

# **Estrategia de Mediano Plazo de Financiamiento y Administración de Deuda del Gobierno de Uruguay: 2020-2024**

## **1. Objetivos y lineamientos estratégicos**

### **1.1 Objetivos**

El objetivo central de la política de gestión de deuda es cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno a bajos costos y en forma oportuna, manteniendo niveles prudentes de exposición al riesgo en la estructura de deuda, que aseguren una trayectoria sostenible a mediano plazo.

Además de nuevo financiamiento, una parte importante de la gestión de deuda es la administración de obligaciones financieras ya contraídas, atendiendo al perfil de vencimientos de la deuda pública y la composición por monedas de los requerimientos de la Tesorería General de la Nación. Para ello, se busca optimizar el perfil por monedas, plazos y de tasas del portafolio de deuda soberana a través de operaciones de manejo de pasivos y/o conversiones sintéticas de deuda a través de transacciones con instrumentos financieros derivados.

La gestión de deuda del Gobierno también busca promover el desarrollo de un mercado secundario de bonos líquido y profundo, particularmente en moneda local, con curvas de rendimientos que sirvan de referencia para el acceso al financiamiento para emisiones privadas corporativas, de empresas del sector público y de proyectos de infraestructura, entre otras.

### **1.2 Líneas estratégicas**

La estrategia de gestión de deuda y el programa financiero debe tomar en cuenta las alternativas y costos de acceso al crédito en los mercados de capitales y a través de organismos multilaterales, y debe guardar consistencia con las necesidades de fondeo derivadas del programa fiscal y macroeconómico y el marco legal de endeudamiento del Gobierno.

Uno de los puntales estratégicos de la gestión de deuda es la reducción de vulnerabilidades financieras asociadas a la estructura de deuda. Financiarse en la moneda en que el Gobierno recauda sus impuestos permite un mejor “calce de monedas”, reduciendo la exposición del país a situaciones de devaluación fuerte de la moneda, que típicamente se dan en momentos de recesión y de baja recaudación del Gobierno. Es decir, fondearse en moneda nacional representa un seguro contra cíclico.

En este sentido, durante 2020 se continuó trabajando fuertemente con un gran esfuerzo de fondeo en el mercado local para apuntalar el proceso de desdolarización del portafolio de deuda del Gobierno, con el objetivo de mitigar el riesgo cambiario. Es importante destacar que hasta julio 2020 un 89% de las emisiones en los mercados de capitales fueron en moneda local. Asimismo, se ha buscado reducir el riesgo de refinanciamiento, estirando los plazos de vencimientos de deuda y suavizando temporalmente el calendario de amortizaciones. Esto le quita presión a la necesidad de conseguir fondos en los momentos en que pueden ser caros y escasos.

La gestión de la deuda del Gobierno también ha tenido como base una política conservadora de manejo de la liquidez, manteniendo en promedio un nivel precautorio de disponibilidades y líneas de crédito con organismos multilaterales que permitan hacer frente al menos el servicio de deuda de los doce meses subsiguientes. Un colchón de liquidez compuesto por disponibilidades en caja, activos financieros líquidos y líneas de crédito con organismos multilaterales, brinda flexibilidad en las operaciones de gestión de la deuda y en el cumplimiento de las obligaciones financieras y presupuestarias de la Tesorería, en caso de perturbaciones temporales en los mercados de capitales.

Tanto en la búsqueda de nuevo financiamiento, como en las operaciones de reperfilamiento de pasivos, la amplitud y diversidad de la base inversora es fundamental para asegurar un acceso fluido a los mercados y hacerlo en los mejores términos de financiamiento posibles.

## **2. Estrategia de financiamiento tras el Impacto del COVID -19 durante 2020**

La irrupción de la pandemia global COVID-19 ha derivado en mayores necesidades de financiamiento para el Gobierno, dada la desaceleración económica y las medidas adoptadas a la luz de la emergencia sanitaria. Al mismo tiempo, las condiciones en los mercados internacionales en el período marzo-abril de 2020 se tornaron extremadamente volátiles, las tasas se dispararon y el acceso a los mercados de bonos internacionales permaneció cerrado para los países emergentes.

Dada esta situación, como primera respuesta, el gobierno de Uruguay recurrió a créditos con organismos multilaterales para apuntalar las reservas de liquidez. Para ello, desembolsó rápidamente líneas de crédito previamente aprobadas.

Este acceso a financiamiento contingente de gran escala y de bajo costo, junto al fondeo estable en el mercado local, permitió graduar los tiempos de acceso a los mercados de capitales globales y optimizar así los términos de financiamiento. Así, una vez que los mercados internacionales se estabilizaron, el gobierno identificó una ventana de oportunidad a fines de junio de 2020 y emitió bonos globales, tanto en moneda local como en dólares, a tasas competitivas.

Debajo, se presenta en mayor detalle los cuatro pilares de la estrategia de financiamiento y administración de deuda durante 2020.

### ***1. Rápido desembolso de líneas de crédito preexistentes y nuevos préstamos con organismos multilaterales***

En marzo y abril de 2020, Uruguay recurrió a las líneas de crédito de rápido desembolso ya aprobadas con organismos multilaterales, para apuntalar sus reservas de liquidez y gestionar gastos no anticipados. Es así que, al finalizar abril, el gobierno pudo desembolsar préstamos con el Banco Inter-Americano de Desarrollo (BID) por un monto total de US\$ 1.050 millones.

Durante la pandemia fue muy importante para el país poder contar con los acuerdos de financiación existentes con organismos multilaterales. En primer lugar, esto permitió disponer de un rápido acceso a financiamiento a gran escala sin riesgo de ejecución, pues los términos contractuales habían sido acordados y aprobados con anterioridad. En segundo lugar, se redujo el costo promedio de financiamiento ya que los préstamos están sujetos a tasas Libor que han mostrado una tendencia decreciente en los últimos años. Finalmente, las cláusulas de conversión incorporadas en los préstamos con organismos multilaterales permiten realizar conversiones rápidas de moneda y de tasa de interés, es decir, pasar de préstamos denominados en dólares a tasas flotantes, a tasas fijas en otras monedas (como, por ejemplo, el peso uruguayo u otras “monedas duras”).

Meses más tarde, el gobierno desembolsó aproximadamente US\$ 40 millones con la Corporación Andina de Fomento (CAF), de un préstamo destinado específicamente a mitigar los efectos de la emergencia sanitaria en la salud pública y la economía del país.

También se aprobaron nuevas líneas de financiamiento con BID, FONPLATA y Banco Mundial (BM) con el objetivo de apoyar los esfuerzos que el país venía realizando para fortalecer al sector salud, a la población vulnerable y, a las micro, pequeñas y medianas empresas. De igual manera, el BID y el BM aprobaron dos préstamos de política de rápido desembolso por un monto total de US\$ 750 millones (US\$ 350 millones y US\$ 400 millones, respectivamente). Ambos programas tienen por objetivo apoyar políticas públicas para proteger a aquellos sectores más vulnerables de la economía, y a la recuperación de la economía uruguaya en el mediano plazo. Una vez firmados, el acceso a este tipo de instrumentos financieros le permite al gobierno robustecer su política precautoria de liquidez.

### ***2. Financiamiento estable y mantenimiento de calendario regular en el mercado local***

A pesar de la volatilidad en el mercado internacional y de las limitaciones operativas de los participantes de mercado, el gobierno siguió adelante con el programa de fondeo doméstico con algunos ajustes al cronograma de emisiones. Desde el 19 de febrero, punto de inflexión en mercados globales por la propagación del COVID-19, el gobierno ha completado todas las licitaciones de Notas del Tesoro en UI y en Unidades

Previsionales (UP) programadas en el mercado doméstico. Como reflejo de los cambios en la demanda, la Unidad de Gestión de Deuda (UGD) ha aumentado el monto a licitar de Notas del Tesoro de menor plazo en instrumentos en UI y en UP en su calendario de emisión doméstico.

A través de su programa de emisiones regulares en el mercado local, el gobierno ha emitido en lo que va del año un monto equivalente a US\$ 947 millones al cierre de julio de 2020 (1,5 veces el monto base inicialmente anunciado). De ese total, un 60% fue destinado a refinanciar amortizaciones que vencen en el año 2020. Adicionalmente, en enero de 2020 se emitieron US\$ 949 millones equivalentes en una operación de emisión y canje de títulos públicos realizada en conjunto con el Banco Central del Uruguay (BCU). De esta manera, las emisiones totales en el mercado doméstico a julio de 2020 alcanzaron US\$ 1.900 millones equivalentes, aproximadamente 49% de los títulos soberanos emitidos en lo que va del año.

El calendario de emisiones en el mercado doméstico para el segundo semestre prevé un monto licitado base equivalente a US\$ 447 millones. Estas licitaciones buscan continuar impulsando la conformación de series de referencia (*benchmarks*) mediante la reapertura de Notas del Tesoro en UI y en UP, e incorporando la facilidad de integración que permite a los inversores la opción de comprar los instrumentos ofrecidos mediante Notas del Tesoro de próximo vencimiento (además de pesos uruguayos y dólares).

### **3. Acceso al financiamiento en el mercado internacional en moneda local**

A fines de junio, el gobierno llevó adelante la emisión de nuevos bonos globales en moneda local (UI) con vencimiento final en 2040 y la reapertura de los bonos globales en dólares con vencimiento en 2031. Simultáneamente, se anunció una oferta de recompra de los bonos globales en UI con vencimiento en 2027, 2028 y 2030.

Mediante esta operación, la República emitió un monto total equivalente a US\$ 1.600 millones de nuevos bonos en UI a una tasa real de 3,875%, con una concesión de nueva emisión de un solo dígito. Del monto total emitido, US\$ 1.100 millones equivalentes fue a cambio de efectivo, y el remanente se utilizó para financiar la recompra de bonos globales en UI de menor madurez. El gobierno también emitió US\$ 400 millones en la reapertura de los bonos denominados en dólares con vencimiento final en 2031, con un diferencial final de rendimiento respecto a los bonos del Tesoro de EE.UU. de 180 punto básicos (con una concesión por nueva emisión estimada negativa).

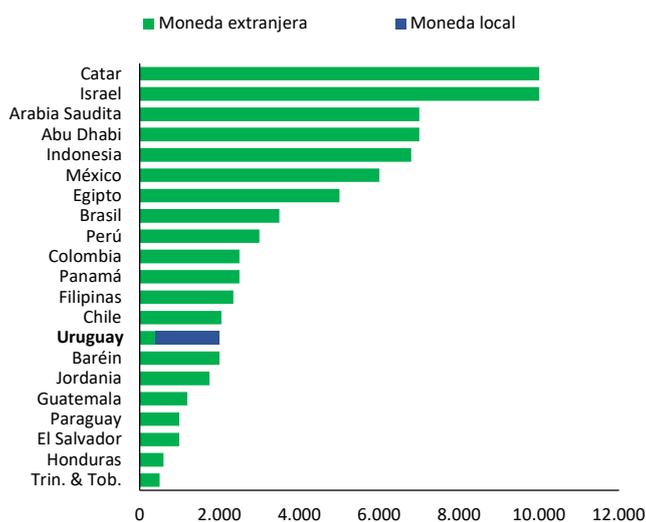
Es importante destacar, que esta transacción marcó la reapertura del mercado internacional en moneda local para países emergentes desde el inicio de la pandemia. Ello permitió apuntalar el proceso de desdolarización del portafolio de deuda del gobierno y reducir así el riesgo cambiario. Es importante destacar que a julio de 2020, un 89% de las emisiones acumuladas en el año en los mercados de capitales domésticos e internacional fueron en moneda local.

Asimismo, es importante mencionar que la tasa de rendimiento del bono global en dólares fue la más baja alcanzada por la República en emisiones en dólares, desde que

Uruguay accedió por primera vez al mercado internacional aproximadamente 30 años atrás. La baja tasa refleja el marcado descenso del rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU., así como la resiliencia de la prima de riesgo país de Uruguay (que se encuentra muy cercana a la de países como Chile, Panamá y Perú que cuentan con una mejor calificación crediticia).

**Mercados emergentes: emisiones soberanas en mercados internacionales desde inicios de la pandemia**

En millones de dólares, desde febrero 2020<sup>1/</sup>



1/ Excluye a países europeos emergentes que hayan emitido en euros.

Fuente: MEF

**4. Mitigación de exposición del portafolio de deuda a riesgos de moneda y de tasa de interés mediante conversiones sintéticas**

En 2020, el gobierno ejecutó por primera vez conversiones de préstamos denominados en dólares y a tasa flotante, a una tasa real fija en UI, por un total de US\$ 209 millones equivalente. De este monto, US\$ 60 millones fueron convertidos en febrero de 2020 a una tasa fija real en UI de 3,54%, y los restantes US\$ 149 millones se fijaron en julio de 2020 a una tasa de 2,98% en UI<sup>1</sup>. Estas operaciones forman parte de una estrategia integral de desdolarización de la deuda del Gobierno Central y complementa el financiamiento obtenido en el mercado internacional con la emisión del bono global en UI realizada en junio del presente año. Asimismo, es importante notar que estas conversiones contribuyen al objetivo de desarrollar el mercado de derivados y el mercado de bonos denominados en moneda local.

Por otra parte, el gobierno también llevó adelante con el BID operaciones de conversión a otras “monedas duras”, como yenes y francos suizos, para contribuir a diversificar el

<sup>1</sup> Las tasas no incluyen el margen variable para préstamos del Capital Ordinario periódicamente determinado por la Junta Directiva del BID, hoy de 80 puntos básicos (pbs), que también aplican a las tasas en dólares.

portafolio de deuda y a reducir la carga de intereses<sup>2</sup>. En abril de este año se ejecutó una conversión por el equivalente a US\$ 551 millones a yenes, a un plazo de 8 años, fijando una tasa anual de -0,17% en yenes. En ese mismo mes, también se llevó a cabo por primera vez la conversión de un primer tramo de las líneas de crédito desembolsadas por un monto de US\$ 250 millones a francos suizos, por un plazo de 5 años, y a una tasa fija anual de -0,51%. Posteriormente, en mayo se ejecutó otra conversión a francos suizos por el equivalente a US\$ 250 millones, por un plazo de 5 años a una tasa fija de -0,57%<sup>3</sup>.

### **3. Evolución de los principales indicadores de la estructura de deuda y activos, y política de pre-financiamiento**

#### **3.1 Estadísticas de endeudamiento y activos financieros**

La UGD del Ministerio de Economía y Finanzas compila y publica trimestralmente las estadísticas de deuda y activos del Gobierno Central en el Reporte de Deuda Soberana.

La deuda bruta está definida por el conjunto de todos los instrumentos de mercado, tanto en moneda nacional como extranjera, bajo jurisdicción doméstica o externa, así como todos los préstamos con organismos multilaterales de crédito y otras instituciones financieras cuyo deudor contractual es el Gobierno Central. Se excluyen por tanto los instrumentos de deuda no comercializables que fueron emitidos por el Gobierno a efectos de capitalizar el BCU.<sup>4</sup> Asimismo, se incluyen dentro de las cifras de deuda los instrumentos de deuda de mercado emitidos por el Gobierno que se encuentra en poder del Fideicomiso de la Seguridad Social, cuyo fideicomitente es el Banco de Previsión Social (BPS).

Por su parte, los activos financieros incluyen los fondos disponibles en moneda local y extranjera del Tesoro Nacional en el BCU y en el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), incluyendo en estos últimos aquellos saldos pertenecientes a las dependencias comprendidas en el Presupuesto Nacional. De igual manera, forman parte de este agregado aquellos activos financieros que el Gobierno Central mantiene producto de préstamos contractualmente contraídos por la República en representación de otras entidades del Sector Público (cuyo repago, convenio mediante, no debe servir), así como también aquellos activos bajo manejo en unidades institucionales

---

<sup>2</sup> La conversión de pasivos denominados en dólares a pasivos en yenes y francos suizos resultó atractiva, dado que las tasas negativas se reducen aún más por menores *cross-currency basis*.

<sup>3</sup> Las tasas aquí expresadas no incluyen el margen variable para préstamos del Capital Ordinario periódicamente determinado por la Junta Directiva del BID, hoy de 80 pbs.

<sup>4</sup> El primer bono de capitalización se emitió en 2008 y posteriores emisiones se realizaron en 2010, 2011, 2012 y 2013. Al finalizar 2017, toda la deuda se consolidó en un único bono indexado a la UI con vencimiento a 30 años. Para obtener información sobre el circulante de los bonos del gobierno emitidos para capitalizar al Banco Central, referirse a: [www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/EndeudamientoPublicoSPNM/dpspnm.pdf](http://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/EndeudamientoPublicoSPNM/dpspnm.pdf)

pertenecientes al Gobierno Central producto de inyecciones de capital (como el caso del fideicomiso de SIGA).

### 3.2 Nivel y composición de endeudamiento y activos

La deuda bruta del Gobierno Central al cierre de julio de 2020 es de US\$ 31.946 millones. Tomando en cuenta el total de los activos financieros del Gobierno, la deuda neta al cierre de julio de 2020 asciende a US\$ 28.692 millones. Por su parte, el Gobierno mantiene líneas de crédito con Organismos Multilaterales por US\$ 1.406 millones al cierre de julio de 2020 (CAF y FLAR). Estas líneas no incluyen los préstamos de política de rápido desembolso ya aprobados por el Banco Inter-Americano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial (BM) por un monto de US\$ 750 millones.

#### Deuda, Activos y Líneas de Crédito

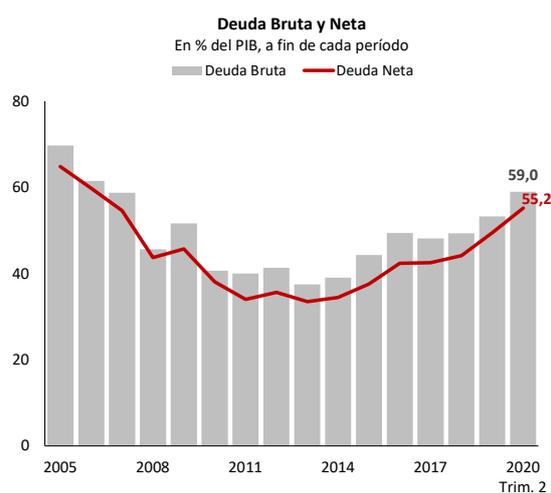
Cifras en millones de dólares, stock vigente a fin de cada período

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (julio) <sup>1/</sup>
Deuda Bruta	23.581	26.098	28.664	29.383	29.838	31.946
Activos Financieros	3.583	3.733	3.324	3.085	2.136	3.253
<i>Líquidez de Tesorería</i>	3.001	2.515	2.230	2.132	1.213	2.347
<i>Otros Activos</i>	582	1.218	1.094	953	923	906
Deuda Neta	19.998	22.366	25.341	26.298	27.702	28.692
Líneas de Crédito con Organismos Multilaterales	2.167	2.418	2.418	2.434	2.191	1.406

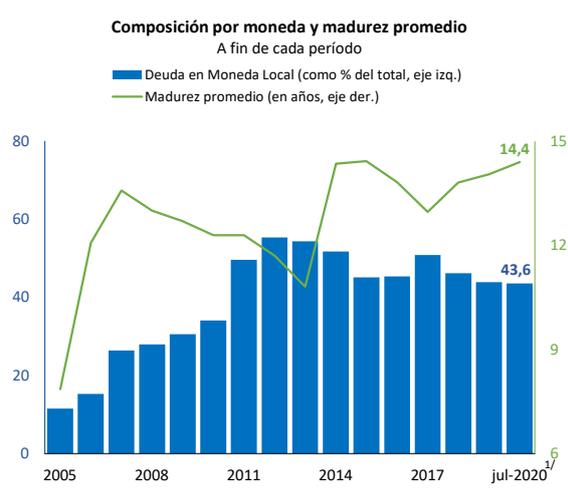
1/ Preliminar

Fuente: MEF

La deuda bruta al cierre del segundo trimestre se estima en 59% del PIB, mientras que la deuda neta se ubica en 55,2% del PIB.



1/ Proyección  
Fuente: MEF



1/ Preliminar  
Fuente: MEF

En lo que respecta a la composición por monedas, aproximadamente el 43,6% del portafolio total de deuda se encontraba denominado en moneda nacional al cierre de julio de 2020. Es importante destacar que durante el año 2020 la mayor parte de las amortizaciones de deuda fueron en moneda nacional, lo cual redujo la exposición

cambiaría de las finanzas públicas al impacto de la devaluación del peso uruguayo. Por otra parte, la madurez promedio del portafolio de deuda es de aproximadamente 14,4 años a julio de 2020, una de las cifras más alta entre los países emergentes.

#### Estructura de Deuda

En % del total, fin de cada período

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (julio) <sup>2/</sup>
<b>Por moneda<sup>1/</sup></b>						
Moneda extranjera (ME)	54,8	54,7	49,2	53,8	56,1	56,4
Dólares	51,7	52,0	47,6	51,4	53,9	50,9
Otras	3,1	2,6	1,6	2,4	2,2	5,5
Moneda nacional (MN)	45,2	45,3	50,8	46,2	43,9	43,6
Pesos uruguayos	6,0	5,0	12,8	10,1	8,6	5,6
Unidades indexadas (UI)	35,3	36,4	34,0	30,7	28,1	30,0
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	3,9	3,9	4,0	5,3	7,3	8,0
<b>Por madurez residual</b>						
Corto plazo (menor a un año)	2,6	5,1	5,5	3,9	5,6	3,0
Medio y largo plazo	97,4	94,9	94,5	96,1	94,4	97,0
<b>Por tipo de tasa<sup>3/</sup></b>						
Fija	94,3	93,7	94,4	94,4	94,3	95,9
Flotante	5,7	6,3	5,6	5,6	5,7	4,1
<b>Por instrumento</b>						
Bonos	91,5	91,2	91,2	90,6	90,8	88,1
Préstamos	8,5	8,8	8,8	9,4	9,2	11,9
<b>Por residencia del acreedor<sup>4/</sup></b>						
Residentes	35,1	43,1	44,9	43,3	41,2	39,7
No residentes	64,9	56,9	55,1	56,7	58,8	60,3
Bonos y Notas	56,4	48,1	46,2	47,3	49,6	47,9
Préstamos con instituciones financieras	8,5	8,8	8,8	9,4	9,2	12,4
<b>Por jurisdicción contractual</b>						
Local	25,9	25,9	24,1	22,9	21,6	20,1
Internacional	74,1	74,1	75,9	77,1	78,4	79,9

1/ La composición por moneda extranjera se define con criterio contractual y no refleja ajustes por operaciones de swap de monedas.

2/ Preliminar.

3/ Incluye instrumentos en moneda nacional a tasa fija real, tanto en UI como en UR y UP.

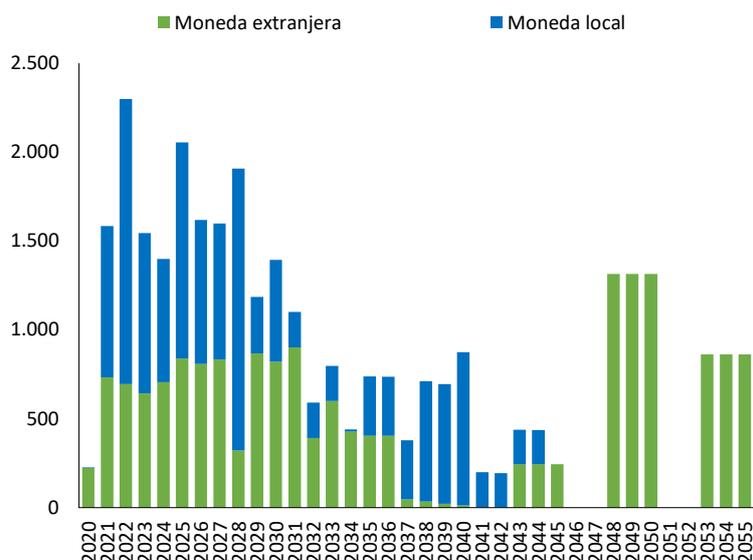
4/ Información refleja los últimos datos disponibles a fin del segundo trimestre de 2020.

Fuente: MEF

Asimismo, el 96% del total de deuda se encuentra contraída a tasa fija, lo cual mitiga la exposición al riesgo de alza en la tasa de interés internacional. Respecto a la composición de la deuda por jurisdicción, al cierre de julio de 2020 el 20% del portafolio de deuda se encontraba emitido bajo jurisdicción local, al tiempo que el 80% restante fue emitido o contraído bajo jurisdicción extranjera.

### Perfil de amortizaciones por moneda

En millones de dólares, a fin de julio 2020



Fuente: MEF

La participación de acreedores extranjeros en el total del endeudamiento fue de 60% a julio 2020. En particular, los préstamos con organismos multilaterales de crédito y otras instituciones financieras representa un 12% del portafolio de deuda. El cuadro debajo presenta información sobre el monto y estructura por monedas y plazos de los préstamos vigentes con organismos multilaterales y otras entidades financieras.

#### Préstamos con Organismos Multilaterales y Otras Entidades Financieras<sup>1/</sup>

En millones de dólares, stock vigente al 31 de julio de 2020

Institución	Monto total	Por madurez			Por moneda		Por tasa	
		Menor a 1 año	Entre 1 y 5 años	Mayor a 5 años	Local	Extranjera	Flotante	Fija
BID	2.407	97	754	1.556	384	2.023	189	2.218
Banco Mundial	1.066	39	482	545	21	1.044	1.044	21
CAF	272	27	153	91	-	272	40	232
Otros <sup>2/</sup>	72	14	36	22	-	72	36	36
<b>Total</b>	<b>3.816</b>	<b>177</b>	<b>1.425</b>	<b>2.214</b>	<b>406</b>	<b>3.410</b>	<b>1.309</b>	<b>2.507</b>

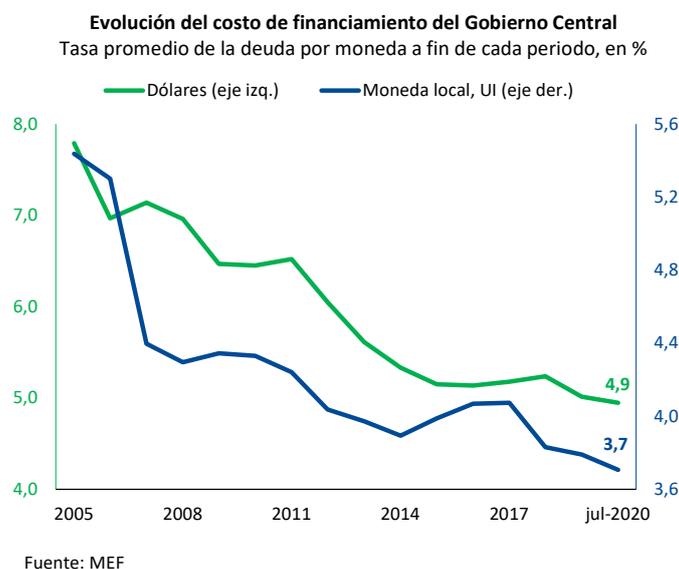
1/ Incluye todos los préstamos con organismos internacionales cuyo deudor contractual es el Gobierno Central.

2/ Incluye Banco de China, Credit National Paris, Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola, Instituto Crédito Oficial del Reino de España, Italian Bank Artigiancassa SPA, Kreditanstalt Fur Wieraufbau, y Scotiabank, entre otros.

Fuente: MEF

En lo que respecta al costo de financiamiento, es importante también notar que las tasas de interés promedio en todas las monedas han registrado una caída desde el 2015, reflejando una mejoría en el costo de financiamiento para el país. En julio 2020, la tasa de interés promedio del stock de deuda del Gobierno Central alcanzó mínimos históricos. La tasa de interés real promedio ponderada para las obligaciones indexadas

a la inflación (incluyendo Notas del Tesoro y bonos globales) alcanzó 3,7% mientras que el costo promedio ponderado del portafolio en dólares se ubicó en 4,9%.



Asimismo, una creciente proporción de la deuda en moneda local está denominada en Unidades Previsionales. Dada la pro-ciclicidad de los salarios reales, estos instrumentos proveen al gobierno una mejor distribución de riesgos a lo largo del ciclo económico.

#### Indicadores de Costo de Endeudamiento y de Riesgo de tasas y refinanciamiento

En %, a fin de cada período

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (julio) <sup>2/</sup>
<b>Tasa de interés promedio <sup>1/</sup></b>						
Dólares	5,1	5,1	5,2	5,2	5,0	4,9
Euros	5,9	5,3	5,3	5,3	0,3	0,2
Yenes	1,9	1,9	1,6	1,3	1,3	1,0
Francos suizos						0,3
Pesos uruguayos	12,8	13,5	10,9	10,6	10,6	9,7
Unidades indexadas (UI)	4,0	4,1	4,1	3,8	3,8	3,7
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3
<b>Riesgo de tasa de interés</b>						
Duración (en años)	10,6	10,3	11,6	12,3	12,5	13,1
Deuda que reajusta tasa en un año	8,1	11,2	10,7	9,2	11,1	6,8
<b>Riesgo de refinanciamiento y liquidez</b>						
Madurez promedio (en años)	14,4	13,8	13,0	13,8	14,0	14,4
Deuda que vence en un año	2,6	5,1	5,5	3,9	5,6	3,0
Activos líquidos / Amortizaciones un año hacia adelante	4,8	1,9	1,4	1,9	0,7	2,5

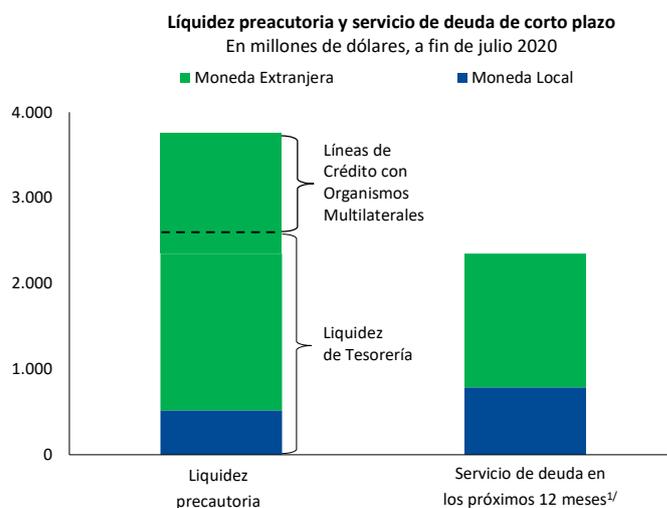
1/ Promedio ponderado por moneda.

2/ Preliminar.

Fuente: MEF

Las operaciones de manejo de pasivos en los mercados doméstico y externo han contribuido a mantener la madurez promedio del portafolio de deuda en 14 años—entre las más altas en mercados emergentes. Al cierre de julio de 2020, por ejemplo, casi el 69% del total de la deuda tiene un plazo a vencimiento mayor a cinco años, y solo un 3% vence en menos de 12 meses. Asimismo, la totalidad de la deuda en moneda

nacional se encuentra a tasa fija y sólo un 4% del total es a tasa flotante. La suma de los activos líquidos del Gobierno cubre el servicio de deuda (amortizaciones e intereses) de los 12 meses subsiguientes, que equivale a aproximadamente US\$ 2.263 millones.



1/ El servicio de deuda incluye amortizaciones y pago de intereses.

Fuente: MEF

#### 4. Evolución de la calificación crediticia soberana

La calificación crediticia de grado inversor constituye un activo clave a la hora de asegurar el acceso fluido al financiamiento del país a los mercados de capitales locales y externos, permitiendo obtener costos de endeudamiento más bajos, plazos más largos y una base inversora más diversificada, entre otros.

En tal sentido, Uruguay cuenta con calificación crediticia de grado inversor por parte de las cinco calificadoras internacionales que evalúan el riesgo de crédito soberano. Tres de estas agencias (*Standard & Poor's*, *Moody's*, *Rating and Investment Information*) ubican actualmente a Uruguay un escalón por encima dentro de la escala de grado de inversión ("BBB"/ "Baa2").

El 12 de agosto de 2020, *Moody's* publicó una actualización a su opinión de crédito de la República<sup>5</sup>. De acuerdo a la agencia, el perfil crediticio de Uruguay (Baa2) se sustenta en su moderada fortaleza económica e institucional. Sin embargo, según *Moody's* un crecimiento menor al potencial y la rigidez significativa del gasto limitan la capacidad de las autoridades para cumplir los objetivos fiscales. Asimismo, señala que las métricas de deuda se han deteriorado en los últimos años, siendo fundamentales los planes de consolidación fiscal para respaldar el perfil crediticio del soberano.

El 30 de abril de 2020, S&P afirmó su calificación a largo plazo en moneda extranjera y moneda local en BBB con perspectiva estable. El reporte menciona el impacto sobre la

<sup>5</sup> Dicha actualización no supuso una ratificación expresa de la calificación de la República, sino que es parte de la diseminación regular de información que realiza la calificadora.

actividad económica uruguaya y el déficit fiscal de la pandemia y la recesión económica mundial. Sin embargo, la agencia espera un mejor panorama económico como consecuencia de proyectos de inversión en curso y una corrección fiscal una vez se atenúe la pandemia.

El 20 de febrero de este año, *Fitch Ratings* afirmó su calificación a largo plazo en moneda extranjera en BBB- con perspectiva negativa. La misma se apoya en sólidos indicadores de gobernanza y de desarrollo social, así como en una balanza de pagos robusta. De acuerdo a la agencia, estos factores están sopesados por un elevado y creciente nivel de deuda pública, un bajo crecimiento potencial y una alta inflación.

El 5 de febrero de 2020, *R&I* ratificó su calificación en moneda extranjera de Uruguay en BBB y mejoró su perspectiva a positiva. La agencia espera una dinamización de la economía en el mediano plazo debido al proyecto de inversión que surge de la construcción, por parte de UPM, de la segunda papelera en el país. De acuerdo a la agencia, una política prudente de gestión de deuda ha contribuido a estabilizar el riesgo fiscal.

El 30 de enero de 2020, *DBRS Morningstar* ratificó la calificación que otorga a Uruguay como emisor de moneda extranjera y local a largo plazo en *BBB (low)*. De acuerdo a lo mencionado por la agencia, la calificación otorgada balancea sólidos fundamentos económicos y políticos con una continua presión fiscal. Asimismo, señaló que la evolución de la calificación –al alza o a la baja– dependerá de la capacidad de la actual administración de encauzar las finanzas públicas hacia una trayectoria sostenible.

## 5. Hoja de ruta y plan de acción

A continuación, se presentan las principales líneas de acción de la gestión de la deuda para los próximos cinco años:

### ***1. Mantener acotado el riesgo de refinanciamiento de la deuda, a través de operaciones de manejo de pasivos y una política conservadora de liquidez precautoria***

Se continuará con una gestión proactiva del portafolio de deuda a través de operaciones de manejo de pasivos en el mercado doméstico y externo, que contribuyan a reducir el riesgo de refinanciamiento (estirando los plazos de vencimientos de deuda y suavizando temporalmente el calendario de amortizaciones). Esto le quita presión a la necesidad de conseguir fondos en los momentos en que pueden ser caros y escasos.

Asimismo, la gestión de la deuda del gobierno también continuará la política conservadora de manejo de la liquidez, manteniendo en promedio un nivel precautorio de caja de Tesorería y líneas de crédito con organismos multilaterales que permitan hacer frente el servicio de deuda (amortizaciones más pago de intereses) de al menos los doce meses subsiguientes. Un colchón de liquidez compuesto por disponibilidades en caja, activos financieros líquidos y líneas de crédito con organismos multilaterales,

brinda flexibilidad en las operaciones de gestión de la deuda y en el cumplimiento de las obligaciones financieras y presupuestarias de la Tesorería, en caso de perturbaciones temporales en los mercados de capitales (como se observó a partir de febrero 2020). En este sentido, se fortalecerá la red de líneas de crédito precautorias con instituciones multilaterales de crédito.

***II. Avanzar en la desdolarización de la deuda, con el objetivo de alcanzar un 50% o más del total de la deuda denominada en moneda nacional hacia fines del período.***

Primero, se buscará profundizar la política de financiamiento en moneda nacional, tanto en el mercado de títulos local como internacional. Acceder a fondeo en moneda local a tasas competitivas y de una amplia gama de inversores ofrece una importante fuente de flexibilidad financiera y contribuye a mitigar el impacto sobre la deuda de movimientos bruscos en el tipo de cambio.

Para ello:

- Se mantendrá la emisión recurrente y previsible, de nuevos títulos valores o reaperturas en el mercado local en un número acotado de puntos de referencia de la curva de rendimientos. Con ello se busca profundizar la liquidez del mercado en moneda nacional y facilitar el proceso de descubrimiento de precios.
- Se procurará continuar emitiendo en moneda local en los mercados internacionales (UI y/o pesos nominales), siempre que los costos de endeudamiento se mantengan consistentes con una dinámica de deuda sostenible.
- Se continuará potenciando la eficiencia del mercado secundario y la liquidez de los instrumentos ofrecidos regularmente, a través de la ejecución de operaciones de manejo de pasivos que contribuyan a la construcción de bonos de referencia.
- Se buscará ampliar la base inversora extranjera en títulos en moneda local, propiciando un acceso más fácil y eficiente de los inversores extranjeros al mercado local a través de acuerdos con los principales custodios internacionales, en coordinación con el BCU.

Segundo, como parte de la estrategia para incrementar la proporción de deuda del sector público en moneda local, la UGD continuará buscando condiciones favorables de mercado que permitan la conversión de préstamos con organismos multilaterales denominados en moneda extranjera a moneda local, tanto en pesos nominales como en UI.

### ***III. Integrar el financiamiento sustentable en la gestión de deuda del Gobierno de Uruguay***

La inversión sostenible y de impacto juega un rol cada vez más preponderante en las decisiones de asignación de capital a nivel global. Los inversores y calificadoras están enfatizando e integrando crecientemente los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés, *Environmental, Social and Governance*) en sus evaluaciones de riesgo crediticio y estrategias de inversión en renta fija. Asimismo, los organismos multilaterales están incorporando con mayor frecuencia estándares de inversión responsable y sostenible a sus programas de desembolso de préstamos.<sup>6</sup>

En esta línea, la gestión de deuda buscará capitalizar, y al mismo tiempo apuntalar, los avances que ha mostrado Uruguay en los fundamentos sustentables ESG entre mercados emergentes, que lo posicionan con la mayor ponderación en el índice JESG-EMBI entre mercados emergentes a fines de julio 2020<sup>7</sup>. En particular, explorar maneras de integrar la matriz ESG de Uruguay en su estrategia de financiamiento, con apoyo técnico de organismos multilaterales.

### ***IV. Fortalecer el relacionamiento estratégico y la comunicación con la base inversora asiática.***

La diversificación de fuentes de financiamiento a través de monedas y mercados, incluyendo Asia, tiene un gran valor estratégico para Uruguay, dado que contribuye a mejorar los términos de financiamiento y asegura un acceso fluido a los mercados de capitales internacionales. Uruguay continuará con su esfuerzo de ampliar la base de inversores, de manera de lograr mayor flexibilidad financiera y asegurar una demanda estable por instrumentos del gobierno bajo diferentes condiciones de mercado.

En particular, existe un margen significativo para seguir avanzando en una distribución más balanceada por regiones de la base de inversores extranjeros. En este sentido, se buscará ampliar los vínculos con potenciales inversores institucionales de Asia, ya sea para fomentar su participación en las emisiones globales en dólares, y/o el eventual retorno al mercado de capitales de Japón.

El pilar de esta estrategia de diversificación continuará siendo un enfoque transparente, predecible y proactivo en el relacionamiento con los inversores y la difusión de datos. La UGD continuará manteniendo el diálogo fluido con inversores, bancos, organismos multilaterales, agencias de calificación crediticia, think tanks, proveedores comerciales

---

<sup>6</sup> Entre los factores ambientales, se incluyen las emisiones de efecto invernadero, uso de combustible fósil, acceso a agua limpia y desarrollo de energía renovable. Los factores sociales pueden incluir indicadores como la tasa de pobreza, igualdad de género, distribución de la riqueza y distribución del ingreso. Entre los factores de solidez institucional se toman en consideración, entre otros, la estabilidad política, el estado de derecho, la percepción de corrupción y la independencia del Poder Judicial.

<sup>7</sup> Índice de referencia para inversores de deuda soberana en dólares elaborado por el banco J.P. Morgan, que incorpora explícitamente indicadores medio ambientales, sociales y de calidad institucional para 73 países emergentes.

de datos relacionados con ESG y analistas privados. Asimismo, se continuará compilando y difundiendo información oportuna y detallada sobre los títulos de mercado y estadísticas de deuda pública, indicadores macroeconómicos, reportes de agencias calificadoras, y el marco legal que rige a la deuda pública de Uruguay. Se continuará trabajando para profundizar el contacto fluido que se viene manteniendo con la base inversora a través de un esfuerzo de marketing que comprende conferencias, roadshows virtuales, actualización del sitio web, entre otros.

***V. Mantener y reforzar el financiamiento disponible de los organismos multilaterales de crédito.***

La UGD, en conjunto con la Unidad de Relacionamiento con Organismos Multilaterales, continuarán trabajando para optimizar el uso de los recursos provenientes de estos organismos para el financiamiento del Gobierno y otros entes públicos. Al mismo tiempo, se continuará explorando el acceso a nuevos instrumentos que permitan reducir la exposición del sector público a fluctuaciones en el tipo de cambio, tasa de interés y nivel de liquidez, entre otros.

***VI. Profundizar la estrategia de manejo de activos y pasivos del sector público consolidado, incluyendo empresas públicas y la autoridad monetaria.***

En el marco del Comité de Coordinación de Deuda Pública, se seguirá apoyando, junto al BCU, las estrategias de cobertura cambiaria de las Empresas Públicas (EEPP). Esto comprende la evaluación de los aspectos legales, regulatorios y de mercado que faciliten las transacciones de derivados financieros de tipo de cambio de las EEPP con distintas contrapartes del mercado (sector privado e instituciones financieras), así como con organismos multilaterales.

## 6. Programa financiero del Gobierno y Dinámica de Endeudamiento

### 6.1 Programa Financiero del Gobierno 2020-2024

El programa financiero del Gobierno resume las necesidades y fuentes de financiamiento del gobierno en el período 2020-2024, en función del escenario macro-financiero de base, las proyecciones fiscales, el perfil de servicio de deuda ya contraída y los objetivos de gestión de deuda y estrategia de fondeo en este período. El programa financiero que respalda esta propuesta presupuestal es además un insumo clave para proyectar la dinámica de deuda sobre PIB y evaluar su sostenibilidad, tal como se presenta en el apartado siguiente.

El cuadro debajo presenta los flujos de Usos y Fuentes de fondos anual proyectados durante el quinquenio. El total de necesidades de financiamiento incluye el déficit primario, el pago de intereses, la amortización de títulos de mercado y préstamos y la acumulación de activos financieros.

Las necesidades de fondeo asociadas al resultado fiscal primario excluyen el ingreso por las transferencias de activos de fondos de pensiones y las empresas aseguradoras, al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS). Estos ingresos extraordinarios son transferidos a un fideicomiso financiero y, por lo tanto, no reducen las necesidades de fondeo. Asimismo, el monto pagado en intereses por los títulos públicos en poder del FSS se incluyen, ya que representan una necesidad de caja.

Las fuentes de financiamiento son principalmente la emisión de títulos soberanos en el mercado local e internacional y adicionalmente, los desembolsos con organismos multilaterales de crédito y otras instituciones financieras. La partida “Otros” incluye el efecto neto por la diferencia de cotización en las operaciones de emisión y recompra de títulos del Gobierno Central<sup>8</sup>, los efectos valuación por fluctuaciones cambiarias, y otras partidas con el resto del sector público que no afectan el flujo de caja.

Para el año 2020, las necesidades de financiamiento del Gobierno Central se estiman en 5.805 millones de dólares. El déficit fiscal representa aproximadamente el 56% del total de usos, mientras que las amortizaciones y cancelaciones de bonos y préstamos (por aproximadamente US\$ 2.152 millones) son el 37%. Las amortizaciones también incluyen

---

<sup>8</sup> Esto es, cuando se realiza una emisión y recompra anticipada de títulos públicos a un precio de mercado por encima de su valor facial (es decir, con una prima), o por debajo de su valor facial (es decir, con un descuento).

los bonos recomprados anticipadamente en operaciones de mercado, que vencían en años posteriores.

Por otra parte, la emisión bruta total de bonos en 2020, en mercados internacionales y doméstico, se estima en aproximadamente 4.242 millones de dólares, de los cuales aproximadamente la mitad se proyecta colocar en los mercados locales.

#### Usos y Fuentes de Financiamiento del Gobierno Central

En millones de dólares, proyecciones

	2020	2021	2022	2023	2024
<b>USOS</b>	<b>5.805</b>	<b>3.671</b>	<b>4.159</b>	<b>3.309</b>	<b>2.978</b>
Deficit Primario <sup>1/</sup>	1.757	429	334	206	-39
Pago de Intereses <sup>2/</sup>	1.517	1.570	1.608	1.630	1.673
Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos <sup>3/</sup>	2.152	1.587	2.207	1.555	1.411
Variación de Activos Financieros <sup>4/</sup>	379	85	10	-82	-67
Liquidez de Tesorería	289	85	10	-82	-67
Otros Activos Financieros <sup>5/</sup>	90	...	...	...	..
<b>FUENTES</b>	<b>5.805</b>	<b>3.671</b>	<b>4.159</b>	<b>3.309</b>	<b>2.978</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	1.527	300	350	350	350
Emisión Total de Títulos de Mercado <sup>6/</sup>	4.242	3.209	3.656	2.807	2.482
Otros (neto) <sup>7/</sup>	36	162	153	152	146

Notas:

1/ Excluye transferencias al Fideicomiso de la Seguridad Social (FSS); un valor negativo (-) implica superávit.

2/ Incluye los pagos de intereses al FSS por tenencia de títulos del gobierno.

3/ Para 2020 incluye los vencimientos contractuales y los bonos recomprados hasta el 31 de julio que vencen en años subsiguientes .

4/ Un valor negativo (-) implica una desacumulación de activos.

5/ Variación de los activos del Fideicomiso de SIGA Emergencia por capitalizaciones del gobierno.

6/ Incluye bonos emitidos en los mercado doméstico e internacional.

7/ Incluye efectos de valuación cambiario, de cotización y otras partidas con el resto del sector público.

Fuente: MEF

Para el resto del período, para hacer frente a los usos proyectados el Gobierno se dará prioridad al financiamiento en moneda local, al mismo tiempo que se buscará desarrollar las curvas en moneda local, en tasas nominales y/o reales. En este sentido, se proyecta que un 86% del total del financiamiento requerido para el periodo sea a través de emisiones, tanto en el mercado local como internacional. Es importante notar, que esta proyección no asume que se realizan operaciones de manejo de pasivos a partir del año 2021, lo que implicaría una mayor emisión de deuda bruta para realizar cancelaciones anticipadas. Por lo tanto, las emisiones brutas que se reportan en los años siguientes podrían llegar a ser mayores, teniendo como contrapartida amortizaciones anticipadas de deuda. Por ejemplo, en lo que va de este año el monto de las amortizaciones anticipadas de deuda, es decir aquellas cuyo vencimiento contractual es posterior a 2020, asciende a US\$ 630 millones.

El programa contempla adicionalmente la optimización de los recursos provenientes de los organismos multilaterales de crédito (BID, BM y CAF). De esta manera, se espera que en el periodo los desembolsos con estos organismos cubrirían el 10% del total de las fuentes de financiamiento. Se trabajará asimismo en mantener el acceso a las líneas de

crédito con los organismos multilaterales para apuntalar la política de pre financiamiento.

## 6.2 Nuevo Marco Legal de Endeudamiento Neto del Gobierno Central

El nuevo marco legal de endeudamiento público establece un límite anual sobre el endeudamiento neto del Gobierno Central. El flujo de endeudamiento neto del gobierno se define como el flujo de endeudamiento bruto (equivalente al total de la emisión de títulos de deuda pública de mercado y desembolsos de préstamos de instituciones financieras y organismos multilaterales de crédito), deducidas las amortizaciones y/o cancelaciones contractuales o anticipadas de títulos de deuda y préstamos, así como la variación de activos financieros del Gobierno Central.

La definición puede ser expresada como:

$$ENDN_t = EMIT_t + PREST_t - (AMTZ_t + VARA_t)$$

Donde:

$ENDN_t$  es el flujo de Endeudamiento Neto en el año t

$EMIT_t$  es el flujo de Emisión total de Títulos de mercado durante el año t

$PREST_t$  es el flujo de desembolsos de préstamos con organismos multilaterales y otras entidades financieras en el año t

$AMTZ_t$  son las amortizaciones y/o cancelaciones contractuales o anticipadas de títulos de deuda y préstamos en el año t

$VARA_t$  es la Variación de los Activos financieros al fin del año t respecto a fin del año t

A modo de ejemplo, para el año 2020 se proyecta un flujo de endeudamiento neto del Gobierno Central de US\$ 3.238 millones. Tal como se desprende del cuadro, el monto anual de endeudamiento neto del Gobierno Central está directamente vinculado al resultado fiscal global del Gobierno sin “efecto cincuentones”, de acuerdo a la siguiente relación:

$$DEFICT_t = ENDN_t + OTROS_t$$

Donde:

$DEFICT_t$  es el déficit fiscal global del gobierno (resultado primario menos pago de intereses) durante el año t

$ENDN_t$  es el flujo de Endeudamiento Neto en el año t

$OTROS_t$  es el efecto neto de las diferencias de cotización, efecto de valuación cambiaria y otras partidas con el resto del sector público que no afectan el flujo de caja, en el año t

A fin de julio de 2020, el endeudamiento neto acumulado en el año fue de US\$ 1.896 millones, tal como se describe en el cuadro debajo.

<b>Endeudamiento Neto del Gobierno Central<sup>1/</sup></b>	
En millones de dólares, acumulado anual a julio 2020	
<b>(1) Endeudamiento Bruto</b>	<b>5.021</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	1.126
Emisión Total de Títulos de Mercado	3.895
<i>Emisiones Domésticas</i>	1.895
<i>Emisiones Internacionales</i>	2.000
<b>(2) Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos</b>	<b>1.926</b>
Títulos de Mercado	1.886
<i>Amortizaciones Contractuales de 2020</i>	1.256
<i>Amortizaciones Anticipadas</i>	630
Préstamos	39
<b>(3) Variación de Activos Financieros</b>	<b>1.199</b>
Liquidez de Tesorería	1.134
Otros Activos Financieros	65
<b>Endeudamiento Neto = (1)- [(2) + (3)]</b>	<b>1.896</b>

Notas:

1/ Preliminar

Fuente: MEF

### 6.3 Dinámica de deuda: 2020-2024

La sostenibilidad de la deuda hace referencia a la noción de que el volumen de deuda respecto al tamaño de la economía no crezca indefinidamente, asegurando la solvencia de largo plazo del gobierno. Por ejemplo, en una economía que no crece, un déficit primario constante financiado con deuda no resulta viable en el largo plazo, porque cada nueva emisión de deuda genera una mayor carga intereses que aumenta el déficit total (primario más intereses) y exige mayores emisiones de deuda y, así sucesivamente. En consecuencia, la deuda total, como porcentaje del PIB, aumentaría en forma persistente.

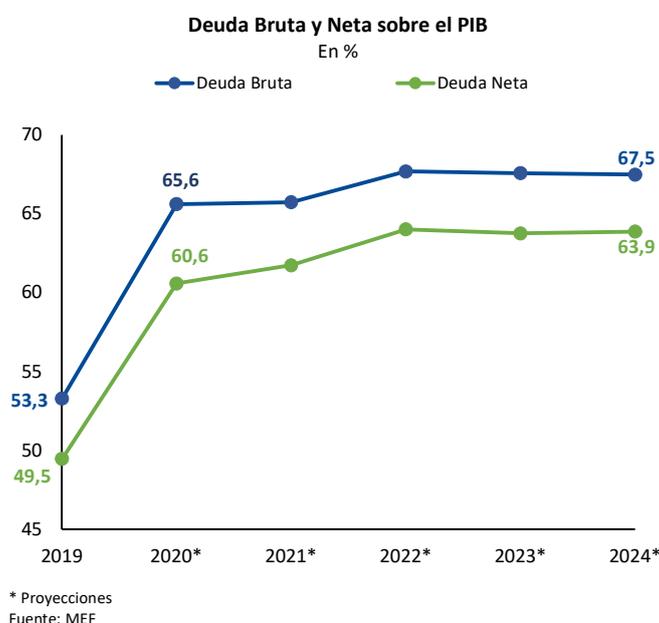
Para analizar la evolución del stock de deuda del Gobierno Central como porcentaje del PIB en el horizonte de la actual administración (2020 – 2024) se utiliza un modelo determinístico (ver el Anexo Metodológico para más detalles). El mismo toma como insumo el escenario macroeconómico y financiero definido anteriormente, así como el programa financiero descrito en la sección anterior. La proyección de la dinámica de deuda resultante es consistente con el objetivo de tender a una ponderación de la deuda en moneda nacional del Gobierno Central del 50% al fin del periodo.

De acuerdo a los resultados de la dinámica de deuda del modelo, se prevé un crecimiento significativo de la deuda bruta y neta del Gobierno Central en términos del PIB a fin de 2020, respecto al nivel observado a fin del año anterior. Se estima un

crecimiento en 12,3 puntos porcentuales del PIB en la deuda bruta, y 11,1 puntos porcentuales en la deuda neta del gobierno.

Para el resto del período, el modelo proyecta un patrón de convergencia de la deuda bruta y neta del Gobierno Central durante el actual período de Gobierno, alcanzando una trayectoria estable sobre la base de un esfuerzo de consolidación fiscal, un mayor crecimiento de la economía y una evolución más suave del tipo de cambio real.

En efecto, a partir del año 2021, hay un proceso de significativa atenuación en el crecimiento de la deuda bruta del Gobierno Central, que convergería a un nivel de 67,5% del PIB hacia fines de 2024. En el caso de la deuda neta, alcanza un máximo de 64% del PIB en 2022, estabilizándose luego al final del período en 63,9% del PIB. Por su parte, se aprecia una reducción significativa en la tasa de interés efectiva, cayendo en torno a 100 puntos básicos en todo el período, que contribuye a mitigar la dinámica de endeudamiento.



#### Resultados del Modelo

	2019	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*
Deuda Bruta (% del PIB)	53,3	65,6	65,7	67,7	67,6	67,5
Deuda Neta (% del PIB)	49,5	60,6	61,7	64,0	63,8	63,9
Deuda en Moneda Extranjera (en % del total de deuda)	56,1	56,7	54,8	52,8	51,7	49,9
Tasa de Interés Efectiva, anual de la Deuda (en %) <sup>1/</sup>	5,2	4,7	4,5	4,4	4,2	4,2

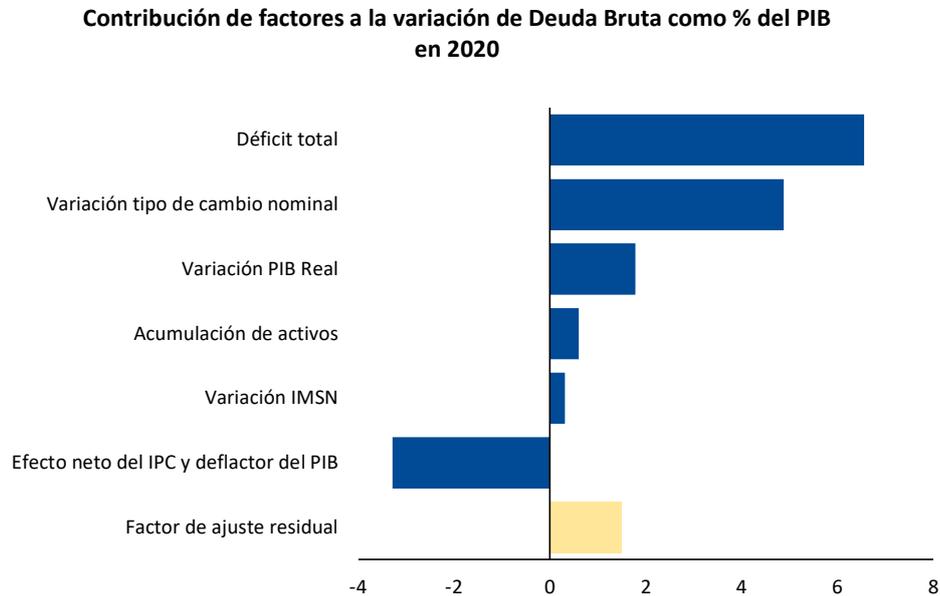
1/Corresponde al total de intereses pagados en un año como proporción del stock de deuda al final del año anterior

\*Proyecciones

Fuente: MEF

El gráfico debajo resume la contribución de las distintas variables incluidas en el modelo, al aumento de la deuda bruta en porcentaje del PIB durante 2020. El principal factor es el aumento en el déficit fiscal, como consecuencia de la irrupción de la pandemia. La

depreciación de la moneda también tiene un impacto significativo en el aumento del cociente de deuda PIB, dada la magnitud del cambio en los precios relativos, la aún alta dolarización de la deuda y el peso del stock de deuda en moneda extranjera en relación al PIB.

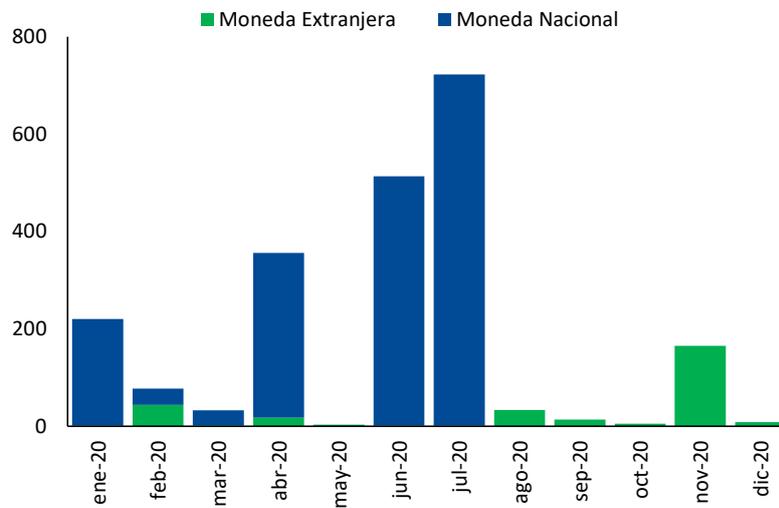


Fuente: MEF

Es importante resaltar, sin embargo, que el 80% de los vencimientos en 2020 estaban denominados en moneda local, reduciendo la exposición de corto plazo de las finanzas públicas a la depreciación del peso. Es decir, que el impacto financiero del mayor aumento del dólar en las erogaciones de caja de Tesorería por vencimientos de deuda ha sido acotado.

### Amortizaciones de deuda realizadas y proyectadas para el año 2020

En millones de dólares, fin de julio 2020



Fuente: MEF

El análisis de sostenibilidad basado en el nivel de la deuda pública debe complementarse con la evaluación de los riesgos determinados por la estructura por plazos y tasas de interés de la deuda. Uruguay cuenta con una estructura de deuda de bajo riesgos en términos de volatilidad de tasas, plazos y concentración de vencimientos, así como con un buen nivel de pre-financiamiento del servicio de deuda de corto plazo. Esta política de manejo precautorio de liquidez constituye un seguro contra la volatilidad en los mercados externos, y permite disponer de un margen adicional para enfrentar eventos adversos que afecten transitoriamente el resultado fiscal.

## ANEXO METODOLÓGICO

El modelo utilizado es una herramienta simplificada que trata de aproximar la trayectoria de la relación deuda/PIB durante el actual período de Gobierno, y de esta forma facilitar el análisis de sostenibilidad de la deuda pública bajo un conjunto de supuestos.

La evolución futura de los determinantes directos de la evolución de la deuda, tales como las tasas de interés, las tasas de crecimiento, etc., son inciertos y por lo tanto esta incertidumbre se extiende a la evolución de la relación entre la deuda y el PIB. En consecuencia, las conclusiones que se derivan del mismo deben ser tratadas prudencia, y sujetas al particular contexto de incertidumbre en el cual se llevó adelante el ejercicio.

El punto de partida es la ecuación canónica de la restricción presupuestaria del gobierno expresada en pesos corrientes, ajustada para incorporar explícitamente la composición de diferentes monedas de la deuda del gobierno de Uruguay y la estrategia de acumulación de activos líquidos del gobierno derivada de su política de pre-financiamiento del servicio de deuda:

$$D_{t+1} = (1 + \varepsilon_{t+1}) * (1 + i_{t+1}^{ME}) * D_t^{ME} + (1 + \pi_{t+1}) * (1 + i_{t+1}^{UI}) * D_t^{UI} + (1 + \omega_{t+1}) * (1 + i_{t+1}^{UW}) * D_t^{UW} + (1 + i_{t+1}^{UYU}) * D_t^{UYU} - RFP_{t+1} + \Delta A_{t+1}^{UYU} + (1 + \varepsilon_{t+1}) * \Delta A_{t+1}^{ME} + RES_{t+1}$$

Donde:

$D_{t+1}$  es el stock de deuda bruta total a fin del año t+1

$D_t^{ME}$  es el stock de deuda bruta denominada en moneda extranjera a fin del año t

$D_t^{UI}$  es el stock de deuda bruta denominada en unidades indexadas al IPC (UI) a fin del año t

$D_t^{UW}$  es el stock de deuda bruta denominada en unidades indexadas al salario (IMS) del año t

$D_t^{UYU}$  es el stock de deuda bruta denominada en pesos uruguayos a tasa fija nominal a fin del año t

$i_{t+1}^{ME}$  es la tasa de interés promedio efectiva de la deuda en moneda extranjera del año t+1

$i_{t+1}^{UI}$  es la tasa de interés real efectiva en unidades indexadas al IPC del año t+1

$i_{t+1}^{UW}$  es la tasa de interés real efectiva en unidades indexadas al IMS del año t+1

$i_{t+1}^{UYU}$  es la tasa de interés efectiva nominal en pesos uruguayos del año t+1

Siendo:

$1 + \varepsilon_{t+1} = \frac{TC_{t+1}}{TC_t}$ , donde  $TC_{t+1}$  es el tipo de cambio nominal (pesos por dólar) en t+1

$1 + \pi_{t+1} = \frac{IPC_{t+1}}{IPC_t}$

$1 + \omega_{t+1} = \frac{IMS_{t+1}}{IMS_t}$

$RFP_{t+1}$  es el resultado fiscal primario en el año t+1

$\Delta A_{t+1}^{UYU}$  es la acumulación de activos financieros en pesos uruguayos en el año t+1

$\Delta A_{t+1}^{ME}$  es la acumulación de activos financieros en moneda extranjera en el año t+1

$RES_{t+1}$  son otros factores residuales de ajuste que aseguran la consistencia entre el flujo de endeudamiento neto ajustado en el año, los efectos valuación y la variación del stock de la deuda pública bruta en el período considerado. Incluye diferencias en cotizaciones de monedas extranjeras, los efectos de las emisiones de mercado por arriba o por debajo de la par, diferencias entre los valores promedio y de fin de período de los precios y salarios, el pago de cupones de la deuda en distintos momentos del año y el tratamiento estadístico de los bonos de capitalización del BCU, entre otros.

Considerando:

$$Y_{t+1} = (1 + g_{t+1}) * (1 + def_{t+1}) * Y_t,$$

donde:

$Y_{t+1}$  es el PIB nominal en pesos en t+1

$g_{t+1}$  es la tasa de crecimiento del PIB real en t+1

$def_{t+1}$  es la tasa de variación del deflactor del PIB en t+1

y usando minúsculas para expresar los cocientes en términos del PIB, se obtiene:

$$d_{t+1} = \frac{(1 + \varepsilon_{t+1}) * (1 + i_{t+1}^{ME})}{(1 + g_{t+1}) * (1 + def_{t+1})} * d_t^{ME} + \frac{(1 + \pi_{t+1}) * (1 + i_{t+1}^{UI})}{(1 + g_{t+1}) * (1 + def_{t+1})} * d_t^{UI} \\ + \frac{(1 + \omega_{t+1}) * (1 + i_{t+1}^{UW})}{(1 + g_{t+1}) * (1 + def_{t+1})} * d_t^{UW} + \frac{(1 + i_{t+1}^{UYU})}{(1 + g_{t+1}) * (1 + def_{t+1})} * d_t^{UYU} - rfp_{t+1} + \Delta a_{t+1}^{UYU} \\ + (1 + \varepsilon_{t+1}) * \Delta a_{t+1}^{ME} + res_{t+1}$$

El cociente de deuda sobre PIB, se calcula e informa tal como el MEF viene haciendo desde 2005. Esto implica que, tanto el numerador como el denominador se expresan primero en dólares, para luego calcular el cociente. En el caso del numerador se usa el tipo de cambio a fin del período para convertir a dólares la porción de la deuda denominada en moneda nacional (nominal o indexada) utilizando los arbitrajes del BCU correspondientes a fin de periodo. Por su parte, en el denominador se usa el tipo de cambio promedio del período para re-expresar el PIB (publicado por el BCU en pesos) a dólares<sup>9</sup>. Esto implica que los flujos se expresan en dólares utilizando el tipo de cambio promedio, y los stocks se valúan utilizando el tipo de cambio de fin de período.

<sup>9</sup> Esta fórmula de cálculo del cociente de la deuda sobre el PIB difiere de la empleada por agencias calificadoras de riesgo y el Fondo Monetario Internacional (FMI), en la cual se re-expresa a pesos la porción de la deuda en moneda extranjera del numerador empleando el tipo de cambio de fin del período de valuación, utilizándose en el denominador el PIB que surge de la publicación del BCU en las Cuentas Nacionales, expresado en pesos.

Si a la expresión anterior se le realizan adecuaciones algebraicas, se llega a la ecuación de descomposición de factores de la variación de la deuda bruta, resultando:

$$d_{t+1} - d_t = \frac{1}{\rho_{t+1}} \left[ \underbrace{\left( \frac{i_{t+1}^{ME} * d_t^{ME} + i_{t+1}^{UI} * d_t^{UI} + i_{t+1}^{UW} * d_t^{UW} + i_{t+1}^{UYU} * d_t^{UYU}}{d_t} \right) * d_t}_{\text{Contribución del pago de intereses}} + \underbrace{\varepsilon_{t+1} * ((1 + i_{t+1}^{ME}) * d_t^{ME} + \rho_{t+1} * \Delta a_{t+1}^{ME})}_{\text{Contribución de la variación del tipo de cambio nominal}} \right]$$

$$+ \underbrace{\pi_{t+1} * d_t * ((1 + i_{t+1}^{UI}) \alpha_t^{ui} - (1 + g_{t+1}))}_{\text{Contribución neta de la inflación del IPC y el defactor del PBI}} + \underbrace{\omega_{t+1} (1 + i_{t+1}^{UW}) * d_t^{UW}}_{\text{Contribución de la variación en el salario nominal}} - \underbrace{d_t * g_{t+1}}_{\text{Contribución de la variación del PIB real}}$$

$$\underbrace{- rfp_{t+1}}_{\text{Contribución del resultado fiscal}} + \underbrace{\Delta a_{t+1}}_{\text{Contribución de la acumulación total de reservas}} + \underbrace{res_{t+1}}_{\text{Contribución de factor de ajuste residual}}$$

## Mecánica del modelo

El modelo incorpora tres tipos de variables exógenas:

- 1) Proyecciones macroeconómicas y financieras.
- 2) Perfil de servicio de deuda (amortizaciones y pago de intereses) predeterminado.
- 3) Variables de objetivos de gestión de deuda, explicadas por la meta de desdolarización del portafolio de deuda y de pre-financiamiento de servicio de deuda.

### 1. Proyecciones Macroeconómicas y Financieras

Se toma en cuenta el escenario macroeconómico del Uruguay e internacional presentado previamente para el período 2020-2024. Por otro lado, el modelo también asume exógenamente la evolución de variables financieras internacionales tomando en consideración las proyecciones de fuentes públicas reconocidas e internas del MEF. En el siguiente cuadro se explica el promedio anual para el período 2020-2024 tomando en consideración las emisiones que el gobierno planea hacer a diferentes plazos en las monedas presentadas, en algún momento del período de proyección.

## Supuestos sobre tasas de interés de referencia

En %

	2020	2021	2022	2023	2024
Libor 3 meses <sup>1/</sup>	0,3	0,5	0,8	1,0	1,0
Bono en dólares del Tesoro de EE.UU.	0,6	1,1	1,5	1,7	1,9
Préstamos con Multilaterales	1,2	1,5	1,7	1,9	2,0
Bono en dólares de Uruguay	2,5	3,1	3,4	3,5	3,6
Bono en yenes de Uruguay	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5
Bono en pesos nominales de Uruguay	10,0	9,0	8,8	8,5	8,3
Bono en UI de Uruguay	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1
Bono en UP de Uruguay	2,9	2,6	2,3	2,1	1,9

1/ Hasta diciembre de 2021 es la tasa LIBOR. En los siguientes años, se supone que es la tasa que la sustituirá conforme al estándar internacional.

Fuente: Bloomberg y MEF

Las tasas de interés a las que el Gobierno se endeuda en cada año siguen el siguiente racional:

- Para las tasas en dólares con organismos multilaterales, se considera la evolución esperada de la tasa LIBOR (y su futura sustituta) más un spread de aproximadamente 100 puntos básicos.
- Para las tasas fijas en dólares en renta fija se considera el plazo de emisión promedio esperado, las proyecciones vigentes de los rendimientos del Tesoro de los Estados Unidos y un promedio esperado del diferencial crediticio de la República.
- Para las tasas en Pesos Nominales y Unidades Indexadas se considera el plazo de emisión promedio esperado, las expectativas inflacionarias implícitas vigentes en las tasas de mercado, los recientes lineamientos en materia inflacionaria<sup>10</sup> y aspectos de mercado. Por su parte, para las tasas en Unidades Previsionales se considera el plazo de emisión promedio esperado, así como también la estimación del crecimiento de la productividad y la evolución de los salarios en el período.

## 2. Perfil de Servicio de Deuda

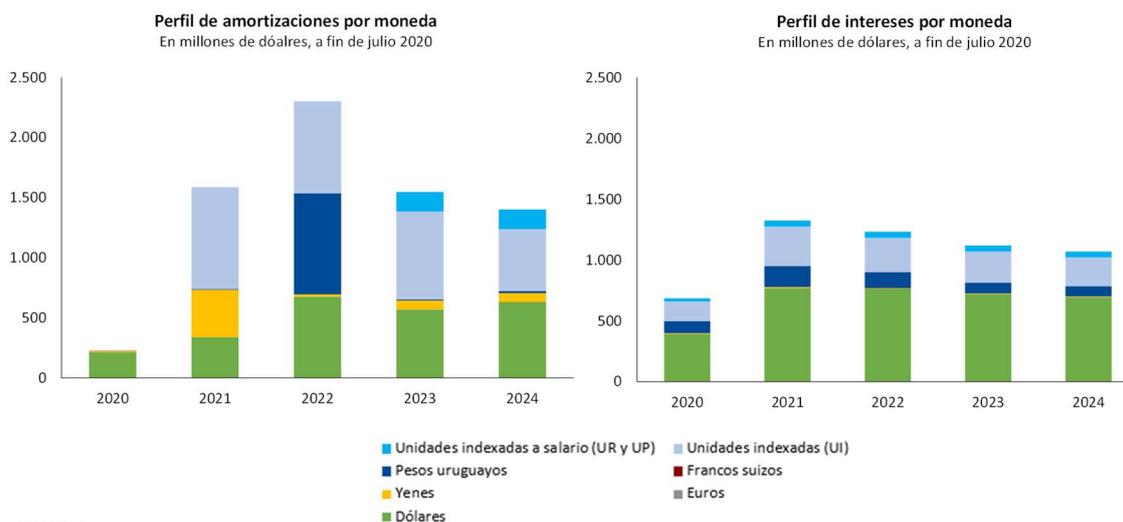
Para todo el período 2020-2024 se incorporan las amortizaciones y el flujo de intereses a servir del endeudamiento ya contraído y previstos en sus respectivas monedas para el horizonte de referencia de análisis.

Como supuesto simplificador, se realizan amortizaciones anticipadas de vencimientos en el período 2021-2024. De igual manera, se asume que todo nuevo financiamiento contraído no amortiza capital en el horizonte de análisis 2020-2024. En tercer lugar, las nuevas emisiones se realizan a la par (100% de valor nominal) y no hay reaperturas de bonos existentes, sino que se emiten nuevos bonos *benchmark* de referencia.

En cuanto al nivel de activos líquidos, se asume que la composición de los mismos por moneda coincide con las necesidades de la Tesorería para hacer frente a las erogaciones mensuales de forma de mitigar el riesgo de descalce de monedas. Finalmente, el modelo asume que no se

<sup>10</sup> Presentado en el Comité de Coordinación Macroeconómica del 27 de agosto de 2020.

realizan conversiones de deuda ya contraída, o sea, cambio de exposición por moneda y de tasas de interés de la deuda.



### 3. Variables de objetivos de gestión de deuda

Dentro de este set de variables, se presentan dos objetivos:

#### a) Nivel de pre-financiamiento del servicio de deuda

Se asume que el Gobierno Central acumula activos en una magnitud tal que, en conjunto con la red de líneas de crédito precautorias, le permite mantener su política de pre-financiamiento del servicio de deuda para los siguientes 12 meses durante todo el período en cuestión.

#### b) Composición por monedas de la deuda

El modelo tiende, en forma parsimoniosa, a que la porción de la deuda denominada en moneda local converja a 50% en 2024, desde el 42% registrado al cierre del primer semestre de 2020.

Luego se agregan las emisiones previstas a realizarse en los años 2020-2024, de forma tal que financien el déficit de ese año y las amortizaciones correspondientes. Las mismas son consistentes con la estrategia de desdolarización para la actual administración para dicho período.

Dada las variables exógenas y objetivos de política de gestión de deuda, la mecánica de la ecuación de movimiento y los supuestos adicionales, el modelo calcula endógenamente el valor anual para las siguientes variables:

- Deuda Bruta en % el PIB
- Deuda Neta en % del PIB
- Pago de intereses en % del PIB
- Tasa de interés efectiva, es decir el total de intereses pagados en un año como proporción del stock de deuda al final del año anterior.
- Necesidades de financiamiento anuales del Gobierno Central.