

II - INFORME DE GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

Introducción

El siguiente informe fue elaborado por la Unidad de Gestión de la Deuda Pública creada en diciembre de 2005 y tiene como objetivo rendir cuentas sobre el manejo de la deuda pública en el último año.

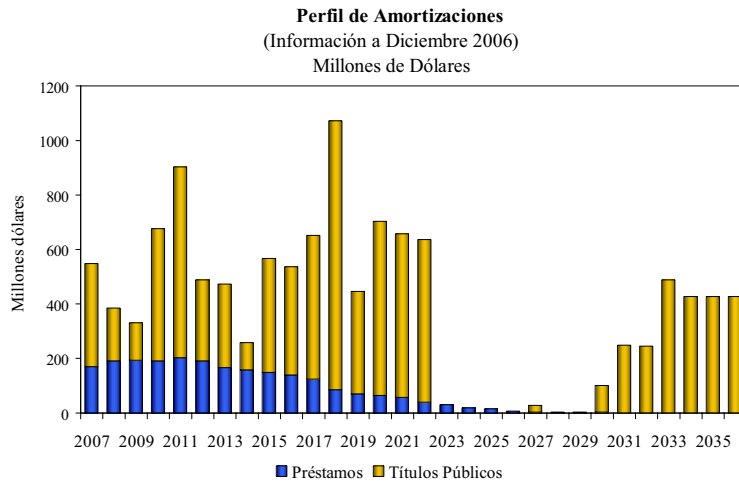
Asimismo y cumpliendo con lo establecido en el Artículo 7° de la Ley 17.947 del 8 de enero de 2006, se informa el estado de utilización del tope establecido para la deuda pública nacional.

1. El diagnóstico de la deuda del Gobierno Central a fines de 2006

Las principales características de la deuda del Gobierno Central al cierre de 2006 se resumen en los siguientes puntos:

- a) A pesar del avance en el aumento del porcentaje de deuda en moneda local, a fines de 2006 la deuda del Gobierno Central presentaba un alto grado de dolarización (85%). El 77% del portafolio del gobierno estaba denominado en dólares y el 8% restante en otras divisas.
- b) El plazo promedio del total de deuda del Gobierno Central era de 12,2 años. En particular, los títulos emitidos en el mercado doméstico vencían en promedio a los 5,6 años, en tanto los correspondientes al mercado externo lo hacían a los 16,5 años. Este indicador para los préstamos ascendía a 6,6 años.
- c) El 82% de la deuda del Gobierno Central estaba pactada a tasa de interés fija.
- d) El tiempo promedio para fijar nuevamente la tasa de interés del portafolio total de deuda del gobierno era 11 años.
- e) El porcentaje de deuda del Gobierno Central que vencía en un año era aproximadamente el 5%.
- f) El fondeo en el mercado local se hacía exclusivamente a través de Notas de Tesorería en Unidades Indexadas (UI) a cinco años de plazo.
- g) El perfil de amortizaciones del Gobierno Central, si bien se presentaba más parejo en el tiempo luego de la operación de

Canje de Octubre de 2006, aún presentaba algunos años de mayores concentraciones. En particular, se destaca en el mediano plazo el año 2011.



2. Lineamientos de la Estrategia 2007

Los lineamientos generales de la estrategia financiera para 2007, se centraron en los siguientes puntos:

- a) Fortalecer la posición financiera del Gobierno Central. Luego del prepago de deuda a organismos multilaterales de crédito, era fundamental recuperar la liquidez y avanzar en el pre-financiamiento del gobierno, dadas las condiciones de liquidez internacional. Se fijó el objetivo de aumentar las disponibilidades del gobierno en 350 millones de dólares.
- b) Avanzar en la existencia de un calendario de amortizaciones distribuido regularmente en el tiempo, es decir, que no concentre los vencimientos de deuda en algunos años, de manera de mitigar el riesgo de refinanciamiento.
- c) Profundizar el proceso de desdolarización de la deuda del Gobierno Central.
- d) Dinamizar la operativa del mercado doméstico.

3. Instrumentación de la Estrategia Financiera 2007

La implementación de la estrategia se dividió básicamente en dos partes. En el primer semestre de 2007, el manejo del portafolio estuvo dirigido

principalmente a recomponer la liquidez del Gobierno Central y a aprovechar las circunstancias excepcionales externas para llevar adelante una política de pre-financiamiento. Durante el segundo semestre, se asignaron los recursos obtenidos a la recompra de títulos públicos, ya que el costo de los mismos era superior al retorno que se lograba con los activos acumulados.

A continuación, se describen las principales operaciones ejecutadas en 2007.

a) Emisión de Bonos Samurai

El 5 de marzo, se completó la colocación privada de títulos en yenes, emitidos por el gobierno con garantía del Japan Bank for Cooperation (JBIC). Esta operación, además de perseguir la diversificación del portafolio de deuda por moneda y ampliar la base inversora, se enmarcó en un proceso de acercamiento global entre la economía japonesa y la uruguaya.

Los instrumentos pagan una tasa fija equivalente a la tasa de referencia en yenes al momento de la emisión (tasa swap en yenes a 10 años de plazo) más un spread de 45 puntos básicos, lo que corresponde a una tasa de 2,23% anual en yenes. El capital es pagado en su totalidad al vencimiento del instrumento a los diez años de plazo.

La colocación de estos bonos bajo la modalidad de “private placement” marca el retorno al mercado de capitales japonés, al cual no se accedía desde 2001. En efecto, el mercado nipón no había sido penetrado luego de la reestructura de títulos públicos en 2003, a diferencia del mercado americano y el europeo, lo que constituye un paso importante para cerrar una etapa en el manejo de deuda soberana de Uruguay.

El acceso al mercado japonés a través de una emisión con garantía de JBIC permitió extender los plazos de repago de capital de los títulos denominados en yenes. Mientras el Samurai emitido en 2001 vencía a los cinco años de vida, los bonos en yenes en esta ocasión, presentan un vencimiento de diez años. De esta manera, la búsqueda de distintas fuentes de financiamiento y la diversificación de la base inversora no sacrificó los plazos de emisión de la deuda, en un contexto en el cual se

ha trabajado especialmente para aumentar la vida promedio de vencimiento de los pasivos del gobierno.

b) Avance en la construcción de la Curva en Unidades Indexadas

En abril se emitió un bono en UI a veinte años de plazo por la cantidad equivalente a 500 millones de dólares y en junio se logró extender el plazo y emitir a treinta años por el mismo monto.

Estas emisiones globales se hicieron bajo la estructura de títulos amortizables, dado que su capital se repaga en los últimos tres años de vida del bono, de modo de evitar las concentraciones de pagos en un solo año.

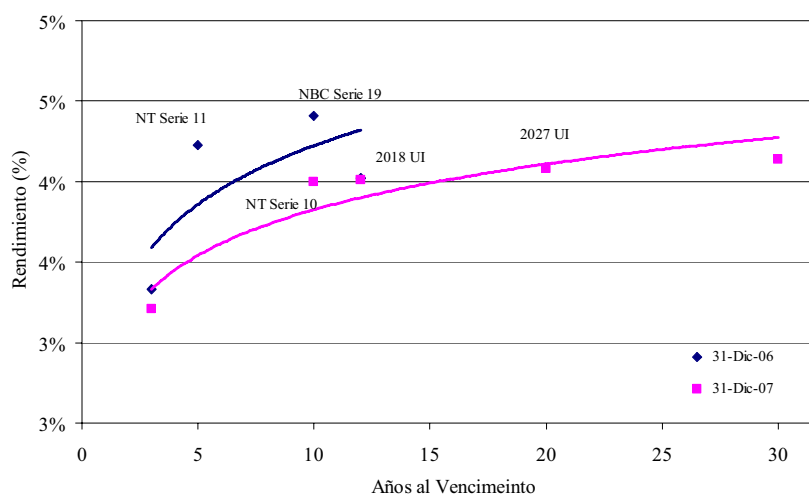
Los bonos a veinte y treinta años, lograron avanzar en los plazos de la curva en UI, que hasta el momento llegaba al tramo de los 18 años.

La extensión de los plazos de la deuda en UI se logró a un costo muy bajo, pues, los instrumentos de mayor duración no tenían prácticamente mayor costo. A manera de ejemplo, al momento emitir el bono a treinta años, la diferencia en el rendimiento del Bono Global en UI con vencimiento 2018 y el Bono Global en UI con vencimiento 2027 era tan sólo de 3 puntos básicos.

Emisiones Bonos Globales en Unidades Indexadas

Vencimiento	Moneda	Fecha de Emisión	Monto en Dólares	Retorno	Spread (bps)	Duración (años)
2027	UI	Abr-07	500	4,25%	194	13,67
2037	UI	Jun-07	500	3,70%	95	18,36

Curva en Unidades Indexadas



c) Operación de Recompra de Bonos Locales y Globales

La liquidez acumulada con las emisiones del Bono Samurai y los Bonos Globales en UI, además fortalecida por los buenos resultados fiscales, superó la meta de incremento de las disponibilidades del Gobierno Central¹⁵, lo cual permitió pre-financiar vencimientos hasta mediados del 2010.

El objetivo de la operación de recompra ejecutada en diciembre de 2007, fue disminuir el riesgo de refinanciamiento de la deuda del Gobierno Central, al destinar recursos para amortizar obligaciones que caen dentro del horizonte temporal que se había pre-financiado. La ventaja financiera de adelantar los pagos de capital derivó de la diferencia entre la tasa de retorno proyectada para los activos del Gobierno Central (estimada al momento de la operación por el Banco Central del Uruguay en 3,41% promedio anual para los próximos dos años) y la tasa de interés a la que se compraron los bonos¹⁶. En otras palabras, resultaba más atractivo pagar la deuda en ese momento que esperar a su vencimiento.

Los bonos elegibles para participar en la operación fueron todos los instrumentos en dólares, euros y UI con vencimiento hasta el 2012

¹⁵ El objetivo de aumento de reservas para el Gobierno Central en el Flujo de Fondos presentado en Diciembre de 2006 era de 350 millones de dólares.

¹⁶ Las tasas pagadas corresponden a la tasa que se pagó al tenedor más las comisiones correspondientes de la operación

inclusive, emitidos en el mercado local o en el mercado externo¹⁷. El conjunto de los mismos ascendió aproximadamente al equivalente a 1.976 millones de dólares.

En la operación participaron títulos por valor nominal aproximado de 240 millones de dólares. Se destaca la elevada participación del Bono de Referencia 2011, que a pesar de la Operación de Canje de Octubre de 2006, aún presentaba un elevado monto cuyo vencimiento se concentraba en un solo año. En efecto, el 42% del circulante de este bono participó en la recompra, lo cual constituye un avance en el proceso tendiente a suavizar el perfil del calendario de amortizaciones de deuda.

En el mercado local, se destacó positivamente la baja participación de los instrumentos en UI, que eran los últimos candidatos para recomprar de acuerdo al orden de preferencia en el diseño de la operación. La operación local priorizó la recompra de bonos en dólares sobre los de moneda doméstica, lo cual se explicitó en el diseño de la misma (a través de asignar un orden de aceptación en las series elegibles).

Es de destacar, que a pesar de los precios atractivos ofrecidos para recomprar los títulos, el grado de adhesión no alcanzó el límite autorizado para la operación, lo que deja de manifiesto la demanda por los títulos uruguayos.

Los principales resultados se resumen en la siguiente tabla:

Resumen de Buybacks por mercado (millones de dólares)			
	Elegibles	Participacion	% Participación
Mercado Local			
Dólares	408	74	18%
UI	1133	50	4%
Total	1541	124	8%
Mercado Externo			
Dólares	286	91	32%
Euros	149	25	17%
Total	435	116	27%
Total Bonos	1976	240	12%

¹⁷ Se excluyeron las Notas en dólares de tasa Variable con vencimiento en fecha 2 de julio de 2009 (Libor +1%) y en fecha 2 de enero de 2010 (Libor +0.875%) por tratarse de bonos callable.

Resumen de Buybacks por moneda (millones de dólares)

	Elegibles	Participacion	% Participación
UI	1133	50	4%
Moneda Extranjera	843	191	23%
Total Bonos	1976	241	12%

d) Gestión en el Mercado Local

En el mercado local, en enero de 2007 se comenzó a licitar semanalmente Notas de Tesorería en UI a 10 años, plazo en el que venía emitiendo el Banco Central del Uruguay. A su vez, se continuó con las licitaciones de Notas de Tesorería en UI a cinco años, al tiempo que el BCU comenzó a operar en la parte corta de la curva. A partir de agosto, se suspendieron las emisiones de los instrumentos en UI a 5 años de plazo y sólo se continuó con los títulos a 10 años. Las licitaciones de las Notas de Tesorería a 10 años de plazo se manejaron de manera que la tasa pagada en las mismas convergiera a la tasa a la que se operan los Bonos Globales en UI para similar plazo.

4. Resultados de la Gestión de Deuda 2007

A continuación se presenta un resumen en la evolución de los Indicadores de Riesgo de Deuda.

Indicadores de Riesgo para el total de la deuda

	IV.2005	IV.2006	I.2007	II.2007	III.2007	IV.2007
ATM (años) ¹	7,40	12,18	12,19	13,06	13,17	13,28
ATR (años) ²	6,26	11,10	11,00	11,97	12,07	12,15
Duration (años)	8,01	8,94	9,05	9,73	9,81	9,98
% deuda que vence en 1 año	17,0%	4,8%	4,0%	2,1%	1,1%	2,2%
Composicion por Tipo de tasa (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tasa Fija	78%	82%	81%	83%	83%	83%
Tasa Flotante	22%	18%	19%	17%	17%	17%
Composicion por Moneda (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Unidades Indexadas	11%	15%	14%	23%	24%	25%
Dólares	64%	77%	76%	69%	68%	66%
Resto	25%	8%	9%	8%	9%	9%
Tasa Promedio (% anual en moneda correspondiente)						
Dólares	7,79	6,97	7,03	6,91	7,07	7,13
UI	5,44	5,30	4,48	4,03	4,63	4,73
Euros	6,93	6,92	6,92	6,92	6,92	6,92
Yenes	2,50	2,50	2,34	2,34	2,34	2,34

Notas: ¹ATM: Average Time to Maturity (tiempo promedio al vencimiento)

² Average Time to Refix (tiempo promedio para re-pactar la tasa de interés)

Indicadores de Riesgo para el Portafolio Doméstico¹⁸

	IV.2005	IV.2006	I.2007	II.2007	III.2007	IV.2007
ATM (años) ¹	6,04	5,64	5,88	6,33	6,28	6,42
ATR (años) ²	5,86	5,50	5,73	6,23	6,18	6,30
Duration (años)	5,40	5,19	5,26	5,70	5,64	5,81
% deuda que vence en 1 año	10,50%	17,80%	17,64%	6,33%	6,44%	4,33%
Composición por Tipo de Tasa (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tasa Fija	95%	95%	95%	95%	95%	96%
Tasa Flotante	5%	5%	5%	5%	5%	4%
Composición por Moneda (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
UI	33%	42%	41%	53%	51%	56%
Dólares	67%	58%	59%	47%	49%	44%
Resto	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Notas: ¹ATM: Average Time to Maturity (tiempo promedio al vencimiento)

² Average Time to Refix (tiempo promedio para re-pactar la tasa de interés)

Indicadores de Riesgo para el Portafolio Externo¹⁹

	IV.2005	IV.2006	I.2007	II.2007	III.2007	IV.2007
ATM (años) ¹	7,74	14,14	5,88	15,02	15,01	15,21
Bonos	11,68	16,52	16,21	17,24	17,19	17,35
Préstamos	3,84	6,56	6,92	7,06	7,14	7,37
ATR (años) ²	14,37	12,78	12,52	13,45	13,68	13,82
Bonos	11,67	16,52	16,38	17,25	17,19	17,35
Préstamos	1,08	0,84	0,83	0,83	0,84	0,86
Duration (años)	8,70	10,07	10,10	10,94	10,93	11,11
% deuda que vence en 1 año	18,8%	5,0%	4,3%	3,4%	3,2%	2,8%
Composición por Tipo de tasa (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tasa Fija	74%	78%	77%	79%	80%	80%
Tasa Flotante	26%	22%	23%	21%	20%	20%
Composición por Moneda (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%
UI	5%	7%	7%	16%	16%	17%
Dólares	63%	83%	81%	73%	73%	71%
Resto	32%	10%	12%	11%	11%	12%

Notas: ¹ATM: Average Time to Maturity (tiempo promedio al vencimiento)

² Average Time to Refix (tiempo promedio para re-pactar la tasa de interés)

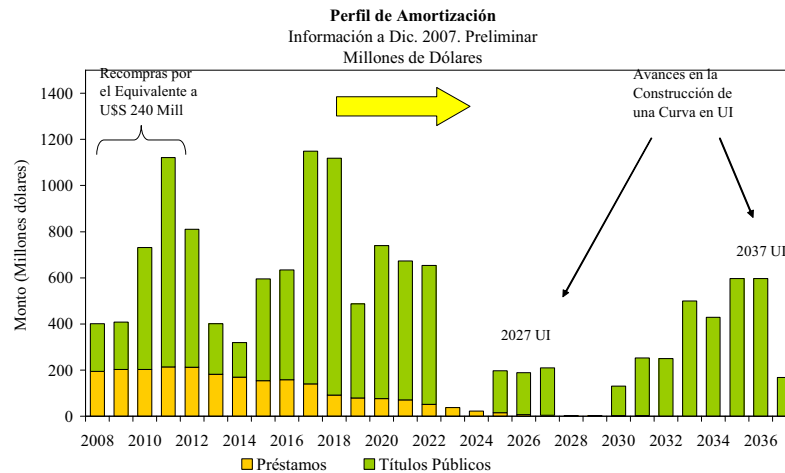
Se observa que el porcentaje de deuda emitida en moneda nacional, aumentó de 15% al 25% entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007. Esto se explica básicamente por las emisiones de los Bonos Globales en UI con vencimiento en 2027 y 2037, cada uno por el equivalente a 500 millones de dólares.

Por otra parte, se logró extender en un año el tiempo promedio de vencimiento de la deuda (Average Time to Maturity), el que aumentó de 12,2 años a 13,3 años en el 2007.

Finalmente, se destaca la disminución en el porcentaje de deuda que vence en el próximo año, de 4,8% a fines de 2006 a 2,2% del total de la deuda al cierre de 2007.

¹⁸ El portafolio doméstico se define como el conjunto de instrumentos emitidos en el mercado local.

¹⁹ El portafolio externo se define como el conjunto de instrumentos emitidos en el mercado externo.



5. Otros desarrollos

a) Modelo de portafolio óptimo

En el mes de octubre se completó una primera versión de un modelo de portafolio basado en consideraciones de riesgo y retorno, que sirviera como sustento a la estrategia a implementarse a partir de 2008²⁰. Este modelo, de próxima publicación, establece un claro sesgo en las preferencias hacia un portafolio de obligaciones con elevada composición en deuda en moneda nacional, indexada al IPC, por sobre la deuda nominal en moneda nacional o sobre la deuda en moneda extranjera. Mientras que la deuda nominal puede considerarse menos riesgosa desde el punto de vista de la solvencia del gobierno, dadas sus propiedades anticíclicas –largamente analizadas en la literatura–, su costo resulta aún elevado en relación a las opciones indexadas, por lo cual se entiende que aún no es momento para proceder a un cambio masivo de perfil hacia la nominalización. El BCU, por su lado, se encuentra desarrollando esta curva, llegando hasta plazos de 3 años.

La deuda en moneda extranjera, por otra parte, si bien puede resultar más barata bajo cierto supuestos respecto de la evolución del tipo de cambio real, está sujeta a un riesgo muy elevado, por lo que en términos del balance de ambos, la estrategia sugerida consiste en disminuir su participación, también en función de la deuda indexada.

²⁰ Della Mea, Umberto y Antonio Juambeltz, “Original Sin and Redemption: Rebalancing the Currency Structure of Uruguayan Public Debt”.

b) Uruguay in focus

Dentro del desarrollo de las actividades de relacionamiento con inversores, se ha comenzado a emitir un boletín trimestral. Este boletín contiene una actualización de las novedades en materia macroeconómica, política y financiera del último trimestre, así como una base de datos sintética en formato amigable. Este boletín se distribuye electrónicamente a una base de datos de inversores. Adicionalmente, se mantiene un servicio de consultas (helpdesk), el cual no sólo recibe registros de interesados en recibir información de la Unidad sino que también evacúa dudas de inversores.

c) Marco Legal

En el aspecto jurídico, se continuó avanzando en la construcción de un marco más genérico que habilite al Ministerio de Economía y Finanzas a administrar el portafolio de deuda del Gobierno Central. En particular, se destaca el Decreto 465/007 del 3 de diciembre de 2007, que autorizó las compras de todos los títulos de deuda emitidos por la República bajo ley extranjera y uruguaya. Este decreto habilitó la operación de “Recompra de Bonos Locales y Globales” descrita, pero además deja abierta la posibilidad de recompra de otros instrumentos.

d) Base de Datos de la Deuda del Gobierno Central

En cuanto a la Base de Datos de la deuda del Gobierno Central, durante el año 2007 se avanzó en la construcción de Indicadores de Riesgo de Deuda, pero con periodicidad variable que depende de la disponibilidad de los datos del portafolio del Gobierno Central. La construcción de una base de datos estandarizada y con determinada periodicidad que pueda ser publicada, dio lugar a la solicitud de una Misión de Asistencia Financiera al Departamento de Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, la que se concretó en Febrero de 2008.

6. Lineamientos de la Estrategia 2008

Los principales lineamientos que guían la estrategia financiera para 2008 son básicamente los mismos que orientaron la operativa de la gestión 2007. Las diferencias radican en los mecanismos que se ejecutarán para lograr el cumplimiento de estas metas. A su vez, se destaca que para el 2008 se ha agregado el objetivo de elaborar una estrategia preventiva de

financiamiento, lo que se explica a continuación junto con el resumen del resto de los puntos.

a) Mantenimiento de la solidez financiera del Gobierno Central y diseño de una estrategia preventiva de financiamiento. Durante el año 2007 se construyó una posición financiera sólida para el Gobierno Central, como fue explicado en el capítulo correspondiente. Para mantener dicha posición, se trabaja sobre la base de contar con los activos necesarios para cubrir el servicio de deuda de al menos los siguientes doce meses. Por otra parte, las actuales circunstancias en los mercados internacionales de crédito conducen a la necesidad de diseñar una estrategia precautoria para el financiamiento del país.

En este sentido, en el 2008 se trabajará en la preparación de un conjunto de líneas de crédito contingente con organismos multilaterales de crédito. Se está analizando la conversión de los préstamos para políticas de desarrollo (DPL) del Banco Mundial a la modalidad de DDO (Deferred Drawdown Option), instrumento cuyos términos han sido aprobados por el Directorio del organismo multilateral en enero de 2008. Bajo este nuevo régimen, Uruguay contaría con la flexibilidad de desembolsar recursos en cualquier momento durante un período de tres años a partir de su adhesión al sistema, así como también no solicitar los fondos en caso que cuente con otras alternativas de financiamiento más atractivas. Las tasas de interés y las comisiones aplicables para el DDO son las vigentes para el régimen actual de desembolsos con el Banco Mundial (préstamos para políticas de desarrollo – DPL).

También está en estudio la firma de una línea de crédito contingente con la Corporación Andina de Fomento (CAF). En diciembre de 2007, Uruguay firmó un convenio con la CAF para la suscripción de un nuevo tipo de acciones que le habilitan su incorporación como miembro especial. Luego de la integración de capital de la primera cuota pactada, la que será en julio de 2008, Uruguay tendrá acceso al 10% de la cartera de la CAF, y con el pago de la quinta cuota accederá al 15%. La aprobación del nuevo esquema de crédito precautorio sería válido por un año y renovable automáticamente. El país podría solicitar los recursos en caso de no tener acceso a los mercados de capitales internacionales. Los costos y comisiones también son los aplicables para los préstamos ordinarios del organismo, y comienzan a pagarse cuando se ejecuta la línea de crédito.

Por otra parte, en abril de 2008, el Poder Legislativo aprobó la integración de Uruguay al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), organismo que otorga facilidades de crédito a los Bancos Centrales. El FLAR ofrece cuatro modalidades de crédito: de balanza de pagos, de apoyo a la reestructuración de la deuda pública externa, de liquidez y de contingencia.

b) Continuar el proceso de distribución regular en el tiempo del perfil de amortizaciones de la deuda del Gobierno Central. La dispersión de pagos en el tiempo mitiga el riesgo de refinanciamiento y los efectos de una devaluación cambiaria.

c) Profundizar el proceso de desdolarización de la deuda del Gobierno Central a través de los mecanismos usuales seguidos hasta ahora y explorando nuevos caminos como el desembolso de préstamos de organismos multilaterales de crédito en moneda nacional.

d) Continuar la extensión del plazo promedio de la deuda del Gobierno Central.

e) Dinamizar la operativa de títulos públicos en el mercado doméstico.

7. Cumplimiento del Artículo Séptimo de la Ley 17.947 referente a los topes de endeudamiento del Sector Público para el período 2006 - 2009

La Ley 17.947 del 8 de enero de 2006, que controla la evolución del endeudamiento del Sector Público, define la deuda neta para tales efectos como los pasivos netos de activos del siguiente universo: Gobierno Central, Banco Central del Uruguay, Administración de Ferrocarriles del Estado, Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland, Administración Nacional de Puertos, Administración Nacional de Correos, Administración Nacional de Telecomunicaciones, Instituto Nacional de Colonización, Administración de las Obras Sanitarias del Estado, Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas, Banco de Previsión Social y Banco de Seguros del Estado. El concepto allí definido abarca como pasivo del Banco Central del Uruguay a la base monetaria.

Para el año 2007, el tope de incremento de la deuda neta del Sector Público autorizado por ley (Artículo 2º, literal B, de la ley 17.947) es de

300 millones de dólares. Según las estadísticas publicadas por el BCU para el control del endeudamiento, a fines de 2006 la deuda neta del Sector Público ascendía a 9.913 millones de dólares, que se descomponía en un total de pasivos por 14.472 millones de dólares y activos por 4.559 millones de dólares. La deuda neta del Sector Público a fines de 2007 alcanzó 9.886 millones de dólares, que surgen de una deuda bruta de 16.448 millones de dólares y activos por 6.562 millones de dólares. Por lo tanto, la deuda neta del universo considerado descendió en 27 millones de dólares, dándose cumplimiento al tope de endeudamiento autorizado por la ley vigente.

La definición de deuda pública neta establecida en la Ley 17.947 forma parte del conjunto de estadísticas fiscales elaborado por el BCU, que incluye la compatibilización entre las cifras de ingresos y egresos del sector público y sus fuentes de financiamiento, así como también, la consistencia entre los flujos de financiamiento y los stocks de deuda.

Es posible conciliar la deuda neta para el control del tope (Ley 17.947) con la deuda pública neta (definición BCU). Las diferencias se originan en distinta cobertura y en ajustes metodológicos realizados en las cifras de financiamiento, que determinan flujos que no son deuda. En cuanto a cobertura, la deuda neta para el control de tope no incluye los encajes de los bancos en el Banco Central del Uruguay ni a las Intendencias. En cuanto a flujos que no generan deuda, existen ajustes a partidas del balance del Banco Central del Uruguay que eliminan flujos meramente contables, al tiempo que reclasifican conceptos pensando en una lógica económica. Además, existen ajustes por desfase de registración entre la metodología de ingresos y egresos y fuentes de financiamiento.

En 2007 el déficit del sector público consolidado a los efectos del control de las metas fiscales fue de 65 millones de dólares, mientras que la deuda neta para control del tope disminuyó en 27 millones de dólares. La diferencia de 92 millones de dólares se explica por i) el superávit del BSE de 76 millones de dólares que no se considera en el resultado del sector público consolidado pero sí contribuye a reducir la deuda neta según Ley 17.947; ii) el superávit de Intendencias de 34 millones de dólares que integra el resultado global del sector público pero no altera la deuda neta para control del tope de endeudamiento; iii) otros flujos económicos y diferencias de cobertura por 50 millones de dólares.