

Fitch afirma a Uruguay en calificación “BBB-”, con Perspectiva Negativa (*)

Fitch Ratings – Nueva York – 27 de junio de 2019: Fitch Ratings afirmó la calificación BBB- de Uruguay de su deuda de largo plazo en moneda extranjera, con perspectiva negativa.

PRINCIPALES ARGUMENTOS

La perspectiva negativa refleja el crecimiento por debajo de lo esperado y el deterioro fiscal, los cuales están aumentando el peso de deuda. Fitch proyecta que Uruguay tendrá el incremento más grande en el cociente de deuda sobre PIB en la categoría “BBB” en los cinco años hasta 2019, restringiendo la capacidad de política para manejar *shocks*. El crecimiento ha caído a uno de los niveles más bajos en la categoría “BBB”, aunque se ha mantenido resiliente a los *shocks* de las economías vecinas. El alcance, naturaleza y el momento de potenciales medidas para abordar las tendencias macroeconómicas y fiscales negativas se mantienen inciertos, pero podrían tornarse más claros luego de las elecciones de octubre de 2019.

La calificación crediticia de Uruguay se apoya en un fuerte desarrollo social e institucional, elevada liquidez externa y solvencia, y una deuda pública de extensa madurez y con suficientes amortiguadores de liquidez. Estos factores están balanceados por la debilidad de las finanzas públicas, que se reflejan en un pobre historial de cumplimiento de las metas fiscales, un elevado nivel de deuda denominada en moneda extranjera que deja la hoja de balance expuesta a *shocks* del tipo de cambio, y una alta y persistente inflación.

Se espera que las próximas elecciones de octubre sean competitivas, luego de tres períodos y 15 años de gobierno del partido de centro-izquierda Frente Amplio. Una amplia continuidad de políticas es esperable ante cualquier resultado, pero las elecciones serán de importancia para las perspectivas de ajuste fiscal para contrarrestar el incremento de la deuda pública, y de las reformas estructurales para impulsar una economía débil.

El crecimiento se enlenteció a 1.6% en 2018 desde 2.6% en 2017, y a -0.2% en el primer trimestre de 2019. La actividad en el sector privado se ha contraído de manera generalizada, dado que las empresas públicas y los servicios de telecomunicaciones (que tienen un impacto sobredimensionado en la serie de PIB) han apuntalado el crecimiento. Las dificultades externas han explicado parte de la desaceleración, específicamente el impacto en el turismo debido a la crisis cambiaria y recesión en Argentina. A nivel doméstico, el débil mercado laboral y la baja confianza han impactado en el consumo, y factores estructurales han pesado en la inversión (que se ha contraído cerca de 30% en términos acumulados desde 2014).

Fitch espera que el crecimiento se reduzca a 0.5% en 2019, y que luego suba a 1.5% en 2020 y 2.5% en 2021 debido a la intensificación en la actividad de construcción, producto de una nueva planta de celulosa de gran tamaño y un proyecto de infraestructura ferroviario asociado, así como por otros proyectos de PPP. Sin embargo, excluyendo el impacto del megaproyecto de celulosa, es probable que el crecimiento permanezca moderado, dado el bajo crecimiento de la inversión en los años recientes. Los grupos empresariales y encuestas apuntan a los elevados costos locales de producción (salarios, tarifas de servicios públicos, impuestos) como un factor primordial que pesa sobre el apetito por invertir. La reactivación de la economía ha sido uno de los temas más relevantes en la campaña electoral de 2019, pero la perspectiva de reformas no es nítida y las propuestas concretas han sido limitadas hasta el momento.

La posición fiscal se ha debilitado por encima de las últimas proyecciones de Fitch, excluyendo el impacto estadístico de carácter transitorio de la ley de cincuentones— que permite que personas de 50 años o más, y aquellos recientemente jubilados, transfieran sus ahorros desde las administradoras de fondos de pensión privadas hacia el sector público (lo que se registra como ingresos públicos según los estándares estadísticos del FMI). El déficit del gobierno central subió a 3.7% del PIB en 2018 desde 2.9% del PIB, neto del impacto de los cincuentones y una transferencia de 0.3 puntos porcentuales de un fondo energético, pero se redujo a 2.1% si se incluyen dichos efectos. Fitch espera que éste llegue a 4.3% en 2019. El deterioro fiscal refleja, principalmente, la presión de índole estructural sobre el gasto que ha estado continuamente muy por encima de las proyecciones presupuestales, así como el impacto negativo de tipo coyuntural

sobre la recaudación impositiva debido al bajo crecimiento económico. Fitch proyecta que el déficit del sector público consolidado llegará a 5.4% del PIB en 2019, mayor a la meta de 2.8%.

Fitch proyecta que la deuda del gobierno general alcanzará el 64.3% del PIB a fines de 2019, aumentando desde 59.6% a fines de 2018, y comparado con la mediana histórica de los países calificados 'BBB', del 36%. Las cifras de deuda de Fitch consolidan las tenencias de bonos del gobierno central con el nuevo "fideicomiso de cincuentones" (1% del PIB a fines de 2018) e incluyen bonos emitidos al Banco Central del Uruguay (BCU) para su recapitalización (8,2% del PIB). Las proyecciones de deuda son sensibles a los supuestos sobre el tipo de cambio, la posible cancelación de bonos de recapitalización y el tamaño de las transferencias de cincuentones en los próximos tres años.

Fitch estima que un ajuste fiscal de alrededor del 2,5% del PIB podría estabilizar la deuda / PIB, pero es probable que las perspectivas para dicho ajuste sigan siendo poco claras, y que los planes sean vagos hasta después de las elecciones. Los candidatos han abogado por austeridad fiscal, y la oposición ha detallado una serie de recortes particularmente ambiciosos que espera lograr, pero una estructura rígida del gasto podría hacer que una estrategia de ajuste centrada en el gasto sea desafiante y lenta. Existe un amplio consenso en torno a la necesidad de una reforma de la seguridad social, pero esto llevará tiempo negociar y, en el mejor de los casos, es probable que consiga contener una presión adicional al alza sobre el déficit, más que contribuir a su reducción. Dado un contexto económico débil, existe interés limitado por aumentar impuestos como forma de reducir el déficit más rápidamente, y en lugar de ello los candidatos se han centrado en el aumento de la recaudación estimulando un crecimiento económico más fuerte.

Los amplios colchones de liquidez y la larga madurez de la deuda ayudan a mitigar los riesgos de financiamiento en el contexto de una dependencia relativamente alta en el financiamiento externo. Los vencimientos de deuda del 2,8% del PIB promedio en 2019-2021 son bajos, y las tenencias de liquidez y líneas de crédito contingentes cubren el servicio de la deuda por más de un año. Las autoridades han avanzado en la profundización del financiamiento en moneda local, más recientemente a través de la emisión de bonos indexados a los salarios nominales.

La inflación se ubicó en 7.7% durante mayo, por encima del rango objetivo (5% ± 2pp), y el más alto entre los soberanos con grado de inversión. Fitch espera que se mantenga estable para fines de año, sopesando una demanda interna débil con el traslado a precios de la reciente depreciación del peso. El BCU recientemente moderó el sesgo contractivo de la política monetaria a pesar de la inflación por encima de la meta, dado un contexto de crecimiento débil. Una importante ronda de negociaciones salariales concluyó el año pasado en la que los consejos sectoriales adoptaron en gran medida las pautas oficiales que establecían aumentos de salarios nominales con una trayectoria decreciente, en lugar de aumentos reales (es decir, reduciendo la indexación a la inflación), lo que podría ayudar a moderar las presiones inflacionarias inerciales hacia adelante.

Las finanzas externas siguen siendo sólidas. El saldo en la cuenta corriente revirtió a un déficit en 2018 (0,6% del PIB). Fitch espera que éste aumente, pero se mantenga moderado, en 2.0% del PIB en 2019, a medida que se verifica todo el impacto en el sector turismo de la crisis cambiaria en Argentina. Asimismo, Fitch espera un aumento del déficit en los próximos años a medida que avanza la construcción de la planta de celulosa (financiada por la inversión extranjera directa correspondiente). El gran stock de reservas internacionales proporciona una amplia cobertura de pasivos externos e importaciones, y ha dado margen al BCU para que intervenga en los mercados de divisas en los últimos meses de forma de gestionar la depreciación del peso.

Modelo de Evaluación Soberana (MES) y Revisión Cualitativa

El Modelo de Evaluación Soberana de Fitch asigna a Uruguay una puntuación equivalente a una calificación de BBB+ a largo plazo en moneda extranjera.

Para arribar a la calificación final, el comité de calificación soberana de Fitch ajustó los resultados del MES aplicando una Revisión Cualitativa, relativo a los pares calificados, de acuerdo a los siguientes factores:

- Macro: -1 escalón, reflejando un historial relativamente pobre de cumplimiento con las metas de inflación y fiscales, lo que pesa sobre la credibilidad de las políticas y reduce el espacio para políticas anti-cíclicas, a pesar de los indicadores de gobernabilidad relativamente fuertes que se incorporan en el Modelo de Evaluación Soberana;
- Finanzas públicas: -1 escalón, reflejando un perfil de gasto altamente rígido dominado por gastos sociales fuertemente indexados y constitucionalmente establecidos, con una baja participación del gasto de capital. Esto plantea desafíos a los objetivos de consolidación fiscal. Un considerable stock de deuda en moneda extranjera hace que los indicadores de deuda de Uruguay sean sensibles al riesgo de tipo de cambio.

El MES es un modelo de regresión múltiple patentado por la agencia, que emplea 18 variables basadas en promedios de tres años, incluido un año de proyecciones, de manera de generar una puntuación equivalente a una calificación de largo plazo en moneda extranjera.

La Revisión Cualitativa es un marco cualitativo prospectivo, que ajusta los resultados cuantitativos del MES por factores que no son completamente cuantificables y/o no están completamente reflejados en el MES, para llegar así a una calificación final.

Supuestos clave:

- Fitch asume que la construcción de una nueva planta de celulosa comenzará tan pronto como en 2020, luego del comienzo en 2019 de inversiones conexas en infraestructura, apoyando el crecimiento del PBI durante la fase de construcción y una vez que comience la producción;
- Fitch proyecta que la economía de Argentina se contraerá -1.7% en 2019 y crecerá 1.5% en 2020, y que la economía de Brasil crecerá 1.0% en 2019 y 2.2% en 2020.

Sensibilidad de la calificación:

Los principales factores de riesgo que, individual o colectivamente, podrían gatillar una rebaja de la calificación son:

- Fracaso en la reducción de los déficits fiscales y/o en la mejora de la trayectoria de la deuda del gobierno en relación al producto;
- Crecimiento económico persistentemente débil;
- Erosión sostenida de las reservas internacionales del banco central.

La perspectiva de la calificación es negativa. En consecuencia, Fitch actualmente no anticipa eventos con un alto grado de probabilidad de redundar en un cambio de calificación positivo. Sin embargo, los principales factores que, individual o colectivamente, podrían llevar a una estabilización de la perspectiva son:

- Mayor confianza en un sendero de consolidación fiscal que apoyaría la estabilización de los indicadores de deuda en el mediano plazo;
- Una reducción sostenida de la inflación y un mejor anclaje de las expectativas de inflación;
- Evidencia de inversiones o ganancias de productividad que mejoren las perspectivas de crecimiento a mediano plazo.

(*) Esta es una traducción del inglés al español realizada por la Unidad de Gestión de Deuda, y se pone a disposición con fines informativos y de difusión. La posición oficial de Fitch corresponde al comunicado de prensa original (<https://www.fitchratings.com/site/pr/10080817>).