitiera no recurrir al financiamiento monetario.

La estabilización fue exitosa. La inflación volvió al 3,5% en 2005 y permaneció en un entorno de 8% entre 2005 y 2019. Durante ese periodo, Uruguay se concentró en tratar de reducir las fragilidades financieras desde la crisis de 2002, lo que llevó a cambiar la regulación del sistema financiero para eliminar los subsidios implícitos a la dolarización. En particular, se incrementaron los requisitos de liquidez en dólares, los requisitos de capital por riesgo de tipo de cambio y los requerimientos para el riesgo de crédito, tratando de que le resulte caro al sector no transable endeudarse en dólares, y se creó un seguro de depósitos que diferenció la cobertura por monedas. También se implementó una agenda para el desarrollo de los mercados con emisión de deuda pública a largo plazo y con cambios en el accionar de los bancos públicos, entre otros aspectos.

Una vez que un país está dolarizado, algún grado de dolarización va a permanecer. La dolarización es popular, a la gente le gusta y tiene sentido. Eduardo Levi Yeyati ha trabajado en esto bastante. Un argumento fundamental es que la riqueza de los hogares es una riqueza no transable. Tanto el capital humano como la propiedad de vivienda son activos no transables y, por lo tanto, el dólar es un buen *hedge* para la concentración de riqueza en el sector no transable. En particular, cuando un *shock* externo negativo aumenta el valor del tipo de cambio, los hogares observan que su riqueza no transable cae, pero sus activos en moneda extranjera aumentan su valor. Eso

es muy difícil de cambiar una vez que el sector privado lo aprende. La mayor parte de los países del mundo no conocen esto. Asimismo, desde el punto de vista de las firmas existe otro tipo de dolarización que permanece, que es más transaccional, que tiene sentido también en el caso de las firmas que hacen comercio exterior o tienen insumos importados. Por más que se realicen reformas, una parte de la dolarización, la que sería la “parte buena”, va a permanecer.

Reconocer que la dolarización no va a desaparecer no debe llamar al conformismo. Reducir la fragilidad financiera derivada de la dolarización no es suficiente tampoco. ¿Por qué? Eso lo muestra la experiencia de Uruguay hasta 2020. Se bajó la inflación, se hicieron todas las reformas regulatorias, se eliminaron los descalces de monedas en el sector público y en el sector privado, por lo menos en el agregado. Pero, la evidencia indica que la ausencia de financiamiento en moneda doméstica es un problema para una economía pequeña y abierta que tiene *shocks* asimétricos con Estados Unidos. Cuando se dan esos *shocks*, la moneda doméstica cumple un rol de cobertura. Cuando a la economía le va mal, el tipo de cambio salta. Si un agente tiene la deuda dolarizada, cuando a la economía le está yendo mal también es más caro el costo de su financiamiento. Eso es muy malo para las ecuaciones de las empresas y nosotros en Uruguay hemos descubierto que, para no caer en ese problema, las empresas afectan su gestión física. Si afectan su gestión física, afectan su productividad también. Entonces, no tener un mercado de financiamiento en moneda doméstica es un obstáculo al crecimiento también. Por lo tanto, hay que vivir con la dolarización, pero eventualmente también hay que pensar en el desarrollo de los mercados en moneda doméstica.