

## Análisis del Riesgo País Uruguayo

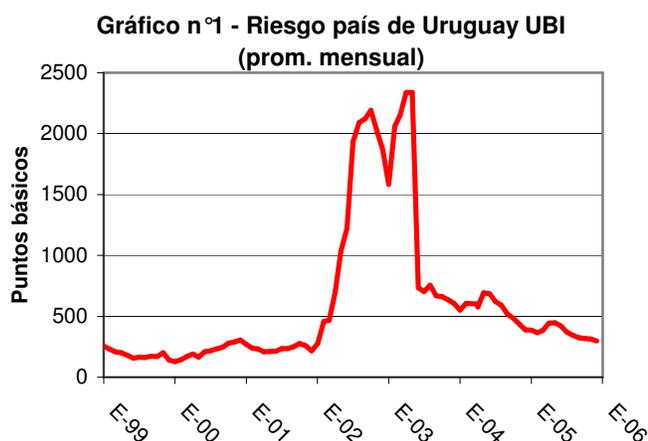
### Objetivo

Uruguay colocó recientemente en el mercado internacional la mayor emisión de bonos de su historia. Se emitieron 500 millones del bono global con vencimiento en el 2022 a un rendimiento de 7,52%. Dicha emisión se enmarca en un nivel de riesgo país de precrisis.

El propósito del presente artículo es brindarle al lector un análisis de la evolución del riesgo y calificación que tiene nuestro país. Posteriormente compararemos la situación de Uruguay respecto de otros países, analizando alguno de los factores que contribuyeron a una caída tan importante del riesgo país de Uruguay y la región. Analizaremos también el efecto de cambios en las tasas de interés internacionales sobre el riesgo país, así como la correlación entre el riesgo país de Uruguay y el de Brasil.

### Concepto de Riesgo país

Existen varias formas de calcular los indicadores de riesgo país; en general intentan medir el premio por riesgo crediticio que los inversores exigen a un determinado emisor. Es el diferencial de rendimientos entre la deuda soberana de un país y la de Estados Unidos, la cual es considerada como libre de riesgo. El mismo se mide en puntos básicos, siendo 100 puntos básicos el equivalente a 1% de rentabilidad. Actualmente el riesgo país se encuentra alrededor de 250 puntos básicos, lo que significa que el rendimiento que recibirá un inversor que adquiere papeles uruguayos será 2,50% superior al que recibiría por invertir en bonos del gobierno de Estados Unidos.

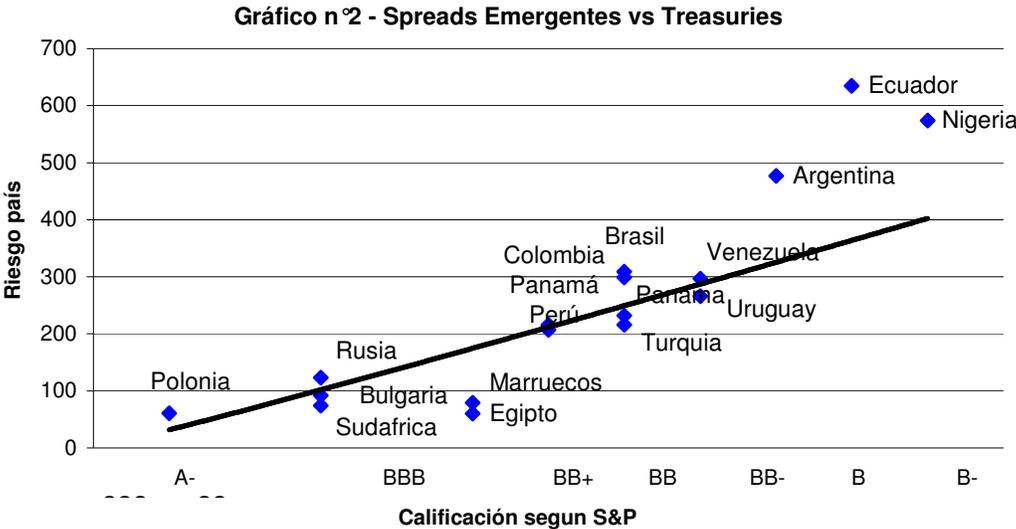


### Riesgo país y calificación de Uruguay

S&P, Moodys y Fitch son algunas de las agencias calificadoras de riesgo cuya tarea es asignarle una calificación a cada país. En el caso de Uruguay, según la agencia S&P, la

calificación es “B”, dos niveles menos que la que tenía en el período previo a la crisis, “BBB”, cuando conservaba el grado de inversión. Desde finales de 2001, cuando el riesgo país se encontraba debajo de los 200 puntos básicos hasta mediados de 2002, donde el riesgo país superó los 3000 puntos básicos, la calificadora S&P bajó la calificación en tres oportunidades desde “BB+” hasta “B”. A pesar de la posterior mejora en el riesgo país, la calificación siguió bajando hasta “CCC” a finales de 2002, para mejorar paulatinamente hasta la actualidad. El 9 de enero luego de revisar el escenario de la deuda de largo plazo de Uruguay, S&P incrementó el grado crediticio de estable a positivo. De acuerdo a la agencia, el incremento no se debe únicamente a la mejora en el índice de riesgo país, sino que refleja una mejora de los fundamentos económicos en medio de una continua recuperación y mejora en la ejecución de las políticas.

Países con un riesgo país similar al de Uruguay, como Perú, Turquía y Brasil reciben de las agencias calificaciones diferentes: “BB” en el caso de Perú y “B” en caso de Brasil y Turquía. Por otra parte, países con una calificación similar a la de Uruguay, como Argentina, tienen diferentes niveles de riesgo país: 500 puntos básicos en el caso de Argentina <sup>1</sup>. Si bien el riesgo país es un buen indicador de la calificación que tiene un país, esta relación se verifica con mayor intensidad para aquellos países con mayor estabilidad, tanto económica como política y social.



<sup>1</sup> Ver gráfico n°2

## ¿ Qué paso en los últimos dos años ?

El diferencial de rendimientos entre los bonos emergentes y los bonos del Tesoro americanos, se redujo 250 puntos básicos aproximadamente en los últimos dos años. Algunos factores exógenos que provocaron dicha disminución son el mayor dinamismo de las economías de la región, el aumento en el precio de los commodities y los bajos rendimientos de activos libres de riesgo (a pesar de las subas de la tasa de la FED<sup>2</sup>). Todo esto se tradujo en una mayor demanda de papeles de mercados emergentes. Por otro lado, factores internos como una marcada recuperación del PBI, aumento del superávit fiscal primario y estabilidad de precios entre otros fueron los que generaron una mejora en la performance de nuestra economía. Ambos factores en conjunto sirvieron para mejorar la

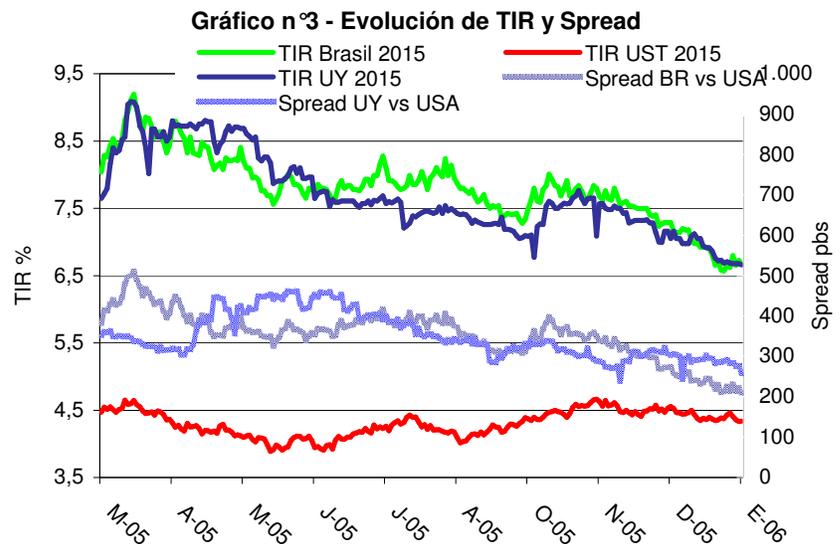
perspectiva de los inversores sobre la deuda uruguaya, generando que el riesgo país se redujera hasta los niveles previos a la crisis de 2002. En el caso particular del Global 2015 de Uruguay, el diferencial de rendimientos con el bono de Estados Unidos a igual duración se redujo de 300 puntos básicos (7,5% frente a 4,5%) a 200 puntos básicos (6,5% frente a 4,5%) en menos de un año<sup>3</sup>.

RATING SEGÚN CALIFICADORAS		
S&P ( * )	Moody's ( ** )	Fitch ( *** )
AAA	Aaa	AAA
AA	Aa	AA
A	A	A
BBB	Baa	BBB
BB	Ba	BB
B	B	B
CCC	Caa	CCC
CC	Ca	CC
R	C	C
NR		DDD
		DD
		D
		NR

(\*) Signos de + y - que siguen la categoría representan categorías intermedias

(\*\*) Los n° 1, 2 y 3 que siguen la categoría representan categorías intermedias

(\*\*\*) Signos de + y - que siguen la categoría representan categorías intermedias



<sup>2</sup> Reserva Federal, es el Banco Central de EE.UU.

<sup>3</sup> Ver gráfico n°3

## **Algunos riesgos a considerar**

Como hemos visto, el riesgo país de Uruguay y el de los demás países emergentes, están en los niveles más bajos de los últimos años. Variaciones del riesgo país podrían deberse a:

- Cambios en las tasas de interés internacionales.
- Cambio en la percepción del mercado en relación a los países emergentes.

Respecto al primero, cabe mencionar que los rendimientos de los bonos americanos de corto plazo han ido aumentando debido al incremento de la tasa de referencia por parte de la FED desde 1% en junio de 2005 hasta 4,25% en la actualidad <sup>4</sup>. Las bajas expectativas de inflación provocaron que los rendimientos de los bonos más largos no aumentaran en la misma proporción, provocando un aplanamiento de la curva <sup>5</sup>. Si las perspectivas sobre la evolución de la inflación en Estados Unidos se modificaran al alza, esto se vería reflejado probablemente en un aumento de los rendimientos de los bonos americanos de largo plazo. Si suponemos que el riesgo país de Uruguay se mantiene incambiado, los precios de los bonos uruguayos deberán bajar en la misma proporción que los bonos americanos (a igual duración). En el caso del bono Global 2015, un aumento de 100 puntos básicos en su rendimiento (de 6.90% a 7.90%), provocaría que el precio del mismo se redujera 6.50 puntos, pasando de 104.25 a 97.75.

Respecto al segundo punto, es importante saber que la agenda política de Latinoamérica en el 2006 está prácticamente completa. Los acontecimientos más relevantes son las elecciones presidenciales en Perú, México y Brasil, en abril, julio y octubre respectivamente. Por lo general, los períodos electorales generan incertidumbre en el mercado, y ésta se puede llegar a trasladar al valor de los bonos de países emergentes.

---

<sup>4</sup> al 27/01/2006

<sup>5</sup> Las letras del Tesoro de EE.UU. a 6 meses rinden 4,50% y los bonos a 10 años 4,45%.