

Bonos Uruguayos: Factores a considerar a la hora de Invertir

Las cotizaciones de los bonos soberanos de Uruguay se encuentran en niveles históricamente altos. La recuperación de la economía desde la crisis del 2002, la estabilidad macro que se ha alcanzado en los últimos años y las perspectivas sobre la economía han contribuido a la suba en la cotización de los instrumentos de deuda uruguayos.

A modo de ejemplo veamos la evolución de la cotización de uno de los bonos soberanos de Uruguay con mayor liquidez¹, el Bono Global 2022.



Como se puede observar en la gráfica anterior, la cotización actual del instrumento de deuda de Uruguay con vencimiento en el año 2022 se encuentra en niveles máximos desde 2006. La recuperación ha sido impactante, mayor al 70%, desde el tercer trimestre del 2009, cuando comenzó la crisis financiera en Estados Unidos.

¿Qué factores pueden influir en los Bonos Uruguayos?

El precio de un bono es igual a la suma de sus flujos futuros descontados. De esta fórmula se desprende la relación inversa entre el precio de un bono y la tasa de interés del mismo, tasa a la cual descontamos los flujos futuros. Un aumento de la tasa de interés reduce el valor de los flujos descontados, reduciendo el precio.

El rendimiento de un bono está compuesto por la suma de:

¹ Medido a través del volumen de transacciones diario.

- Tasa libre de riesgo: En la práctica se utiliza la tasa de interés de la deuda de Estados Unidos como proxy de la tasa libre de riesgo.
- Riesgo Crediticio: Medido a través del spread (diferencia) entre el rendimiento de un bono y la tasa libre de riesgo. El spread depende de la capacidad del emisor de repagar la deuda.
- Premio por Liquidez: Premio que compensa al inversor por la dificultad (tiempo que le lleva encontrar una contraparte) y costos incurridos en la venta del activo en el futuro.

Vemos ahora cuales son los factores que pueden influir en los dos primeros conceptos:

1) Riesgos vinculados a la suba de la tasa libre de riesgo.

Uno de los factores que puede determinar la caída en el precio de un bono es la suba de la tasa libre de riesgo², algo que es relativamente probable en el contexto actual de bajas tasas de interés.

El concepto de duración, presentado en ediciones anteriores de la revista Portfolio³, tiene especial relevancia en este aspecto.

En la siguiente tabla observamos como evolucionó la duración del Bono Global 2022:

Fecha	Precio	Duración
22/10/2008	76,00	7,5234
26/03/2010	119,25	8,3876

Los datos presentados en el cuadro anterior muestran que ha aumentado la duración del bono, lo que determina que hoy en día existe un mayor riesgo de invertir en bonos uruguayos respecto al riesgo que existía en años anteriores.

El aumento en la duración implica que el inversor debe ser hoy más cauteloso al momento de invertir en bonos longevos (alta duración) dado el contexto de bajas tasas de interés.

² De similar duración al bono que estamos analizando.

³ Ver artículo publicado por Renmax Sociedad de Bolsa S.A., "Mirar la duración antes de invertir en un bono" en la edición diciembre – enero de la revista Portfolio.

La evolución de la tasa libre de riesgo no es la única variable a considerar, ya que los bonos podrían oscilar debido a una modificación de la prima por riesgo crediticio.

2) Riesgos vinculados a la calificación de la deuda.

Las agencias calificadoras de riesgo son las encargadas de calificar las emisiones de deuda de países y empresas. Para el caso de los países, realizan un análisis de los factores económicos y políticos otorgando una calificación crediticia a la deuda emitida en base a los resultados del análisis. El rating, nombre que recibe la calificación crediticia, que se le asigna a la deuda de un país es un indicador del riesgo que afronta un inversor al comprar bonos emitidos por ese país. Por lo tanto, una mejora en el rating asignado significa una caída del riesgo país, implicando una reducción en la tasa de interés y por lo tanto un aumento en el precio.

A continuación se presenta una tabla con los diferentes ratings que asignan dos de las calificadoras más importantes, Standard & Poor's y Moody's.

Grado Inversión		
Rating		Descripción
S&P	Moody's	
AAA		Los bonos que se encuentran en esta categoría son los de mejor calidad. Los mismos tienen el menor riesgo de inversión. El pago de intereses está protegido por un gran margen de estabilidad y el pago del principal está asegurado.
AA+	Aa1	
AA	Aa2	
AA-	Aa3	
A1	A+	
A2	A	
A3	A-	
BBB+	Baa	
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	

Grado Especulación		
Rating		Descripción
S&P	Moody's	
BB+	Ba1	Los Bonos pertenecientes a esta categoría, se considera que tienen elementos especulativos, su futuro no se considera que sea seguro. A menudo la protección del pago de intereses y principal es moderada y por lo tanto no están asegurados tanto durante momentos malos como buenos en el futuro.
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC	Ca	
C	C	

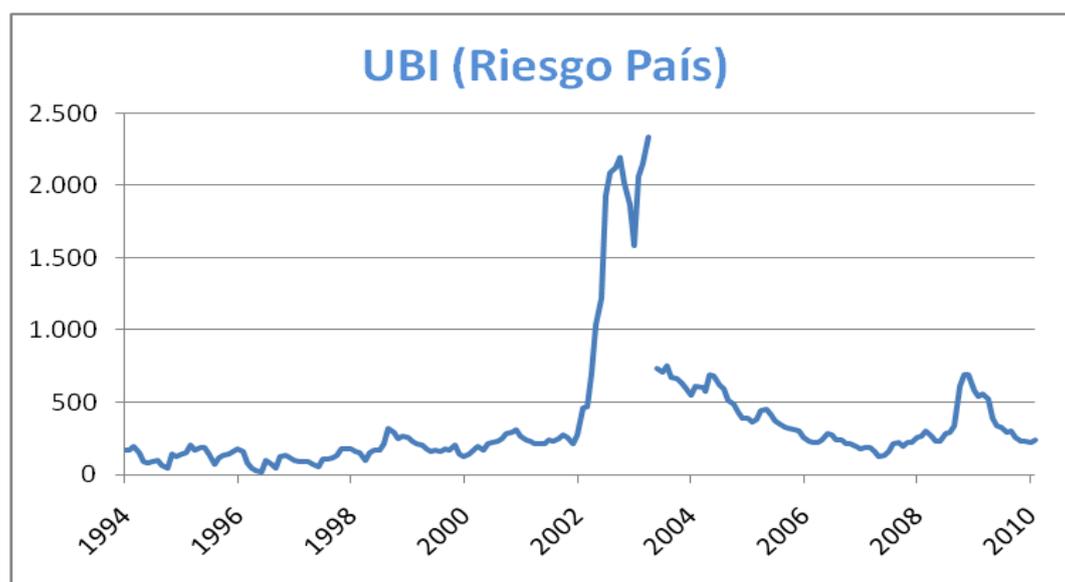
La discriminación realizada en el cuadro entre grado de inversión y grado de especulación no es arbitraria, sino que es determinada por las agencias calificadoras de riesgo para diferenciar las emisiones más confiables de las restantes. Las celdas en color representan la categoría en la que se encuentra actualmente calificada la deuda soberana de Uruguay, tres escalones por debajo del grado de inversión.

Evolución de la Calificación Crediticia de Uruguay

Hasta el año 2002, Uruguay pertenecía al grupo de países cuya deuda estaba calificada como grado de Inversión. Como consecuencia de la crisis, la calificación de la deuda soberana uruguaya fue reducida a grado especulativo. Uno de los efectos de haber perdido el grado de inversión fue un aumento en el riesgo país que percibieron los agentes y la subsecuente caída en los precios de los bonos uruguayos como consecuencia de la relación negativa precio-rendimiento.

Hoy en día la situación es distinta, el déficit fiscal de Uruguay al 2009, 2.1% del PBI, es relativamente bajo si lo comparamos con el déficit de países de mejor calificación crediticia que Uruguay (Francia, déficit fiscal del 7% del PBI; España, déficit fiscal del 11,4% del PBI). Junto a esta percepción positiva del déficit fiscal, otro factor que puede influir en una modificación de la calificación de deuda Uruguaya son las perspectivas positivas para los próximos años de las economías latinoamericanas.

En la siguiente gráfica podemos observar el riesgo país de Uruguay medido a través del UBI (Uruguayan Bond Index), índice similar al EMBI+⁴, elaborado por Republica AFAP para Uruguay. El riesgo país de Uruguay se encuentra en niveles similares a los registrados cuando la deuda de Uruguay se encontraba calificada con grado de inversión.



⁴ Emerging Market Bond Index elaborado por JP Morgan.

Conclusión

En el futuro podríamos tener dos efectos contrapuestos. Por un lado el riesgo de una posible alza en las tasas de interés internacionales puede castigar la cotización de los bonos uruguayos, en especial debido al aumento en la Duración que los mismos han tenido. Por otro lado una mejora en la calificación de la deuda uruguaya reduciría el riesgo crediticio, aumentando el precio de los bonos.