

Contenido

1. Uruguay recupera el grado inversor.....1

2. Posibles efectos de la recuperación del grado inversor2

Abril 2012
No. 103

CINVE ▪
Centro de Investigaciones
Económicas

Área de Macroeconomía
Finanzas y Coyuntura

Fecha de elaboración:
30 de abril de 2012

1. URUGUAY RECUPERA EL GRADO INVERSOR

El debate sobre Uruguay y la obtención del grado inversor estuvo vigente durante parte de 2011 y el primer trimestre de este año, sobre todo porque se argumentaba que nuestro país había experimentado mejoras significativas en los principales indicadores macroeconómicos y sería merecedor de volver a obtener el grado inversor.

Durante el primer trimestre de este año la calificadora Moody's mejoró la perspectiva de la deuda uruguaya, pasándola de estable a positiva, aunque mantenía la calificación en terreno especulativo, lo que hacía inminente la obtención del ansiado grado inversor. Sin embargo no fue esta calificadora quien dejó de calificar a la deuda uruguaya como especulativa en primer lugar. Fue Standard & Poor's (S&P) quien volvió a otorgar el grado inversor a la deuda uruguaya pasando la calificación de BB+ a BBB-, tras 10 años de la pérdida del *investment grade*, al inicio de la crisis de 2002.

Cuadro 1.1 – Calificaciones de riesgo según las agencias calificadoras

	FITCH	Moody's	S&P	Países	
I N V E R S O R	AAA	Aaa	AAA	Chile	
	AA+	Aa1	AA+		
	AA	Aa2	AA		
	AA-	Aa3	AA-		
	A+	A1	A+		
	A	A2	A		
	A-	A3	A-		
	BBB+	Baa1	BBB+		Brasil/Perú Colombia
	BBB	Baa2	BBB		
	BBB-	Baa3	BBB-		
BB+	Ba1	BB+	Paraguay		
BB	Ba2	BB			
BB-	Ba3	BB-			
B+	B1	B+	Argentina		
B	B2	B			
B-	B3	B-			
CCC+	Caa1	CCC+			

Fuente: Elaboración propia en base a Fitch, Moody's, S&P. Los países se clasifican en base a S&P

En lo que sigue de este informe se discute sobre la naturaleza de las calificaciones de riesgo, su utilidad y cuáles son los determinantes o argumentos esgrimidos en el alza de la calificación de la deuda soberana uruguaya. Adicionalmente se presentan algunos de los efectos que se observaron en los días posteriores al anuncio de la recuperación del *investment grade* y se analizan otros posibles impactos en el corto y mediano plazo.

2. POSIBLES EFECTOS DE LA RECUPERACIÓN DEL GRADO INVERSOR

Las calificaciones de riesgo, entre las cuales se encuentra el grado inversor obtenido por Uruguay, no son más que medidas relativas de riesgo, cuyo objetivo es ordenar a los emisores de obligaciones (o incluso a las obligaciones mismas), en forma creciente según la probabilidad de que estos hagan frente a las mismas. Es decir, se trata de evaluar la capacidad de pago del emisor de las obligaciones.

Las metodologías aplicadas por la agencias calificadoras no son de conocimiento público. Sin embargo, en la explicitación de sus metodologías, las mismas afirman que sus calificaciones se basan en criterios cuantitativos, asociados al análisis de las principales variables macroeconómicas, y cualitativos basados en un análisis prospectivo de riesgos y fortalezas así como de posibles eventualidades que pudieran mermar la capacidad de pago de la deuda.

Cuadro 2.1 – Calificación de Uruguay según agencias

Agencia calificadora	Calificación	Perspectiva	Última revisión
Fitch	BB+	Positiva	abril-12
Moody's	Ba1	Positiva	enero-12
S&P	BBB-	Estable	abril-12
DBRS	BB(high)	Positiva	abril-12

Fuente: Elaboración propia en base a Fitch, Moody's, S&P y DBRS

Por otro lado, el rol de las calificadoras en el contexto actual ha estado en tela de juicio luego de algunos errores o rezagos en el otorgamiento de calificaciones, sobre todo asociados a la actual crisis financiera. De todas formas, las calificaciones de riesgo, aunque subjetivas y cuestionadas, continúan siendo relevantes y son frecuentemente utilizadas por los mercados como insumo para evaluar los activos financieros y determinar su precio.

Razones para el otorgamiento del grado inversor

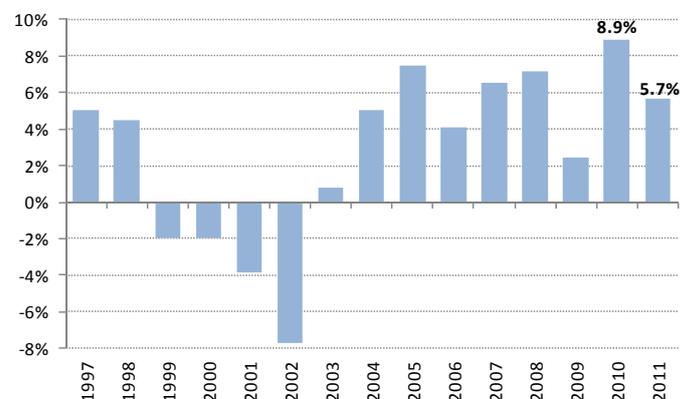
Si bien, como comentamos anteriormente se

desconoce la metodología aplicada por las agencias para definir la calificación de la deuda, existen numerosos trabajos que estudian este tema así como algunas informaciones y comunicados publicados por las agencias que permiten esclarecer este problema.

De todas formas, más allá de estos trabajos es relevante estudiar que indican las calificadoras de riesgo al evaluar a Uruguay, cuáles son los aspectos positivos que han determinado la recuperación del grado inversor y que aspectos quedan por mejorar para la sostenibilidad de éste en el largo plazo, así como para su otorgamiento por parte de las demás calificadoras del mercado.

Uno de los principales argumentos esgrimidos para devolver el grado inversor Uruguay es el crecimiento sostenido de la economía desde el 2004 hasta el 2011 con un crecimiento promedio de 5,9% durante este período. Si bien en este último año el producto se desaceleró con respecto a años anteriores, se espera que continúe creciendo durante 2012 y 2013, aunque a tasas más moderadas, cercanas al 4,5% y 4% respectivamente, y en un contexto internacional incierto, que podría derivar en un enlentecimiento aún mayor de la economía uruguaya.

Gráfico 2.1 – Crecimiento anual observado, % anual



Otro elemento destacado en el informe de la

calificadora, fue el perfil de la deuda uruguaya. En este sentido, se reconocieron los esfuerzos por reducir la dolarización de la misma a través de instrumentos denominados en pesos. Adicionalmente se resaltó el alargamiento de los vencimientos, la acumulación de reservas y los acuerdos de solicitud de préstamos contingentes con organismos internacionales como medida preventiva ante posibles shocks externos.

Por último, pero no menos importante dada la naturaleza *forward looking* de las calificaciones de riesgo, se resaltó la posición de Uruguay frente a posibles shocks externos. El contexto actual determina que uno de los principales riesgos para la economía local, y así lo destaca Standard & Poor's (S&P) en su informe, es la coyuntura Argentina y sus posibles derivaciones, tal como se mencionó en la edición pasada de este mismo informe¹.

En línea con esto, la calificadora destaca que Uruguay ha disminuido su exposición a la situación argentina reduciendo los canales de transmisión de posibles shocks, tanto el comercial como el financiero, lo que redundará en una menor vulnerabilidad externa para la economía local.

Sin embargo, más allá del reconocimiento al buen manejo de las variables macroeconómicas y a la reducción de las fragilidades externas e internas, se destaca la confianza en las instituciones y la estabilidad del sistema político, pilares fundamentales en el manejo económico y herramienta indispensable para paliar los efectos derivados de posibles shocks, tanto externos como internos.

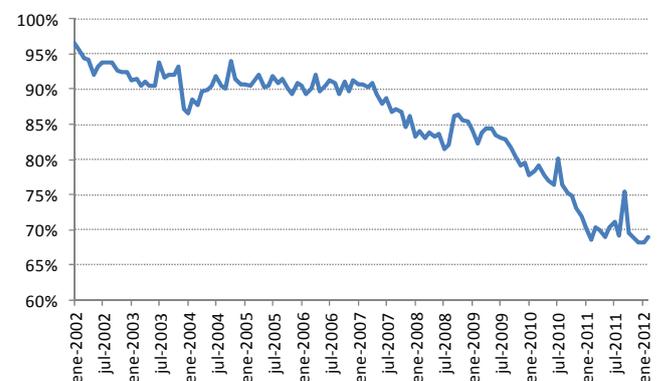
Por último vale destacar que aún resta camino por andar en materia macroeconómica en pos de la sostenibilidad del grado inversor y la futura obtención del mismo por parte de las otras calificadoras. Las agencias que aún no han otorgado este galardón a Uruguay, señalan que la inflación aún se encuentra en valores elevados respecto de otros países calificados con el

investment grade y que la misma se encuentra la mayoría del tiempo por encima del rango meta establecido por la autoridad monetaria.

Adicionalmente, las agencias señalan que la existencia de una política fiscal procíclica y la ausencia de una regla en este sentido, constituyen puntos débiles en el esquema institucional y económico de Uruguay.

Por último se destaca que la alta dolarización de la economía, a pesar de los esfuerzos realizados por reducirla, continúa mermando la eficacia de la política económica y constituye un riesgo adicional. Por ejemplo, al analizar el ratio entre depósitos en moneda extranjera y el total de depósitos se observa que la participación de los primeros se ha reducido fuertemente en el total desde el 2002, aunque se mantiene en niveles relativamente elevados (más del 65%, ver gráfico 2.2)

Gráfico 2.2 – Participación de los depósitos en moneda extranjera sobre el total de depósitos, en %



Fuente:BCU

Efectos de la obtención del grado inversor

La obtención del grado inversor, más allá de la calificación de riesgo en sí misma, también actúa como una señal que reconoce un manejo transparente y prudente en el ámbito político y económico. Tal es así, que se puede percibir que un país con grado inversor genera confianza y podría

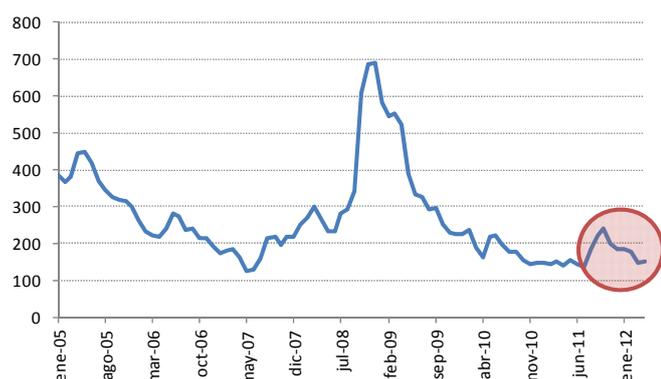
¹ Véase Informe de Actividad y Comercio N°102

atraer nuevas inversiones externas, dado que implícitamente se reconoce que las reglas de juego son claras, se respetan las instituciones y que las variables macroeconómicas no presentan mayores riesgos. Sin embargo para observar este impacto se deberá esperar un tiempo prudencial, ya que la decisión y posterior instalación de nuevos emprendimientos de capitales externos, implica un largo proceso.

Desde otro punto de vista, se torna relevante observar las derivaciones del grado inversor sobre el sector financiero. El índice UBI o también conocido como “riesgo país” es una medida relativa de riesgo, que indica el diferencial que pagan los bonos uruguayos con respecto a los emitidos por el tesoro de Estados Unidos. Por tanto, este spread soberano indica la prima adicional que debe pagar la deuda uruguaya por el riesgo de default o impago de deuda.

Siguiendo la evolución del índice UBI se puede inferir la percepción que tienen los mercados con respecto a la deuda uruguaya. Tal como se observa en el gráfico 2.3, el riesgo país se encuentra desde marzo en el entorno de 150 puntos básicos es decir que los bonos uruguayos pagan en promedio 1,5% más que los bonos de Estados Unidos.

Gráfico 2.3 – Evolución indicador UBI



Fuente: Republica AFAP

Cabe destacar que durante parte de 2011 el índice UBI se ubicó en niveles aún inferiores a los actuales. Estos valores están indicando que los mercados ya descontaban el aumento de la calificación de la deuda soberana, aceptando un

diferencial de precio acorde a un país con calificación de deuda no especulativa. De hecho si se compara a Uruguay con otros países de la región que cuentan con el grado inversor como Brasil, Colombia y Perú se destaca que el riesgo país era similar aún antes del cambio de calificación de abril.

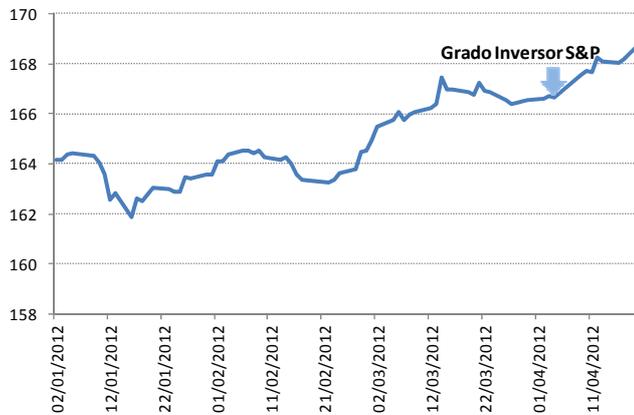
Otro elemento adicional radica en que, al ser el grado inversor una medida de riesgo, es esperable que al mejorar la perspectiva sobre la probabilidad de impago uruguayo, se torne más sencillo emitir u obtener fondos a nivel internacional. Más precisamente, es esperable que el endeudamiento futuro sea menos oneroso y posiblemente a plazos mayores.

No obstante, aún es muy pronto para evaluar el efecto final del grado inversor sobre la prima de riesgo soberana, pudiendo aún existir algunos cambios en las próximas semanas. Adicionalmente, al ser el “riesgo país” una medida de riesgo relativa a un emisor calificado como de máxima capacidad de pago, el diferencial puede verse afectado por alzas o bajas de la prima pagada por esa deuda.

En cuanto al mercado de bonos globales uruguayos, la mejora de la calificación por parte de S&P tuvo su correlato inmediato en la demanda de papeles de deuda uruguayos, tal como se observa en el gráfico 1.2. El índice BVMBG es un indicador bursátil que mide el desempeño de los bonos globales uruguayos en el mercado internacional. Más precisamente refleja las variaciones de valor o rentabilidad promedio de los instrumentos que lo componen. Este índice agrupa bonos emitidos por el Estado uruguayo, con un circulante mayor a los 100 millones de dólares y nominados en dólares.

Tal como se puede apreciar en el gráfico 2.4, en los días posteriores a la obtención del grado inversor el índice de bonos globales de la BVM se incrementó lo que implica que los bonos uruguayos aumentaron de precio por una mayor demanda.

Gráfico 2.4 – Evolución índice BVMBG, base enero 2008 = 100



Fuente: Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

Por otro lado, el grado inversor también podría beneficiar a los bonos uruguayos, vía reducción de la volatilidad del precio de los mismos. Por ejemplo, ante eventos de incertidumbre internacional y al observarse eventos de *flight to quality*, cuando el mercado se vuelve más adverso al riesgo y los inversores se desprenden de papeles riesgosos para posicionarse en activos seguros, contar con el *investment grade* permitirá reducir el impacto sobre los papeles uruguayos, ya que los mismos se encuentran ahora dentro del selecto grupo de “papeles seguros”. De esta forma, se reducen las vulnerabilidades asociadas a la volatilidad, al tiempo que se cuenta una mayor previsibilidad sobre el precio de los bonos uruguayos

Otra de las ventajas de la obtención de este galardón radica en que existen algunos fondos de inversión que sólo están autorizados a invertir en países o deuda calificada con el grado inversor. Este conjunto de fondos agrupa por ejemplo los fondos de pensión de Estados Unidos y Europa, entre otros. Éstos podrían a partir de la obtención del *investment grade*, tener a Uruguay dentro de su radar y por lo tanto comprar bonos emitidos por este gobierno.

Por último, vale destacar que no todos los efectos derivados del grado inversor serían positivos. Más precisamente, el posible ingreso de capitales comentado anteriormente tendría un impacto a la

baja sobre el tipo de cambio, apreciando la moneda nacional y reduciendo la competitividad externa de los productos nacionales. Este fenómeno ocurrió en Brasil luego de que ese país obtuviera el grado inversor en 2008. Con el objetivo de reducir este efecto indeseado, Brasil instauró un impuesto a los capitales extranjeros para desincentivar la llegada de capitales especulativos y reducir el impacto a la baja sobre el tipo de cambio.

En el caso de que este efecto se volviera operativo en la economía uruguaya, dado el contexto mundial incierto y el creciente proteccionismo regional, no se debe descartar que las autoridades tomen algunas medidas para mitigar posibles pérdidas de competitividad derivadas de la apreciación del peso. Sin embargo, dada la tensión actual del equilibrio entre competitividad y estabilidad de precios, si se pretende mantener el tipo de cambio “competitivo”, esto podría acarrear costos para la política monetaria y el control inflacionario.

En suma...

La obtención del grado inversor por parte de S&P en abril constituye un reconocimiento al buen desempeño de la economía uruguaya en los últimos años. Si bien aún quedan algunos esfuerzos por hacer en términos de la estabilidad de precios, el marco fiscal y la dolarización de la economía, se destacan como aspectos positivos el crecimiento alcanzado el crecimiento sostenido del nivel de actividad y el manejo responsable de la deuda.

Otro argumento esbozado por parte de S&P, no menor dado la coyuntura internacional y regional actual, es la reducción de las vulnerabilidades externas e internas y la mejor posición institucional y macroeconómica para absorber posibles shocks externos.

Si bien aún es muy pronto para evaluar el impacto de la recuperación del grado inversor y algunos indicadores señalan que los mercados habrían anticipado esta mejora, es posible presentar algunos posibles efectos.

Por el lado del *spread* soberano pagado por los bonos uruguayos, no se observan reducciones lo que podría implicar que los mercados creían inminente la obtención del *investment grade*. En cuanto a la demanda de bonos ésta se incrementó lo que implicaría cierta avidez por los papeles de deuda uruguaya luego de la recuperación del grado inversor. Adicionalmente, la posibilidad de obtener financiamiento a tasas menores y a más largo plazo constituye una oportunidad para continuar mejorando el perfil de la deuda uruguaya.

Otra posible derivación del alza en la calificación radica en que, al actuar como una señal de seguridad institucional, transparencia y respeto a las reglas, Uruguay podría atraer nuevos capitales en forma de inversión directa. Más precisamente, la mayor confianza en Uruguay podría estimular la llegada de nuevos emprendimientos productivos de capitales extranjeros. Sin embargo los impactos sobre la inversión extranjera no se observarían en el corto plazo dado que éstos implican un largo proceso.

Para finalizar, se debe puntualizar que no todos los posibles efectos serían positivos. En el caso que ocurriera una mayor entrada de capitales, tanto en su forma de inversión de cartera (bonos y otros activos financieros) como de inversión directa, es posible que aparezcan presiones bajistas sobre el tipo de cambio. Esto podría implicar nuevos riesgos para la competitividad externa en un contexto internacional incierto y una región más proteccionista.