

Análisis Económico

El problema no es el nivel de deuda pública sino la capacidad de pago

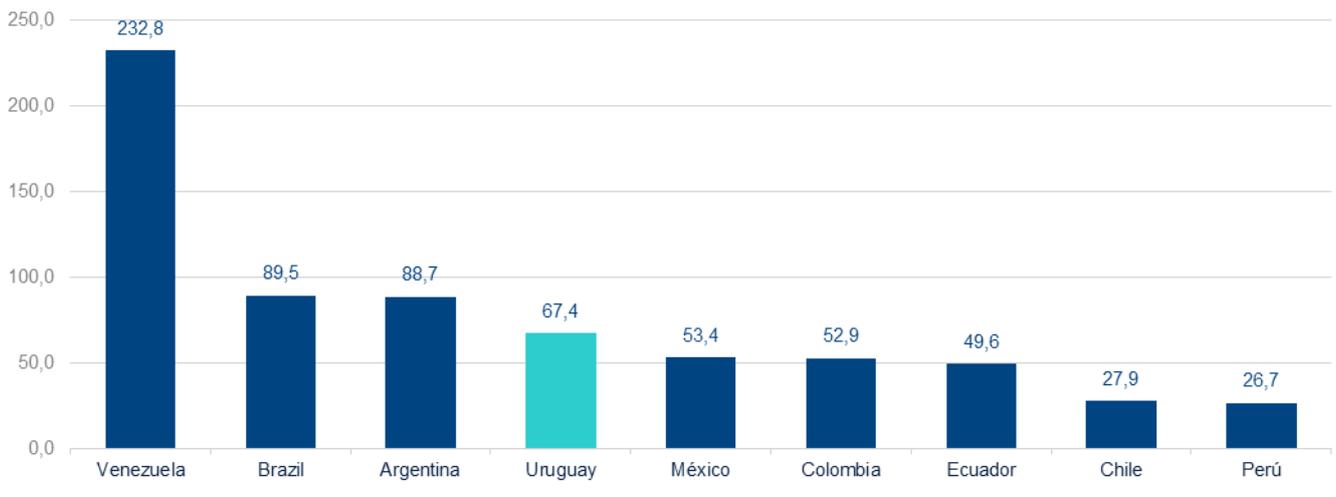
El País (Uruguay)

Adriana Haring / Juan Manuel Manías

20 julio 2020

Los elevados stocks de deuda de los gobiernos, mayormente resultado de la acumulación de déficits fiscales previos, son un problema que aqueja a la mayoría de los países, particularmente en nuestra región. Uruguay no es la excepción, pero ha llevado adelante una buena gestión de la deuda pública desde la reestructuración de 2003 que le permitió bajar su vulnerabilidad y abaratar el costo de sus pasivos. Desde entonces se redujo la participación de deuda en moneda extranjera sobre el total, mejoraron los perfiles de vencimientos y se aprovecharon los momentos de tasas bajas de interés a nivel global.

Gráfico 1. **DEUDA PÚBLICA A PIB 2019 EN LA REGIÓN**



Fuente: FMI

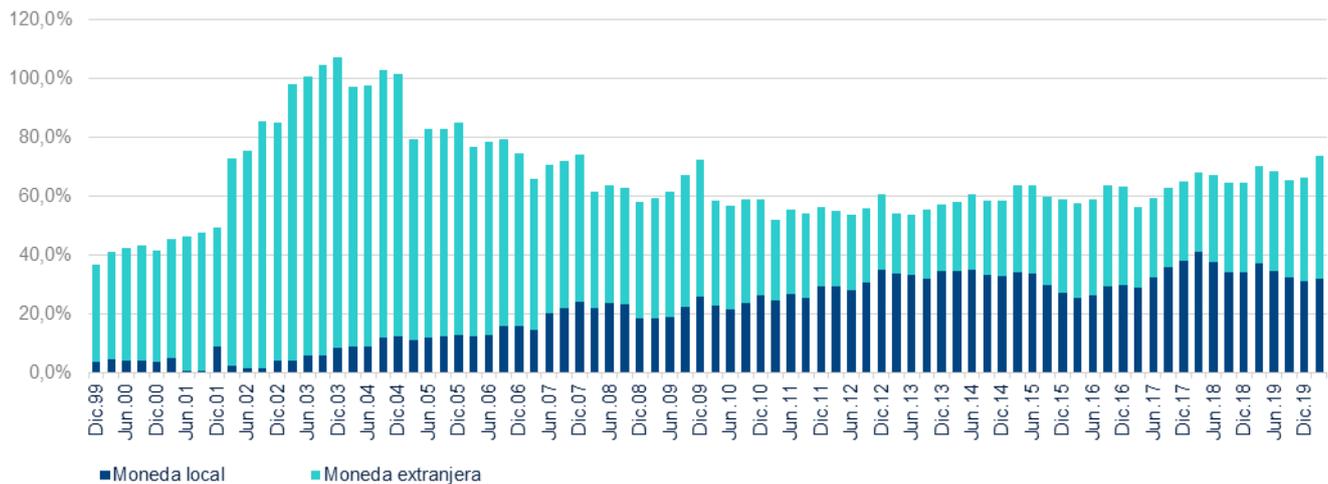
La deuda pública uruguaya cayó nominalmente USD 4.642 millones desde el máximo de USD 40.517 millones de marzo de 2018, para ubicarse en USd 35.875 millones en marzo de este año según la última información oficial. De este total, US\$ 28.000 millones corresponden al Gobierno Central, US\$ 5.816 millones al Banco Central y el resto se reparte entre empresas públicas, el BPS y los Gobiernos Locales.

Cobra relevancia entonces preguntarse por qué, pese a este desendeudamiento, la capacidad de pago de Uruguay expresada por la relación Deuda a PIB ha tendido a empeorar.¹ La causa de este deterioro es que en el

1: El ratio Deuda Pública/PIB, de amplia difusión por su sencillez, da una idea aproximada de la proporción del PIB (proxy del Ingreso Nacional) que debería destinarse para honrar la deuda si ésta venciera hoy, sin dejar de tener en cuenta que el numerador son las obligaciones del sector público mientras que el denominador es la producción de toda la economía.

mismo período la economía estuvo prácticamente estancada y como también se contraerá este año, la capacidad de pago del Gobierno volverá a reducirse.

Gráfico 2. **EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN MONEDA DOMÉSTICA Y MONEDA EXTRANJERA (% DEL PIB)**



Fuente: BCU

La deuda del sector público consolidado en términos del PIB creció en el primer trimestre del año hasta 73,8% (dic-19 = 66,2%) y esto es así porque el PIB cayó en ese período. Para 2020 nuestra previsión es de una caída del PIB real del 3,1% y una depreciación del tipo de cambio promedio de 20%, con lo cual proyectamos una baja del PIB corriente medido en dólares, que repercutirá sobre la capacidad de pago del Gobierno. Al mismo tiempo, el déficit fiscal este año alcanzará 6,6% del PIB, resultado de la caída en la recaudación por menor actividad económica y un aumento del gasto público por la asistencia del gobierno a los sectores castigados por los efectos recesivos de las medidas sanitarias para contener la pandemia. Esto constituye otro factor de endeudamiento. De hecho, el Gobierno hizo uso de una parte de las líneas de crédito contingentes que disponía como “colchón” para financiarse y, además, pudo colocar nueva deuda de forma exitosa gracias a la credibilidad del país y al buen manejo que viene realizando de la deuda en las últimas décadas.

El acceso a los mercados globales de deuda en tiempos de pandemia: La importancia del Grado Inversor

Pese al entorno global negativo de alta incertidumbre y volatilidad a partir de la irrupción del Covid-19, varios países de la región pudieron acceder a los mercados internacionales de capitales y emitieron más de US\$ 21 mM en el primer semestre del año. Uruguay se sumó a estas emisiones y no solo consiguió financiamiento en gran volumen (US\$ 2 mM), sino que lo hizo a plazos largos y tomó deuda mayormente en moneda doméstica (Tabla 1).

El Grado Inversor de Uruguay que acompaña la buena reputación del país fue la llave que le permitió lograr una emisión exitosa. Para el resto del año, si bien el Gobierno no descarta tomar más deuda en el mercado global, tiene la intención de rebalancear la composición por moneda para continuar con la desdolarización de la deuda pública que inició hacia 2005.

Tabla 1. **LAS EMISIONES DE DEUDA EN LATINOAMÉRICA DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 2020**

País	Fecha de emisión	Monto de la emisión (US\$ B)	Tasa	Vencimiento	Rating largo plazo
Panamá	26.03.20	2,50	4,50	01.04.56	BBB+
Perú	16.04.20	1,00	2,39	23.01.26	BBB+
		2,00	2,78	23.01.31	
Guatemala	21.04.20	0,50	5,38	24.04.32	BB-
		0,70	6,13	01.06.50	
México	22.04.20	1,00	3,90	27.04.25	BBB
		2,50	4,75	27.04.32	
		2,50	5,00	27.04.51	
Paraguay	23.04.20	1,00	4,95	28.04.31	BB
Chile	05.05.20	1,46	2,45	31.01.31	A+
Colombia	01.06.20	1,00	3,13	15.04.31	BBB-
		1,50	4,13	15.05.51	
Brasil	03.06.20	1,25	2,88	06.06.25	BB-
		2,25	3,88	12.06.30	
Uruguay	24.06.20	1,6	3,875	24.06.40	BBB
		0,4	2,48	24.06.31	

Fuente: S&P y MEF

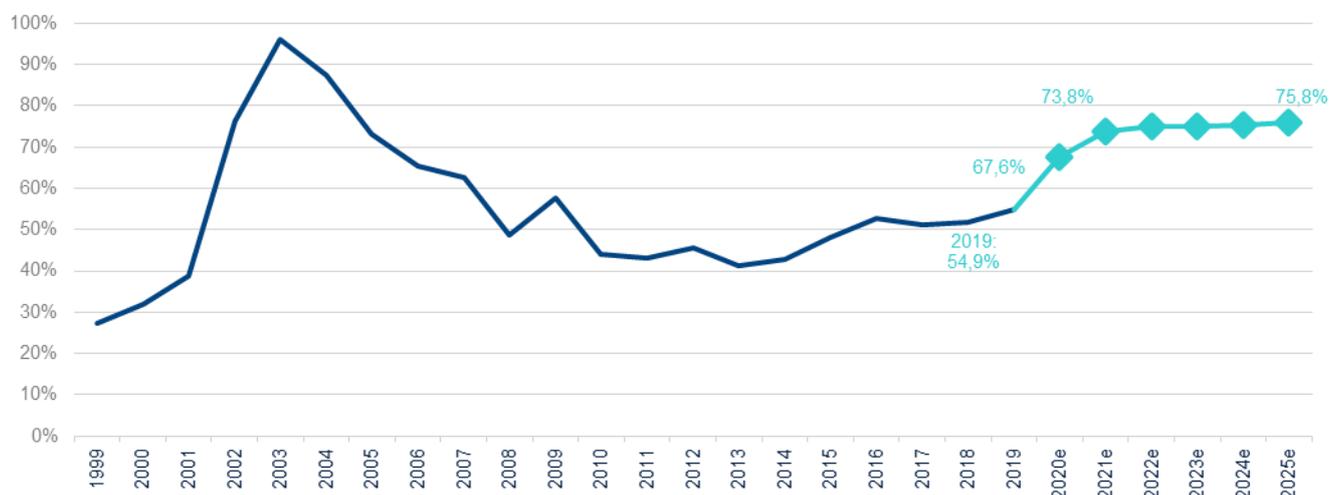
La comparación de las tasas a las que estos países de la región colocaron deuda deja en evidencia la importancia del grado inversor para emitir deuda a tasas bajas. Si bien hace ya unos años que Uruguay no consigue generar superávits primarios significativos, en 2020 la situación se torna más complicada por el efecto del Covid-19 sobre las cuentas fiscales, situación que, por supuesto, se repite en la mayoría de los países. No obstante, se trata de un contexto transitorio, y para mantener el grado inversor Uruguay deberá encauzarse hacia la consolidación fiscal para evitar una dinámica no sostenible de la deuda en el futuro.

La sostenibilidad de la deuda y de la política fiscal

Una forma de ver si la política fiscal es sostenible a largo plazo es analizar la evolución esperada de la deuda pública en relación con el crecimiento de la capacidad de pago futura, sintetizado en el ratio Deuda a PBI. Si este ratio, dado ciertos supuestos sobre el futuro, se mantiene estable o baja en los años venideros, la política fiscal es consistente en el tiempo. En cambio, si este indicador crece indefinidamente, es señal de que sería necesario tomar medidas para adecuar el rumbo de la deuda y evitar problemas de sostenibilidad en unos años.

En el Gráfico 3 mostramos cuál podría ser la evolución futura del ratio de deuda a PBI para 2020-2025, tomando como base el déficit primario esperado por el consenso de los analistas económicos (según el relevamiento de *FocusEconomics*) y nuestro [escenario base de proyecciones macroeconómicas](#). Estos cálculos se hicieron en base a la deuda del Sector Público No Monetario (i.e., no incluye la deuda del BCU).

Gráfico 3. **DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO MONETARIO ENTRE 1999 Y 2025 (COMO % DEL PBI)**



Fuente: BBVA Research en base a FocusEconomics y MEF

Como vemos, la relación entre la deuda y el PBI crecerá considerablemente en 2020-21, producto de la contracción económica, la depreciación del peso y el aumento del déficit fiscal, causados por la irrupción del COVID-19. Este aumento se trata, como dijimos, de un fenómeno a nivel global.

Ahora bien, es fundamental que la trayectoria de la deuda se estabilice en los años posteriores. En la Tabla 2 se muestran los niveles de resultado fiscal primario que estabilizarían el ratio deuda a PBI más allá de 2022, en función de distintos supuestos sobre el crecimiento económico y la tasa de interés de la deuda futura.

Tabla 2. **RESULTADO FISCAL PRIMARIO MÍNIMO NECESARIO PARA ESTABILIZAR LA RELACIÓN DEUDA A PBI (EN % DEL PBI)**

		Crecimiento económico promedio anual				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Tasa de interés (TNA en USD)	2,5%	0,0%	-0,4%	-0,9%	-1,3%	-1,8%
	3,5%	0,7%	0,3%	-0,2%	-0,6%	-1,1%
	4,5%	1,4%	1,0%	0,5%	0,1%	-0,3%
	5,0%	1,8%	1,3%	0,9%	0,4%	0,0%

Fuente: BBVA Research

Tomando por ejemplo la tasa de 3,5% anual en dólares (cerca al promedio de las últimas colocaciones), el resultado primario necesario para estabilizar la deuda debería ubicarse entre 0,3% y -0,6% del PBI si el crecimiento económico promedio se encuentra entre 2,5% y 3,5% anual.

Si bien los ratios de deuda a PIB no lucen insostenibles, el análisis indica que el Gobierno debería propiciar una consolidación fiscal para evitar que la deuda continúe aumentando luego de 2022. Esta ya era una asignatura pendiente desde antes de la irrupción del COVID-19, y ahora se impone de manera aún más apremiante para garantizar la sostenibilidad en el mediano plazo y el objetivo de conservar el Grado de Inversor.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.