

Moody's confirma la calificación Baa2 de Uruguay; mantiene la perspectiva estable (*)

6 de agosto de 2019. Moody's Investors Service ("Moody's") afirmó hoy las calificaciones en moneda extranjera y local a largo plazo del gobierno de Uruguay y calificaciones senior no garantizadas. Las calificaciones senior no garantizadas para programas *shelf* también se afirmaron en (P) Baa2. Al mismo tiempo, Moody's ha mantenido la perspectiva estable.

La decisión de Moody's de mantener las calificaciones de Baa2 de Uruguay se basa en los siguientes factores:

1. La moderada fortaleza económica de Uruguay, con la recuperación esperada en el crecimiento económico en los próximos dos años, principalmente relacionada con la inversión en una nueva fábrica de celulosa de gran porte, que contrarresta una disminución estructural en el crecimiento potencial;
2. La baja fortaleza fiscal del país que, aunque erosionándose lentamente, sigue por ahora, en términos generales, en línea con la de sus pares con calificación Baa2;
3. La expectativa de Moody's que el historial de construcción de consensos políticos de Uruguay permitirá apoyar la adopción de medidas para enfrentar en los próximos años los desafíos económicos y fiscales estructurales.

La perspectiva estable sopesa las presiones fiscales y económicas subyacentes negativas, con el supuesto de Moody's de que la próxima administración implementará reformas económicas y fiscales estructurales que contrarrestarán la erosión que se verifica en la fortaleza económica y fiscal de Uruguay.

Los límites máximos para bonos y depósitos en moneda extranjera a largo plazo de Uruguay permanecen sin cambios en A2 y Baa2, respectivamente. Los límites máximos de bonos y depósitos en moneda local permanecen sin cambios en A2. Dichos límites en bonos en moneda extranjera a corto plazo y el techo de depósitos en moneda extranjera a corto plazo permanecen en Prime-2 (P-2).

JUSTIFICACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

JUSTIFICACIÓN PARA AFIRMAR LA CALIFICACIÓN Baa2

1. LA MODERADA FORTALEZA ECONÓMICA DE URUGUAY, JUNTO CON LA RECUPERACIÓN ESPERADA DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN LOS PRÓXIMOS DOS AÑOS, RELACIONADOS PRINCIPALMENTE CON LA INVERSIÓN EN UNA NUEVA PLANTA DE CELULOSA, CONTRARRESTA UNA DECLINACIÓN ESTRUCTURAL EN EL POTENCIAL DE CRECIMIENTO

Moody's espera que el crecimiento económico se desacelere a aproximadamente 0.5% en 2019, comparado con el 1.6% en 2018. El crecimiento promediará 1.8% en 2017-2020, en comparación con una mediana de 3.5% para los países con calificación Baa. Los problemas estructurales han afectado la inversión, los mercados laborales y la competitividad, lo que a su vez ha incidido sobre el crecimiento potencial de la economía. La formación bruta de capital fijo del sector privado ha disminuido al 13% del PIB desde un pico del 18% en 2012-13. Al mismo tiempo, las tasas de participación en el mercado laboral también han disminuido durante ese período, con un aumento del desempleo. La competitividad internacional de la economía también se ha erosionado, afectando la rentabilidad de las empresas y limitando su capacidad y apetito para invertir.

No obstante, una serie de factores cíclicos apuntalarán un mayor nivel de actividad económica durante el período 2020-2022. En primer lugar, y el más importante, Moody's cree que el crecimiento económico se verá impulsado por el desarrollo de la tercera gran planta de celulosa del país por parte de la empresa finlandesa UPM-Kymmene (cuya calificación es Baa2 positivo). El proyecto, cuyo acuerdo contractual con el gobierno se firmó el 24 de julio, representará una inversión de USD 2700 millones para construir la planta de celulosa y USD 350 millones adicionales en construcciones portuarias e instalaciones locales (en conjunto equivalen a alrededor del 5.1% del PIB). El proyecto ferroviario para conectar la planta, ubicada en el centro del país, con el puerto de Montevideo, agregará otros USD 800 millones en inversión. Moody's pronostica que el crecimiento se recuperará a alrededor del 2.5% en 2020-2022 con el apoyo de este proyecto, al tiempo que balancea el potencial efecto negativo de un ajuste fiscal sobre el crecimiento.

La proyección de crecimiento de Moody's para los próximos dos o tres años también está influida por la recuperación esperada en Argentina y una aceleración del crecimiento en Brasil, combinada con condiciones financieras internacionales más laxas en la medida que los bancos centrales en los mercados desarrollados adoptan posturas monetarias más expansivas.

2. LA BAJA FORTALEZA FISCAL DEL PAÍS, AUNQUE EROSIONÁNDOSE LENTAMENTE, PERMANECE EN TÉRMINOS GENERALES ALINEADA A LOS PARES CON CALIFICACIÓN Baa2

La fortaleza fiscal del Uruguay se deterioró en los últimos años, en un contexto de débil actividad económica, con métricas de deuda que empeoraron. Moody's considera que un ajuste fiscal en Uruguay se encuentra limitado por una estructura de gasto relativamente rígida, ya que una gran parte de los gastos se encuentran indexados y/o estipulados constitucionalmente. En conjunto, aproximadamente dos tercios del gasto total, incluidas pensiones (31% del gasto total), transferencias (28%) y pagos de intereses (9%), se consideran, en general, difíciles de ajustar a menos que se realicen grandes mejoras de eficiencia o se lleven adelante reformas.

El déficit fiscal del gobierno central consolidado se elevó a 3,4% del PIB en 2018 (excluyendo el ingreso de activos financieros de los fondos de pensión, producto de las transferencias de los llamados "cincuentones") desde 3,0% en 2017. Moody's estima que el déficit habrá aumentado hasta aproximadamente 3,9% en junio 2019. Estos desequilibrios relativamente grandes, combinados con el impacto de las fluctuaciones cambiarias en la hoja de balance del gobierno producto de la exposición aún significativa a la deuda denominada en moneda extranjera, han provocado que la deuda del Uruguay se incrementara a 52% del PIB en 2018, frente al 41% en 2014.

Aun así, Moody's señala que las métricas de deuda del Uruguay permanecen, en términos generales, alineadas con las de sus pares con calificación Baa2. Ubicándose en 53% del PIB en 2019, la carga de la deuda del Uruguay se encontrará alineada con la mediana de los países con calificación Baa. Si bien se ubicará moderadamente por encima de la mediana de 46% para los pares calificados como Baa2, estará por debajo de la mediana del 58% para los pares con calificación de Baa3. En términos de capacidad de servicio de la deuda, la carga de intereses respecto de los ingresos presupuestarios es del orden de 9.6%, manteniéndose por debajo de la mediana de los países con calificación Baa2, que es del 12.5%.

3. LA EXPECTATIVA DE MOODY'S QUE EL HISTORIAL DE URUGUAY DE CONSTRUCCION DE POLITICAS DE CONSENSO, APOYARÁ LA APROBACIÓN DE MEDIDAS PARA AFRONTAR EN LOS PRÓXIMOS AÑOS LOS DESAFÍOS ESTRUCTURALES EN MATERÍA ECONÓMICA Y FISCAL

El riesgo político es muy bajo en Uruguay, dado un sistema político maduro y de construcción de consensos. Esto ha contribuido al desarrollo de instituciones fuertes, particularmente en lo que respecta al estado de derecho, el control de la corrupción y la efectividad del gobierno. En el contexto de las elecciones generales que tendrán lugar en octubre de 2019, estas características del perfil crediticio de Uruguay respaldan la opinión de Moody's de que es probable que se implementen, en los años venideros, las medidas de política y las reformas centradas en los desafíos estructurales del país. Moody's señala que la mayoría de las fuerzas políticas han identificado la debilidad fiscal del Uruguay como uno de los desafíos macroeconómicos más urgentes que enfrentará la próxima administración, que tomará posesión en marzo de 2020. En ese sentido, existe un amplio consenso entre los partidos políticos sobre que el próximo gobierno deberá llevar a cabo una reforma de las pensiones. Asimismo, Moody's cree que el próximo gobierno probablemente adoptará medidas para reforzar la competitividad y apoyar el dinamismo económico mediante el apoyo a la inversión y el empleo.

FUNDAMENTOS DE LA PERSPECTIVA ESTABLE

La perspectiva estable pondera riesgos y oportunidades. Por un lado, la fortaleza económica del Uruguay se está erosionando gradualmente y, en consecuencia, su fortaleza fiscal. Si esa tendencia continúa, el perfil crediticio del país se verá erosionado en relación con sus pares, y su calificación se verá presionada a la baja en un futuro relativamente cercano. Frente a ello, los desafíos estructurales parecen ser reconocidos por todos los principales actores políticos, y parece haber un amplio apoyo político para llevar adelante reformas estructurales que contrarresten la erosión de las fortalezas económicas y fiscales. La perspectiva estable refleja el supuesto de Moody's de que la próxima administración efectivamente implementará reformas económicas y fiscales, incluidas algunas centradas en el mercado laboral y el sistema de pensiones, que contrarresten la erosión en curso en la economía y la fortaleza fiscal del Uruguay.

QUÉ PODRÍA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN AL ALZA/BAJA:

Un ajuste crediticio al alza podría resultar de (1) una reducción en las rigideces estructurales del perfil crediticio del Uruguay, incluidas aquellas asociadas con una productividad baja y decreciente que afectan el crecimiento potencial, así como una estructura de gasto público relativamente rígida; (2) un fortalecimiento material del balance financiero soberano a través de una reducción en la carga de la deuda e intereses; y (3) una reducción de la vulnerabilidad mediante una disminución significativa en la proporción de la deuda pública denominada en moneda extranjera.

Una presión crediticia a la baja podría desencadenarse si Moody's concluyese que no es probable que se afronten los desafíos fiscales y económicos estructurales, denotando un debilitamiento de la capacidad de respuesta de las políticas, redundando probablemente en un bajo crecimiento económico y un deterioro aún mayor de la fortaleza fiscal en el mediano plazo, con un aumento continuo en los indicadores de deuda y/o una erosión material y sostenida en los amortiguadores externos y financieros.

- PIB per cápita (PPP, en US\$): 23.274 (2018, efectivo) (también conocido como ingreso per cápita).
- Crecimiento real del PIB (variación porcentual): 1.6% (2018, efectivo) (también conocido como crecimiento del PIB)
- Tasa de inflación (IPC, % de variación diciembre / diciembre): 8% (2018, efectivo)
- Resultado financiero del gobierno general/PIB: -3.4% (2018, efectivo) (también conocido como resultado fiscal)
- Saldo en cuenta corriente / PIB: -0.6% (2018 efectivo) (también conocido como saldo externo)
- Deuda externa / PIB: 70.5% (2018, efectivo)
- Nivel de desarrollo económico: nivel moderado de resiliencia económica
- Historial de incumplimiento: desde 1983 se ha registrado al menos un evento de incumplimiento (en bonos y/o préstamos).

El 1 de agosto de 2019, se convocó un comité de calificación crediticia para evaluar la calificación del Gobierno de Uruguay. Los principales puntos planteados durante la discusión fueron: los fundamentos económicos del país, incluida su fortaleza económica, han disminuido; la fortaleza fiscal o financiera del país, incluido su perfil de deuda, no ha cambiado sustancialmente; el país se ha vuelto menos susceptible a los eventos de riesgo.

(*) 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 Moody's corresponde al comunicado de prensa original (https://www.moody.com/research/Moodys-affirms-Uruguays-Baa2-ratings-maintains-stable-outlook--PR_404651).