

"ESTRATEGIAS Y PERSPECTIVAS DE LA DEUDA URUGUAYA"¹

LORNA MARTIN

Mi intención es dar la visión de la calificador de riesgo. Voy a hablar un poco sobre cómo vimos el canje de deuda, pero básicamente la idea es darles rápidamente los aspectos fundamentales que hoy están detrás de la calificación de riesgo soberano de Uruguay.

Si miramos la evolución de la calificación de la deuda soberana de Uruguay, vemos que la calificación BBB- fue su calificación más alta, la que mantuvo entre 1997 y 2001, la última vez que la calificadora oficialmente confirmó es nivel de calificación.

Ya en noviembre de 2001 Fitch comenzó a ver con preocupación la evolución de los *fundamentals* crediticios de Uruguay y le asignó una perspectiva negativa a la calificación. ¿Qué era lo que estaba diciendo con esto? Que consideraba que la posible evolución para la calificación en los próximos 18 meses se inclinaba más hacia la baja que a estable o a la suba. Y esto era la perspectiva. Este tipo de anuncio no fue muy popular pero era los que Fitch observaba ya en ese momento.

En la presentación, donde dice **BBB+**, debería decir **B+**, que fue el próximo escalón en la baja de la calificación. O sea que este fue el inicio de un proceso de prácticamente dos años de baja de calificación.

Es un poco duro de decir que una calificación **BBB-** hizo todo el camino hasta una **D**, pero este es un proceso posible dado que la probabilidad de *default* que está en estudios de diez años de cómo evolucionan las calificaciones de riesgo en el mundo, determina para la **BBB-** un poco menos de un 10% de probabilidad de *default*, lo cual

1 Versión corregida por la autora.

significa que hay entre 9 y 10% de las calificaciones que originalmente reciben **BBB-**, que alguna vez pueden llegar a *default*. Las razones por las que se comenzó a bajar la calificación tan abruptamente fueron las severas pérdidas de depósitos y baja de reservas - en gran parte producto de los problemas de la banca argentina - de la economía argentina y de la flotación de la moneda. Con la baja a la categoría **B-** en enero del 2003, Fitch ya estaba anticipando problemas a raíz de que había habido un pequeño canje en noviembre de 1,5% de la deuda con las AFAP. A pesar de considerar el canje totalmente voluntario, dado que esto en si mismo no motivó la baja, Fitch ya había empezado a alertar que esto era una señal de estrés financiero. Fitch tiene criterios, que son públicos, donde se explican muy claramente cuando un canje es considerado una situación de estrés. Esto es lo que llamamos *distressed debt exchange* y Fitch considera *default* esta situación de canje. Es muy difícil juzgar que un canje no es voluntario, pero por diferentes motivos se juzga que un canje no lo es. Cuando se anuncia el canje de mayo se asigna a los bonos elegibles una **CCC** indicando que, cuando se concrete el canje, se va a dar la calificación de **D (default)**. Cuando el proceso de canje es concluido formalmente, se le asigna **DDD** a la deuda Uruguaya. La **D** es la única calificación que no mira hacia delante, no da una perspectiva de lo que va a pasar, sino que dice: señores, esto es, ya llegamos, es el *default*. Y durante 30 días se asigna esta calificación de *default* mientras se analiza la nueva situación. Básicamente las razones por las cuales se consideró el canje como “bajo estrés” eran que había una pérdida de valor presente como producto de la extensión de los plazos que no era compensada, además de existir otros elementos que hacían que no se vislumbrara como un canje voluntario, sino como que en el fondo un poco se estaba diciendo: “Tenemos un problema muy grave, necesitamos de este canje.” Y básicamente era la eliminación del *cross default* entre los bonos nuevos y los bonos viejos - o sea existía la posibilidad de hacer *default* sobre los bonos viejos sin afectar los bonos nuevos - y el hecho de que se deslistaba los bonos viejos y se les retiraba totalmente la liquidez, haciéndose difícilísimo, especialmente a los inversores institucionales locales, poder mantener estos bonos dadas las regulaciones que impiden tener bonos que no cotizan y el *risk weighting* que debían aplicar, por ejemplo, los bancos si mantenían este tipo de bonos.

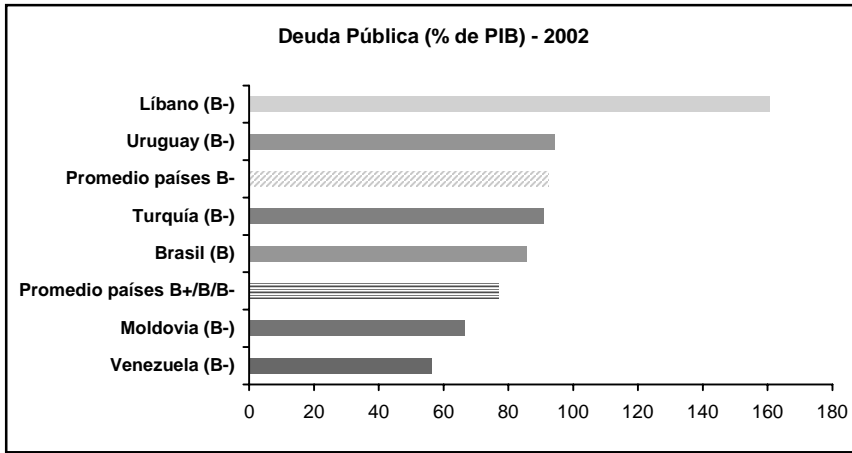
La DDD se aplica a los bonos elegibles para el canje. Fitch diferencia entre **DDD**, **DD**, **D**, según las perspectivas de recupero que vemos sobre el canje. En el caso de la **DDD** estamos diciendo que la perspectiva de

recupero es de más del 90%. O sea que dentro de lo malo es lo mejor que se puede tener. Ya Fitch estaba anunciando en ese momento que veía que los nuevos bonos a ser emitidos bajo el canje no estarían dentro del rango de las calificaciones de inminente, posible o probable *default*, que es todo el rango de la **C** (CCC, CC, C). Y efectivamente a los 30 días se confirma la calificación de **B-**, que es la que hoy tienen los bonos nuevos emitidos bajo el canje. El remanente no canjeado de los bonos elegibles queda en categoría menor, es decir **CCC**, reflejando la opinión de Fitch que la voluntad del gobierno para atender los servicios de los bonos viejos en tiempo y forma es menor que para los bonos nuevos, existiendo una mayor probabilidad de *default* sobre este tipo de bonos.

Pero obviamente lo que más nos interesa es el comportamiento de los nuevos bonos.

Una calificación de **B** significa que hay un riesgo crediticio significativo y que hay un limitado margen de seguridad, pero se está cumpliendo con las obligaciones.

Ahora, en el caso del soberano, el cumplimiento de las obligaciones depende de la evolución favorable del contexto económico. Y por eso me pareció acertado describirles rápidamente cuales son aquellas preocupaciones fundamentales que Fitch está monitoreando en cuanto a la evolución del riesgo crediticio: el elevado nivel de la deuda medido en términos de PBI, el alto nivel de dolarización de la economía, la vulnerabilidad del sistema financiero, las perspectivas de crecimiento de mediano plazo, la estructura de las finanzas públicas, la incertidumbre asociada a próximas elecciones presidenciales, y no podemos olvidar que Uruguay está inserto en una región donde los vecinos influyen dramáticamente. Voy a entrar muy brevemente, en un comentario sobre cada uno de estos temas.



Respecto al nivel de deuda, aquí incluí una pequeña comparación de lo que llamamos el *peer group*, porque cuando hacemos el análisis de una calificación de riesgo de lo que sea, en este caso particular de soberanos, no solo miramos la situación en particular del sujeto de la calificación sino que lo tratamos de comparar con otros para sacar conclusiones al respecto.

Este gráfico tiene otros países que están en **B**. El primero es Líbano. Líbano en realidad tiene una proporción de deuda pública/PBI de las más altas de cualquier país calificado - es de 161%. Líbano está en una situación cercana al *default* hace como dos años, pero sigue avanzando, tiene un *track record* impecable en el pago de todos sus compromisos y tiene un mercado local de deuda sumamente fuerte que le permite hacer este *revolving* y por eso mantiene la **B-**. Para los demás países observarán que están dentro de un nivel de deuda más o menos similar para la categoría **B**.

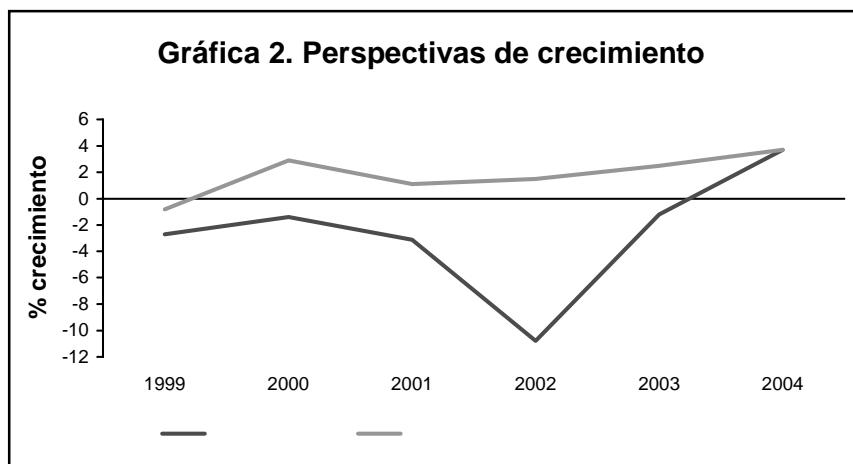
También es importante ver la composición de la deuda, entonces si bien entre Uruguay y Brasil pueden ver valores de deuda sobre el PBI más o menos similares, es totalmente distinta la composición de la deuda. La deuda de Brasil se encuentra aproximadamente 3/4 partes en el mercado doméstico. El 71% de la deuda de Uruguay se encuentra nominada en dólares, de la cual más del 50% está colocada en mercados de deuda, y a su vez de esa deuda en mercado de capitales entre el 50% y 60% más o menos está colocado internacionalmente. Esto hace a una composición

totalmente distinta y a una vulnerabilidad a reacciones del mercado totalmente distinta.

Venezuela tiene el nivel de deuda más bajo y una enorme generación de divisas respecto de sus compromisos de deuda, pero tiene una situación social totalmente inestable.

Respecto al alto nivel de dolarización — que lo miramos como una de las preocupaciones — el alto nivel de dolarización implica una limitada posibilidad de ejercer política monetaria por parte del Banco Central y por lo tanto la preponderancia que implica la política fiscal, sobre la cual vamos a hablar un poco cuando menciono necesidad de reforma fiscal. Con la mayoría de los activos y pasivos del sistema financiero nominados en dólares, la flexibilidad del Banco Central para seguir asistiendo a este sector en casos de nuevos *shocks* es limitada y por eso esto se convierte en una vulnerabilidad. Adicionalmente, el alto nivel de dolarización se encuentra ligado a la evolución del tipo de cambio.

El sistema financiero, yo diría que desde octubre del año pasado está prácticamente estable. Hubo un episodio de inestabilidad menor en el mes de enero, pero se podría decir que está prácticamente estable. Realmente a esto en parte contribuyó el tema de la reestructuración de depósitos de la banca pública, lo cual representó aproximadamente un 40% de los depósitos. Hacia agosto de este año comienza a operar el esquema de liberación de estos depósitos. Si quisiéramos ir a un caso extremo podríamos estar preocupados por cuál podría ser la actitud del público ante esto, pero en función de la aceptación doméstica del canje de deuda y la estabilidad de los depósitos, Fitch no ve como una gran preocupación que se estén retirando masivamente los depósitos que se liberen en agosto. Sin embargo esto muestra la vulnerabilidad que sigue teniendo el sistema financiero a *shocks* y por eso es otro tema que se monitoría constantemente.



La perspectiva del crecimiento del PBI tiene una importancia fundamental porque el *ratio* que estamos mirando es el de deuda/PBI. Para el 2003, después de un mal 2002, se podría estimar razonablemente un aumento del PBI. De ahí en más esto tiene que ver con cuales son los supuestos que se tomen respecto de crecimiento de PBI, respecto de déficit fiscal, superávit fiscal y respecto de tasa de interés real. Fitch ha estimado un caso base usando un crecimiento moderado, cumpliendo con las metas de superávit fiscal y lo que por ahí interesa es que se estima que bajo este escenario, se puede bajar de más de un 90% de deuda/PBI a un 60% de deuda/PBI hacia el 2008. Este es un escenario hipotético pero podemos decir que existe una especie de sendero que permitiría a Uruguay volver a los mercados de capitales en la medida que surja la necesidad de cumplir con vencimientos que no puedan ser cubiertos con financiamiento de organismos multilaterales, tal cual lo estaría haciendo en 2004.

Respecto de las finanzas públicas, claramente observamos que la perspectiva de reforma de las finanzas públicas tiene que venir por el lado del gasto. Desde el punto de vista de los ingresos Uruguay tiene una incidencia de 31% de ingresos sobre PBI - uno de los indicadores más altos de América Latina - lo cual indicaría que el esfuerzo es por el lado del gasto público. Indudablemente es un esfuerzo importante - cuando consideramos la evolución histórica - poder alcanzar las metas que están propuestas y por lo tanto esto hace que sea uno de los factores de preocupación que estamos mirando.

Respecto del ambiente político, Uruguay en 2004 tiene elecciones presidenciales y parlamentarias. Economías que tienen una estructura de financiamiento público con cierta debilidad, obviamente se ven sometidas a la presión que generan los procesos eleccionarios, y más aun cuando estos procesos eleccionarios pueden generar un cambio de partido, como podría ser en el caso uruguayo, donde los partidos de izquierda han ganado terreno. Esto puede generar cierto resquemor en el mercado, aún falta tiempo, pero la economía uruguaya se encuentra en una posición débil como para poder afrontarlos. Esperemos que estos temores no sean tan fuertes como en el caso brasilero. También existe el riesgo de que las presiones políticas de campaña afecten el cumplimiento de las metas fiscales.

Otra de las cosas que se monitorean cuando se mira la evolución crediticia de Uruguay es cómo evolucionan las perspectivas de sus vecinos, dado que Uruguay se encuentra íntimamente ligado a la evolución de la región. La situación de Argentina y Brasil ha pasado por momentos de bastante incertidumbre, si bien hoy se encuentran más estables.

Para que no todo sea malo, y con esto ya termino, hablemos de fortalezas crediticias. Indudablemente como fortalezas crediticias en primer lugar tenemos que hablar del soporte multilateral que ha tenido Uruguay para las necesidades de financiamiento de corto plazo. Se destacan también los indicadores sociales, que son mejores que los de otros países calificados en las mismas categorías. Por otro lado, la tasa de inflación mensual parecería indicar que lo peor ya pasó. Pero el secreto de esto es tratar de encontrar lo que se llama el sendero de crecimiento sustentable, y este es un gran desafío porque históricamente la economía de Uruguay se podría decir que se basó en lo que en inglés son las tres **B**, que sería el turismo de playa [*beaches*], el sistema financiero [*banks*] y la carne [*beef*]. De los tres, el sector frigorífico hoy es el que más puede estar repuntando, luego de haber superado problemas de aftosa; el sector bancario diríamos que en el mediano plazo se verá bastante dificultado de retornar a su posición de liderazgo como banca *offshore* para la región; y el sector de turismo se ve todavía afectado por la pérdida del poder adquisitivo, particularmente, de los turistas argentinos.