

## **Fitch afirma la calificación de Uruguay en 'BBB-'; Perspectiva Negativa (\*)**

Nueva York, 8 de octubre de 2020: Fitch Ratings ratificó la calificación BBB- de Uruguay de su deuda a largo plazo en moneda extranjera, con perspectiva negativa.

### **Principales determinantes de la calificación**

La Perspectiva Negativa refleja el deterioro en el crecimiento económico y en las finanzas públicas— que se ha visto agravado por el impacto del coronavirus— y los riesgos en la implementación de los planes del gobierno para revertir estas tendencias.

La efectiva gestión de la pandemia ha resaltado las fortalezas institucionales de Uruguay y ha contribuido a que la economía se desempeñe mejor que la de sus pares. Sin embargo, a pesar de la puesta en marcha del mega-proyecto de la planta de celulosa (UPM), Uruguay ha venido creciendo lentamente y ya enfrentaba una recesión antes de la crisis, reflejando problemas estructurales que probablemente persistirán. Se prevé que la elevada relación entre la deuda pública y el Producto Bruto Interno (PIB) aumente significativamente en 2020, divergiendo aún más de la mediana de los pares a pesar de una menor expansión fiscal— dado el alto déficit fiscal de partida y una deuda pública dolarizada que es sensible a las oscilaciones del tipo de cambio.

La administración de Lacalle Pou apunta a una rápida consolidación fiscal después de 2020, pero ésta podría ser difícil de lograr si no se materializan las altas tasas de crecimiento económico proyectadas en el nuevo presupuesto quinquenal, dado los riesgos económicos a la baja, tanto internos como externos.

La calificación crediticia también está apuntalada por una sólida posición de liquidez externa, un manejo prudente de la deuda pública y un crecimiento económico estable (aunque bajo). Estas fortalezas se ven contrarrestadas por una alta inflación y dolarización, y una baja intermediación financiera que reducen el alcance de las políticas contra-cíclicas, aunque las autoridades han definido planes para abordar estos problemas en los próximos años.

Fitch proyecta que la economía de Uruguay se contraerá un 4,6% en 2020— una disminución moderada en relación con sus pares— lo que refleja la contención exitosa de la pandemia y un confinamiento menos severo, la

aceleración del proyecto UPM y el significativo peso de la actividad de telecomunicaciones en los datos del PIB (la contracción del 11% interanual del segundo trimestre hubiese sido de 16% si se quita este último efecto). Las tasas de crecimiento podrían revisarse con el nuevo cambio de año base del PIB que se publicará en diciembre, ya que es probable que se repondere el peso de las telecomunicaciones y se incluyan nuevas actividades económicas, resultando por tanto en un PIB nominal más alto.

Fitch proyecta que el crecimiento se recuperará a 2,8% en 2021 y 2,0% en 2022, por debajo del escenario base de las autoridades. Ello debido al lastre de la pérdida de salario real y las medidas de austeridad fiscal, los riesgos para las exportaciones y el turismo (la pandemia, fortaleza récord del tipo de cambio en relación con los países vecinos, y los controles de capital en Argentina), y una menor contribución de UPM (negativa en 2021-2022 a medida que disminuyen los flujos de inversión del proyecto, y positiva en 2023-2024 a medida que comienzan las exportaciones asociadas).

El gobierno espera que un aumento en las exportaciones y la inversión privada compensen la incidencia de la austeridad fiscal, generando fuertes ganancias de empleo y un marcado superávit en cuenta corriente, aunque no está claro si la agenda para abordar los problemas de competitividad en costos será lo suficientemente potente como para producir estos resultados. El presupuesto y el paquete de reforma de la Ley de Urgente Consideración (LUC), aprobada a mediados de 2020, plasman un objetivo, si bien no un camino claro, hacia un tipo de cambio más competitivo y una reducción de las altas tarifas de servicios públicos (éstas últimas se establecerá de manera más transparente). Las autoridades planean buscar nuevos acuerdos comerciales, aunque la negociación del acuerdo clave entre la UE y el Mercosur atraviesa un *impasse*. Las recientes mejoras en el esquema de incentivos fiscales para las inversiones ofrece buenas perspectivas, pero las restricciones fiscales impiden un impulso mayor. Los planes para aprovechar la estabilidad relativa de Uruguay para atraer inversiones y migración desde Argentina también son promisorios, a pesar de los riesgos de este país vecino.

Fitch proyecta que el déficit del Gobierno Central-BPS, neto de las transferencias de pensiones de los “cincuentones”, aumentará a 7,3% del PIB en 2020 (desde 4,3% en 2019) – un aumento menor que en los países de similar calificación crediticia, pero por encima de la proyección oficial de

6,6%. Esto refleja el impacto en los aumentos de ingresos y gastos relacionados con la pandemia, parcialmente compensados por los dividendos extraordinarios del banco comercial estatal (BROU).

El presupuesto quinquenal tiene como objetivo reducir el déficit del Gobierno Central-BPS al 3,8% del PIB en 2021 y al 2,7% para 2024, al contener el crecimiento del gasto por debajo del alto crecimiento esperado del PIB. El plan se centra en un recorte del 4,8% en el gasto primario real en 2021 – principalmente en gastos operativos, inversión y salarios, pero también refleja la reducción progresiva de todas las transferencias derivadas de la pandemia – seguido de aumentos que promedian el 2,3% anual en 2022-2024.

Fitch proyecta una caída más lenta del déficit al 5,2% del PIB en 2021 y al 4,8% en 2022, ya que un menor crecimiento del PIB da como resultado una menor reducción del gasto sobre PIB. Estas proyecciones asumen que se logran recortes presupuestarios de gastos operativos y de inversión en 2021, pero éstos podrían enfrentar riesgos de implementación, a juzgar por el impacto menor al esperado del decreto de marzo 2020 que establece un recorte del 15% en los gastos en 2020. Fitch espera que las presiones sobre el gasto previsional se aliviarán, dada la disminución esperada en los salarios reales (a los que se indexan las pensiones), pero estos desembolsos superarán las estimaciones presupuestarias, como ya ha ocurrido en 2020. La presión para la recomposición de los salarios reales públicos y privados, que el gobierno ha prometido concretar después de 2021, y factores políticos podrían hacer más difícil sostener la austeridad más adelante en el período de gobierno.

El fluido acceso al crédito en los mercados de bonos globales y a través de los organismos multilaterales aseguran flexibilidad financiera al gobierno para financiar grandes déficits. El gobierno fondeó sus mayores necesidades de financiamiento en 2020 desembolsando USD 800 millones de USD 2.200 millones en líneas de crédito multilaterales preexistentes, lo que le permitió esperar una caída en los rendimientos para luego emitir bonos globales. También ha obtenido dos grandes préstamos de apoyo presupuestario con multilaterales por un total de USD750 millones (1,5% del PIB) que ayudarán a reducir las necesidades de emisión en el mercado, aunque los rendimientos de los bonos del gobierno en el mercado siguen siendo bajos.

Fitch proyecta que la deuda del gobierno general (incluida la deuda no comercializable emitida para la capitalización del BCU, y neteando las tenencias de títulos del Fideicomiso de la Seguridad Social) aumentará a 76% del PIB en 2020 desde el 63% en 2019 y crecerá por encima del 80% en los próximos años, divergiendo aún más de la mediana de los países 'BBB' (que también aumentará, a 53% en 2020). Esto asume que la mejora en el resultado fiscal primario será menor a las de 2,5-3,0 pps del PIB que Fitch estima necesario para estabilizar la deuda, en relación con el nivel anterior a la crisis de -1,9%. Un stock particularmente elevado de deuda en moneda extranjera (40% del PIB) hace que la proyección sea muy sensible a variaciones del tipo de cambio, el cual Fitch proyecta que será estable en términos reales.

Las autoridades han presentado tres nuevas reglas fiscales para mejorar la credibilidad y la contra-ciclicidad de la política fiscal. El balance estructural será el objetivo fiscal clave, pero podría ser difícil de desarrollar como anclado dado que su cálculo se basa en la brecha del producto, la cual es difícil de estimar. El crecimiento del gasto primario real tendrá un tope de 2,3%, aunque ello está en línea con el promedio de 2015-2019 y excluye los pagos por proyectos de PPP, que es la partida presupuestaria que más crecerá. El límite al endeudamiento neto anual podría ser más restrictivo, dado que esto supondría una limitación del déficit observado y requeriría medidas para compensar el posible impacto de un crecimiento inferior.

Las autoridades también han elaborado planes para reducir la inflación que ha sido persistentemente alta y por encima del rango objetivo (en setiembre fue de 9,9%, después de haber alcanzado los dos dígitos a principios de 2020). El banco central (BCU) cambió su instrumento de política a la tasa de interés de corto plazo en lugar de los agregados monetarios, enfatizó un enfoque más claro en el control de la inflación versus otros objetivos, y reducirá el rango meta desde 3% -7% a 3% -6% a partir de 2022. La alta dolarización, la poca profundidad financiera y la indexación predominante presentan desafíos para reducir la inflación. La reducción en los salarios reales acordados entre sindicatos y el gobierno para 2020-2021 ofrecen una oportunidad para que la inercia salario-precio contribuya, en lugar de obstaculizar, al proceso desinflacionario. Sin embargo, la promesa de recuperación real de estas pérdidas salariales después de 2021 puede plantear desafíos más adelante. Estos anuncios de

política monetaria y salarial ya han contribuido a una caída considerable de las expectativas de inflación.

El BCU fijó inicialmente su tasa de política en 4,5% en septiembre, la cual es negativa en términos reales y ratifica una postura expansiva de política monetaria para sostener las condiciones de liquidez durante la pandemia. Esto ha apoyado un aumento moderado en el crecimiento del crédito, que se ha complementado con un programa de garantías del gobierno (SiGA) que ha apalancado nuevos créditos bancarios por 1% del PIB. Mientras que la desinflación probablemente requiera aumentos en la tasa de política, la reciente compresión en el tramo largo de la curva en pesos podría resultar más duradera, con efectos positivos para la dinámica de la deuda soberana y la capacidad de emitir deuda en pesos en los mercados de bonos locales y globales.

Las cuentas externas siguen siendo sólidas. Fitch espera que el superávit en cuenta corriente revierta a un moderado déficit de 0,3% en 2020 y 1,4% en 2021 por el ciclo de inversión liderado por UPM, financiado por las correspondientes entradas de IED. Esto debería contribuir a la estabilidad de la sólida posición acreedora externa neta de Uruguay, de en torno al 24% del PIB. El gobierno es un deudor externo neto pero su posición de liquidez es sólida, respaldada por las reservas del BCU que han aumentado en 2020 a alrededor de USD16,5 mil millones.

Factores Medio-ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG, por su sigla en inglés): Uruguay tiene un puntaje de relevancia de ESG de 5 para la Estabilidad Política y los Derechos, y para el Estado de Derecho, la Calidad Institucional y Regulatoria y el Control de la Corrupción, como es el caso de todos los soberanos. Estos puntajes reflejan la alta ponderación que los Indicadores de Gobernanza del Banco Mundial (WBG) tienen en el Modelo de Calificación Soberana patentado de Fitch. Uruguay tiene una alta calificación en el WBG (percentil 81), con puntajes altos para todos los pilares, particularmente para la estabilidad política, el control de la corrupción y la participación y rendición de cuentas.

#### SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

Factores que, individual o colectivamente, podrían resultar en una acción de calificación negativa/rebaja:

-- Finanzas Públicas: Si no se logra un ajuste fiscal sustancial y una estabilización de la deuda/PIB;

- Macro: Evidencia de una débil recuperación económica y/o una tendencia de crecimiento post-recuperación, debido a desafíos internos o externos o falta de progreso en las reformas estructurales para mejorar los problemas de competitividad y el potencial de crecimiento.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción positiva/mejora de calificación:

- Finanzas Públicas: Confianza en la consolidación fiscal consistente con la estabilización deuda/PIB;

--Macro: Una fuerte recuperación del crecimiento económico, apuntalada por mejores perspectivas para la inversión privada y las exportaciones;

--Macro: Evidencia de avances en la reducción sostenida de la inflación y las expectativas de inflación, desdolarización y profundización financiera que mejoran la flexibilidad de las políticas económicas.

MODELO DE EVALUACIÓN SOBERANA (SRM, por sus siglas en inglés) y REVISIÓN CUALITATIVA (QO, por sus siglas en inglés)

El SRM 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 SRM aplicando su QO, relativo a los pares calificados, de acuerdo a los siguientes factores:

--Macro: ajuste de -1 escalón, para reflejar las restricciones a la flexibilidad de las políticas derivadas de la alta dolarización e indexación, la poca profundidad del mercado financiero no capturada completamente en el SRM, e inflación y deuda pública estructuralmente altas. El historial deficiente de cumplimiento de las metas fiscales y de inflación afecta la credibilidad de las políticas, lo que refleja deficiencias institucionales que no están captados en los sólidos indicadores de gobernanza que se utilizan en el SRM, aunque el gobierno ha centrado sus esfuerzos en mejorar esto.

Fitch ha eliminado el ajuste en el escalón de -1 asignado anteriormente en Finanzas Públicas. Ello había reflejado parcialmente la expectativa de Fitch

de un fuerte aumento en la relación deuda/PIB en 2020 y la sensibilidad del stock de deuda al tipo de cambio, que ahora se ha materializado y contribuido a la caída en los resultados del modelo SRM.

El SRM 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. El QO de Fitch es un marco cualitativo prospectivo, que ajusta los resultados cuantitativos del SRM por factores dentro de los criterios de la agencia que no son completamente cuantificables y/o no se reflejan completamente en el SRM, para llegar así a una calificación final.

#### MEJOR / PEOR CASO DE ESCENARIO DE CALIFICACIÓN

Las calificaciones crediticias en escala internacional de emisores soberanos, de finanzas públicas e infraestructura tienen un escenario de mejora de calificación en el mejor de los casos (definido como el percentil 99 de las transiciones de calificación, medidas en una dirección positiva) de tres escalones en un horizonte de calificación de tres años; y un escenario de rebaja de calificación en el peor de los casos (definido como el percentil 99 de las transiciones de calificación, medidas en una dirección negativa) de tres escalones durante tres años. La gama completa de calificaciones crediticias en el mejor y el peor de los casos para todas las categorías de calificación varía de 'AAA' a 'D'. Las calificaciones crediticias en los mejores y peores casos se basan en el desempeño histórico. Para obtener más información sobre la metodología utilizada para determinar las calificaciones crediticias en el mejor y peor escenario de un sector específico, visite [<https://www.fitchratings.com/site/re/10111579>].

#### SUPUESTOS CLAVE

Según su último Panorama Económico Global (GEO, por sus siglas en inglés) de setiembre, Fitch proyecta que el PIB real mundial crecerá 5,2% en 2021 después de contraerse un 4,4% en 2020, y el socio comercial clave Brasil crecerá un 3,2% en 2021 después de contraerse un 5,8% en 2020.

## CONSIDERACIONES ESG

Uruguay tiene un puntaje de relevancia ESG de 5 para la estabilidad política y los derechos, ya que los indicadores de gobernanza del Banco Mundial tienen el peso más alto en el modelo de calificación soberana SRM de Fitch y, por lo tanto, es muy relevante para la calificación y un factor clave de calificación con alta ponderación.

Uruguay tiene un puntaje de relevancia ESG de 5 para el estado de derecho, la calidad institucional y regulatoria y el control de la corrupción, ya que los indicadores de gobernanza del Banco Mundial tienen el mayor peso en el SRM y, por lo tanto, son muy relevantes para la calificación y un factor clave de calificación con un alto peso.

Uruguay tiene un puntaje de relevancia ESG de 4 para los derechos de los acreedores, ya que la voluntad de servir y pagar la deuda es relevante para la calificación y es un factor de calificación para Uruguay, como para todos los soberanos.

Uruguay tiene un puntaje de relevancia ESG de 4 para los derechos humanos y las libertades políticas, ya que el pilar de voz, participación y rendición de cuentas de los indicadores de gobernanza del Banco Mundial son relevantes para la calificación.

**(\*) Esta es una traducción del inglés al español realizada por la Unidad de Gestión de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas, y se pone a disposición con fines informativos y de difusión. La posición oficial de Fitch Ratings corresponde al comunicado de prensa original <https://www.fitchratings.com/site/pr/10139165>**