

Contenido

1. El ansiado grado inversor.....1
2. ¿En que se fundamentan las calificaciones?2
3. Uruguay y el grado inversor: ¿Cómo estamos y qué nos falta?3

Realizado por cinve

centro de investigaciones económicas

Fecha de elaboración:

29 de febrero de 2012

1. EL ANSIADO GRADO INVERSOR

En el primer mes de 2012, la calificadora Moody's anunció un cambio en la perspectiva de la calificación de la deuda uruguaya, pasando de estable a positiva. Este último anuncio no hace más que adelantar que indudablemente Uruguay volverá a obtener el galardón de grado inversor en el corto o mediano plazo.

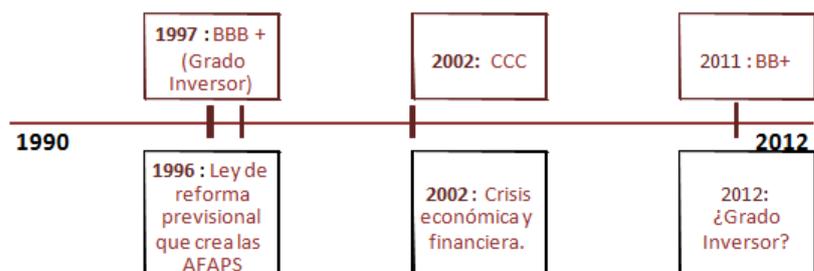
Estar dentro de la categoría de grado inversor permite a los países poseedores de esta calificación no sólo acceder a los mercados internacionales a mejores tasas, sino también a un más amplio universo de fondos, incluyendo ahora aquellos que tienen restringida su exposición al riesgo como, por ejemplo, los fondos de pensión. También debe de tenerse en cuenta que un aumento masivo en el ingreso de capitales puede provocar una apreciación de la moneda local, y perjudicar así la competitividad del país.

Desde 2011 ha comenzado un debate por parte del gobierno y analistas sobre si Uruguay está "bien calificado" o si las calificadoras ya deberían haberle otorgado el grado inversor, basándose en la positiva evolución de los indicadores macroeconómicos y las tasas internacionales a las que el país ha logrado colocar sus títulos.

Dados los últimos anuncios de las principales calificadoras parece claro que Uruguay recobrará finalmente el grado inversor que perdió en 2002, pero los impactos dependerán en gran medida de cuánto de esta calificación ya estén descontando actualmente los mercados y los agentes.

De todas formas es esperable que de obtenerse el grado inversor haya un incremento en la entrada de capitales al país, volviendo a poner en la agenda de discusión la posibilidad de controlar esta entrada, como lo ha hecho nuestro vecino brasileño.

Gráfico 1. Evolución de la calificación crediticia de Uruguay



Fuente: Elaboración propia en base a S&P.

2. ¿EN QUE SE FUNDAMENTAN LAS CALIFICACIONES?

Durante 2011, las tres principales calificadoras de riesgo (Moody's, Fitch y Standard & Poor's) elevaron la nota de la deuda uruguaya de largo plazo, dejándola a tan sólo un escalón del grado inversor.

Estos rankings elaborados por las calificadoras 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.

Como se puede apreciar en el cuadro 2.1, no todas las calificadoras siguen una misma escala, aunque sí todas ellas determinan un umbral a partir del cual se puede considerar la inversión como segura, denominado "grado inversor".

Cuadro 2.1. Escalas utilizadas por las principales calificadoras y ranking de algunos países de la región

	FICTH	Moody's	S&P	Paises	
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
	BBB	Baa2	BBB		
	BBB-	Baa3	BBB-		Colombia
	BB+	Ba1	BB+	Uruguay	
	BB	Ba2	BB	Paraguay	
	BB-	Ba3	BB-		
	B+	B1	B+	Argentina	
B	B2	B			
B-	B3	B-			
CCC+	Caa1	CCC+			

Fuente: Realización propia en base a de Fitch, Moody's y S&P. Los países se clasificaron según el ranking de S&P.

La metodología aplicada por las agencias para llevar a cabo esta clasificación, no es -en detalle- de público conocimiento. No obstante, sí se conoce que depende de una evaluación cuantitativa de ciertos indicadores macroeconómicos y de una

cuantitativa (objetiva) de la situación del país y las eventuales adversidades que podrían presentarse.

La ausencia de una metodología explícita para la evaluación hace que sea difícil para un país poder determinar cuándo será elevada su calificación crediticia, más allá de la mejora en los indicadores macroeconómicos.

Diversos estudios se han abocado a explicar la relación entre las calificaciones de los países y su situación macroeconómica e institucional. Particularmente, para Uruguay citamos dos estudios al respecto.

Pena realizó en el 2002 un estudio sobre los determinantes de las calificaciones de las agencias S&P y Moody's, donde concluyó que Uruguay estaba correctamente rankeado (en ese momento con el grado inversor). El autor encontró que las variables tomadas en cuenta por las agencias para elaborar sus ratings eran: el porcentaje de deuda pública sobre exportaciones, el producto per cápita, la inflación, el resultado fiscal como porcentaje del producto, el índice de riesgo político, un índice de liquidez y la pertenencia o no al grupo de países desarrollados (ejemplo OCDE).

En 2011, Borraz, Fried y Gianelli, realizan un estudio similar al de Pena (2002), encontrando en esta oportunidad que Uruguay está "mal calificado". Estos autores hallaron que los fundamentos macroeconómicos e institucionales de nuestro país a fines de 2010 ameritaban la clasificación de Uruguay dentro del grupo de países con grado inversor, aunque puntualizan que la importante dolarización de la economía genera una alta volatilidad cíclica en la calificación de la misma.

En la sección que sigue, se presentan los indicadores que a juicio de los estudios antes citados son tomados en cuenta en las calificaciones, y se discute sobre la posibilidad de obtener el grado inversor en los próximos meses.

3. URUGUAY Y EL GRADO INVERSOR: ¿CÓMO ESTAMOS Y QUÉ NOS FALTA?

Cuando hablamos del grado inversor en Uruguay una de las primeras preguntas que surge es sobre cuando nuestro país obtendrá este galardón. Es que, a pesar del escenario internacional incierto, la región en general se encuentra enmarcada en un contexto favorable. Es así que varios países de América del Sur ostentan el preciado grado inversor, lo que los convierte en potenciales atrayentes de inversión extranjera, en especial en formato de inversión de cartera asociada a fondos de inversión que tienen limitaciones para invertir en países que no estén calificados como *investment grade*.

Tal como se comentó en la sección anterior de este informe, las calificadoras de riesgo mantienen cierto hermetismo en explicitar la metodología y fundamentos sobre los cuales se basan para calificar la deuda soberana de los países. Sin embargo, existen estudios que han intentado develar cuales son algunas de las variables macroeconómicas que operan en este proceso de calificación crediticia.

En lo que sigue de este informe presentamos algunos de los indicadores identificados en estos estudios y otros definidos por cinco que describen la coyuntura económica y política, a la vez que permiten comparar a nuestro país con algunas economías regionales que sí poseen grado inversor.

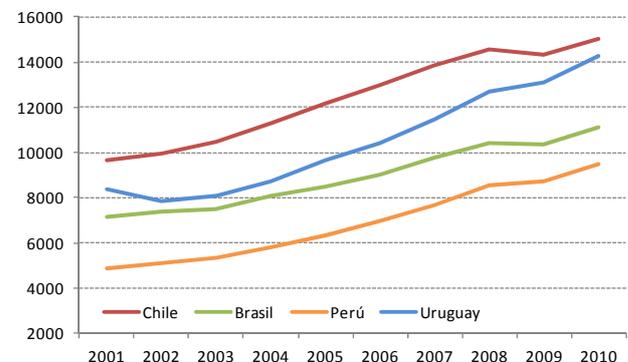
Al no conocer con exactitud la metodología aplicada por las calificadoras para evaluar el riesgo soberano de la deuda, los indicadores que se presentan constituyen una aproximación a la evaluación. Más precisamente estos indicadores permiten pautar la situación de Uruguay en distintos frentes pero no necesariamente determinan la capacidad de obtener el grado inversor ni dilucidar cuando se obtendrá el mismo.

Indicadores de evaluación, ¿cómo estamos respecto de la región?

En esta sección se presentan algunos indicadores que permiten evaluar la situación de Uruguay con respecto a otros países de la región con grado inversor. Las variables elegidas son el Producto Bruto Interno per cápita, la inflación anual, un indicador de efectividad del gobierno y un indicador de servicio de deuda.

Para comparar el nivel de actividad de la economía presentamos el PIB per cápita ajustado por paridad de poder de compra, como aproximación a al nivel de vida entre países. Téngase en cuenta que esta medición no toma en cuenta medidas de desigualdad en los ingresos, sino que simplemente surge de dividir el producto total entre la cantidad de habitantes.

Gráfico 3.1 - PIB per cápita con PPA, en dólares



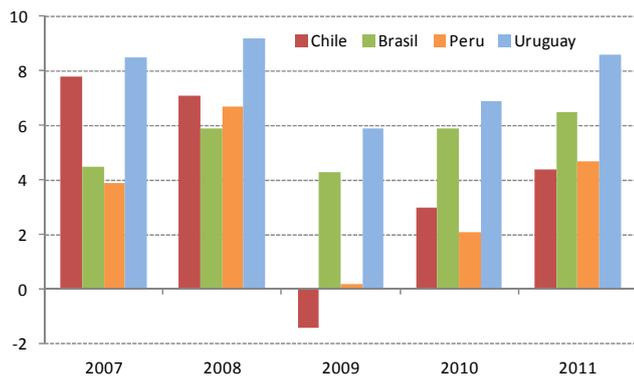
Fuente: elaboración propia en base a Moody's.

Tal como se observa en el gráfico 3.1, el PIB per cápita en Uruguay se encuentra entre los más altos de la región, superando a Brasil y Perú, y levemente por debajo de Chile, países que poseen el grado inversor. En línea con lo anterior se observa como el PIB per cápita en Uruguay ha crecido a mayor ritmo que el brasilero en los últimos años en tanto que la brecha con Chile ha disminuido sensiblemente.

Por otro lado, la estabilidad de precios asociada a los distintos regímenes monetarios también tiene

incidencia en la calificación soberana, básicamente por tres argumentos. El primero radica en que la inflación (en especial cuando es alta) imprime incertidumbre a los contratos y transacciones generando costos asociados a ajustes imprevistos. En especial tiene fuerte impacto sobre los sectores de menores ingresos que ven su poder de compra erosionado. Por otro lado, el mantenimiento de una inflación controlada es una señal de una institucionalidad fuerte en lo que refiere a la política monetaria, lo que constituye una fortaleza en términos políticos que se transmite a la población en términos de credibilidad. Adicionalmente, una aceleración de la inflación suele ser un indicador de desequilibrios macroeconómicos.

Gráfico 3.2 - Inflación anual en la región, dic/dic en %



Fuente: Elaboración propia en base a BCU, BCChile, BCPerú e IPEADATA.

En cuanto a la inflación (medida diciembre/diciembre), se observa que Uruguay presenta sistemáticamente el mayor incremento de precios de la región. Cabe destacar que estos países siguen un esquema de metas de inflación y han alcanzado el cumplimiento de los objetivos establecidos en la mayor parte del tiempo, al contrario de lo acontecido en nuestro país. Esto podría representar un elemento de debilidad institucional del régimen de inflación en Uruguay y ser percibido como una amenaza para la estabilidad en el futuro.

Por su parte, los indicadores institucionales y políticos permiten identificar fortalezas y

fragilidades de los países, y constituyen insumos útiles para la evaluación cualitativa o subjetiva de la economía en cuestión. La agencia Moody's, por ejemplo, releva un indicador de efectividad del gobierno que mide la madurez y capacidad de respuesta de las instituciones nacionales. En ese indicador, nuestro país se encuentra muy bien ubicado dentro la región, ocupando el segundo puesto. Este indicador toma valores entre 2,5 y -2,5, siendo los valores más altos una muestra de un gobierno más efectivo.

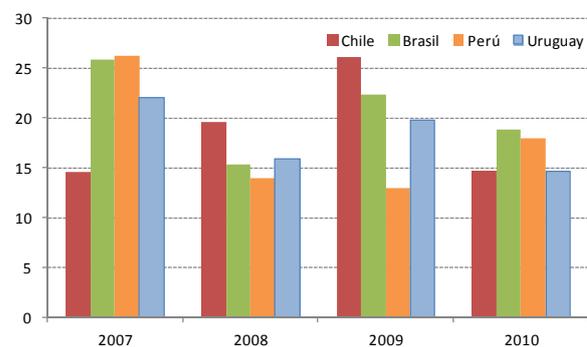
Cuadro 3.1 - Efectividad del Gobierno

	Chile	Brasil	Perú	Uruguay
2006	1.2	-0.1	-0.5	0.4
2007	1.3	-0.1	-0.5	0.5
2008	1.2	0.0	-0.3	0.5
2009	1.2	0.0	-0.4	0.6
2010	1.2	0.1	-0.2	0.7

Fuente: Moody's.

Finalmente, en lo que refiere a indicadores de deuda se destaca que el manejo de la deuda de los últimos años ha mejorado su perfil (en cuanto a vencimientos y estructura de monedas y acreedores), al tiempo que ha reducido su peso con respecto al producto. Cabe destacar que los indicadores fiscales y de deuda pública podrían atraer más atención en la actualidad, producto del contexto internacional y los problemas de deuda de algunos países europeos.

Gráfico 3.3 Ratio de servicio de deuda, en %



Fuente: Moody's.

El ratio de servicio de la deuda evalúa la capacidad de pago de los intereses y la

amortización anual de la deuda con respecto a los ingresos de la cuenta corriente, es decir los ingresos por exportaciones. Constituye una medida del peso que representa el pago de las obligaciones inherentes a la deuda. En este sentido, el gráfico 3 permite observar que Uruguay presenta indicadores similares a los de la región.

En suma, de acuerdo a los indicadores revisados, Uruguay se muestra en línea con los demás países de la región que poseen grado inversor. Acorde a ello, los mercados se comportan en muchos aspectos como si Uruguay ya contara con el grado inversor. Tal es así que la prima de riesgo con respecto a los bonos estadounidenses pagada por los países de la región que ya cuentan con el grado inversor (medida a través del EMBI) es similar a la pagada por Uruguay. Por ende, podríamos inferir que los mercados ya estarían descontando que Uruguay merece el grado inversor, debido a que se lo considera de la misma forma que países que ya lo tienen.

Entonces, ¿qué separa a Uruguay del investment grade?

Como comentamos anteriormente las calificaciones de riesgo se basan en indicadores macroeconómicos e institucionales y, dado que se trata de estimaciones *forward looking*, presentan en alguna medida un componente subjetivo en la evaluación de los criterios y su porvenir.

Dado que no contamos con el detalle de la metodología que se aplica en la evaluación, nos resulta difícil responder qué factores actúan como obstáculos en la obtención del grado inversor. No obstante, ponemos a consideración algunos de los que se han manejado en estudios previos o en la discusión pública.

Por ejemplo, Borraz et al (2011) encuentran que el alto grado de dolarización de la economía podría constituir uno de los obstáculos para que el país deje de estar situado en el nivel de deuda especulativa. Otro de los posibles factores que ha sido planteado por analistas es la aún significativa

exposición al riesgo regional. En particular, y a pesar de que los vínculos tanto comerciales como financieros con Argentina han tendido a reducirse, un eventual episodio de crisis en Argentina es visto como un factor de riesgo para nuestro país. No obstante, cabe advertir en cualquiera de estos dos indicadores Uruguay estaba peor posicionado previo a la crisis de 2002 cuando aún tenía grado inversor.

Por otra parte, en el marco fiscal, contar con una regla fiscal explícita al estilo de Chile es visto como una fortaleza por las calificadoras. Si bien la situación fiscal no es preocupante en la actualidad, una institucionalidad más fuerte del régimen fiscal que contribuya a responder rápida y flexiblemente ante ciclos económicos más adversos significaría una menor vulnerabilidad ante shocks externos. No obstante, no parece ser esta una razón suficiente, dado que otros países de la región con grado inversor tampoco cuentan con una regla fiscal explícita.

Un cuarto factor que puede explicar el retraso en la obtención del grado inversor son los resultados en materia de inflación. Este es uno de los pocos indicadores en los que el desempeño de Uruguay es peor que los de los otros países de la región mencionados. En este sentido una inflación en el entorno de 8%, con un desvío de más de 2pp por encima del techo del rango meta establecido por las autoridades, constituye una señal de debilidad en el manejo monetario en un contexto en el cual los otros países presentan inflaciones menores al 6% en media y que, en la mayoría de los casos cumplen con los objetivos de precios establecidos.

Finalmente, es posible que el grado inversor sea en la actualidad especialmente exigente en el cumplimiento de criterios, dados la incertidumbre internacional y los eventos de crisis de deuda en Europa.

En suma

Los indicadores macroeconómicos e institucionales que presenta hoy Uruguay no

difieren significativamente de los resultados alcanzados por otros países de la región que sí cuentan con el grado inversor. En muchos de éstos indicadores, incluso, nuestro país se encuentra mejor posicionado.

Más allá de la alta dolarización de la economía y de una inflación que se encuentra por encima del techo fijado por la autoridad monetaria, no deberían de existir mayores trabas para que las calificadoras le otorguen a Uruguay, en el corto o mediano plazo, el grado inversor.

Es de esperar que con esta calificación lleguen nuevos capitales a Uruguay, engrosando la cuenta capital y presionando al alza el valor del peso uruguayo. La cuantía de este impacto dependerá en gran medida de cuanto ya estén descontando los mercados sobre la calidad *premium* de la deuda uruguaya.