

## El mercado de deuda uruguayo en el actual contexto internacional

Las últimas emisiones de Uruguay en el mercado internacional ofrecieron una oportunidad para comprender mejor el mercado para nuestras obligaciones externas. Una comprensión adecuada de los precios de la deuda requiere considerar factores específicos de Uruguay y generales de mercado. El presente artículo plantea que la explicación principal para la postergación de la primer emisión a mediados de abril, se debió a factores generales de mercado y no tanto a factores específicos.

### Factores específicos

El factor específico más relevante en este momento es la sostenibilidad de la deuda. Al cierre del 2004, la deuda bruta del sector público se situó en USD 13.335 millones, lo cual representaba el 100% del PBI de nuestro país. A pesar de que esta proporción se redujo respecto a igual período de 2003, donde la deuda bruta fue USD 12.163 millones y el PBI cercano a los USD 11.200 millones (alcanzando un porcentaje de deuda sobre producto de 108%), el nivel de endeudamiento continua siendo muy elevado (ver gráfico 1).

La devaluación de julio de 2002, con la consecuente reducción del PBI medido en dólares, y el aumento sustancial de la deuda neta desde fines de 1999 hasta la fecha (ver gráfico 2), fueron los elementos principales que explican el incremento del ratio.

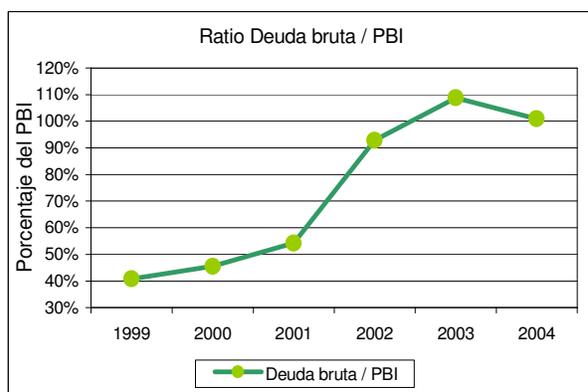


Gráfico 1

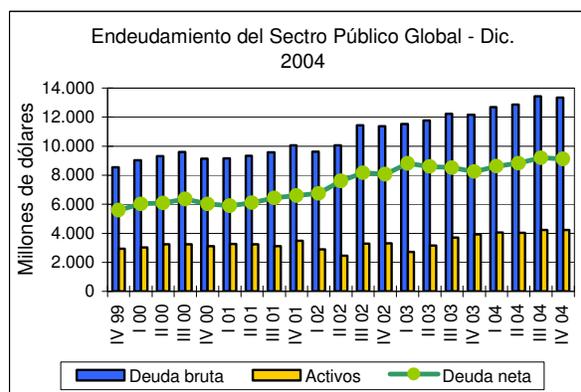


Gráfico 2

El presente año, el sector público deberá enfrentar el pago de USD 2.586 millones por servicio de deuda (ver gráfico 3), 70% correspondiente a amortizaciones y el 30% restante al pago de intereses. Por este motivo, el Estado deberá acceder tanto al mercado local como internacional para obtener nuevos fondos<sup>1</sup> con los cuales pueda cancelar vencimientos.

Respecto al mercado de deuda internacional, Uruguay decretó<sup>2</sup> la emisión de USD 500 millones de valor nominal como máximo del “Bono Global Registrado, 1ª serie 2005”, cuya emisión total fue completada a fines de mayo.

<sup>1</sup> Además de los que obtiene por préstamos multilaterales y señoreaje.

<sup>2</sup> Decreto n° 571/005 del 15/03/05

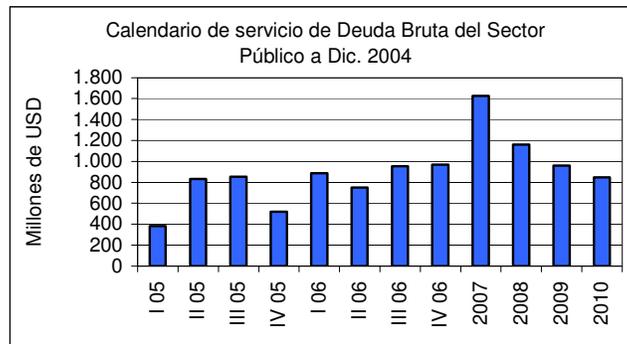


Gráfico 3

A mediados de abril, el gobierno anunció su incursión en el mercado de deuda internacional con la emisión de un bono global a 12 años de plazo por un monto de USD 300 millones. La intención del gobierno era denominar la deuda en USD, con un cupón próximo al 9%. El día posterior al anuncio, el gobierno decidió postergar la emisión debido a la mala repercusión que tuvo la salida al mercado por parte de Indonesia, con un bono global al 2015 por USD 1.000 millones. Colocar la deuda hubiese significado pagar mayores intereses, lo cual no estaba en la idea del nuevo gobierno.

### **Factores generales de mercado**

La deuda uruguaya opera dentro de la clase de activos denominados deuda emergente. El mercado de deuda emergente se originó en Estados Unidos a fines de la década de los 80 como un desprendimiento del mercado de high yield o “bonos basura”. Esto se debe a que la base de inversionistas de mercados emergentes fue originalmente la misma (y lo continua siendo en gran medida) que la del mercado de high yield.

A inicios de marzo, General Motors, el mayor fabricante de automóviles del mundo, anunció que presentaría un balance negativo al cabo del primer trimestre del año. La situación fue peor a lo esperado y la empresa reportó los peores resultados en los últimos 10 años. Las bajas ventas y los elevados gastos en el servicio de salud de los empleados, fueron según la empresa los factores responsables de esta situación. La mala performance de General Motors, así como la reducción en un 40% de los beneficios de Ford en el mismo período, provocaron que calificadoras de riesgo como Standard and Poor`s y Fitch se plantearan reducir la calificación de estas empresas a “junk status”. Dado que estas empresas son los principales emisores de deuda corporativa, el spread de rendimientos entre high yield y los bonos de referencia americanos se amplió.

La relevancia de este hecho para el mercado de renta fija emergente, radica en la elevada correlación existente entre este, y el mercado de high yield americano. Estos hechos alteraron la evolución de los papeles de deuda emergente, lo cual queda en evidencia al observar la evolución seguida por el EMBI<sup>3</sup> (ver gráfico 4). Un mayor riesgo percibido, hace que los inversores deshagan sus posiciones más riesgosas, en busca de activos más seguros.

3 Emerging Markets Bond Index (índice de bonos de países emergentes) mide la sobretasa de rendimiento promedio de países subdesarrollados en relación con los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que están catalogados como cero riesgo.

Las características de Uruguay hacen que el desempeño de sus papeles, no sea ajeno a esta situación. El riesgo país de Uruguay se vio sensiblemente incrementado, acompañando la tendencia del resto de los países emergentes. Esto no constituye una novedad, dado que el coeficiente de correlación entre riesgo país y EMBI para los últimos dos años fue 0,96 (ver gráfico 5).

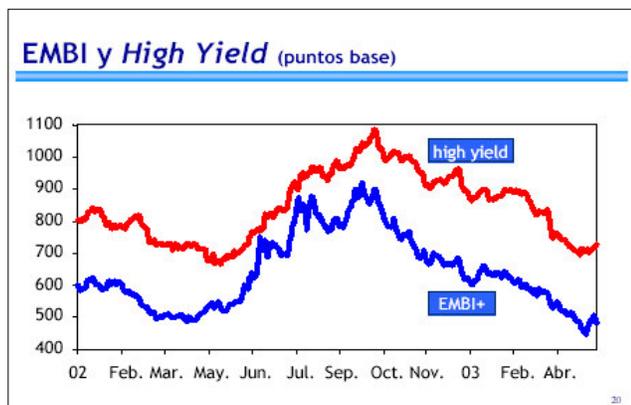


Gráfico 4 – fuente: Banco Central de Chile

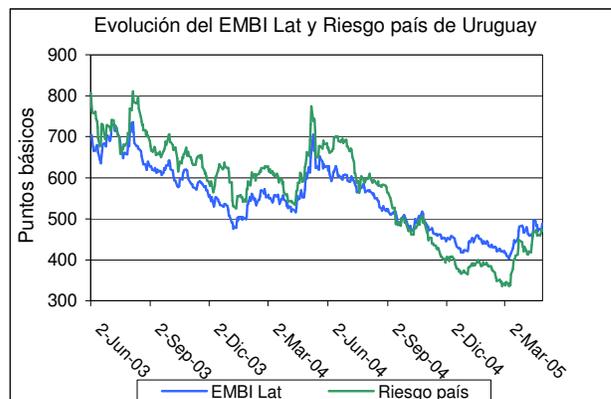


Gráfico 5

Si bien en un primer momento los bonos soberanos uruguayos no acompañaron esta tónica alcista y el riesgo país se mantuvo estable en torno a los 465 pbs., este nivel era sustancialmente inferior al registrado en agosto de 2004, fecha de la última salida al mercado con la emisión de un bono global a 18 meses a tasa fija en pesos con cobertura cambiaria, donde el riesgo país se acercaba a los 600 pbs.

Luego, a inicios de mayo la reducción de la calificación de General Motors y Ford se hizo efectiva, lo cual alejó la incertidumbre propia de esta situación. El mercado digirió ese shock y se estabilizó. El riesgo país cayó más de 40 pbs. en los primeros diez días de mayo plegándose a la tendencia registrada por los demás países emergentes. De este modo, con un panorama más despejado, el gobierno uruguayo decidió relanzar la emisión postergada un mes atrás colocando en el mercado internacional USD 300 millones de un bono a 12 años de plazo, con un rendimiento de 9,25%; esto significó que el rendimiento de este papel fuese 69 pbs. más alto que el del bono global 2015 y 42 pbs. más que el bono emitido por Brasil ese mismo día, con vencimiento en 2019 y rendimiento de 8,83%.

Desde el primer anuncio de emisión hasta el momento en que Uruguay accede al mercado de deuda internacional, los factores específicos que señalamos anteriormente no sufrieron cambios sustanciales. Los que si cambiaron, fueron los factores generales del mercado, en donde la estabilización del mercado de high yield contribuyó a la baja del riesgo país de los países emergentes. Esta situación fue aprovechada por nuestro país quien finalmente colocó en el mercado, la emisión que no pudo colocar un mes antes.