

Exitosa emisión de bonos en los mercados globales

En el día de hoy, el estado uruguayo realizó por primera vez en lo que va del año una **emisión de bonos globales por un monto equivalente a USD 1.740 millones** para cubrir parte de las **necesidades de financiamiento del Gobierno Central en 2021**.

En este sentido, según el último reporte de la Unidad de Gestión de Deuda (UGD) del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), dichas **necesidades previstas** para hacer frente principalmente al déficit fiscal primario, al pago de interés de deuda y la amortización de títulos de mercado **alcanzarán los USD 4.468 millones y supondrán un incremento del endeudamiento neto en USD 2.556 millones** (aprox. 5% del PIB). Al respecto, dicho monto superará el tope establecido en la Ley de Presupuesto Quinquenal 2020-2024, por lo que las autoridades deberán recurrir a la cláusula salvaguarda prevista en caso de eventos excepcionales (entre ellos, pandemia), la cual permite incrementar el endeudamiento neto hasta un máximo de 30%.

Necesidades y Fuentes de Financiamiento del Gobierno Central en 2021 (en USD millones)

NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO GC	
Déficit primario	1.030
Pago de intereses	1.534
Amortización de Títulos de Mercado y Préstamos	1.514
Variación de Activos Financieros	390
FUENTES DE FINANCIAMIENTO GC	
Desembolsos Org. Multilaterales e Inst. Financieras	600
Emisión Total de Títulos de Mercado (local y global)	3.860
Otros	8

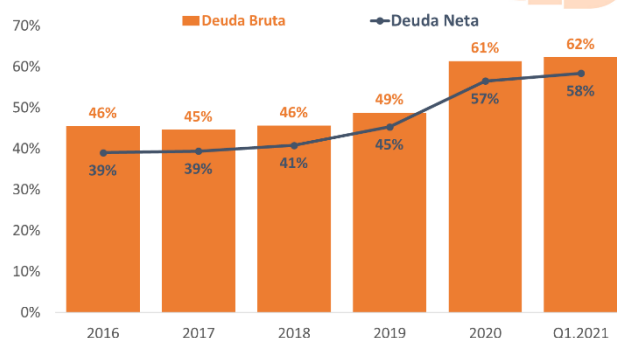
ENDEUDAMIENTO NETO GC	2.556
-----------------------	-------

TOPE DE ENDEUDAMIENTO NETO LEY DE PRESUPUESTO	2.300
TOPE DE ENDEUDAMIENTO NETO CON CLAÚSULA SALVAGUARDA	2.900

De esta forma, la trayectoria de la deuda del Gobierno Central continuaría siendo alcista en los próximos trimestres, en tanto

no se corrijan los desequilibrios fiscales y la economía alcance una senda de recuperación más vigorosa, lo cual supone uno de los mayores desafíos en el corto y mediano plazo.

Deuda del Gobierno Central (Porcentaje del PIB)



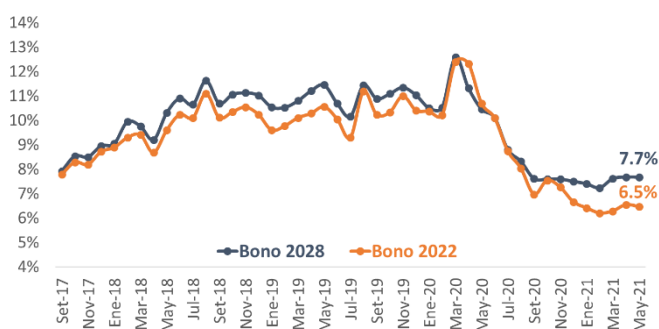
Fuente: Unidad de Gestión de Deuda (MEF)

CED
CENTRO DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO

En cuanto a la operación en sí misma, se logró capitalizar el relativo mayor apetito de los inversores extranjeros por activos de mercados emergentes con buena reputación, solidez política e institucional y buenas perspectivas de avance de la vacunación, aún en un escenario financiero global más volátil en los últimos meses. En esta línea, la demanda por los bonos soberanos uruguayos superó ampliamente el monto que finalmente se emitió. Por un lado, se colocó un bono en pesos nominales (el tercero en su historia) por un monto en efectivo de USD 750 millones con vencimiento en 2031. Dicho título pagará

una tasa de interés fija de 8,25% anual en pesos, la menor en pesos nominales para cualquier que se haya emitido hasta el momento. Los restantes USD 416 millones serán destinados a la recompra de bonos en pesos con vencimiento en 2022. Además, al igual que ocurrió en 2020 Uruguay es el primer país de América Latina en emitir en moneda nacional. En este contexto, **el lanzamiento de la operación en pesos nominal permitió al país aprovechar el incremento de los precios de la deuda en moneda local** tanto en pesos nominales como en UI (y consecuentemente la disminución de sus rendimientos) en los últimos meses **alineado a una disminución de la inflación, así como a la convergencia de las expectativas de los analistas hacia el rango meta y el mayor compromiso asumido por la autoridad monetaria para tender hacia una inflación más baja y estable.** En esta línea, **la inflación implícita de mediano plazo en el diferencial entre el nuevo bono en pesos y el bono en UI de la misma madurez es de 6%, alineada con la meta del BCU.** A su vez, su elevada demanda augura un buen desempeño en el mercado secundario (donde se compra y venden los títulos emitidos) en cuanto a liquidez y disminución del rendimiento.

Rendimiento de los Bonos Globales en Pesos Uruguayos Nominales
(al vencimiento; último día hábil de cada mes)



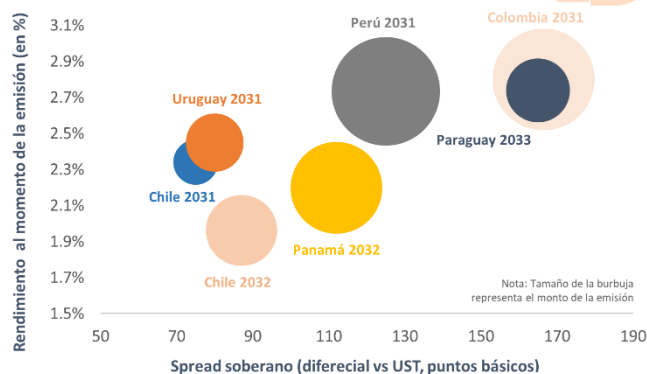
Fuente: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A.

CENTRO DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO

Por otro lado, se llevó a cabo la **reapertura de un bono global en dólares con vencimiento en 2031 por un monto en efectivo de USD 574 millones con una tasa al momento de la emisión de 2,45%.**

En este sentido, el bono global en dólares se emitió con un spread de 80 pbs. sobre la tasa de un bono de EE.UU. de igual duración, siendo el más bajo de las emisiones realizadas por países de Latinoamérica en 2021 luego de Chile (75 pbs y una tasa de 2,34% para igual plazo). Los restantes USD 74 millones será destinado a la recompra del bono en dólares con vencimiento en 2022.

Emisiones de Deuda Global en América Latina en 2021
(en USD con vencimiento a 10, 11 y 12 años)



Fuente: Ministerios de Economía y Hacienda de los respectivos países

CENTRO DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO

A modo de conclusión, **dicha colocación en los mercados de capitales internacionales significó una importante mejora en el perfil de la deuda** en tanto; i) la mayor parte del aumento del endeudamiento neto fue en moneda local (60%) lo que profundiza el proceso de desdolarización en el margen, ii) se reducen parte de los vencimientos de corto plazo iii) se continúa extendiendo la madurez de la curva de rendimientos de bonos soberanos a en pesos nominales, estableciendo un bono de referencia (benchmark) en pesos con madurez a 10 años cuyo precio servirá de indicativo para otros participantes del sector público y

privado en el mercado de capitales, iv) se redujo el costo de financiamiento en pesos y dólares, así como v) se consolidó una base inversora más diversificada.

En este sentido, dicho proceso de mejora en el perfilamiento de la deuda data de una política de estado de varios años, con alternancia de los partidos políticos en el gobierno, lo que finalmente luego se refleja en el relativo éxito de las emisiones internacionales de deuda.

De este modo, la colocación de bonos en el día de hoy por el equivalente a USD 1.250 millones (total efectivo), sumado a la emisión de Notas del Tesoro en el mercado local (en UI – indexadas a la inflación- y UP- indexadas a los salarios-), supone que se haya emitido en lo que va del año un 51% del total de USD 3.860 millones previsto por la UGD.

Emisión Total de Títulos de Mercado

(acumulado 2021; USD millones)



Lo anterior da cierto margen para cubrir las necesidades restantes en el mercado doméstico sin necesidad de recurrir al mercado internacional en el caso que las condiciones externas se deterioren. Al respecto, el principal elemento a considerar en dicho eventual escenario refiere a la evolución de las tasas de interés en Estados Unidos y al timing por parte de la Reserva Federal para adoptar un sesgo más contractivo de la política monetaria en el marco de un proceso de recuperación económica sostenida y mayores presiones inflacionarias. De hecho, en los últimos

meses los rendimientos de los bonos estadounidense (en particular, los nodos más largos de la curva) han experimentado alzas significativas anticipando una normalización monetaria más rápida de lo previsto y comunicado por la FED hasta el momento.

En síntesis, la emisión de deuda soberana puede calificarse como “exitosa” en tanto contribuyó a cubrir una parte importante de las necesidades de financiamiento para el 2021. Además, dicha operación se llevó a cabo en un contexto financiero internacional más volátil, lo cual reafirma el buen posicionamiento de Uruguay en dicha materia.

No obstante, es pertinente remarcar la necesidad de corregir los desequilibrios de las finanzas públicas que llevan a un incremento de la deuda en términos del producto, así como realizar las reformas estructurales necesarias que permitan incrementar el crecimiento potencial de la economía luego de la pandemia. En el escenario actual de caída de la recaudación impositiva y aumento del gasto público, las señales para reencauzar las cuentas públicas recobran vital importancia. Al respecto, el continuar disminuyendo el déficit estructural (corregido por el ciclo económico) es una señal que las agencias calificadoras de riesgo observarán para la mantención del grado inversor en los próximos meses. En este sentido, a pesar de una mayor laxitud dada la coyuntura, es bueno recordar que en los últimos meses se han procesado revisiones a la baja en algunos países latinoamericanos, lo cual supondría un aumento del costo de financiamiento.

