

Preguntas Frecuentes

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

26 de noviembre de 2019

Los resultados de las elecciones presidenciales en Uruguay del domingo 24 de noviembre fueron más cercanos de lo que se esperaba. Las estimaciones actuales indican que Luis Lacalle Pou, del partido opositor Partido Nacional (PN), obtuvo 48.0% de los votos, apenas por delante de Daniel Martínez, de la coalición Frente Amplio (FA), que ha gobernado al país durante los últimos 15 años. Los resultados finales los anunciará esta semana la Corte Electoral.

A continuación, S&P Global Ratings responde preguntas frecuentes sobre la posición crediticia de Uruguay, cómo se compra con sus pares de la región y los desafíos clave para el nuevo gobierno.

¿Qué respalda la calificación de Uruguay y cuáles son los riesgos clave?

La calificación 'BBB' de Uruguay con perspectiva estable incorpora nuestro supuesto de continuidad de las principales políticas económicas tras la elección. Esperamos que, durante los próximos dos años, Uruguay continúe presentando déficits fiscales elevados a nivel de gobierno general y un incremento en su carga de deuda. Al mismo tiempo, prevemos que Uruguay continúe sosteniendo el crecimiento del producto interno bruto (PIB), con una probable expansión del PIB per cápita de 1.9% anual durante el periodo 2020-2022.

Nuestras calificaciones de Uruguay se respaldan en su historial de implementación de políticas prudentes y predecibles y en sus instituciones bien establecidas, factores que han apoyado un crecimiento económico consistente durante los últimos 16 años. Las calificaciones también se benefician de la fuerte posición externa de Uruguay. Los persistentemente elevados --y en aumento-- déficits fiscales y carga de la deuda de Uruguay limitan las calificaciones soberanas, al igual que su inflación relativamente alta y un nivel de dolarización todavía elevado en el sistema financiero.

¿Cómo se compara la calificación de Uruguay con la de otros soberanos en la región?

El historial de crecimiento económico continuo de Uruguay y las políticas económicas estables de los últimos años lo distinguen de sus vecinos Argentina y Brasil, y han contribuido a la brecha en nuestras respectivas calificaciones soberanas de riesgo crediticio (nuestra calificación soberana en moneda extranjera para Argentina es de 'CCC-', y para Brasil, de 'BB-'). De hecho, la trayectoria de la calificación soberana de Uruguay en las últimas dos décadas muestra que el país se ha separado cada vez más de Argentina y Brasil; sus pares actuales con grado de inversión en la

CONTACTOS ANALÍTICOS

Constanza Pérez Aquino
Buenos Aires
54 (11) 4891 2167
constanza.perez.aquino
@spglobal.com

Joydeep Mukherji
Nueva York
+1 (212) 438-7351
joydeep.mukherji
@spglobal.com

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

región son Perú, (BBB+/Estable), Colombia (BBB-/Estable), y Chile (A+/Estable) (ver Gráfica 1).

A lo largo de los años, Uruguay ha podido mejorar su posición externa neta y su acceso a liquidez externa, a la vez que ha diversificado su economía y fortalecido su sistema financiero y política monetaria. Por lo tanto, ha ganado mayor resiliencia frente a acontecimientos externos adversos. La mejora en su posición crediticia de los últimos años demuestra la importancia de un liderazgo político estable que favorezca políticas pragmáticas a favor del crecimiento, con base en el consenso político. Esto explica por qué nuestra evaluación institucional de Uruguay es similar a la de sus pares con grado de inversión en la región y es una fortaleza para la calificación, junto con nuestras evaluaciones de la economía del país e indicadores externos. Al mismo tiempo, existen debilidades en el desempeño fiscal de Uruguay, así como en los niveles persistentemente elevados de inflación y dolarización que limitan nuestra evaluación monetaria (ver Tabla 1).

Gráfica 1

Trayectoria de la calificación de Uruguay; Un vecino cada vez más distante de Argentina y Brasil



Fuente: S&P Global Ratings

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

Fortalezas y debilidades relativas de la calificación de Uruguay

Calificaciones soberanas en moneda extranjera	Chile	Perú	Uruguay	Colombia	Brasil	Argentina
	A+/Estable/A-1	BBB+/Estable/A-2	BBB/Estable/A-2	BBB-/Estable/A-3	BB-/Estable/B	CCC-/Negativa/C
Evaluación institucional	2	3	3	3	4	6
Evaluación económica	4	4	3	4	5	5
Evaluación externa	4	3	2	5	3	6
Evaluación fiscal: desempeño presupuestal	2	2	5	3	6	6
Evaluación fiscal: deuda	1	2	4	4	6	5
Evaluación monetaria	2	3	5	3	3	5

Nota: 1 representa el riesgo más bajo, mientras que 6 representa el riesgo más alto. Fuente: S&P Global Ratings
Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

¿Qué implica para la calificación el resultado tan cerrado de las elecciones?

Los resultados tan cerrados probablemente aumenten la importancia de lograr consensos sobre políticas clave. La saliente coalición del FA mantuvo una mayoría en ambas cámaras del Congreso durante los últimos 15 años, lo que facilitó la aprobación de leyes. En la nueva Cámara de Senadores (que tiene 30 escaños), el FA mantendrá 13 escaños, y el PN solo 10. El Partido Colorado (PC) tendrá cuatro escaños y el recientemente creado Cabildo Abierto (CA), tendrá tres. Estos dos partidos se aliaron con el PN en la segunda vuelta de las elecciones presidenciales. En la Cámara de Diputados (que tiene 99 escaños), el FA tendrá 42, en comparación con los 30 del PN, 13 para el PC, 11 para CA y tres para otros partidos.

Independientemente de quién gane la presidencia, el nuevo líder tendrá que construir respaldo de diferentes partidos en el Congreso para proponer medidas difíciles que estimulen el crecimiento del PIB, aborden las debilidades en las finanzas públicas y contengan la inflación. El próximo gobierno asumirá el 1 de marzo de 2020.

¿Cuáles son sus expectativas de crecimiento económico?

Esperamos que la economía de Uruguay se estanque en 2019, con un crecimiento de solo 0.5%, una baja desde 1.6% el año pasado. La inversión ha estado cayendo en los últimos cuatro años, mientras que el desempleo se mantiene elevado en torno a 9% de la fuerza laboral. Esperamos que el crecimiento del PIB sea de solo 1.5% en 2020. El PIB per cápita de Uruguay se duplicó en los últimos 10 años a un estimado de US\$16,400 en 2019, uno de los más altos de América Latina. Sin embargo, estimular y sostener el crecimiento económico sigue siendo un desafío, al igual que en otros países latinoamericanos.

La tendencia de la tasa de crecimiento del PIB es un factor importante para la calificación. Esperamos que los incrementos graduales en la inversión durante los próximos años estimulen el crecimiento del PIB per cápita a 2.0%. Gran parte dependerá de la capacidad del próximo gobierno de avanzar en grandes proyectos de infraestructura por medio de asociaciones público-privadas. De manera importante, después de 2020, consideramos que la inversión aumentará debido a la

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

construcción de la segunda fábrica de celulosa de la compañía finlandesa UPM-Hymene Oyj, la mayor inversión privada en la historia de Uruguay (aproximadamente US\$3,000 millones o 5% del PIB).

¿Cuáles son los desafíos fiscales subyacentes para el nuevo gobierno?

El bajo crecimiento económico y la inflación moderadamente elevada, así como las rigideces en el gasto, han presionado las finanzas del gobierno durante los últimos años y representan un desafío clave para la nueva administración. A finales de 2017, el Congreso aprobó cambios en el sistema de seguridad social para permitir que los grupos de futuros jubilados en el sistema de pensiones privado se cambien al sistema de pensiones del sector público. Esto impulsó los ingresos del gobierno en 2018 en 1.3% del PIB (gracias a mayores contribuciones de pensiones) y bajó el déficit fiscal del gobierno general (nuestra definición de gobierno general incluye al banco central y excluye las empresas del sector público). El déficit fiscal se situó en 2.8% del PIB en 2018, pero hubiera sido de 4.1%, si se excluyen los ingresos extraordinarios de pensiones. Gracias a estos ingresos temporales en 2019 y 2020, esperamos que el déficit del gobierno general promedie casi 3% del PIB en estos años. La contención del déficit una vez que estos ingresos extraordinarios se dejen de recibir en 2021 será un desafío fiscal para el próximo gobierno, dado que la carga de deuda de Uruguay ha incrementado en los últimos años.

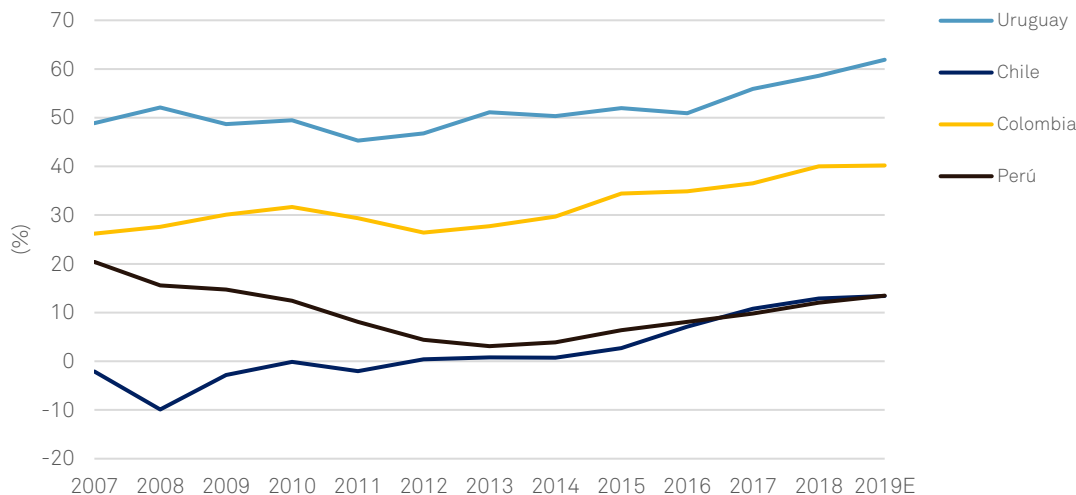
¿Cómo se compara la deuda de Uruguay con la de sus pares?

Uruguay tiene un nivel de deuda más alto y una composición menos favorable en comparación con sus pares en la región con calificaciones crediticias similares. La deuda neta del gobierno general se ubicará por arriba de 60% del PIB en 2019, reflejando los continuos déficits fiscales y la depreciación del peso (ver Tabla 2). Aunque la deuda en moneda extranjera se redujo a 53% de la deuda total a septiembre de 2019, desde 88% en 2005, Uruguay es más vulnerable al riesgo cambiario que sus pares, que tienen la mayor parte de su deuda denominada en moneda local. La deuda en moneda extranjera es solo 34% de la deuda total en Perú, 33% en Colombia y 20% en Chile.

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

Gráfica 2

Deuda neta del gobierno general/PIB



E-Estimado.

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Nuestro análisis de las finanzas públicas se enfoca en el cambio en la deuda neta del gobierno general como porcentaje del PIB. En contraste con el déficit fiscal reportado, esta medida incorpora el impacto de los movimientos del tipo de cambio y otros factores que podrían afectar la carga de deuda del soberano. Con más de la mitad de su deuda en moneda extranjera, la carga de la deuda de Uruguay (y el servicio de la deuda) es sensible a los movimientos cambiarios. Debido a su magnitud, también consideramos la deuda emitida por el banco central para intervenir en el mercado cambiario a fin de contener la depreciación de la moneda local. Por lo tanto, las medidas que reduzcan la exposición del soberano a movimientos adversos en el tipo de cambio, y fortalezcan la efectividad de la política monetaria, también tendrían un impacto positivo en nuestra evaluación de las finanzas públicas.

¿Cómo evalúa S&P Global Ratings la flexibilidad monetaria de Uruguay?

En nuestra opinión, la flexibilidad monetaria de Uruguay es más limitada que la de sus pares regionales con grado de inversión. Esto se deriva de los niveles todavía elevados de inflación y de dolarización, lo que también presenta riesgos para el sector financiero, en caso de que ocurran alzas repentinas en el tipo de cambio, dado que más de 50% de los créditos en manos de residentes están denominados en dólares, mientras que más de 70% de los depósitos de residentes están denominados en esa moneda.

La tasa de inflación acumulada llegó a 8.3% en octubre, y las expectativas de inflación durante los próximos 12 meses se mantienen por arriba del rango meta del banco central de 3% a 7%. Para el cierre de 2019, esperamos que la inflación se sitúe por arriba de dicha meta, dado que la depreciación continua del peso uruguayo y los efectos del traslado al sector transable continuarán presionando los precios. Esto contrasta niveles de inflación mucho menores en Brasil (3.8%, estimada para 2019), Colombia (3.5%) y Perú (2.3%)

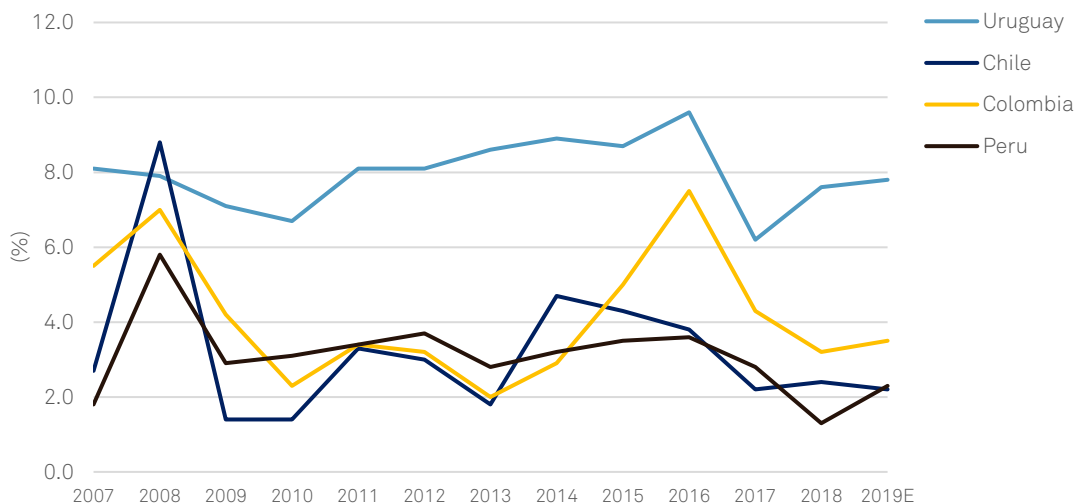
El gobierno del FA ha intentado reducir la indexación de los salarios a la inflación con el fin de bajar la inercia inflacionaria. Sin embargo, la volatilidad de la moneda ha dificultado contener esta presión sobre precios. El éxito en la reducción gradual de la inflación impulsaría la efectividad de la política

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

monetaria, aliviaría las presiones fiscales y también ayudaría al gobierno a manejar las consecuencias económicas del envejecimiento de la población.

Gráfica 3

Crecimiento del Índice de Precios al Consumidor



E-Estimado.

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

¿Cómo afecta el envejecimiento de la población al análisis de la calificación de Uruguay?

Uruguay tiene la población más envejecida de América Latina, con 14.8% de sus residentes mayores a los 65 años, similar a algunos países europeos y por arriba del promedio de 7.9% de América Latina. Esta situación podría deprimir el crecimiento futuro del PIB, de no implementarse políticas que incrementen la productividad laboral. También entraña un problema fiscal debido al mayor gasto futuro en pensiones.

El gasto en pensiones representa alrededor de 10% del PIB y es alto para los estándares internacionales debido a la amplia cobertura del sistema, así como al impacto de la indexación. Las presiones políticas dificultarán que el próximo gobierno aumente la carga tributaria, lo que resalta la importancia de abordar las rigideces en el gasto.

Asegurar la salud a largo plazo del sistema pensional y la consolidación de las finanzas públicas en general depende de reformas fiscales y de sostener un buen crecimiento del PIB. Ambos desafíos requerirán un hábil liderazgo y consenso político.

Este reporte no constituye una acción de calificación.

¿Qué desafíos afrontará el nuevo gobierno de Uruguay?

Copyright © 2019 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no necesariamente dependen de la acción de un comité de calificación, incluyendo, pero sin limitarse a, la publicación de una actualización periódica sobre una calificación crediticia y análisis relacionadas.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web www.standardandpoors.com, www.standardandpoors.com.mx, www.standardandpoors.com.ar, www.standardandpoors.cl, www.standardandpoors.com.br (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com y www.capitaliq.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.