

## **TIEMPOS NUEVOS Y DESAFÍOS NUEVOS: CÓMO SE PREPARAN Y QUÉ ESTRATEGIAS USAN LOS ADMINISTRADORES DE DEUDA DE LA REGIÓN ANTE EL NUEVO CONTEXTO FINANCIERO GLOBAL<sup>1</sup>**

Durante la última década, muchos de los países de la región realizaron un manejo prudencial y ordenado de su deuda pública, reduciendo significativamente las vulnerabilidades financieras. El contexto internacional, sin embargo plantea nuevos desafíos, y con ellos la necesidad de adaptar las estrategias de deuda que permitan asegurar el financiamiento del gobierno al menor costo posible dados parámetros aceptados de exposición al riesgo. Estos nuevos desafíos incluyen la normalización de la política monetaria de Estados Unidos, la mayor volatilidad del dólar en el mundo, la baja en el precio de los commodities y la divergencia en las políticas monetarias en los países avanzados. Las estrategias pueden diferir dependiendo de la exposición a los shocks externos y de la situación marco de cada una de las economías. Para conocer de primera mano las estrategias de deuda en el nuevo entorno global, invitamos a representantes de algunas de las principales Oficinas de Deuda de la región (Brasil, Colombia), para que junto a la de Uruguay nos dieran su visión sobre los principales desafíos para el manejo de deuda. Primeramente cada uno de los panelistas presentó las actividades de su respectiva oficina de deuda y en una parte más interactiva, se desarrollaron temas comunes específicos. La sesión finalizó con preguntas de los asistentes.

---

<sup>1</sup> Panel de discusión desarrollado durante las XXXI Jornadas Anuales de Economía organizadas por el Banco Central del Uruguay, 18-19 de agosto de 2016. El mismo estuvo integrado por Christian Prado (Subdirector de financiamiento externo de la Nación, Colombia), Márcia de Oliveira Tapajós (Coordinadora de Operaciones de Deuda Pública, Brasil) y Herman Kamil (Jefe de la Oficina de Deuda del MEF, Uruguay).

## MÁRCIA DE OLIVEIRA TAPAJÓS<sup>2</sup>

Es un placer estar aquí y tener la oportunidad de compartir con ustedes la experiencia de Brasil en el manejo de la deuda. Para comenzar, me gustaría hacer una breve descripción de la situación económica y política de Brasil. En el primer trimestre de 2016, los indicadores económicos mostraban que la economía brasileña se situaba como hace quince años atrás. Como a inicios del año 2000, la inflación se ubicaba en torno de dos dígitos: en unos 10.7 en el 2015 y algo como 12.5 al final de 2002. Lo mismo para la tasa de desempleo, que se ubicaba en dos dígitos: 11% en 2015, valores similares al año 2000. El riesgo país estaba próximo a 600 puntos bases, niveles registrados en la década pasada.

Pero en el segundo trimestre de 2016 hubo un cambio en la dirección de gobierno que estableció un nuevo rumbo a la política fiscal. La primera acción fue la de estimar el déficit fiscal de 170 billones de reales para el año 2016, mostrando transparencia respecto de la situación fiscal del Gobierno. Esta nueva política fiscal se basa en los siguientes pilares: recorte de gastos e incremento de ingresos fiscales, reducción de la deuda bruta y aumento de la productividad del sector público. Estas acciones en el plano fiscal, en conjunto con el firme combate a la inflación por el Banco Central de Brasil, han posibilitado una mejora en la percepción de Brasil por los inversores que ya vemos en los indicadores de mercado y que se confirmó con la reciente emisión a 30 años en el mercado<sup>3</sup>, en bonos de 30 años en el mercado internacional.

Voy a hablar ahora un poco respecto del manejo de la deuda de Brasil. El objetivo de la gestión de la deuda es atender eficientemente las necesidades de financiamiento del gobierno federal con el menor costo a largo plazo, respetando el mantenimiento de prudentes niveles de riesgo y además contribuir con el correcto funcionamiento del mercado brasileño de valores gubernamentales. Con esa finalidad nosotros trabajamos con una

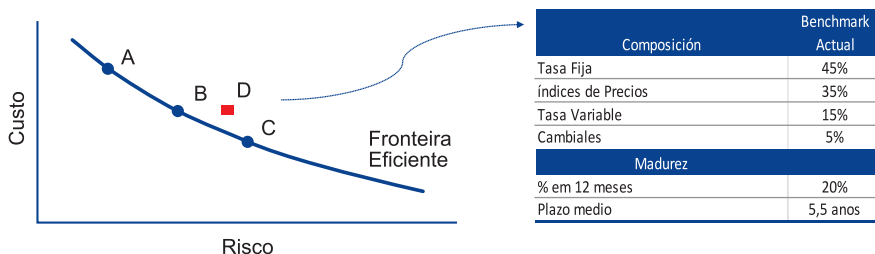
---

2 Márcia de Oliveira Tapajós es Deputy Head de la Oficina de Obra Pública de Brasil, ha trabajado en temas relacionados con deuda pública desde 1998, es Máster en Finanzas y graduada en ciencias económicas en la Universidad de Brasilia, completó su MBA en finanzas en el Capital Market Brazilian Institute, también se desempeñó como consultora externa del Banco Mundial en países emergentes africanos en temas relativos al desarrollo y mercados.

3 Emisión de un título a 30 años, global 2047 por 1.5 billones de dólares estadounidenses en julio de 2016 (Nota de redacción).

planificación que empieza con la determinación de la composición ideal de la deuda a largo plazo, que es lo que llamamos “*the benchmark*”. Por consiguiente, la definición de directrices que van a direccionar las acciones, las decisiones acerca de la gestión de la deuda a medio y corto plazo y por último la construcción del plan anual de financiamiento. Es importante resaltar que todo ese proceso lo coordina el *Comité de gestión de deuda* que cuenta con la participación del subsecretario y tres coordinaciones que componen el área como una estructura de *back, middle y front office*. Nuestro *benchmark* es definido por medio de la construcción de una frontera eficiente entre riesgo y retorno para la relación de deuda/PIB. Es decir: cada cartera es una composición diferente de cuatro instrumentos, de cuatro títulos, y las características relevantes de cada cartera para elaborar la frontera eficiente será el retorno de riesgo, la volatilidad de la relación deuda PIB para esa frontera... para esa cartera y trazado de la frontera eficiente. Dado el apetito de riesgo del gobierno podemos seleccionar una opción de portafolio óptimo que llamamos de deuda de referencia.

**Tabla 1**  
**Objetivos a largo plazo**



En la tabla 1 están los niveles de nuestro benchmark para los principales indicadores que es la composición de la deuda y madurez. Las principales directrices para que sea elaborada la estrategia de medio y corto plazo de la deuda, son las que están indicadas aquí:

- Sustitución gradual de los títulos pagos por tasas de interés variables, por títulos con tasas fijas y títulos pagos por índice de precios. Porque esta es una estrategia más segura que trae menos volatilidad para el gobierno.
- Consolidación de la participación actual de los títulos denominados en moneda extranjera en consonancia con sus límites a largo plazo. Con la

definición de la estructura de benchmark a largo plazo para Brasil, la composición ideal para moneda extranjera es de 5%. Hoy ya tenemos este nivel, entonces ahora lo que tenemos es que mantener el nivel de 5% de la deuda en moneda extranjera.

- Suavización de la estructura de vencimiento prestando especial atención a la deuda que vence a corto plazo, en doce meses.
  
- Aumento de plazo promedio del stock.
  
- Desarrollo de la curva de rendimientos en los mercados nacionales y extranjeros.
  
- Aumento de la liquidez de los títulos públicos federales en el mercado secundario.
  
- Ampliación de la base de inversionistas y perfeccionamiento del perfil de la deuda federal externa a través de emisiones de títulos con plazo de referencia del Programa de Rescate Anticipado y Operaciones Estructuradas.

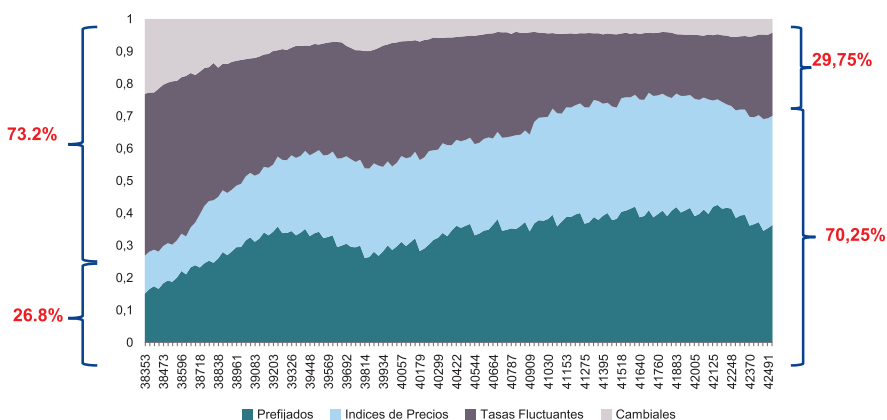
Sobre las operaciones del mercado externo, la deuda externa, voy a hablar un poco más adelante.

Aquí les presento nuestro plan anual de financiamiento (PAF). Como ya fue indicado, la planificación está en tres etapas: al principio se analiza cuál es el perfil deseado para la deuda a largo plazo, a continuación se analiza el horizonte a medio plazo y se evalúan las oportunidades, limitaciones y desafíos para lograr la estructura deseada de deuda. El debate principal en ese caso se refiere a la velocidad del proceso de convergencia, en el punto de referencia del *benchmark*. Por último, la estrategia de corto plazo. En todo momento se observan las condiciones de mercado para la colocación de los títulos para que se pueda elegir una de las alternativas más adecuadas. En contexto de creciente volatilidad y ajuste de las condiciones monetarias puede haber ventajas y desventajas que impiden que el tesoro nacional avance simultáneamente en todas las directrices. Sin embargo, en un horizonte más amplio se pretende entrar en equilibrio entre los costos y riesgos señalados por el *benchmark*. En ese sentido, el plan anual de financiamiento tiene en cuenta el propósito y las directrices de benchmark, los escenarios macroeconómicos, la necesidad estimada para la financiación

del gobierno federal y las diferentes estrategias de emisión de bonos del gobierno. De esa forma, la indicación del PAF de 2016, así como todos los otros en el pasado, se da en intervalos que son presentados en las dos últimas columnas donde es posible acomodar los diversos escenarios económicos y sus probabilidades que pueden ocurrir y cómo el Tesoro conducirá sus emisiones a cada uno de esos escenarios.

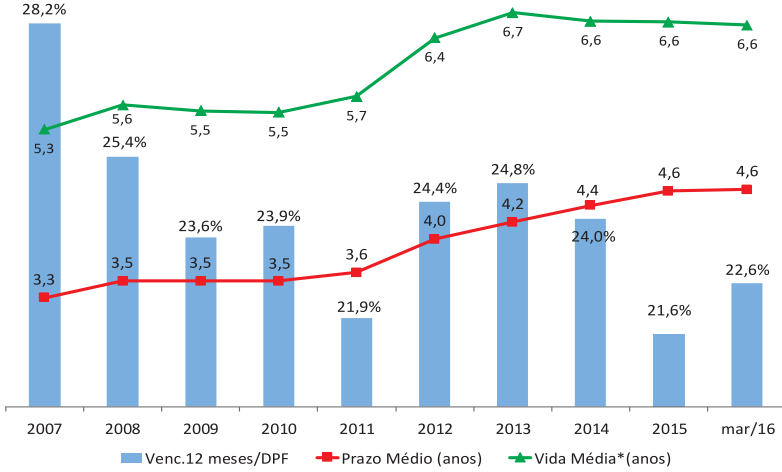
En el actual contexto económico internacional, hay desafíos en la búsqueda por la composición ideal de la deuda, pero el mayor desafío hoy para el desenvolvimiento de la deuda en Brasil es el alargamiento del plazo.

**Gráfico 2**  
**Perfeccionando la composición de la deuda**  
**Sustitución de los títulos con tasas fluctuantes por los**  
**títulos con tasa fija y pagos por índices de precios**



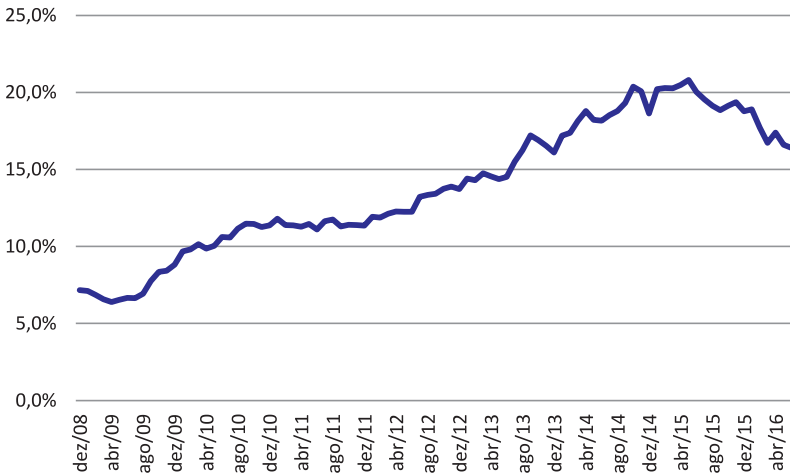
En el gráfico 2 les presento la evolución de la composición de la deuda. Como he dicho, nosotros hicimos una estrategia de reducir los títulos que están vinculados a tasas fluctuantes y a moneda extranjera. En el comienzo del gráfico, que es 2005 y no está aquí, teníamos algo como 73% de la deuda vinculada a estos indicadores. Eso se movió hoy algo como 30%. De la misma forma, los títulos vinculados a tasas fijas y a índice de precio crecieron desde 30% hasta 70%, que es una construcción más robusta, más segura de una composición de deuda.

**Gráfico 3**  
**Perfeccionando el perfil de vencimientos de la deuda**



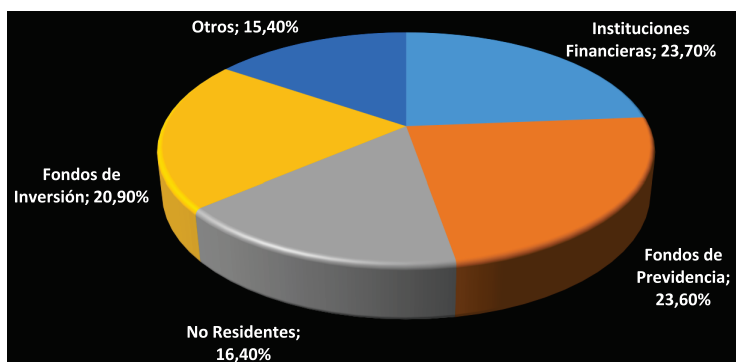
En el gráfico 3 les presento la evolución del perfil de vencimiento de la deuda. Como es posible notar, el plazo del stock es más limitado, hubo una variación más modesta, no vemos un gran incremento en el plazo del stock. Y ese, como yo he dicho, es el gran desafío para la deuda pública hoy. La composición es importante, tenemos ajustes que hacer, pero lo más difícil es el alargamiento del plazo de la deuda.

**Gráfico 4**  
**Participación de los no residentes**



El gráfico 4 representa la distribución de la deuda local por sus tenedores. Como es posible observar, hay una distribución equilibrada, como la diversificación de la base de inversionistas por los diversos sectores, y lo que permite que el gobierno no dependa de un seguimiento específico del mercado para que pueda refinanciar su deuda.

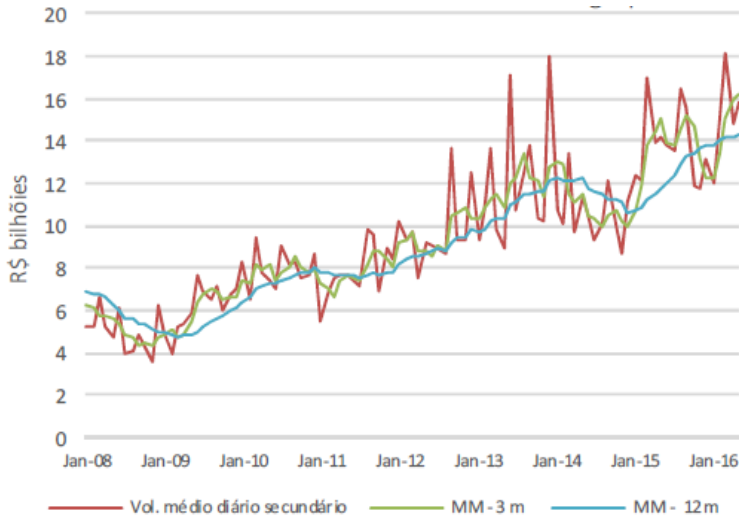
**Gráfico 5**  
**Tenedores de la deuda local**



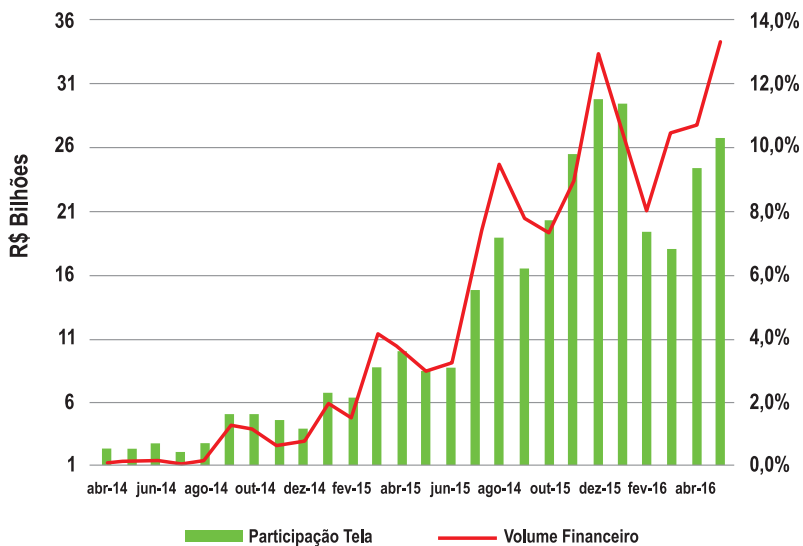
Otro punto que es importante resaltar es la participación de los inversionistas no residentes. Hubo una reducción, como es posible notar por el gráfico 5, de la parcela de estos inversionistas como consecuencia de las decisiones de las agencias de rating vimos un proceso normal de ajuste incluso porque algunos fondos tenían que hacer ajustes cuando Brasil perdió el grado de inversión, “*grado de investimento*”, y por tanto esos recursos necesitaron ser *relocados*. Por el gráfico, nosotros vemos que el nivel actual de la participación de los no residentes es algo como 16%. Aunque no sea posible mirar en el gráfico, la tendencia ahora es de estabilidad. Es muy importante destacar que todo ese proceso que hubo de salida de los inversores, de los inversionistas no residentes, ocurrió de una manera muy tranquila, sin grandes movimientos de precios dado que nosotros tenemos un mercado secundario bastante líquido. Eso es lo que voy a mostrar con estos dos gráficos. Tanto en la situación más difícil que tuvimos en el mercado brasileño como en el mercado internacional en los años 2015 y 2016, el volumen del mercado secundario local en Brasil continuó su movimiento creciente. Eso es posible observar en el gráfico 6 del movimiento medio secundario y también lo que se observó en las plataformas electrónicas, que

son los negocios que ocurren en ambientes específicos donde hay transparencia para todos los inversionistas, son los negocios que no son “over the counter” o “mercado de balcão” como los llamamos.

**Gráfico 6**  
**Volumen medio diario**



**Plataforma electrónica**





Por último, me gustaría hablar un poco acerca de la deuda externa, que representa solamente un 5% de la deuda pública de Brasil. A lo largo de los años el gobierno adoptó una estrategia de perfeccionamiento de su deuda externa, retirando los títulos ineficientes y estipulando puntos específicos en la curva de rendimientos, incrementando el volumen de tales títulos. Las direcciones generales para la deuda externa son:

- Creación y perfeccionamiento de puntos de referencia (usualmente nosotros trabajamos con puntos de 10 a 30 años de emisiones de títulos) y mantenimiento del programa de rescate anticipado de los títulos (el Tesoro brasileño tiene la oportunidad de rescatar, retirar sus títulos del mercado por un programa que se llama el programa de *buyback* donde podemos hacer diariamente, es como una negociación en el mercado secundario). Eso por un desarrollo muy importante en la gestión de la deuda externa, porque el proceso de retiro de títulos por el mercado secundario con la negociación de precios es más eficiente, muchas veces, que una transacción pública, grande, de mercado. Y nosotros también hicimos muchas operaciones de manejo de pasivo externo con el objetivo de incrementar la eficiencia de la curva de interés externa. Nosotros hicimos grandes operaciones en 2014, 2013, que fueron operaciones de emisión conjugadas con el retiro también de títulos de mercados; son las operaciones llamadas "*switch tender offer*". Ellas son complementarias al programa de *buyback*, porque algunas veces deseamos incrementar el volumen de un título sin necesariamente incrementar la exposición del mercado a Brasil, entonces es un diseño que se hace bien.

- Optimización y diversificación de la base de inversionistas.

- Mantenimiento de un colchón de liquidez en dólares suficientes para cubrir las obligaciones externas aproximadamente por 12 meses. Eso es muy importante, pues nosotros vimos una situación del mercado externo que no era favorable y ese colchón nos cubrió por casi dos años.

- Finalmente, hicimos una emisión en 2014 y recién volvimos al mercado ahora en marzo de 2016. Esa es una medida que es buena porque permite que el gobierno acceda al mercado cuando las tasas le parecen interesantes y no necesitamos validar niveles que no son los adecuados para el país. La secuencia aquí fue la operación que hicimos de diez años, en este año, en marzo de 2016. Fue la primera operación después de casi 18 meses que no accedíamos al mercado y fue una operación muy exitosa. Colocamos algo como 1.5 billones en el mercado, con un *bid to cover* mayor de 4 billones

y como pueden ver, la base de inversionistas para esa operación fue de, aproximadamente, un 83% de lo que llamamos “*the real money account*” que son los inversionistas que de facto están aplicando en el país, no son *hedge funds* que se quieren quedar con una oportunidad para vender el título al menor movimiento del mercado.

Y ahora, recientemente, ahora en julio hicimos una transición muy importante que fue la emisión del título de 30 años, un global 2047, también con un volumen de un 1.5 billones. Tuvimos una demanda superior a 6 billones por ese bono, por ese título. Y de la misma forma, la participación de los “*Real Account*” fue algo como 70%, lo que demuestra que ese escenario tan adverso que teníamos en el comienzo del año, se cambió drásticamente. Eso puede ser confirmado por las últimas operaciones de Brasil en el mercado.

#### **CRISTHIAN PRADO<sup>4</sup>**

Voy a tomar unos minutos para contextualizar un poco en qué panorama nos estamos moviendo y cuáles han sido las fuentes de volatilidad que nos hacen tomar decisiones de financiamiento.

Y es claramente el impacto que tiene la caída en los precios del petróleo, por ende en la producción: desde julio del 2014 ha caído casi 72% el precio del petróleo, por ende ha caído la producción de petróleo del país. Teniendo en cuenta el impacto en la balanza de pagos y en los ingresos, aunque la economía en general está alrededor del 9% relacionada con petróleo, solamente para el gobierno nacional en el 2013 representó más del 20% del total de los ingresos derivados del petróleo. Y en exportaciones el impacto fue mucho más grande porque fue una reducción del 50% de las exportaciones.

---

4 Cristhian Prado es profesional en finanzas y relaciones internacionales de la Universidad Externado de Colombia, con una especialización en economía del riesgo y la información en la Universidad de los Andes. Se desempeñó como asesor de financiamiento externo en el Ministerio de Hacienda y Crédito Público durante cuatro años; posteriormente fue coordinador del Fondo de Ahorro y Estabilización FAE, y subdirector de riesgo del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Desde hace dos años se desempeña como subdirector de financiamiento externo de la nación de la misma institución y hace parte de la junta directiva de Electrohuila Hidraprevisora Seguros S.A.

Comparado con otras crisis derivadas del petróleo, la crisis en los ingresos y en la balanza de pagos que estamos afrontando es de las peores o la peor recientemente, en donde perdimos exportaciones alrededor de 27 billones de dólares, 27 mil millones de dólares, y una pérdida total de los ingresos del gobierno nacional central de 3.4% del PIB. La magnitud de este evento es muy grande. Como bien lo mencionaban antes, pues, es un tiempo diferente, y tener una tasa de cambio flexible nos ha permitido que el déficit en cuenta corriente reaccione ordenada y gradualmente porque todos sabemos los perjuicios de tener una reducción muy fuerte en el déficit en cuenta corriente. Pero también acompañado de disciplina fiscal con la aprobación de la regla fiscal para Colombia, teniendo estos puntos definidos, pues nos ha tocado apretar el cinturón de gasto, nos ha tocado presentar reformas tributarias, que es un punto que las calificadoras han tenido mucho en cuenta para la época que viene y el compromiso con la regla fiscal, pues, nos ha llevado a reemplazar menor disponibilidad de recursos por 4.2% del PIB, de los cuales el menor ingreso petrolero es 3.3 del PIB y los mayores intereses por la devaluación y por la inflación es casi un 1% del PIB.

¿Cómo se ha hecho? Con mayores ingresos de la reforma del 2014 y un plan de activación, unos recortes en el presupuesto de un 1.8% del PIB, y el mayor déficit fiscal que es la deuda, que es lo que nos tiene en este panel hoy. Aunque la deuda neta total no ha subido, de manera general, digamos, en mayor medida, el efecto depreciación representa gran parte de los cambios que hemos tenido. Sin embargo, como las calificadoras han mencionado, en los cambios en el outlook que nos han hecho, la consolidación fiscal del mediano plazo va a ser muy importante para que sigamos en grado de inversión, digamos firmemente en el triple B, inclusive, si las cosas se mantienen, poder mejorar la calificación. Aquí hay unos puntos que se están discutiendo. La reforma tributaria se va a presentar durante la segunda legislatura que ya arrancó y no necesariamente va a estar ligada con la discusión del proceso de paz.

Otro *challenge* que tenemos es el tema de la inflación, la inflación como resultado de los cambios ambientales, el fenómeno del Niño tuvo un impacto muy grande, unos paros del sector transportador. Creemos que va a terminar alrededor del 7% este año o un poco por encima, sin embargo las expectativas han empezado a mostrar que se está corrigiendo, es algo para seguir monitoreando. Nuestro plan de financiamiento contempla desembolsos de bonos externos y multilaterales (los ejercicios de bonos pueden contemplar operaciones de pre-financiamiento para tener los colchones de

liquidez y afrontar cambios adversos del mercado que es algo con lo que tenemos que vivir), desembolsos internos que son subastas con el mercado local, desembolsos con las multilaterales y operaciones de financiamiento de caja en general.

Les quiero mostrar la participación de los externos en el mercado local, de los inversionistas no residentes en el mercado local. Ha ido aumentando y aunque no son los principales tenedores (los principales tenedores siguen siendo los fondos de pensiones y los inversionistas institucionales locales), los fondos de capital extranjero han incrementado y han incrementado como resultado de unos cambios estructurales fiscales: se les bajó el “*withholding tax*”, hubo una clarificación en los decretos por la manera en que están calculados los impuestos, y eso nos llevó a que entráramos al índice JBI de JP Morgan y pasamos de tener, en junio de 2012, el 2% de participación de extranjeros en el mercado local a tener algo alrededor del 20, 22%. No esperamos que esos inversionistas sigan llegando; sin embargo, hemos visto que hay un flujo buscando el *trade* de moneda, pero no esperamos que eso siga financiando nuestra cuenta y nuestra balanza de pagos.

En las últimas dos transacciones que hemos tenido en octubre de 2015 y una transacción de pre financiamiento de las necesidades del 2016, un poco para tener la caja llena antes de arrancar el año, lo que nos permitió pasar el principio del año del 2016, que fue de los peores desde 1928. Digamos, todos los flujos de mercados emergentes se vieron terriblemente afectados; tener esta caja nos permitió aguantar sin acceder al mercado en los primeros meses. Fue una transacción en dólares en el sector de diez años para tener un *benchmark* líquido de diez años por mil quinientos millones de dólares, y un poco nuestra estrategia en general tiene muchas de las bases que Márcia compartió del costo, del riesgo, de la definición de puntos líquidos de 10 y 30 años y de la priorización de inversionistas en el mercado local. Después de hacer esta transacción para completar las necesidades del 2016 hicimos la emisión de euros. Después de mucho tiempo de programar los desembolsos de las multilaterales en euros para tener acceso y exposición a esa moneda, llega marzo, después de un enero y febrero difícil como ya lo dije.

Estamos también en la mitad de la ejecución y los cierres financieros del programa de carreteras de cuarta generación que va a requerir inversiones de capital por parte de los constructores para mejorar la infraestructura vial del país. Quisimos diversificar la base inversionista y buscar un acceso a financiamiento que tuviera un cupón más bajo que los dólares. Emitimos

un bono en euros a diez años con vencimiento en marzo de 2026. El cupón, aunque no es el más bajo, para la República de Colombia es uno de los más bajos. El monto fue significativo: 1500 millones de euros; es una transacción grande para el mercado de euros. Pero ahí un poco le dimos prioridad a los inversionistas de Europa continental, porque hay muchos inversionistas de Londres que ya tienen deuda de Colombia en dólares. Se priorizó la demanda por estos títulos para inversionistas totalmente nuevos, que no tenían una exposición antes al mercado de dólares para ampliar la base inversionista sin canibalizar el financiamiento de las entidades públicas, como ECOPETROL, como EPM, y de los constructores del programa de cuarta generación de carreteras.

### HERMAN KAMIL<sup>5</sup>

¿Cuáles son los grandes lineamientos de la estrategia de deuda que tiene el gobierno de Uruguay? Bueno, esos lineamientos se han mantenido y han estado reafirmando por los últimos 10 años y con la nueva administración a partir de marzo de 2015 se han vuelto a reafirmar.

Primero, la razón de ser de la Oficina de gestión de deuda y también de la unidad de multilaterales con la que trabajamos es financiar al gobierno, financiar la brecha entre ingresos y egresos, pero enfrentándonos a una matriz de riesgo que sea prudente, que no signifique asumir situaciones de exposición muy extremas ante eventos adversos.

La segunda es, en relación a eso, en todo momento tener una posición de liquidez financiera de activos del gobierno que le permita asegurar a los inversores y asegurar a todos los participantes del mercado que el gobierno no solo está dispuesto a pagar sus obligaciones, que eso nunca se pone en duda, sino que tiene la capacidad de hacerlo. Y eso es algo que es fundamental a la hora de que los inversores midan la percepción de riesgo que tienen sobre la calidad crediticia de Uruguay.

---

5 El Dr. Herman Kamil asumió el cargo de Director de Unidad de Gestión de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay en marzo de 2015. Entre los años 2005 y 2014 trabajó en el Fondo Monetario Internacional, ocupando diversas posiciones en el Departamento de Hemisferio Occidental y en el de Mercados de Capitales Internacional. Herman es licenciado en economía en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de la República y es Doctor en Economía por la Universidad de Michigan en Estados Unidos.

Entonces, justamente como decía, unidos esos dos aspectos, lo que siempre tenemos que estar con un ojo mirando en la gestión de deuda es potenciar la calidad crediticia del riesgo uruguayo. O sea, la percepción de riesgo que se tiene sobre la capacidad del gobierno de honrar sus obligaciones, porque eso es clave para permitirnos un acceso fluido a los mercados en mejores condiciones y términos.

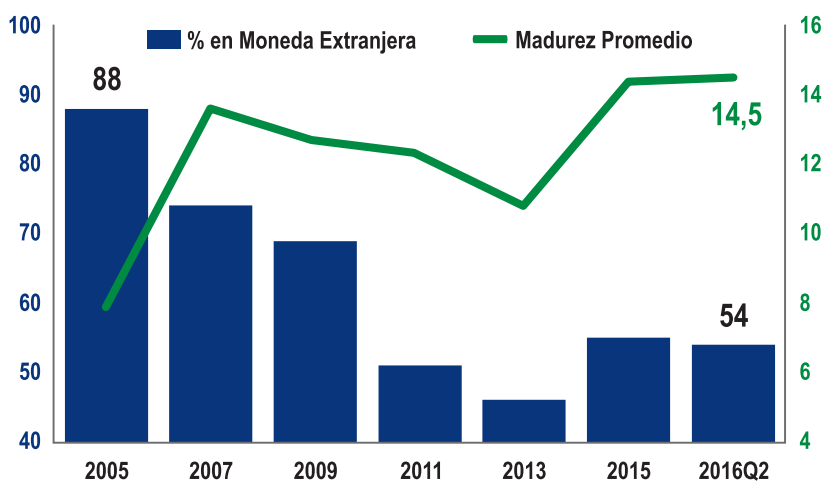
Y por último, no hay que perder de vista que la tasa de interés a la que se endeuda el gobierno, es una de las tasas de interés más importantes de la economía porque sirve de referencia para costos de endeudamiento de otros actores de mercado, tanto público como privado y aquí incluyo en particular, por ejemplo, a las empresas públicas, o a los proyectos PPP o a las empresas que quieren invertir o a los consumidores que tienen decisiones de consumo.

Por lo tanto, no solo es endeudarse, no solo es hacerlo de la forma más barata y menos riesgosa posible, sino asegurarse que en todo momento los agentes del mercado tienen una idea de dónde están los costos de financiamiento en cada plazo.

Entonces... ¿Qué ha pasado con la deuda de Uruguay en los últimos años? Bueno, si bien hemos visto un pequeño repunte en el último año y medio, en parte también relacionado con la devaluación del peso, lo que sí está claro es que el nivel de deuda en relación al tamaño de la economía ha descendido significativamente desde los niveles máximos que alcanzó en 2004. Pero el foco que queremos aquí exponer no es tanto en el nivel de deuda sino en su composición. Y es aquí donde Uruguay ha hecho los principales cambios, los principales avances, en la última década. El primero es que ha habido un cambio sustancial en la estructura y el perfil de riesgos del gobierno. O sea, dado cómo la economía uruguaya se desempeña a lo largo del ciclo económico y el tipo de *shocks* a los que está expuesta, el gobierno ha sido capaz de estructurar el perfil por plazos por moneda de su deuda de tal manera de minimizar el costo fiscal de los shocks externos. Entonces... ¿qué se ha hecho? Lo primero es reducir el riesgo de refinanciamiento y la forma de hacerlo es emitir a plazos extensos y de una forma de suavizar las amortizaciones y hacer operaciones de pasivo de tal manera de poder ir cambiando deuda que vence en el corto por deuda de largo plazo. La segunda, y es una de las más importantes para Uruguay, es atenuar el riesgo cambiario, o sea el descalce del gobierno entre la moneda en la

que se endeuda y la moneda en que recibe. Y acá el indicador clave de la estructura de deuda de Uruguay es el grado de porcentaje de dolarización o el porcentaje de moneda extranjera en el total de su deuda. Eso es uno de los indicadores claves que le permitió a Uruguay llegar al grado inversor en el 2012. En ese año, el 55% de la deuda de Uruguay estaba denominada en moneda nacional. Esa es la moneda en que el gobierno recauda, que el gobierno imprime, el país imprime y por lo tanto es el que genera menos riesgo. Por último, es la reducción de riesgo de tasa de interés. Esta es muy importante porque estamos en un contexto en donde esperamos que las tasas de interés suban y por lo tanto se hizo un esfuerzo durante todos estos años para poder denominar la mayor parte de nuestra deuda en tasas fijas, o sea, pasarla de tasa flotante a tasa fija.

**Gráfico 7.**  
**Deuda en moneda extranjera (% del total)**

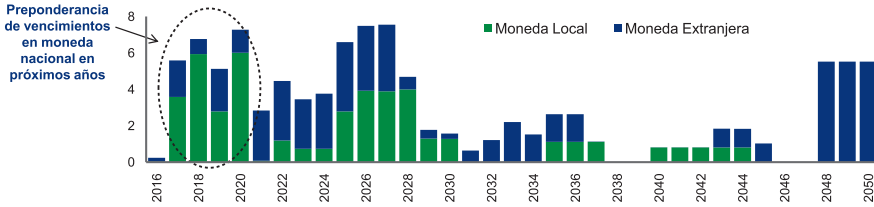


Las barras muestran el porcentaje de dolarización de nuestra deuda, que pasó de 88% en 2005 a 54% en 2016Q2. Y el nivel de madurez promedio, o sea cuánto vence en promedio el peso de deuda que nosotros tenemos, pasó de alrededor de 7 años a 14.5 años y de nuevo, este es uno de los niveles de madurez promedio más altos en países emergentes.

¿Por qué el endeudamiento en moneda extranjera es riesgoso? No solo porque cuando aumenta el tipo de cambio aumenta el costo en pesos, sino porque eso típicamente tiende a suceder cuando la economía se

desacelera. O sea, cuando aumenta el costo de financiamiento en pesos es cuando el Estado tiene menores ingresos. De ahí la importancia de mantener niveles sanos de composición por monedas.

**Gráfico 8**  
**Perfil de amortizaciones (% del total)**



Fuente: Unidad de Gestión de Deuda, Ministerio de Economía y Finanzas (a fin de 07/2016)

Como se observa en el gráfico 8 se presenta la distribución de esos vencimientos a lo largo del tiempo. Durante todos estos años y específicamente en el último año y medio se ha tratado de suavizar esos vencimientos, o sea, que no haya torres, que no haya concentraciones de vencimientos. Lo que está marcado en el círculo en puntos es que lo que es importante no solo es cuál es el porcentaje de la deuda dolarizada y cómo los vencimientos se distribuyen, sino saber la deuda que vence en los próximos años en qué moneda está. Es posible observar que la mayor parte de la deuda que vence en los próximos dos o tres años está en moneda nacional. Ese es un factor también de atenuación del riesgo que tiene la estructura de deuda del Uruguay. Ahora bien, si uno mira lo que ha pasado con el nivel de dolarización de nuestra deuda desde el 2013 al 2016, claramente se ve un pequeño repunte. O sea, pasamos desde un mínimo de 45% a 54%. Hay varios factores que lo explican. Uno muy importante es que depreció el tipo de cambio muy fuerte en ese período y por lo tanto, mecánicamente el cociente de dolarización aumenta.

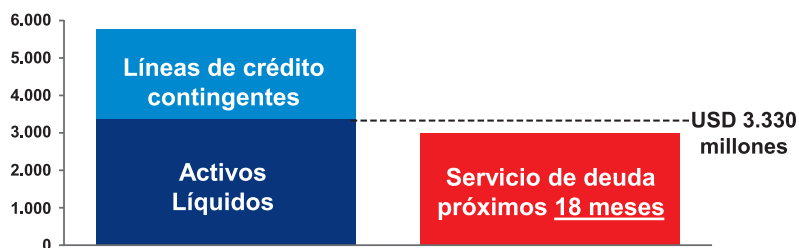
Pero hay otro factor también, al que nosotros llamamos la *dolarización inercial* que es, como Uruguay tuvo una estrategia muy deliberada de emitir a largo en dólares y relativamente más corto a pesos, o eso es lo que el mercado aceptaba, lo que termina sucediendo es que en cierto punto uno empieza a pagar deuda en pesos más rápido de lo que paga deuda en dólares. Ese es un factor de dolarización endógeno a la estructura de deuda. Eso en sí no es malo, no genera una vulnerabilidad, pero tiene que ser tenido en cuenta a la hora de analizar las trayectorias de dolarización de deuda. Por supuesto que también incide qué porcentaje de emisión de deuda tenemos en moneda extranjera y en moneda nacional.



El segundo gran avance, que está en el corazón de la gestión de deuda, es una política de pre financiamiento muy activa. O sea, anticiparnos a las necesidades que tenemos. Y en esto Uruguay ha sido siempre muy conservador. Muy conservador cuando no éramos *investment grade* y seguimos siéndolo ahora que somos *investment grade*. ¿Cuál ha sido la regla implícita que ha tenido Uruguay en estos últimos años? En cada momento del tiempo tratar que la caja del gobierno, los dólares y pesos que tenga el gobierno, no las reservas, sino del gobierno, sean suficientes por lo menos para cubrir los vencimientos de deuda de intereses de los próximos 12 meses. Con eso damos tranquilidad al mercado de que no existe ninguna posibilidad de que no se puedan cumplir las obligaciones. Esa es la primera gran ventaja. La segunda ventaja, es que como no estamos ahogados, como no tenemos una presión muy fuerte por conseguir esos fondos, nos podemos dar el tiempo para encontrar las ventanas de mercado, las oportunidades y el *timing* para hacer las emisiones. El último caso que pasó hace un mes, es un claro ejemplo donde teníamos esa flexibilidad.

El gráfico 9, muestra que los activos líquidos, o sea el efectivo que tiene el gobierno, alcanzan para cubrir 18 meses de deuda y vencimiento de deuda de interés.

**Gráfico 9**  
**Amortiguadores financieros y servicio de deuda del Gobierno Central**  
**(en millones de dólares, a fines de julio 2016)**



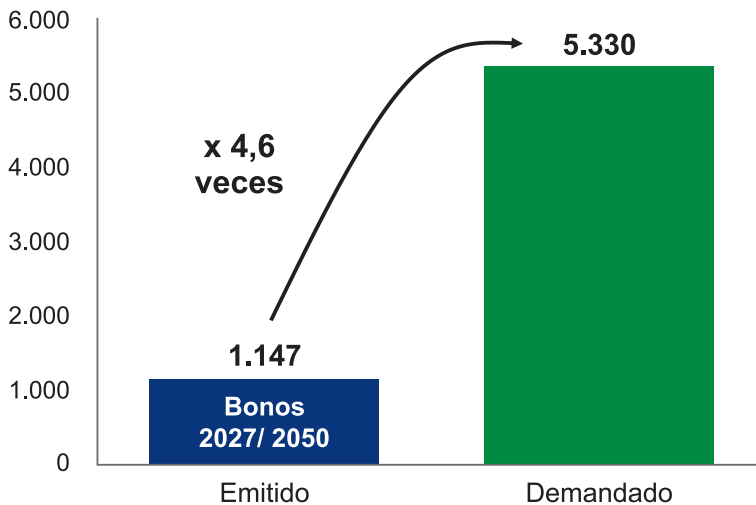
Fuente: Unidad de Gestión de Deuda, Ministerio de Economía y Finanzas.

Ahora, ¿por qué está por encima de 12? Porque acabamos de emitir. En la medida en que se empiecen a generar los gastos eso va a ir bajando. Además de eso tenemos líneas de crédito contingentes. El punto acá es el siguiente: tener esa caja es costoso ya que la emitimos a una tasa de interés

pero nos rinde cerca de cero, pero es un seguro que Uruguay tiene, y estamos pagando una prima por eso, y cuando uno mide la calificación crediticia, eso es un ancla fundamental.

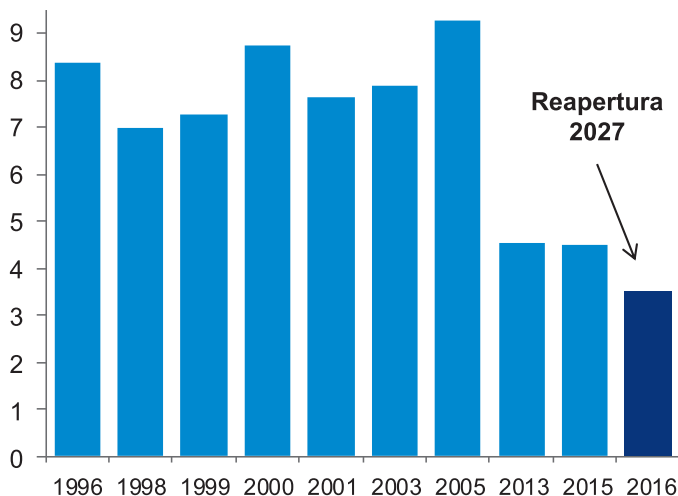
Tercero: flexibilidad, capacidad de tener grados de libertad para elegir los momentos en donde emitir, en donde recomprar, en donde hacer operaciones de manejo de pasivos. Y todo eso se engloba, o se resume, o uno de los factores que lo resumen es esa calidad crediticia de la República. Que no se mide solo con las calificadoras de riesgo, también lo ve uno cuando mira los precios de los bonos en los mercados y cuál es el spread que está pagando Uruguay respecto a la tasa de referencia de Estados Unidos. Entonces, para ir a operaciones recientes que vamos a destacar, el que más se ha comentado es el que hicimos en julio en donde Uruguay hizo una emisión global de dos bonos, vencimiento 2027 y 2050, que claramente mostró un nivel de demanda por los bonos de Uruguay, por los activos de Uruguay, que fue casi cinco veces mayor que los bonos que se terminaron colocando.

**Gráfico 10**  
**Resultados de reapertura de bonos globales en USD, julio 2016**



Ahora bien, al mismo tiempo la tasa que se consiguió, en la reapertura del bono 2027, que está en azul oscuro, fue una de las más bajas, históricamente, que consiguió Uruguay (gráfico 11).

**Gráfico 11**  
**Emisión de bonos globales a 10 años en USD (rendimiento en %)**

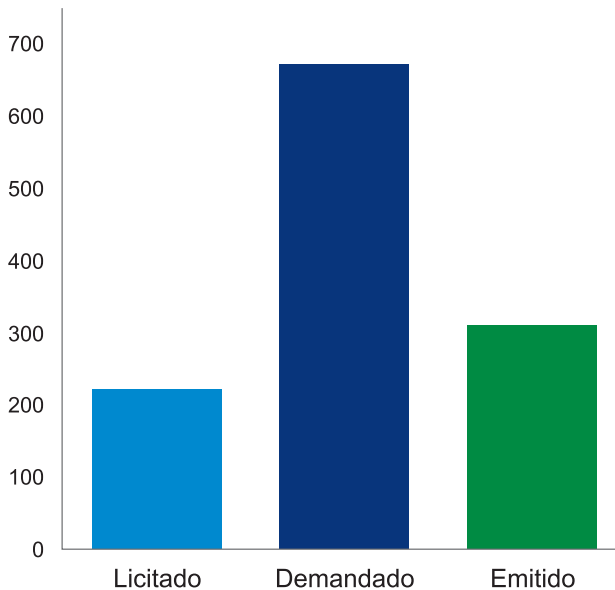


Ahora, naturalmente, en los resultados incidió la mayor liquidez en condiciones mucho más benignas que había a nivel internacional, en particular, que había bajado mucho la tasa del *Treasury*. Eso en gran parte explica por qué la tasa de interés fue tan baja. Ahora bien, la capacidad de haber atraído a tantos inversores, la capacidad de haber emitido tan largo, la capacidad de haber tenido el tiempo para elegir el momento, todo eso es el reflejo de lo que se fue construyendo en estos últimos años. Para que ustedes tengan una idea, el total demandado de bonos el 13 de julio de 2016, cuando hicimos la emisión total, fue cinco mil millones de dólares. Eso es aproximadamente 10 puntos del PBI del Uruguay. O sea, un décimo del total de actividad anual de la economía. Quiere decir que los inversores extranjeros y locales estuvieron dispuestos a poner 10 puntos del PBI de Uruguay en un solo día en activos del gobierno. Eso realmente demuestra confianza, y es esa confianza la que nos sirve de trampolín para seguir haciendo, para seguir reafirmando y corrigiendo los desequilibrios macroeconómicos que hoy tenemos.

Lo mismo estamos viendo por el apetito en moneda local (gráfico 12) y el gráfico 13 lo que muestra es el porcentaje de nuestra deuda local que está en manos de no-residentes. Puede observarse que hubo un pico en

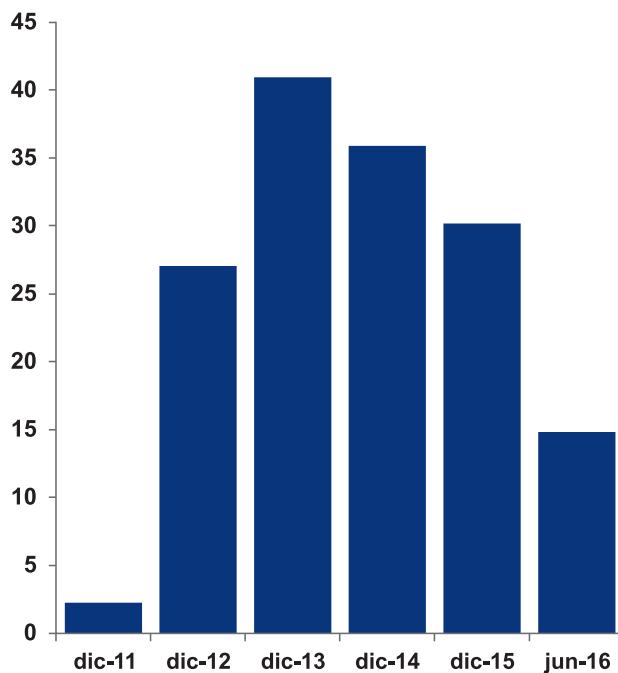
el 2013 y que luego ese porcentaje se ha ido reduciendo paulatinamente y hemos visto también una reducción en el 2016. Para nosotros eso es un comportamiento natural de los portafolios de inversión globales que recomponen sus portafolios al cambiar los retornos relativos.

**Gráfico 12**  
**Emisiones en moneda nacional, mercado doméstico**  
**(en millones de dólares equivalente)**



Pero lo que ha sido clave para que ese ajuste haya sido suave y no haya llevado a disrupción en el mercado, ha sido la flexibilidad del tipo de cambio. O sea, un régimen cambiario donde es claro que el gobierno o el Banco Central no le va a dar puertas de salida o puertas de entrada a los residentes sino que genera la volatilidad cambiaria necesaria para que ese nivel de riesgo implícito no se accione.

**Gráfico 13**  
**Títulos domésticos del GC en manos de inversores no residentes**  
**(% del total)**



Entonces ¿Cuáles son las estrategias ante el nuevo contexto financiero global? ¿Cuáles son los aspectos principales que estamos monitoreando? El primero: las políticas monetarias divergentes en países avanzados. Estados Unidos está en un proceso de aumento de tasa de interés, Europa y Japón están en un proceso de reducción de tasa de interés, inclusive están, en cierta forma, desafiando las leyes de la gravedad de las finanzas al caer por debajo de los rendimientos del nivel nominal de cero y a su vez estamos viendo cuál es el desempeño regional. ¿Eso en qué se traduce? En el cambio en las preferencias de los inversores. ¿En qué moneda quieren invertir? ¿Si es en dólares, en euros, en yenes o en pesos uruguayos? ¿A qué plazo quieren ir? ¿Quieren demandar 10 años, quieren demandar 30 años? ¿Qué títulos quieren? ¿Quieren los que están en el exterior o quieren los nuestros? Todo eso tenemos que monitorearlo diariamente para entender cómo adaptar nuestra estrategia de deuda, nuestra emisión. Y, por supuesto, como lo mencionaba, un aspecto clave de la estrategia de deuda es la composición por monedas. Es decir, tratar siempre de estabilizar esa composición que tenemos entre pesos y dólares que asegure a su vez la sostenibilidad. Entonces, ¿cuáles

son las líneas de acción futuras? Y hablaremos un poco más sobre eso, reducir y diversificar el riesgo cambiario. Esto es, no solo actuar sobre la deuda que tenemos que emitir, sino administrar la deuda que ya tenemos. Por ejemplo, si la tenemos en dólares, buscar oportunidades de diversificar en otras monedas, como por ejemplo yenes o euros. O pasar de tasa flotante, que tengamos alguna deuda de multilaterales a tasa fija. Segunda gran línea de acción es seguir profundizando el desarrollo del mercado local. Y acá lo que resulta clave es la coordinación con el Banco Central, que ya se venía realizando desde hace un buen tiempo, y que se institucionalizó hace unos meses con la creación del Comité de coordinación de deuda pública. Es un arreglo institucional, una instancia donde nos juntamos periódicamente para sincronizar, para coordinar las estrategias de gestión de deuda pública y de letras monetarias entre ambas instituciones. Y por último, mencionar que cuando hablamos de gestión de deuda no es solo deuda del mercado, no es solo bonos, también tenemos acceso a financiamiento de multilaterales, estoy hablando de Banco Mundial, BID, la CAF, FONPLATA, y lo que ha sucedido en los últimos meses, quizás menos en esta coyuntura, es que el financiamiento de las multilaterales se ha vuelto relativamente más atractivo. Ofrece también otras ventajas. Tiene menos riesgo de ejecución de mercado. No tenemos que pasar por una emisión, apelar a los inversores, etcétera. Y tercero, muchos créditos de los organismos multilaterales tienen incorporado lo que se llama cláusulas de conversión. Es decir, el organismo multilateral nos presta en dólares pero hay una cláusula en el contrato que establece que podemos, eventualmente, convertir el monto del crédito en pesos. Esa flexibilidad, en mercados como el de pesos que son muy líquidos, es algo que nosotros consideramos un activo.

## TÓPICOS A DESARROLLAR POR LOS PANELISTAS

**I.** Coordinación de políticas entre el Ministerio (el Ministerio de Economía y Finanzas o de Hacienda según se llamen en cada uno de los diferentes países) y los bancos centrales. ¿Hay un enfoque integral entre los ministerios y el Banco Central, inclusive las empresas, las corporaciones públicas de la gestión de activos y pasivos? ¿Hay una coordinación para la gestión de activos y pasivos? ¿Hay una coordinación en el mercado de dinero y de capitales en la emisión de bonos de deuda pública? ¿Se reparten los plazos, el Banco Central opera en un tramo de corto plazo, el gobierno en un tramo a largo plazo? ¿El Banco Central usa repos con los títulos del gobierno o emite en el mercado primario?

## MOT

En el caso de Brasil existe una coordinación muy grande del Banco Central con el Tesoro Nacional, con el Ministerio de Fazenda. A pesar de que toda la gestión de la deuda es hecha solamente por el Tesoro Nacional, todas las emisiones de mercados son hechas por el Tesoro. Hubo una época en la que el Banco Central también emitía en el mercado y quedó definido en la ley de responsabilidad fiscal que sería responsabilidad solamente del Tesoro. Independientemente de eso, existe una coordinación muy grande entre las dos instituciones. De hecho, hoy el Banco Central actúa en el mercado por medio de repos con los títulos del Tesoro. Entonces, siempre que es necesario el Tesoro aporta títulos en el Banco Central, para la cartera libre del Banco Central, para que él pueda actuar en el mercado por medio de operaciones de repos con los títulos del Tesoro. Nosotros entendemos que ese diseño era un diseño interesante, a pesar de que la actuación de repos del Banco Central es una actuación natural de corto plazo, y las emisiones del Tesoro son de plazo más largo. Aún así, ambas instituciones trabajan con un apoyo logístico para esa parte de emisión de título, esa parte operacional y de custodia hecha por el Banco Central.

## CP

En el caso colombiano hay una coordinación total, igualmente que en Brasil. El Banco Central tiene la facultad de emitir sus propios títulos para hacer política monetaria; sin embargo en el pasado lo que hemos hecho es que teníamos una curva donde nosotros le dábamos todo el tema operacional de la emisión al Banco de la República que ellos tomaban las decisiones de emisión y los plazos a los que querían colocar lo que nosotros denominábamos “test de control monetario”. Eso ha migrado y ahora lo que tenemos es una coordinación. Nosotros revivimos la curva de este corto plazo, que son nuestros títulos de tesorería de corto plazo, de manera que hay unas subastas con una frecuencia predeterminada y con unos montos vigentes fijos que le permite al mercado de dinero tener puntos de referencia para todo lo que tiene que ver con mercados derivados, con los mercados de dinero que se necesitan para las tesorerías. Y el Banco Central tiene un compromiso del Gobierno Nacional que tiene un monto determinado de caja en depósitos en el Banco Central y el Banco Central hace política monetaria vía el mercado secundario o vía repos. Sin embargo, ellos tendrían la facultad, y esa facultad, digamos, no se ha quitado, de emitir sus propios títulos para hacer política monetaria. Esta coordinación nos ha permitido mitigar la ca-

nibalización de fuentes y de tipos de financiamiento porque en un escenario como el de ahora hemos visto que debido al ingreso de los inversionistas extranjeros la tasa del gobierno de financiamiento de mediano plazo es mucho más baja que la tasa de intervención del Banco de la República y eso pudiera llegar a que ellos... a tener una preferencia por los títulos del Banco de la República. Esta coordinación nos permite mitigar la canibalización del financiamiento, pues es el que necesitamos nosotros a largo plazo y el compromiso de mantener los depósitos que nos ha permitido en esas reuniones del comité de tesorería mensuales hacerlo de una manera adecuada.

## HK

Sí, la coordinación es fundamental. Si uno piensa en lo que es la deuda del Banco Central de mercado que son las letras de regulación y la deuda del gobierno local, por ejemplo, que son las notas, desde el punto de vista del inversor, desde el punto de vista del riesgo que el inversor asume son exactamente iguales. La única gran diferencia, la gran diferencia, es los plazos en los que emiten cada una de las instituciones. Puede haber otras, que tiene que ver si la moneda es en pesos nominales o no. Pero los plazos, el lugar de la curva, es la gran diferencia. Entonces, si para el inversor es casi el mismo título, es necesario coordinar entre el Banco Central y el Ministerio de Economía. Ahora, coordinar no quiere decir que siempre tengamos los mismos intereses o que siempre estemos de acuerdo, porque cada uno, en última instancia, tiene objetivos de financiamiento y el otro tiene objetivos de política monetaria. Pero la instancia donde se intercambian ideas sobre la estrategia es fundamental, y eso estuvo detrás de la idea de crear ese comité de deuda. Pongo dos o tres ejemplos donde es fundamental. La primera: si bien son en plazos distintos, las tasas a las que se emiten generan puntos de referencia en la otra parte de la curva. Por lo tanto, es importante que ambas instituciones tengan en cuenta qué es lo que tiene en mente el Banco Central o el Ministerio de Economía al establecer las distintas emisiones. ¿Qué volumen se va a emitir? ¿A qué tasa? Etc...

La segunda: la inteligencia de mercado. En general, por ejemplo, el Ministerio de Economía, la Unidad de Deuda tiene mucho contacto con inversores del exterior o con bancos por ejemplo, como también lo tiene el Banco Central, pero que logran tener un feeling de mercado que luego esa información puede ser útil para el Banco Central al diseñar su política monetaria. Y lo mismo el Banco Central, que nos puede aportar información. Hay otro aspecto en el que es muy importante la coordinación: es



que podemos hacer operaciones conjuntas. Por ejemplo, el año pasado en julio hicimos una operación de emisión y canje de deuda que logró varios objetivos, pero que fueron posibles porque lo hicimos en forma conjunta. Es decir, el gobierno emitió deuda, notas locales en moneda nacional a 3 a 5 y a 10 años y como forma de pago aceptaba cash, aceptaba que le trajesen bonos del gobierno, notas del gobierno, pero también aceptaba letras del Banco Central. O sea, una unidad de pago de esos bonos eran las letras del Banco Central por más que quien se estaba financiando no era el Banco Central. Entonces... ¿qué terminó pasando en esta instancia? Que la gran parte de esos bonos que emitimos nosotros se compraron con letras que nos trajeron del Banco Central. Entonces, ¿qué hicimos? Nos dimos vuelta y dijimos: acá están las letras del Banco Central, recibimos el financiamiento. Entonces, ¿ese tipo de coordinación qué permite? Permite que aumentemos el volumen de emisión en moneda local que va al tema de la desdolarización; permite además que si retiramos letras de plaza, reducir el costo parafiscal del Banco Central; permitimos mejorar, aumentar el perfil de riesgos; y además, porque podemos emitir grandes volúmenes, cosa que no podríamos hacer en licitaciones pequeñas, porque tenemos detrás al Banco Central recibiendo esas letras, al emitir grandes volúmenes podemos marcar puntos de referencia que es lo que estábamos hablando aquí. Cuanto más volumen tenga la nota, más atractiva es para el inversor y menos tasa de interés nos va a pedir porque más liquidez tiene. Entonces es un círculo virtuoso el que nos va a pedir hacer con la coordinación.

**II.** Herman mencionaba el uso de derivados en la gestión de deuda. A mí me gustaría mucho saber en qué medida, en el caso de Brasil, de Colombia, de Uruguay, usan derivados financieros en el manejo de deuda, cuál es el objetivo, ¿es de cobertura o es de otro tipo?

### **MOT**

En el caso de Brasil, la gente no hace operaciones de derivados para hacer redes de operaciones de deuda. Lo que nosotros hicimos, a lo largo del tiempo, fue reducir mucho la participación que la deuda externa tenía en el stock de deuda. Fue un proceso largo, que fue hecho a lo largo de dos años, inclusive con el retiro de los *Brady Bonds* que teníamos en el mercado. Fijamos algunas operaciones públicas de tender offer, de *exchange offer*, y fuimos reduciendo con ello la participación. Hoy, como les mencioné, los agentes actúan en el mercado mucho en la parte de recompra de título por

la propia mesa de operaciones. Más con ese diseño, la gente disminuyó la participación de la deuda en moneda extranjera a algo del 5%. Hoy, 95% del stock de nuestra deuda está en el mercado local. Ese 5% nosotros entendemos que es un número adecuado compatible con nuestra composición óptima de la deuda identificada por el benchmark y nosotros no vemos necesidad de hacer una red de su estructura. En la parte de la deuda local, se hizo un trabajo para disminuir la exposición a tasas fluctuantes de modo que se pudiese establecer un porcentual mayor como presneté hoy. Más del 70% de la deuda prefijada es deuda vinculada al índice de precios. Sin embargo, no hacemos uso de los derivados directamente. Se hace ese trabajo de largo plazo y entendemos que esa composición hoy es la adecuada.

## CP

Nosotros fuimos muy activos en el mercado de derivados en el pasado. Nuestra composición al principio de la década era principalmente deuda, deuda externa 70%, deuda local 30%. Pero al igual que muchos países de la región, siempre propendimos porque el mercado local fuera nuestra gran fuente de financiamiento. Y el 75% de la deuda en 2014 era mercado local netamente y moneda local. Eso permitió que este choque de tasa de cambio y esa estrategia de tasa de cambio la afrontáramos de una manera adecuada. Nosotros tenemos la capacidad de operar con las bancas comerciales en caso de ser necesario aunque, la verdad, estamos retirados de ese mercado y los últimos derivados que hicimos los hicimos en el 2008. Los que sí utilizan mucho los derivados para hacer el hedge de moneda son las empresas que tienen exposición a deuda externa: muchos municipios, muchas regiones porque sus ingresos son principalmente en moneda local. Pero en este nuevo panorama, hemos estado analizando los beneficios que tiene hacer este tipo de transacciones con entidades como el Banco Mundial. No para pesificar porque los costos son muy altos en términos de tasa de interés y de gasto fiscal, pero sí para poder materializar algunos ahorros que hay de tasas negativas en jurisdicciones diferentes a las de dólares, y ojalá en dólares no se llegue a esa oportunidad porque no sabemos cómo manejarlo, pero es algo muy interesante. Lo que hemos visto es, por todo el tema de agencias de control, que es mucho más fácil operar con las multilaterales que operar con un banco comercial. Aunque tenemos la estructura de ISDA que funciona, las multilaterales ofrecen unos beneficios en precios y ofrecen una facilidad en la ejecución y en el control de ese tipo de transacciones.

## HK

En línea con lo que dice Cristhian, el trazo grueso, la línea principal de estrategia de exposición por moneda de la deuda es lograr la mayor participación de la moneda nacional. Ahora, dados los límites que hay para que podamos aumentar eso, dentro de las monedas "duras", lo que hemos tratado de hacer activamente en el último año, año y medio, es tratar de diversificar el portafolio de monedas duras. Esto es, el 95% hoy de la deuda en moneda extranjera del Uruguay es en dólares. Entonces, nuestra idea es aumentar (en pequeñas proporciones pero aumentar) la participación de otras monedas como la de yenes, como la de euros, que no están correlacionadas perfectamente con el dólar y por lo tanto nos dan los beneficios de diversificación. Los beneficios de diversificación son siempre así, pero hay una coyuntura excepcional que inclusive lo hace más atractivo: es que esas monedas tienen bajos cupones, o en el caso del Yen inclusive puede llegar a tasas negativas. Entonces, al hacer este tipo de diversificaciones logramos, de la misma manera que uno amplía su canasta exportadora con mayores mercados, nosotros queremos diversificar nuestra canasta de monedas y nuestra exposición cambiaría con distintas monedas. O sea, como uno quiere exportar a mercados que crecen más rápido, nosotros también queríamos diversificar a monedas que tienen tasas de interés más bajas. El símil es ese. Entonces, ¿qué es lo que hemos hecho últimamente? El equipo de deuda estuvo trabajando fuertemente en un caso con el Banco Mundial para hacer conversiones de dólares a pesos. Eso fue posible solo por la cláusula de conversión. Pero hace aproximadamente un mes, lo que el equipo de deuda fue capaz de hacer es tomar una porción de la deuda que teníamos con el Banco Mundial en dólares y convertirla vía SWAP a yenes. Porque la deuda de la multilateral ya estaba en tasas de interés en dólares relativamente bajas, al swapear quedó en tasas en yenes negativas. Es decir, quedamos en una situación muy excepcional en donde estamos recibiendo la tasa en dólares por el SWAP y la tasa en yenes porque es negativa. Ahora bien, el resultado neto de esa operación de SWAPS, que es por 10 años, realmente se va a ver al final y va a depender de la variación de la relación entre el yen y el dólar. Pero lo que sí es claro, es que pudimos diversificar el riesgo y aliviar la carga fiscal en estos años. Entonces... ¿Por qué la idea de utilizar derivados? Trabajar sobre el stock de deuda que ya tenemos, lograr cierta diversificación y al mismo tiempo, y si es posible, reducir el costo de financiamiento. Lo que estamos haciendo ahora activamente es buscando *swapear* una parte, relativamente pequeña, pero una parte de nuestra deuda en dólares a euros.

**III.** Desde el punto de vista de la gestión de la oficina de deuda pública ¿cómo separan, cómo encaran el relacionamiento con las calificadoras de riesgo o cómo los anuncios de las calificadoras de riesgo sea de *downgrade* o de cambio de *outlook* han condicionado la forma de gestionar la deuda, las estrategias que ustedes han empleado, y, sobre todo, cuán proactivos entienden ustedes se tiene que ser?

## MOT

El caso de Brasil en ese punto es bastante representativo porque al final de 2015, a partir de más o menos setiembre de 2015 hasta comienzos de este año, nosotros tuvimos un *downgrade* de las tres agencias de *rating* con cambio de perspectiva. Entonces, Brasil perdió el grado de inversión y claramente eso ya fue observado en el mercado por los propios indicadores, antes del movimiento de las agencias los individuos ya percibían esa situación por los niveles de los CDs. En relación al mercado externo, como tenemos una política de mantener un colchón de liquidez y dado que es una deuda que no está expresada en el tamaño total de la deuda federal del gobierno, tuvimos la facilidad de no poder ingresar al mercado y fue eso lo que hicimos, estuvimos fuera del mercado por dieciocho meses. Entonces, conseguimos esperar que el mercado saliese de ese *overshooting* que tuvo riesgo de crédito para niveles que hoy ya son bastante más adecuados de modo que ahora sí retornamos al mercado. Nuestro mercado local es muy profundo y bastante líquido. La deuda hoy está en torno a tres trillones de reales, 95% de eso está en el mercado local. Brasil es un jugador importante en el mercado local, entonces también fue posible que con esas dificultades ese proceso no ocurriera de forma abrupta. Como les mostré, hubo una disminución de la participación de los inversores no residentes. Aún así ese fue un proceso muy tranquilo, muy suave, porque nuestro mercado secundario consiguió absorber la salida de esos inversores, tuvo una reasignación dentro del propio mercado de modo que no tuvo ninguna ruptura abrupta.

En relación a las agencias de *rating*, diría que nosotros tenemos un área específica de relacionamiento institucional, de relacionamiento con el inversor, y nuestro relacionamiento con las agencias de *rating* es bastante próximo. Aún con todas las dificultades, ese relacionamiento próximo facilita mucho la transparencia. Entonces, sin duda es un evento complicado, pero encuentro que el trabajo que hicimos a lo largo de los años permitió

que consiguiésemos pasar por esos temas sin ningún daño mayor, sin ninguna ruptura grande, al punto de que tuviésemos que cambiar cualquier estructura de gestión, de composición de deuda. El desafío que nosotros conseguimos observar de este proceso se refiere a las dificultades de la extensión del plazo: como buena parte de la demanda por plazos largos viene justamente de inversores no residentes, pasamos a tener una demanda por plazos un poco más cortos.

## CP

Nosotros también somos muy activos con las agencias. El gran beneficio de ser grado de inversión creo que lo hemos vivido todos y poder acceder a una base de inversionistas que fue totalmente nueva, y los inversionistas que solo compraban bonos de muy alta calidad en Estados Unidos por todo este tema del *search for yield* empezaron a comprar bonos de la región, bonos de Colombia. Entonces, mantener el *rating* para un país y mantener la transparencia con las calificadoras es muy importante porque al final esos inversionistas le permiten a uno tener mejores condiciones, porque son los que le permiten apretar el precio porque comparan a un país de mercados emergentes con una empresa que paga mucho menos en rendimiento que lo que pagaría si solo se vendiera a mercados emergentes. Pero lo que hemos hecho es muy proactivamente visitar a los miembros del comité, no solamente al analista. Entonces, es hacer reuniones en Nueva York donde va el ministro, donde va el director, para contarles de primera mano desarrollos recientes como en temas de paz, como en temas de déficit. Darles toda la información, ser lo más transparentes posibles y en las visitas dedicarles unos espacios muy amplios para entender a detalle este tema. Al final el analista es el que va y presenta el caso de Colombia, entonces uno tiene que tener la confianza en el analista, pero el resto de los miembros del comité son muy importantes en la toma de decisión y que a ellos también les llegue el mensaje es muy importante. Entonces, desde el área de relaciones con inversionistas también los visitamos, los estamos llamando a ver qué información adicional necesitan, les ayudamos a juzgar las visitas. Y en este ambiente lo que hemos hecho es que los cambios en el *outlook* de esa PI de FITCH los hemos recibido como una señal de advertencia para impulsar la presentación de la reforma tributaria que nos va a permitir consolidar las finanzas públicas y en Colombia es muy importante la discusión de *rating* y eso nos permite apalancar la discusión y la necesidad de la reforma tributaria.

**HK**

En nuestra charla con inversores queda bien claro que el *rating* que asignan las agencias calificadoras es un elemento muy importante a la hora de tomar decisiones de dónde poner su dinero, en qué país invertir en bonos. Es decir, que es indudable que las calificaciones crediticias tienen relevancia y es por eso que al igual que los colegas estamos activamente en contacto con ellos. Lo que los inversores también aprecian es que las calificadoras de riesgo son independientes, hacen sus análisis, podrá uno estar en acuerdo o desacuerdo, pero en forma objetiva e independiente. De hecho, luego de que una calificadora de crédito está en Uruguay, hace sus reuniones, prepara el reporte, va al comité de crédito, el día antes de emitir o unas horas antes de emitir el reporte públicamente, se lo envía a las autoridades, pero no pidiéndole una opinión sobre lo que la calificadora puso, solo para ver si hay algún error factual. Y eso es muy importante, porque los inversores lo toman en cuenta, esa independencia a la hora de la calificación. Quiere decir que es indudable su importancia. Segundo, Uruguay tuvo hace unos meses el cambio de su *rating* de perspectiva estable a perspectiva negativa para dos calificadoras. Eso a nosotros nos pareció razonable. ¿Por qué nos pareció razonable? Porque la perspectiva internacional se había deteriorado. Y Uruguay, siendo un país pequeño integrado financieramente, que comercia con regiones cuya perspectiva se había deteriorado, era razonable por las conexiones que tenemos con el resto del mundo que se diese un deterioro. Ahora bien, el *rating* crediticio no es el único factor que entra a la hora de decisiones de los inversores. Y clara muestra de eso fue la emisión que tuvimos en julio, donde tras dos deterioros de calificación logramos una emisión que tuvo un fuerte respaldo de los inversores. ¿Eso qué quiere decir? Que además de la calificación entran otros factores intangibles que maduran a lo largo del tiempo, que distinguen a un país y le dan confianza al inversor. Por ejemplo, la estabilidad institucional, la estabilidad macroeconómica, la independencia de poderes que hay en Uruguay, la estabilidad de las reglas del juego. Uno tiene que pensar que un inversor que compra un bono a 30 años, si tomamos en cuenta que las administraciones son de 5 años, quiere decir que está confiando que en los próximos 6 gobiernos, sean del color que sean, esa deuda se va a honrar y se va a honrar en tiempo y forma. Bueno, esa confianza en la perspectiva va más allá del ciclo económico que puede estar deteriorando su perspectiva y es donde Uruguay se ha estado y se continúa diferenciando. Ahora bien, lo más importante, más allá de la calificación crediticia es que los objetivos de política económica sean claros y orientados a los objetivos definidos por la administración. Y en ese sentido ahora lo que es prioridad es corregir los

desequilibrios macroeconómicos con una palanca fundamental que es la de inversión y la de crecimiento. Entonces, si uno mira, hace aproximadamente dos semanas, en un comunicado de Moody's, las agencias calificadoras empiezan a tomar nota, por ejemplo, del proyecto de inversión de UPM.

**IV.** ¿Ha habido una evolución en la base de inversores que demandan los títulos de deuda que cada uno de nuestros países emite? ¿Ha ido cambiando esa base de inversores por tipo de inversor, por región?

### **MSO**

En Brasil no ví un cambio expresivo, significativo en la base de inversores. En el mercado local, como dije, nos quedamos afuera por bastante tiempo y cuando retornamos la base de mayores inversores entró demandando nuestros títulos fue la base de inversores de *real money*, inversores más seguros, entonces no observamos eso. En el mercado local hubo una reducción de los inversores no residentes. Sin embargo es importante señalar que en ese proceso de *stress* que hubo en Brasil, ese movimiento de salida fue un movimiento muy gradual sin ningún impacto relevante en el precio y ahora estamos viendo nuevamente a esos inversores retornar al mercado. Entonces, no es posible identificar una diferencia significativa ni para el mercado local ni para el mercado externo.

### **CP**

En mi caso, cuando yo arranqué en este negocio en el 2009, la gente que nos compraba bonos eran inversionistas de largo plazo en *Real Money Accounts*, eran muy focalizados a mercados emergentes. Después, en el 2011, terminamos de tener nuestro grado de inversión y empezamos a ver un cambio grande en la gente que demandaba nuestros títulos. Y todo esto acompañado de un mercado de capitales y un tamaño de activos mucho más grandes propiciados por el Q1, Q3, Q lo que sea, *cash for clunkers*, *helicopter money* hizo que muchos de los inversionistas que nunca habíamos visto, sobre todo los high grade de Estados Unidos, los que compran las mejores empresas, empezaran a comprar activos de mercados emergentes dentro de los que estuvimos nosotros. Al mismo tiempo vimos que otros inversionistas de la región de LATAM que generalmente no nos compraban (como fondos en Perú, fondos en Chile), empezaron a demandar nuestros títulos. Eso es el resultado de un tamaño de capitales más grande que a

finales del año pasado y a principio de este año empezó a disminuir y digamos que fueron mucho más cautelosos con la gente, una expectativa de tasas mucho más altas en Estados Unidos, retornando a sus mercados naturales. Recientemente hemos visto una demanda muy grande de Asia, pero es una demanda de aseguradoras que tienen interés en la región dado que todavía ofrecen, ofrecemos yields interesantes y todo ese comportamiento de *search for yield*; y claramente demanda de Europa que están cambiando sus políticas de inversión para comprar más en el mercado de dólares de deuda de mercados emergentes. En el mercado local, claramente vimos un incremento en la participación porque, como les mostré, en el 2012 teníamos 2% de externos. Hoy tenemos alrededor de 22% de los cuales tenemos *Real Money Accounts*, tenemos fondos de inversión soberanos, hemos visto algunos fondos de Asia que no habíamos visto, inversionistas japoneses a los que no habíamos tenido acceso, que llegan a la oficina de relaciones con inversionistas y dicen “mira, yo empecé con esto hace no sé cuánto tiempo y ya tengo un monto considerable de recursos”. Entonces, hemos visto una diversificación muy grande como resultado de este contexto en general y en las transacciones en dólares y en euros. En algún momento alcanzamos a ver bancos centrales comprando nuestros títulos. Digamos, cosas que no son usuales para un mercado como el de nosotros, pues claramente no somos un activo refugio en momentos de estrés, pero ver ese tipo de compradores es relevante y habla un poco de que la gente no sabe qué hacer con toda la liquidez que tiene. No solamente los inversionistas profesionales sino los bancos centrales y claramente los fondos soberanos.

## HK

La diversificación de inversores es un elemento central en nuestra estrategia de deuda. Y diversificación pensándolo en diferentes dimensiones. Una puede ser la geográfica, dónde está el inversor localizado, si es en Estados Unidos, si es en Europa, si es en Japón. Pero también es una diversificación por mandatos. Puede ser un fondo que tiene un mandato más especulativo, otros fondos como fondos institucionales que son *buy and hold*, o sea compran el bono, como se dice, se sientan arriba del bono por 20, 30 años y entonces tienen otro comportamiento y reaccionan de otra manera a las fluctuaciones o a los cambios. Entonces, uno lo que quiere en general es tener distintas visiones, inversores de distintos orígenes. O sea, al tener distintas visiones, eso lo que permite es estabilizar la formación



de precios de la curva. Pero como hizo por ejemplo Colombia al emitir en euros creo, y también lo hace México activamente, el diversificar por fuente de financiamiento por mercado lo que te permite es tener varias opciones abiertas. Y eso es clave a la hora de tener *shocks* de financiamiento, porque si se cierra un mercado siempre es posible tener otro al que se ha estado cultivando. En el caso de Uruguay, al evaluar una emisión en euros tuvimos que tener en cuenta... ¿Por qué no hemos emitido en euros en los últimos 10 años, pese a que nos daría las ganancias de diversificación de la base inversora? Una de las razones fundamentales es porque el tipo de inversor en Europa lo que busca no es que sea un *one off*, o sea que uno esté ahí una vez y después no vuelva en los próximos años, porque si es así entonces el bono pierde liquidez, el *pricing* se deteriora y ellos pierden dinero. O sea, nosotros debemos estar volviendo año tras año. Para atender entonces a un mercado como el europeo y a uno de yenes y a uno de dólares, debemos tener la escala suficiente de necesidad de financiamiento para poder alocar a los distintos mercados y hacerlo año tras año. Por ahora, Uruguay no tiene todavía esa escala, no se puede comprometer a estar todos los años en el mercado europeo. Y es por eso pese que hay beneficios de diversificación de inversores que son muy importantes, hasta ahora nos hemos concentrado en el de Estados Unidos, que es donde nos conocen más, donde nuestra curva está mucho más desarrollada, donde el crédito Uruguay se conoce mucho más, y en el de Japón, en el que ya hemos emitido en los últimos años. Lo que es interesante al diversificar la base inversora es que no todos los inversores piensan o se comportan de la misma manera. Por ejemplo, el inversor japonés está mirando que en su país hay tasas de retorno negativas. Por lo tanto, la forma en que va a reaccionar a los rendimientos que ofrezca Uruguay va a ser distinta. Y además son inversores que se enfocan mucho más en el largo plazo.

## PREGUNTAS Y RESPUESTAS

**PREGUNTA 1-** Los panelistas hablaban acerca de la diversificación de base inversora de mercados. Si bien no tenemos suficiente profundidad como para reducir muy fuertemente la dolarización de los próximos años, me acordaba del paper de Antonio Juambeltz con Umberto Della Mea<sup>6</sup> que proponían la idea de emitir en otras monedas. Desde ese *paper*, las correlaciones han cambiado mucho por el ciclo de *commodities*. Eisman ha desarrollado el tema de cómo los ciclos de los *commodities* están correlacionados con los rendimientos en los activos en emergentes, o sea, la subida de precio de *commodities* hizo que todos los precios de los activos de nuestros países subieran muy fuertemente y cuando los precios de los *commodities* se pincharon fuimos en el sentido inverso, eso relacionado, obviamente, con la tasa de interés, pero ese vínculo con los precios de los *commodities* lleva a este tema de las monedas: cuáles son monedas *commodities* y cuáles monedas no. Entonces, mi pregunta es si se ha revisado un poco esos cálculos que se habían hecho con las correlaciones nuevas y tratando de ver cuáles serían esos mercados que de repente darían ese hedge, teniendo en cuenta que el riesgo *commodities* en los próximos años sigue siendo una de las cosas que está en el horizonte como uno de los principales riesgos del horizonte macro conjuntamente con el tema del alza de las tasas de interés. En realidad seguimos viéndolo como un riesgo, pero cada vez lo pateamos más para adelante.

### CP

Digamos que lo que nosotros hemos visto es que en el mediano plazo la exposición a moneda fuerte es la misma para nuestras economías, sobre todo si se toma en cuenta desde la vía del euro, que si uno analiza esa serie para nosotros hubiese sido casi indiferente tener una moneda versus la otra en términos de servicio de deuda. Sin embargo, en nuestro caso la diversificación, más que un movimiento netamente de optimización de flujos y optimización de canasta de monedas en ese particular, es una diversificación de las necesidades de financiamiento porque queremos que, todo viéndolo con retrovisores diferentes, pero en ese momento, después de un enero y febrero, los peores en muchos años, la demanda por dólares de nuestro crédito era mucho menor. Y al tiempo estábamos impulsando y necesitábamos

---

6 Della Mea, U. y A. Juambeltz (2008), "Original sin and redemption: rebalancing the currency structure of Uruguayan public debt".

recursos para nuestras empresas locales en moneda extranjera, y para el programa de asociaciones público-privadas de cuarta generación que consumiría cupo y línea de crédito de ese tipo de inversionistas. Lo que me parece es que el riesgo de subida de tasas, ahora estamos con el riesgo de que probablemente se nos vuelvan negativas en la más importante de todas que son los dólares y entonces tendríamos que ver eso como funciona, pero nuestro *trade* es un *trade* de diversificación de base para no canibalizar el acceso a recursos en dólares de otros sectores de la economía.

### MOT

En el caso de Brasil, como nuestra exposición es muy pequeña solamente un 5%, no vemos la necesidad de distribuir por monedas dentro de ese porcentaje. Considero que tan importante cuando se toma la decisión de acceder a un mercado es el compromiso de continuar estando en el mercado. De lo contrario, el inversor se quedará con un activo que no va a tener liquidez. Entonces, como nosotros tenemos una necesidad de financiamiento externo relativamente baja nos focalizamos en el mercado en dólares que es un mercado más barato y que sabemos que vamos a poder darle continuidad.

### HK

Gerardo, como tú mencionabas dentro del equipo de deuda de Uruguay, Antonio y Juan han trabajado mucho en los temas de portafolio óptimo por monedas. Y el concepto de diversificación, estoy de acuerdo, no debería solo limitarse a yenes o euros o dólares. Uno podría emitir en soles peruanos, en pesos chilenos y quizás logre ganancias de diversificación. El tema es que el mercado tenga la profundidad necesaria para poder emitir en un volumen tal, y que luego el precio de esos bonos o el SWAP que uno hace sea sostenible en el tiempo. Ahora, cuando uno piensa en *commodities* y en monedas *commodities*, uno tiene que tener en cuenta... debe calzarse en la dirección del *hedge* adecuado. Por ejemplo, digamos que emitimos en pesos mexicanos, por ejemplo, el peso mexicano va a tender a apreciarse cuando el precio del petróleo aumente. Es decir, que yo no querría emitir en pesos mexicanos, porque entonces cuando el precio del petróleo aumenta que es cuando me está afectando negativamente la economía, es justo el momento en que tengo que pagar más por mi deuda. Entonces, ahí habría que ver las correlaciones entre las monedas de *commodity*, pero desde el momento que parte de los ingresos del gobierno están atados, en cierta forma, a los *commodities*, cuando uno piensa en diversificación, la naturaleza de *commodity* de la moneda es importante.