



Academia Nacional de Economía

OPINIÓN > OPINIÓN

Uruguay y ESG: oportunidades para la gestión activa de la deuda soberana

El desempeño uruguayo en indicadores ESG



Inés Guimaraens

Uruguay y ESG

Tiempo de lectura: 5'

12 de mayo de 2022 a las 05:00

Por Diego Rijos¹

La integración de los factores ESG en las estrategias de inversión ha ido en aumento en los últimos años. Como adelantaba en la columna de diciembre del año pasado², la industria financiera está mirando fuertemente estos factores a la hora de seleccionar los instrumentos de inversión para los portafolios. Esto representa una oportunidad única para Uruguay a la hora de planear el manejo de su deuda soberana.

Podemos definir al ESG soberano como la interacción de las variables ambientales, sociales y de gobernanza que afectan la performance económica de un país. Esto es como afecta variables tales como la corrupción, el imperio de la ley, la protección ambiental y la desigualdad entre otros indicadores en el devenir económico de una economía. Cuanto más fuerte sean estos fundamentos, mejor

preparada esta la economía para poder tener una mayor resiliencia ante shocks adversos.

Si analizamos la performance de Uruguay en los principales indicadores de ESG soberanos, encontramos que el país se encuentra dentro de los países mejor puntuados. Esto no nos debería asombrar, Uruguay posee una fuerte tradición de institucionalidad y estabilidad política, lo que influye en el mantenimiento de políticas de Estado en el tiempo. Esta fortaleza en gobernanza, también se ve reflejada en el pilar Social. Políticas de Estado de largo aliento que han impactado en la demografía, la libertad política y social, derechos humanos entre otros factores, lo que nos pone a la vanguardia en dicho pilar. Desde el punto de vista ambiental, el país destaca en su transición energética hacia una matriz de energía renovable y su protección de biomas. Además de esto, la adhesión a los Objetivos del Desarrollo Sostenible y los Acuerdos de París posicionan a Uruguay como un país comprometido en la materia.

Esta performance del Estado uruguayo, ha permitido al país destacarse en los mercados internacionales respecto a sus pares. Analizando el Emerging Markets Bond Index (EMBI) realizado por JP Morgan, Uruguay representa aproximadamente el 2,5% de dicho índice. Una vez que éste es ajustado por la performance ESG del país, la ponderación en el índice se ubica aproximadamente en el entorno del 5%. Esto significa que, si los inversores se plegasen a este índice a la hora de elegir sus estrategias de inversión, deberían invertir el doble de lo que hoy hacen en instrumentos financieros emitidos por el Estado uruguayo. Esto repercute en un aumento en la base inversora de los bonos, al igual que un mayor atractivo para los fondos que se especializan en la inversión de activos con alto impacto ESG en la integración de dichos bonos en sus portafolios.

Por su parte, las calificadoras de riesgo también están empezando a introducir los pilares E y S de su análisis. Esto implica que además de los factores tradicionales de Gobernanza, empiezan a pesar la estabilidad social y los riesgos asociados al cambio climático en la calificación de riesgo. Esto trae aparejado para el Estado la necesidad de cuidar no sólo las variables usuales como déficit fiscal, crecimiento e inflación, sino empezar a interiorizar estas nuevas dimensiones.

Este nuevo entorno y exigencias de inversión pone en relevancia cambios en la gestión de la deuda soberana de los países. En este sentido, Boitreaud et. al. (2020) en un trabajo para el Banco Mundial

publicaron una guía para las oficinas de gestión de deuda, dando consejos y directivas para desenvolver su labor en este nuevo entorno. Dentro de las principales recomendaciones para la gestión de deuda la integración de aspectos ESG en la emisión de instrumentos ha sido una de las más destacadas. Sobre este punto, en lo que no hay consenso es en la forma en la cual proceder con esta integración. Una aproximación es emitir bonos tradicionales, demostrando al mercado mediante los roadshows y la publicación de información periódica sobre la performance ESG del país. Esta estrategia tiene la ventaja de ser escalable, aunque en contrapartida es menos efectiva a la hora de obtener tasas más bajas. Otra aproximación es la emisión de deuda para realizar proyectos que mejoren alguno de los Objetivos del Desarrollo Sostenible, siendo los fondos recibidos únicamente usados para llevar a cabo dicho proyecto. Esta aproximación tiene mayor impacto en las tasas, pero en contrapartida es poco escalable. Una tercera vía, es la emisión de instrumentos híbridos que tomen lo mejor de las precedentes aproximaciones.

Estos instrumentos híbridos, llamados Sustainability-Linked Bonds, son bonos que tienen como covenants la concreción de ciertas metas de sostenibilidad. La lógica detrás del bono, se puede resumir como el cambio de las condiciones financieras o de estructura del bono, en el caso que se incumpla con la meta impuesta. Esto implica que existe un proceso de calibración y verificación de la meta realizada por terceros, de forma de mantener una opinión independiente. El cambio de condiciones comúnmente es un cambio en la tasa de interés del bono, comenzando con una tasa base y de no lograrse el objetivo se le agrega una prima por encima, encareciéndose de esta manera el servicio de deuda.

En este sentido, según trascendidos de prensa y comunicaciones por parte de la Unidad de Gestión de Deuda del MEF, se está planeando emitir en los próximos meses un bono de éstas características. Según la Presentación a Inversores de febrero de 2022, este tomará como objetivo las reducciones en la emisión de gases de efecto invernadero pactadas por Uruguay en los Acuerdos de París. De esta forma, el país buscará comenzar a incluir en su manejo de deuda, de conceptos ESG, capitalizando las ventajas comparativas que el país ostenta. Esto representa una oportunidad única de posicionar al país como uno de los pioneros en la implementación de este tipo de bonos, utilizados frecuentemente en el sector corporativo, pero no el soberano. Por otra parte, sirve como señalización al mercado del compromiso que tiene la República en la lucha contra el cambio climático.

Boitreaud , S., Gratcheva, E. M., Gurhy, B., Paladines, C., & Skarnulis, A. (2020). Riding the Wave: Navigating the ESG Landscape for Sovereign Debt Managers. Washington DC: World Bank Group.

1 Académico Supernumerario de la Academia Nacional de Economía y Premio Academia Nacional de Economía 2017

2 <https://www.elobservador.com.uy/nota/esg-el-futuro-de-las-finanzas--20211282270>