



**MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS**  
**CONTADURIA GENERAL DE LA NACION**

**Rendición de Cuentas y  
Balance de Ejecución  
Presupuestal**

**Ejercicio 2008**

---

---

**MENSAJE y PROYECTO DE LEY**

---

---

**INFORME DE LA SITUACION ECONOMICO - FINANCIERA  
Y DE GESTION DE GOBIERNO PERIODO 2005 - 2009**

---

---

## V. POLÍTICA DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

### 1 Síntesis

La gestión de la deuda del gobierno central constituyó uno de los ejes centrales sobre los que se articuló la política económica para el período 2005 – 2009. Un manejo adecuado de la deuda es fundamental para complementar la política fiscal. Muchas veces, países fiscalmente solventes caen en crisis profundas al enfrentar abruptas restricciones de financiamiento, generando efectos adversos en el nivel de actividad y en la calidad de vida de su población.

Por ello, en este período se acompasó el proceso de consolidación fiscal con una adecuada gestión de deuda que redujo notoriamente estas vulnerabilidades y hoy nos permite enfrentar con mayores fortalezas la actual crisis internacional. Ejemplo de ello es que desde que se generó la crisis en setiembre de 2008, hasta la fecha no fue necesario recurrir al mercado de capitales, se ha hecho uso de la red de líneas de crédito contingentes con los organismos internacionales que se había desarrollado y se mantiene un nivel adecuado de disponibilidades.

Es lo realizado en materia de deuda pública lo que hoy permite mantener el nivel de gasto fiscal comprometido, evitando tener que actuar en forma procíclica, lo que acentuaría la reducción de la demanda agregada del sector privado. De esta manera la política fiscal puede retomar un rol decisivo para amortiguar el mayor riesgo que sufrirán los sectores más vulnerables de la población en la nueva coyuntura económica.

Esta situación es totalmente diferente de la que se encontró al inicio de la administración. A fines del 2004, consecuencia de la profunda crisis financiera del 2002 – 2003, Uruguay enfrentaba una situación de importante vulnerabilidad financiera. La deuda bruta del sector público global ascendía al 97% del producto<sup>67</sup>, con una alta concentración de amortizaciones en el corto plazo (en los siguientes tres años vencía deuda por un total de 22% del producto) y bajo porcentaje de la deuda del gobierno central en moneda local correspondiente al 11% de la cartera total. Adicionalmente, el total de las disponibilidades del gobierno central a fines de febrero de 2005 ascendían a 265 millones de dólares, equivalentes a aproximadamente un 2% del producto.

---

<sup>67</sup> La deuda bruta del gobierno central a fines de 2004 correspondía a 78% del producto.

En este contexto fue fundamental lograr rápidamente acuerdos con los organismos financieros internacionales que permitieran enfrentar las amortizaciones inmediatas y generar confianza de los agentes en el manejo macroeconómico.

La importancia crucial de este tema llevó a institucionalizar la Unidad de Gestión de Deuda en el Ministerio de Economía y Finanzas, que fue creada por decreto del Poder Ejecutivo del 26 de diciembre de 2005, en donde se describe entre las tareas tradicionales que la oficina de deuda debe desempeñar la de “asesorar sobre la creación e implementación de las estrategias de endeudamiento del sector público no financiero”.

El rol fundamental de la Unidad de Gestión de Deuda es financiar al gobierno central al menor costo posible en un horizonte temporal de mediano plazo. Es decir, la tarea básica que se debe cumplir es asegurarle al gobierno central la disponibilidad de los recursos necesarios en todo momento para hacer frente a todas sus obligaciones financieras. El cumplimiento de los contratos ha sido y seguirá siendo uno de los principales activos del país.

Dado esta función prioritaria, el principal lineamiento de la estrategia financiera del período ha sido la disminución del riesgo de re-financiamiento. La experiencia ha demostrado que es este riesgo de roll-over el desafío más importante que enfrenta cualquier gestión de deuda.

Por otra parte, la sostenibilidad de una política de endeudamiento requiere tener en cuenta no sólo el conseguir el financiamiento, pero además las condiciones del mismo, de manera que una solución de hoy no sea un problema de mañana. Así, cobra relevancia otros elementos del endeudamiento como son los plazos del mismo, la moneda del mismo y la combinación del portafolio entre la deuda del mercado de capitales privado y la vigente con organismos multilaterales de crédito.

La gestión de los pasivos del gobierno central se articuló en todo el período considerado con la política fiscal. De esta manera, el diseño del programa financiero del gobierno en 2005 implicaba una trayectoria descendente de la deuda en términos del producto, dado que como se señaló inicialmente, el elevado ratio de deuda a PIB presentaba una de las vulnerabilidades de la economía uruguaya. Inicialmente, la arquitectura del programa fiscal tenía como objetivo la reducción de la deuda como porcentaje del producto hasta alcanzar el 60% en el año 2009. Sin embargo, la rápida convergencia de este indicador a niveles inferiores a la meta fijada, condujo a una revisión del superávit primario objetivo, ya que

a fines de 2008 el ratio de deuda bruta del sector público a PIB alcanzó el 51%.

Por otra parte, la interacción entre la política fiscal y la de endeudamiento se observó en el comportamiento de los gastos del gobierno en función de los resultados en la gestión de deuda alcanzados. Desde un inicio, el gobierno planteó que luego de superar los vencimientos de deuda concentrados en los primeros años de gestión, se daría lugar a un comportamiento fiscal más expansivo en la medida que la reducción del pago de servicio de deuda dejara espacio para ello.

En el período en consideración, Uruguay estuvo inserto en un mercado internacional caracterizado por abundante liquidez, lo que se supo aprovechar para mitigar las vulnerabilidades financieras que se presentaban a fines de 2004. No sólo se disminuyó el riesgo de refinanciamiento, pasando de un portafolio de deuda con vida promedio de alrededor de 7 años a 13 años<sup>68</sup> y presentando un esquema de amortizaciones más parejo en el tiempo<sup>69</sup>, sino que también se disminuyó el riesgo cambiario, pasando de un 11% de la cartera en moneda local a un 27% y se consiguió una combinación adecuada de endeudamiento con el sector privado y los organismos multilaterales de crédito.

En este contexto internacional favorable, se emitieron en el mercado externo bonos globales por el equivalente a casi 6.500 millones de dólares desde enero de 2005 hasta la profundización de la crisis financiera internacional en setiembre de 2008. Del total de financiamiento del mercado internacional, casi 1.800 millones de dólares correspondieron a operaciones de canje de bonos cuyo objetivo fue alargar el plazo promedio de vencimiento de la deuda e incrementar la ponderación de la deuda en moneda doméstica. Es importante notar que alrededor de 2.500 millones de dólares de los bonos globales emitidos en este período fueron denominados en unidades indexadas. En el ámbito local también se benefició de la liquidez imperante en el período señalado, licitando instrumentos por un total de alrededor de 1.800 millones de dólares, de los cuales el 75% fue en moneda doméstica.

Este financiamiento proveniente del mercado privado permitió llevar adelante una política de pre-cancelación de obligaciones con organismos multilaterales de crédito y de manejo de pasivos. En efecto, en 2006 se pre-pagó a las instituciones multilaterales el equivalente a 3.145 millones de dólares, de lo que se destaca la cancelación del total de la deuda con el FMI cuyo alto volumen obedecía a la crisis financiera de 2002. En 2007 y

---

<sup>68</sup> Ver cuadro Indicadores de Riesgo de Deuda del Gobierno Central.

<sup>69</sup> Ver gráfico Perfil de Amortizaciones del Gobierno Central a Diciembre de 2004.

2008 se realizaron recompras de títulos emitidos por el gobierno central por 415 millones de dólares.

En cuanto al financiamiento por parte de los organismos multilaterales de crédito, luego de un comienzo activo en 2005, fruto de los acuerdos conseguidos por la nueva administración al inicio de su gobierno, se enlentecieron los desembolsos por contar con la fuente del sector privado comentada en los párrafos precedentes. Durante el 2008, se implementó una estrategia preventiva de fondeo a través de estas instituciones, lo que permitió una rápida concreción de desembolsos una vez agudizada la crisis.

Desde el punto de vista institucional y regulatorio, también hubo elementos fundamentales para permitir una política de financiamiento que lograra estos resultados. Además de la creación de la Unidad de Gestión de Deuda, se buscó contar con el marco legal adecuado para dotar a la gestión de deuda de mayor flexibilidad. En este sentido, se promulgó la ley 17.947 que autoriza al Poder Ejecutivo la emisión de deuda pública nacional siempre que se respeten determinados topes en los incrementos de la deuda neta según se define en la propia normativa.

La definición de la deuda neta a controlar representa un avance significativo en relación a la normativa vigente anterior, pues en primer lugar, al referirse a un stock de pasivos netos de los activos del sector público, permite una política de endeudamiento más eficiente. Sin este marco legal, no hubiera sido posible llevar adelante la política de pre-financiamiento que rigió en todo el período y que permitió a su vez el pre-pago de préstamos de emergencia con el BID y el Banco Mundial y la cancelación anticipada de la deuda total con el FMI ya comentada.<sup>70</sup>

El segundo aspecto relevante de esta norma es que la misma constituye una regla de responsabilidad fiscal, de la cual se carecía hasta el momento. Dada las características de su cobertura institucional, la que abarca la totalidad del sector público<sup>71</sup>, su cobertura de instrumentos que incluye todas las fuentes de financiamiento del resultado fiscal y su metodología de valuación, la variación de la deuda neta que define esta norma es exactamente igual al resultado fiscal.

---

<sup>70</sup> Es importante notar que la emisión de títulos públicos en si no afecta el nivel de deuda neta, pues este acto implica la generación de un pasivo y un activo simultáneamente, no afectando la definición de deuda neta.

<sup>71</sup> En la cobertura del sector público definida en la ley 17.947 excluye a los gobiernos departamentales ya que el endeudamiento de los mismos está limitado Constitucionalmente.

En síntesis, en materia de gestión de deuda se generó el marco legal e institucional interno adecuado para llevar adelante la estrategia de deuda definida, lo que permitió aprovechar las excelentes oportunidades presentes en el mercado de capitales internacional y local hasta la profundización de la crisis financiera en setiembre de 2008. Cuando la incertidumbre internacional se agudizó y los mercados de capitales privados se cerraron, el país se encontraba en una situación financiera sólida y con una red de líneas de crédito contingentes para enfrentar el cambio de escenario.

## **2 Evolución de la Deuda Bruta y Neta**

La deuda bruta del sector público global disminuyó de 97% del PIB en 2004 a 51% en 2008. La medición en términos de producto permite evaluar la importante reducción en el peso de la deuda en términos de lo que el país produce. El sector público global, cobertura de la deuda que se está analizando, abarca además del Gobierno Central, al Banco Central del Uruguay, a las Empresas Públicas<sup>72</sup> y los Gobiernos Departamentales.

Medida en dólares corrientes, al cierre de 2008 la deuda bruta se ubicó en 16.535 millones de dólares, aumentando 3.200 millones de dólares respecto del cierre de 2004. Este aumento tuvo básicamente como contrapartida una ganancia de reservas internacionales, reflejando la política de acumulación de activos externos llevada a cabo en estos años. En efecto, en el período considerado, el aumento de activos del sector público global ascendió a alrededor de 4.080 millones de dólares, de los cuales correspondieron a activos de reserva 3.850 millones de dólares.

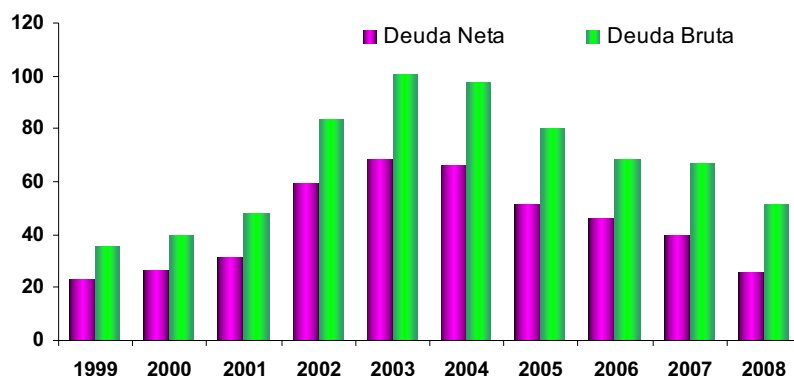
Es importante analizar por lo tanto, la evolución de la deuda bruta junto con el comportamiento de los activos del sector público, es decir, la deuda neta. La deuda pública neta se redujo 860 millones de dólares en los últimos cuatro años, pasando de 9.114 millones de dólares a fines de 2004 a 8.255 millones de dólares al cierre de 2008.

En términos del producto, la deuda neta se redujo a menos de la mitad en los últimos cuatro años, pasando de 67% del PIB en 2004 a 26% en 2008.

---

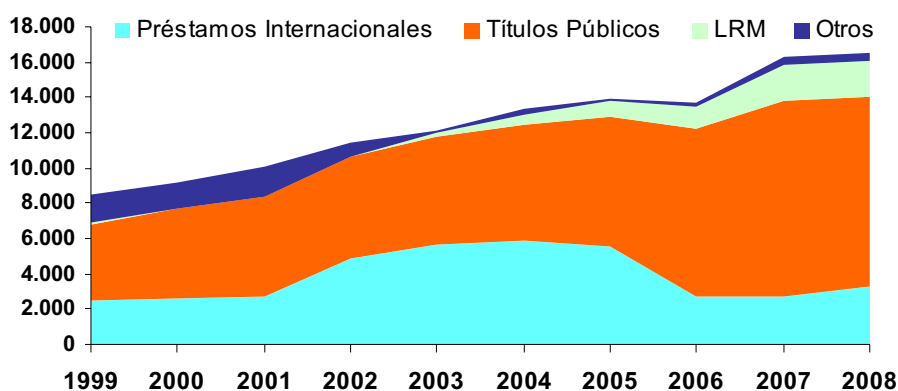
<sup>72</sup> Al igual que las estadísticas de financiamiento, la cobertura institucional del Sector Público para medir los niveles de endeudamiento excluye al Banco de la República y al Banco Hipotecario del Uruguay.

### Deuda del Sector Público Global En % del PIB



Fuente: Banco Central del Uruguay.

### Deuda Bruta del Sector Público Global por Instrumentos Millones de Dólares



Fuente: BCU.

Como medida alternativa para analizar el comportamiento del total de obligaciones del sector público neto de sus activos, se pueden considerar los pasivos totales del sector público, los cuales incluyen además de los pasivos publicados en las estadísticas de deuda del BCU a la Base Monetaria a los que se les resta únicamente aquellos activos líquidos propios del sector público<sup>73</sup>. Bajo esta definición alternativa, los pasivos totales netos de activos líquidos descienden en el período 2004 a 2008 de 97% del PIB a 47%.

<sup>73</sup> Los pasivos totales considerados en esta definición corresponden al total de pasivos publicados en las estadísticas de deuda del BCU más la Base Monetaria. Por la parte de los activos se considera únicamente los activos de reserva propios de la autoridad monetaria o del gobierno central, es decir, no se incluyen los activos no líquidos ni aquellos activos líquidos que corresponden a depósitos del sector financiero en el BCU.

Resulta relevante analizar los usos a los que se destinó el incremento del endeudamiento total del sector público en el período 2004 – 2008, para lo cual se deben considerar todas las fuentes de financiamiento del sector público. Para ello, además del aumento de la deuda bruta definida por el BCU se debe considerar el incremento de la Base Monetaria y los encajes en moneda extranjera en el BCU, todo lo cual aumentó en el período 2004 a 2008 en 5.661 millones de dólares. Este incremento de pasivos financió un aumento de activos por 4.072 millones de dólares y el déficit fiscal acumulado del período por 636 millones de dólares. La diferencia entre las fuentes de financiamiento de la deuda bruta, base monetaria y encajes con los usos del déficit fiscal y la mejora de activos obedece a diferencias de valuación y cambios en la cobertura de activos y pasivos.

<b>Sector Público Global: Fuentes de financiamiento y destino de los fondos 2005 - 2008</b>	
Cifras en millones de dólares	
<b>Fuentes de Financiamiento:</b>	<b>5.661</b>
Incremento Deuda Bruta	3.213
Incremento Base Monetaria y Encajes	2.448
<b>Uso de Fondos:</b>	<b>5.661</b>
Incremento de Activos Totales	4.072
Financiamiento Déficit Fiscal Acumulado	636
Diferencia de Valuación y Otros	953

**En síntesis**, el importante descenso en el peso del endeudamiento público bajo cualquiera de las medidas presentadas, mejora significativamente la situación financiera de Uruguay, reduciendo una de las principales vulnerabilidades que enfrentó la economía a la salida de la crisis de 2002. De este modo se consolida un avance sustancial en términos de la sostenibilidad de la deuda, permitiendo que Uruguay se encuentre mejor posicionado en el contexto de la actual crisis financiera internacional.

### **3 Tope de Endeudamiento (Ley 17.947)**

El nuevo marco legal en materia de tope de endeudamiento establecido en la Ley 17.947 otorgó una regla de disciplina fiscal para el sector público global a la vez que dotó de mayor flexibilidad a la política de deuda. Esto permitió llevar adelante operaciones de manejo de pasivos en el período 2004-2008 que redujeron las vulnerabilidades financieras presentes a fines de 2004, consecuencia en gran medida a la crisis financiera de 2002.



### **3.1 Características de la Ley de Tope de Endeudamiento**

En enero de 2006 se promulgó la Ley 17.947 en donde se autoriza al Poder Ejecutivo a emitir deuda pública nacional siempre que los incrementos de la deuda pública neta según se define en la propia normativa, no superen los topes anuales allí establecidos. Esta ley fue creada en cumplimiento del artículo 85 (numeral 6) de la Constitución de la República el que establece que entre las atribuciones de la Asamblea General se encuentra “autorizar, a iniciativa del Poder Ejecutivo, la Deuda Pública Nacional, consolidarla, designar sus garantías y reglamentar el crédito público, requiriéndose en los tres primeros casos, la mayoría absoluta de votos del total de componente de cada Cámara”.

La normativa denominada de “Tope de Endeudamiento” por su sustancia, tiene como objetivo primordial establecer una **ley de responsabilidad fiscal** para el conjunto del sector público. En línea con este objetivo se diseñó una regla que establece niveles máximos de endeudamiento neto para el Sector Público en su conjunto, en forma consistente con el escenario macroeconómico proyectado en ocasión de elaborar el Presupuesto Nacional 2005-2009.

Esta ley implicó la existencia por primera vez, de una restricción efectiva para el endeudamiento neto del Sector Público, al considerarse todas las fuentes de financiamiento y no únicamente las consideradas en la definición de deuda neta de las estadísticas del BCU. Esto constituyó un avance significativo en términos del compromiso asumido por la autoridad económica respecto de la disciplina fiscal ya que implica establecer un límite al déficit del Sector Público Global<sup>74</sup>.

La definición de Deuda Neta para el control del tope de endeudamiento presenta una cobertura institucional que abarca todos los componentes del Sector Público, con la excepción de los gobiernos locales, de manera de guardar consistencia con las metas fiscales y las estadísticas de las finanzas públicas. En cuanto a la cobertura por instrumentos, comprende todas las fuentes de financiamiento del resultado fiscal: desembolsos de préstamos, emisión de títulos, crédito de proveedores de empresas públicas, expansión monetaria y uso de activos.

En cuanto a los criterios de valuación, la deudas y activos se valúan al arbitraje vigente a fin del año anterior si son partidas adquiridas/contratadas a una fecha anterior al comienzo del año en curso y

---

<sup>74</sup> Se exceptúa de este tope el endeudamiento correspondiente a los Gobiernos Departamentales por estar limitado constitucionalmente.

al arbitraje vigente si son adquiridas durante el año en curso. Es importante señalar que esta metodología de valuación corresponde a la que se aplica para computar el resultado fiscal acumulado del año. Por tanto, las variaciones en la deuda neta para la ley de tope de endeudamiento correspondan enteramente al financiamiento del déficit fiscal<sup>75</sup>.

En forma previa a la existencia de esta ley, el cumplimiento constitucional se efectuaba con un marco legal parcial, ya que el tope refería exclusivamente al incremento del endeudamiento bruto del Gobierno Central por concepto de emisión de títulos, a la vez que existía una autorización genérica para contraer préstamos. De este modo, no existían límites efectivos para la deuda global, no era posible prefinanciarse, ni cambiar la composición de la deuda emitiendo títulos para amortizar préstamos.

A efectos de ilustrar la ineficiencia de dicho tope respecto de la disciplina fiscal, cabe mencionar que en la crisis del año 2002 el límite existente no fue violado, a pesar del extraordinario incremento que registró la deuda pública, ya que el financiamiento fue otorgado básicamente por instituciones financieras internacionales. Durante ese año la deuda con organismos multilaterales aumentó casi 2.300 millones de dólares, los cuales fueron utilizados en gran medida para otorgar asistencia financiera al sistema bancario y cubrir el déficit fiscal.

Un segundo objetivo planteado por la Ley 17.947 es dotar de mayor flexibilidad a la política de endeudamiento. De acuerdo a la citada normativa anterior, no se podía llevar adelante políticas de prefinanciamiento a través de los mercados de capitales privados pues sólo se computaba los incrementos en la deuda bruta por este concepto y no se tenía en cuenta el consiguiente aumento en los activos. La nueva metodología, al considerar la deuda neta de activos, permite aprovechar los escenarios de liquidez en el mercado internacional y local para financiar aumento de reservas, política llevada adelante en el período analizado.

Por otra parte, el marco legal anterior, limitaba los cambios en la composición de deuda entre acreedores privados y organismos multilaterales de crédito, imponiéndole una rigidez innecesaria a la política de deuda y a la política económica en general, que la hace más vulnerable y no le permite aprovechar las condiciones de mercado. La

---

<sup>75</sup> Puede haber pequeñas diferencias entre la medición del tope y el resultado fiscal, consecuencia de diferencias en la conciliación del resultado fiscal medido por ingresos y egresos, denominado “por arriba de la línea” y el medido por fuentes de financiamiento, designado “por debajo de la línea”.

flexibilidad de manejo posibilitada por la nueva ley permitió disminuir en el período 2004 – 2009 la deuda con las instituciones multilaterales y aumentar la correspondiente a títulos emitidos en el mercado local y en particular en el mercado internacional.

### **3.2 El tope ante situaciones extraordinarias: año 2008**

La Ley 17.947 autorizó un máximo de incremento de la deuda neta de 275 millones de dólares para el año 2008. Asimismo, dicha norma prevé un incremento adicional de 50% de los topes fijados para cada año, en aquellos casos en que factores extraordinarios e imprevistos así lo justificaran. Considerando la ampliación para este tipo de casos, el tope vigente para el año 2008 se situaba en 412,5 millones de dólares.

En el año 2008 se verificó una severa crisis energética, asociada a la sequía, la escasez de energía eléctrica en la región y el elevado precio del petróleo. La imposibilidad de transferir el sustancial incremento del costo de abastecimiento de energía eléctrica a las tarifas, en virtud del efecto adverso que ello hubiera significado sobre la competitividad de los sectores productivos y la situación de los hogares, redundó en un deterioro muy significativo del resultado del sector público respecto de lo previsto. Como consecuencia de ello, la deuda neta del sector público excedió el límite establecido en la referida ley, ya que el mismo no contemplaba una situación adversa de carácter extraordinario de la magnitud señalada.

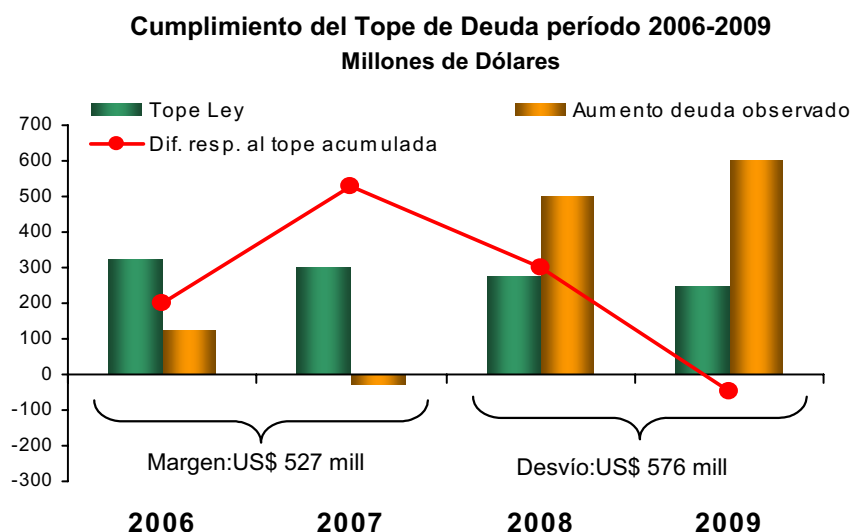
El incremento de la deuda neta según la metodología definida en la Ley 17.947 fue de 501 millones de dólares, 88,5 millones por encima del tope establecido. Dado que el sobrecosto energético se estima en 500 millones de dólares, de excluirse este monto, el resultado del sector público global hubiera sido levemente superavitario, cumpliéndose con holgura el tope de endeudamiento establecido en la mencionada norma, al igual que en los años anteriores.

<b>Resumen Control de Tope de Endeudamiento Ley 17.947</b>			
<b>Cifras en Millones de dólares</b>			
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008**</b>
Tope	325	300	275
Adicional casos extraordinarios	163	150	138
Tope para casos extraordinarios	488	450	413
Aumento deuda neta observado	125	-27	501
Diferencia con Tope *	200	327	-89
Diferencia con Tope Acumulado *	200	527	439

\* El signo Positivo implica que se cumplió con margen

\*\* El 2008 las diferencias se consideran respecto al tope para casos extraordinarios.

En los primeros dos años de vigencia de la ley, el aumento del endeudamiento fue menor que el autorizado. Por tanto, considerando globalmente el período 2006-2009 y de acuerdo a las proyecciones fiscales actuales, se prevé que la deuda neta aumentará en un monto similar al previsto originalmente en la Ley 17.947.



Fuente: MEF. Para 2009 el aumento de deuda es proyectado de forma consistente con un déficit del Sector Público Global de 2% del PIB. Para todos los años la "Diferencia respecto al tope" surge de considerar el valor del tope según Ley 17.947 para una situación normal (no contempla el 50% adicional para casos extraordinarios)

### **3.3 Proyecto de Ley de Ampliación del Tope de Deuda**

El Poder Ejecutivo envió un proyecto de ley ampliando el tope de deuda autorizado, una vez que el BCU publicó los datos de deuda del año 2008. El diseño de la referida norma prevé que la evaluación del cumplimiento de la misma deba ser verificada ex-post, en oportunidad de que el Banco Central del Uruguay publique la información a fines de marzo del año siguiente. El máximo incluido en el proyecto de Ley enviado al Parlamento alcanza a 550 millones de dólares para el año 2008.

A efectos de evaluar el impacto real en términos económicos de la modificación en el tope de deuda neta propuesta en la norma proyectada, corresponde realizar las comparaciones en relación al PIB y no en valores absolutos, de forma de cuantificar el verdadero esfuerzo que ello representa para la sociedad en su conjunto. En el escenario macroeconómico previsto al redactar la norma original, la autorización máxima admitida para el año 2008 representaba 2% del PIB estimado para

dicho año, en tanto que el tope propuesto en el nuevo proyecto de ley implica 1,7% del PIB para dicho año.

Por otra parte, el cambio en la situación internacional como consecuencia de la crisis financiera desatada en los países de mayor relevancia en la economía mundial, hace prever un enlentecimiento de la actividad económica en nuestro país en 2009. En este contexto, no se considera conveniente reducir el gasto fiscal previsto, ya que ello actuaría en forma procíclica, al sumarse al descenso de la demanda agregada privada. Desde el punto de vista de las políticas sociales, el mantenimiento del gasto previsto contribuirá a amortiguar el mayor riesgo que sufrirán los sectores más vulnerables de la población en la nueva coyuntura económica.

Esta situación determinará un mayor déficit global del Sector Público en el año 2009, en relación a lo previsto al momento de redactar la Ley 17.947. El aumento previsto del déficit está en línea con las políticas fiscales adoptadas en la mayor parte de los países, como forma de atemperar los riesgos que plantea una recesión mundial de mayores proporciones a las registradas en los últimos años. Consiguientemente con ello, el referido proyecto de ley elevado al Parlamento incrementa en 100 millones de dólares el tope de endeudamiento previsto en la Ley 17.947, al tiempo que prevé un aumento adicional de 100% para casos extraordinarios. Por tanto, el límite autorizado alcanza los 700 millones de dólares para el año 2009 de forma consistente con la proyección de déficit fiscal del Sector Público Global de 2% del PIB para dicho año.

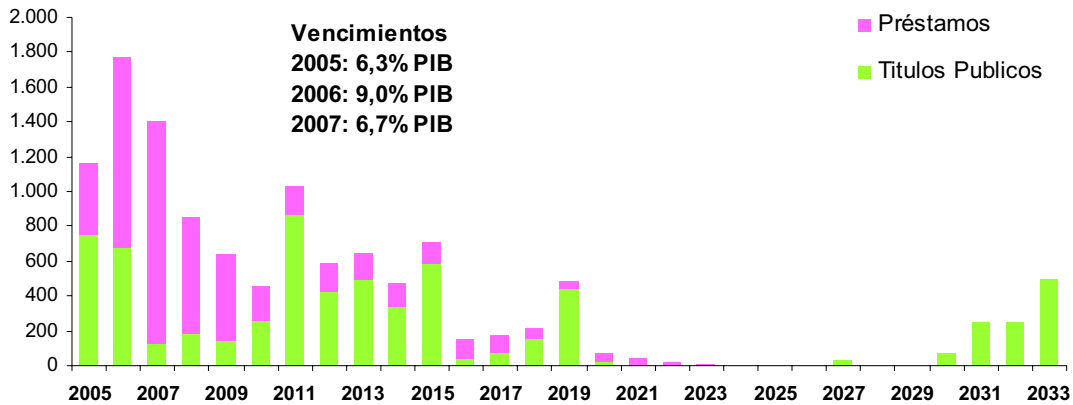
## **4 Gestión de Deuda del Gobierno: 2005 -2009**

### **4.1 Diagnóstico del Endeudamiento a Diciembre de 2004**

La principal vulnerabilidad que presentaba el país en materia de deuda en diciembre de 2004, era el elevado riesgo de refinanciamiento como consecuencia de la crisis financiera de 2002. El mayor riesgo de roll-over se observaba en el corto plazo, pues en los años 2005, 2006 y 2007 se debía enfrentar altas concentraciones de pagos con los organismos multilaterales de crédito, en particular con el FMI. En menor medida, el riesgo de roll-over estaba presente en el mediano plazo, en los años 2011 y 2015 donde vencían títulos emitidos en el mercado internacional.

Por otra parte, la totalidad de activos líquidos del gobierno central a fines de febrero de 2005, ascendían al equivalente de 265 millones de dólares. Esto correspondía a 2% del producto, en tanto sólo en el 2005, se debía hacer frente a pagos de capital por 6,4% del PIB.

**Perfil de Amortizaciones del Gobierno Central a dic-04**  
Millones de Dólares

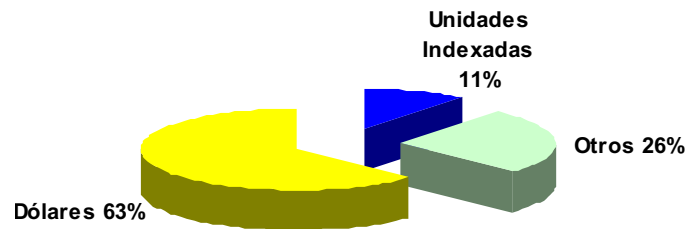


Este calendario de amortizaciones concentrado en el corto plazo implicaba que en promedio la totalidad de la deuda vencía en siete años. Otra medida relevante para el diagnóstico del endeudamiento, la constituye el porcentaje de deuda que se debe pagar en los siguientes doce meses, la que a fines de 2004 era de 11%, en tanto a fines de 2005 se debía pagar el 16% de la deuda en el siguiente año.

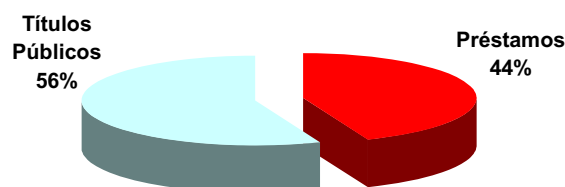
La deuda del gobierno central a fines de 2004 presentaba un alto grado de dolarización, lo que conlleva un elevado riesgo cambiario. La deuda denominada en moneda local sólo constituía el 11% del portafolio total y correspondía a títulos públicos emitidos en el mercado local.

A su vez, consecuencia de los fuertes desembolsos recibidos en la crisis financiera de 2002 de los organismos multilaterales, el 44% de la cartera de deuda del gobierno central correspondía a estos organismos de crédito.

### Composición por Moneda de la Deuda del Gobierno Central Diciembre de 2004



### Composición por Acreedor de la Deuda del Gobierno Central Diciembre de 2004



Fuente: Unidad de Gestión de Deuda del MEF.

## 4.2 Estrategia de financiamiento

Los lineamientos generales de la estrategia financiera para el período 2005 - 2009, se centraron en los siguientes aspectos:

- a) **Disminución del riesgo de refinanciamiento** en el corto (2006 y 2007) y mediano plazo (2011 y 2015). Este objetivo se buscó en primer lugar a través de operaciones de manejo de pasivos que tenían como resultado la reducción del pago de amortizaciones en aquellos años de mayor concentración, dando lugar a un calendario de amortizaciones distribuido regularmente en el tiempo y extendiendo el tiempo promedio del vencimiento de la deuda. Por otra parte, también se buscó mitigar el riesgo de roll-over con la aplicación de una política de pre-financiamiento a través de la cual el gobierno central acumulaba activos líquidos para hacer frente a las necesidades de financiamiento de los próximos meses. A lo largo del período, se buscó que el gobierno central mantuviera un

nivel de liquidez adecuado en función de las obligaciones financieras que debía enfrentar en el corto plazo.

- b) **Disminución del riesgo cambiario** dado el alto porcentaje de la deuda en moneda extranjera y en particular en dólares estadounidenses. La deuda estaba casi enteramente denominada en una moneda diferente a aquella en que el gobierno percibe sus ingresos, lo que lo expone a grandes riesgos en casos de fluctuaciones importantes de la moneda. Este lineamiento se persiguió tanto a través del incremento de la porción de deuda en moneda local como también a través de un perfil de amortizaciones de deuda más parejo en el tiempo. Una devaluación de la moneda local en relación a una divisa, trae efectos sobre el pago de interés de la deuda denominada en esa moneda y en el pago de capital. La existencia de un calendario de pagos de capital que se distribuya de forma uniforme en el tiempo, minimiza los efectos de un shock de tipo de cambio en la parte correspondiente a la amortización de capital.
- c) Lograr una **combinación adecuada entre la deuda multilateral y la deuda de origen privado**, priorizando esta última cuando las circunstancias de mercado lo permiten y dejando espacio para el fondeo con organismos multilaterales de crédito cuando el mercado privado se cierra. Esto es importante dado que los organismos internacionales tienen límites al endeudamiento por país y Uruguay había hecho uso de los máximos autorizados durante la crisis del 2002- 2003. En el caso del FMI, se diseñó y ejecutó una estrategia de sustituir la deuda fuertemente condicionada de este organismo por deuda de origen privado.
- d) **Diversificar fuentes de financiamiento y la base inversora** del gobierno central, captando más clientes y entrando a nuevos mercados.
- e) **Dinamizar la operativa en el mercado doméstico** y marcar un ritmo de licitaciones de títulos emitidos en el mercado local que fuera predecible e ininterrumpido con la excepción de circunstancias extraordinarias.



### 4.3 Implementación de la Estrategia

#### a) **Disminución del riesgo roll-over**

Dados los altos pagos de capital que en lo inmediato se debían enfrentar con los organismos multilaterales de crédito, apenas asumida la nueva administración, fue fundamental lograr acuerdos con los mismos de manera de asegurarse al menos parte del financiamiento necesario. A la vez, fue fundamental generar rápidamente confianza en los mercados en cuanto a la responsabilidad del manejo macroeconómico. En cuanto las circunstancias del mercado internacional lo permitieron, **se profundizó el fondeo a través del mercado privado**, realizando emisiones de títulos públicos que además perseguían los objetivos de extender el plazo promedio de la deuda del gobierno central y disminuir el porcentaje de deuda denominado en moneda extranjera.

Durante 2005 y 2006, se obtuvo financiamiento a través de emisiones de bonos, letras y notas de Tesorería en los mercados privados externo y doméstico, por un total equivalente a 5.000 millones de dólares<sup>76</sup>. En ese mismo período, se desembolsaron préstamos de los organismos multilaterales de crédito por 1.100 millones de dólares. Todo este significativo fondeo permitió **cancelar la totalidad de la deuda con el FMI y pre-pagar los préstamos emergencia con el BID y el Banco Mundial**. Estas operaciones sin precedentes, que lograron aprovechar la abultada liquidez de los mercados, despejaron el alto riesgo de refinanciamiento de corto plazo, a la vez que generaron ahorros en materia de costo del financiamiento.

Por otra parte, el riesgo de refinanciamiento fue abordado **con operaciones de manejo de pasivos** (Liability Management) en el mercado privado externo en octubre de 2006 y de forma conjunta en el mercado local y externo en junio de 2008. En ambos casos las operaciones consistían en el canje de bonos de manera de lograr extender la duración de la deuda y aumentar el porcentaje de deuda denominado en unidades indexadas.

Un elemento adicional de la política de manejo de pasivos de este período fueron las operaciones de **recompra de títulos** emitidos en el mercado local y en el externo que se dio a lo largo de 2007 y 2008. En estos dos años, se compraron instrumentos del gobierno central por algo más de 400

---

<sup>76</sup> Las emisiones totales de 5.000 millones de dólares se refieren únicamente al fondeo obtenido y no incluyen las emisiones por el canje de deuda de octubre de 2006 en donde se emitieron adicionalmente alrededor de 900 millones de dólares en títulos.

millones de dólares. La ventaja financiera de adelantar estos pagos de capital derivó de la diferencia entre la tasa de retorno proyectada para los activos del gobierno central y la tasa de interés a la que se compraron los bonos. En otras palabras, resultaba más atractivo pagar la deuda en ese momento que esperar a su vencimiento. En diciembre de 2007 se llevó adelante una operación pública de recompra de títulos por el equivalente a 240 millones de dólares, en tanto el resto de los buybacks se hicieron a lo largo de 2008.

Finalmente, una herramienta adicional que se aplicó a lo largo del período para mitigar el riesgo de refinanciamiento fue la **política de pre-fondeo**. Como ya se ha señalado, durante la época de abundante liquidez en el mercado privado de capitales esta política se llevó adelante con emisiones de bonos globales en el mercado internacional y en menor medida con emisiones de títulos en el mercado local.

A partir de la profundización de la crisis financiera internacional, la política de pre-financiamiento se llevó a cabo a través de una **estrategia preventiva de acuerdos de financiamiento con organismos multilaterales de crédito**. A fines de 2008, y hasta la fecha de elaboración de este informe, se desembolsaron fondos del BID para Préstamos de Política por alrededor de 500 millones de dólares. Los desembolsos con este organismo se habían enlentecido durante el período de abundante liquidez, de manera que cuando la incertidumbre financiera aumentó a fines de 2008, se contaba con suficiente espacio en la línea de crédito otorgada por el BID.

Por otra parte, a comienzos de 2009, se desembolsó la totalidad de la línea de crédito contingente pactada con el Banco Mundial por 400 millones de dólares. En cuanto a la Corporación Andina de Fomento (CAF), a mediados de 2008 se firmó un acuerdo para un fondeo contingente por 400 millones de dólares, del cual al momento de elaborar este documento se habían desembolsado 280 millones de dólares.

## **b) Disminución del Riesgo Cambiario**

La gestión de pasivos se benefició de la demanda por títulos emitidos por economías emergentes en el período analizado hasta fines de 2007, realizándose **emisiones en el mercado global en Unidades Indexadas** por el equivalente a casi 2.500 millones de dólares. De esta manera, se logró construir una **curva de rendimientos de instrumentos en Unidades Indexadas** con títulos en los plazos de 10, 20, 25 y 30 años, lo que constituye un logro significativo aún bajo estándares internacionales.

En el **mercado local**, en mayo de 2006 se licitaron por última vez Letras de Tesorería en dólares, y desde entonces sólo se ha emitido instrumentos en unidades indexadas. En enero de 2007 se comenzó a licitar semanalmente Notas de Tesorería en Unidades Indexadas 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 Unidades Indexadas a cinco años, al tiempo que el BCU comenzó a operar en la parte corta de la curva. A partir de agosto de 2007, momento en que se intensificaron las turbulencias en el mercado financiero internacional, se suspendieron las emisiones de los instrumentos en UI a 5 años de plazo y sólo se continuó con los títulos a 10 años hasta febrero de 2008. A partir marzo de ese año se emitieron títulos en UI a 12 años de plazo hasta setiembre de 2008, cuando se exacerbó la crisis financiera.

Una operación destacable para la reducción del riesgo cambiario fue el **desembolso del Banco Mundial** del Préstamo Programático para Implementación de Reformas y para Políticas de Desarrollo en **Unidades Indexadas**. La operación se compuso de dos transacciones simultáneas y coordinadas. Por una parte, el Banco Mundial emitió en el mercado internacional una nota en Unidades Indexadas con las mismas fechas de pago de interés y capital establecidos en el contrato de préstamo con Uruguay y por otra parte le desembolsó a Uruguay los fondos captadas en la operación. El monto de esta emisión fue el equivalente a 100 millones de dólares. Esta operación denominada “back-to-back”, fue la primera de este tipo que realizó el Banco Mundial.

Finalmente, el diseño de **un perfil de amortizaciones más parejo en el tiempo**, que se instrumentó de la manera que se detalló en el punto anterior, también fue parte de la implementación de la estrategia de disminución del riesgo cambiario.

### **c) Combinación adecuada entre la deuda multilateral y la deuda de origen privado**

En primer período de esta gestión, se concentraron los esfuerzos en pre-pagar al FMI porque los pagos de capital a este organismo implicaban un fuerte riesgo de refinanciamiento, como se describió en el punto a), mientras que el país se encontraba sujeto a fuertes condicionalidades de estos préstamos. Cabe señalar que por los préstamos contraídos durante la crisis económica y financiera de 2002-2003 se pagaban altas tasas de interés.

Durante el primer semestre de 2006 se recibieron los últimos desembolsos del FMI y a partir de entonces baja de forma significativa el fondeo con

los organismos multilaterales de crédito hasta la profundización de la crisis internacional en el tercer trimestre de 2008.

Mientras tanto, entre 2005 y 2009, se obtuvo financiamiento en el mercado de capitales privados internacional por un total de aproximadamente de 6.500 millones de dólares, de los cuales más de la mitad corresponden al año 2006 en que se cancela anticipadamente la deuda con el FMI.

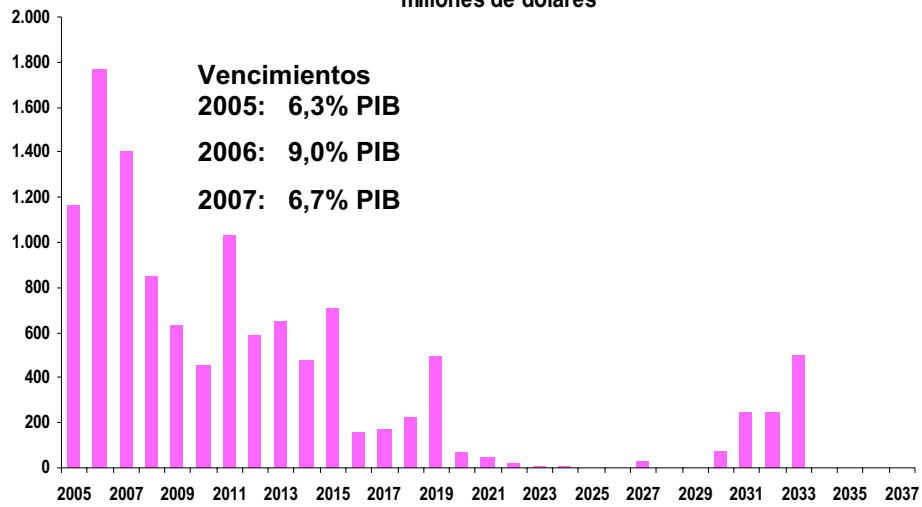
Durante la segunda mitad de 2008 se logró concretar un conjunto de líneas de crédito contingente con organismos multilaterales de crédito. Al agudizarse la crisis internacional, se hizo uso de estas líneas contingentes y de otras que se venían tratando operativamente como tales, concretándose desembolsos significativos a fines de 2008 y en lo que va del 2009 como también se describe en el punto a). El rápido desembolso por parte de los organismos multilaterales fue posible gracias al espacio generado previamente en las líneas de crédito con los mismos durante el período de liquidez en los mercados de capitales privados.

#### **d) Diversificar fuentes de financiamiento y la base inversora del gobierno central**

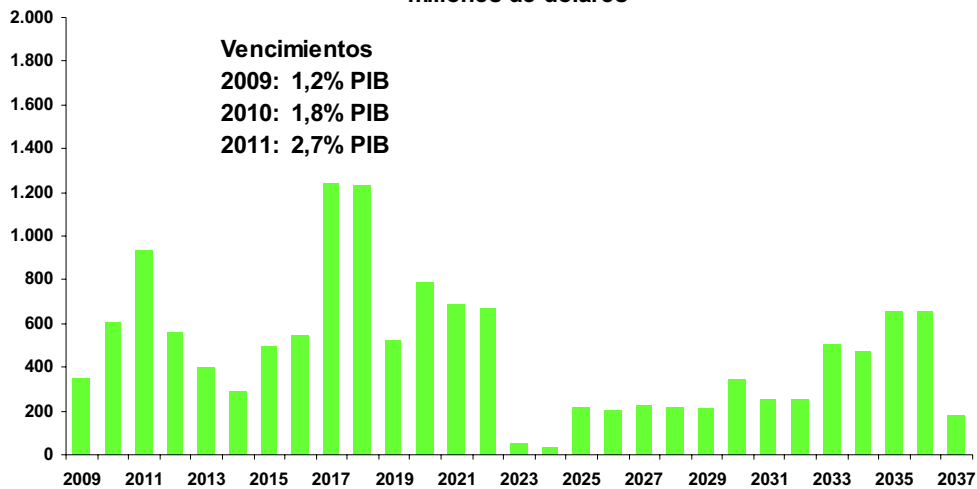
Es importante estar presente en diferentes mercados, con instrumentos adecuados que permitan ampliar la demanda de títulos uruguayos y diversificar la base inversora. En este sentido, en marzo de 2007, se completó la **colocación privada de títulos en yenes**, emitidos por el gobierno con garantía del Japan Bank for Cooperation (JBIC) por el equivalente a 256 millones de dólares. La colocación de estos bonos bajo la modalidad de “private placement” marcó el retorno al mercado de capitales japonés, al cual no se accedía desde 2001 y al que se debió recurrir durante el canje de deuda de 2003 para cambiar las condiciones de los instrumentos tanto en su tasa de interés como en su plazo de repago de capital, por lo que constituye un paso importante en el manejo de deuda soberana.

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.

**Diciembre 2004: Perfil de Amortizaciones del Gobierno Central**  
millones de dólares



**Diciembre 2008: Perfil de Amortizaciones del Gobierno Central**  
millones de dólares



**e) Dinamizar la operativa en el mercado doméstico.**

Las características de las emisiones en el mercado local fueron descritas en el punto referente al riesgo cambiario, ya que en la mayor parte del período, el énfasis estuvo en la emisión de instrumentos en unidades indexadas.

#### 4.4 Resultados

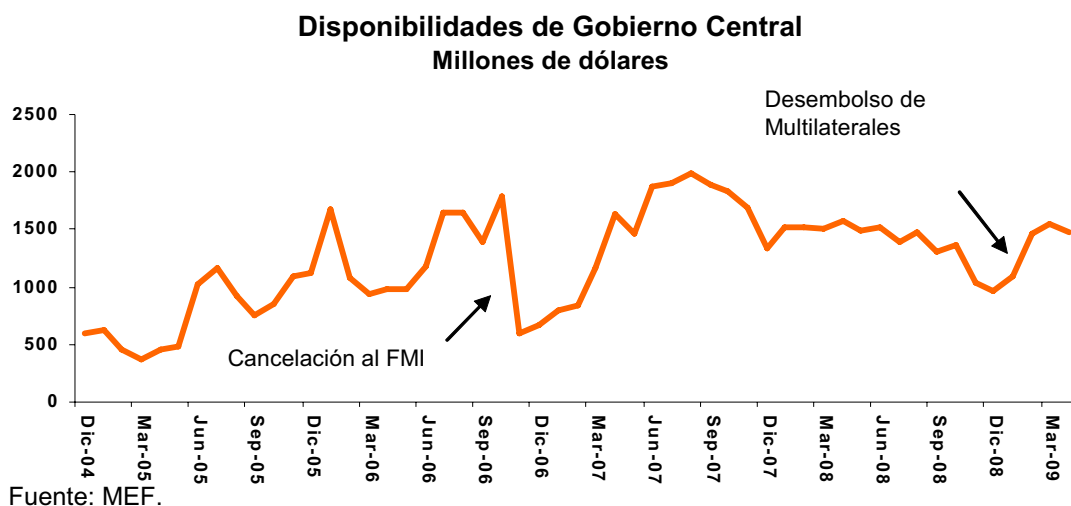
En esta sección se resumen los principales resultados alcanzados mediante la implementación de las estrategias señaladas. En primer lugar, dada la vulnerabilidad que presentaba el alto riesgo de re-financiamiento, se presenta la evolución del calendario de amortizaciones del gobierno a fines de 2004 y a fines de 2008. Se observa que como consecuencia de las distintas operaciones de manejo de pasivos ejecutadas en este período, los pagos de capital se distribuyen mejor en el tiempo y muestran una importante disminución del riesgo de roll-over en el corto plazo.

Como resumen de los principales logros en la gestión de manejo de pasivos del gobierno central se presentan a continuación algunos indicadores de riesgo de deuda.

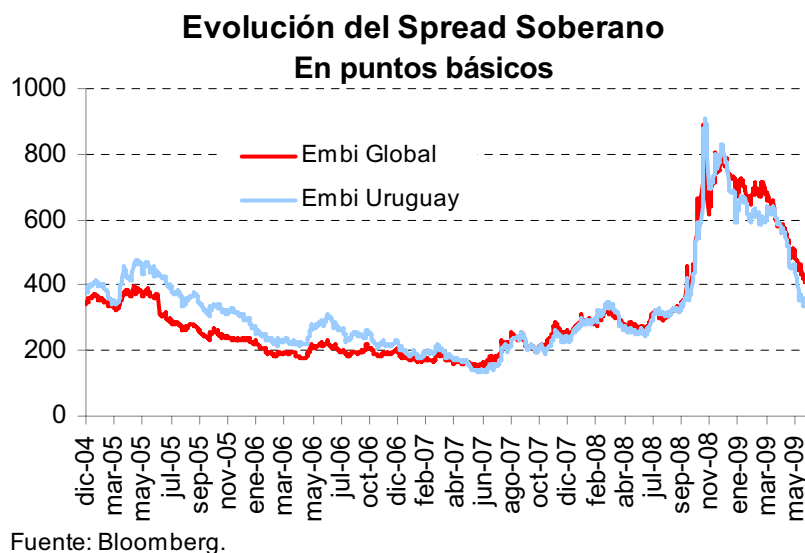
<b>Indicadores de Riesgo de la Deuda del Gobierno Central</b>						
<b>Portafolio Total</b>						
	<b>IV.2004</b>	<b>IV.2005</b>	<b>IV.2006</b>	<b>IV.2007</b>	<b>IV.2008</b>	<b>I.2009</b>
Vencimiento Promedio (años)	7,4	7,9	12,1	13,6	13,0	13,1
Tiempo Promedio para refijar (años)	4,9	6,6	11,1	12,3	11,8	11,5
Duration (años)	4,6	8,0	8,9	10,4	9,8	7,5
% deuda que vence en 1año	11,3%	16,0%	4,8%	2,9%	2,3%	2,9%
<b>Composicion por Acreedor</b>						
Préstamos	44%	40%	0%	17%	19%	21%
Títulos Públicos	56%	60%	0%	83%	81%	78%
<b>Composición por Mercado</b>						
Local	22%	22%	23%	21%	16%	16%
Externo	78%	78%	77%	79%	84%	84%
<b>Composicion por Tipo de tasa (%)</b>						
Tasa Fija	77%	78%	82%	83%	81%	78%
Tasa Flotante	23%	22%	18%	17%	19%	22%
<b>Composicion por Moneda (%)</b>						
Unidades Indexadas	11%	11%	15%	26%	28%	27%
Dolares	62%	64%	77%	65%	64%	65%
Resto	26%	25%	8%	9%	8%	7%
<b>Tasa Promedio (**)</b>						
Dolares	6,1	7,8	7,0	7,1	7,0	6,7
UI	7,1	5,4	5,3	4,4	3,7	3,7
Euros	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Yenes	2,5	2,5	2,5	2,3	2,3	2,3

\*\* Porcentaje anual en la moneda correspondiente

Finalmente, cabe notar que como consecuencia de la política de pre-financiamiento buscada, se ha intentado en todo momento, tener un nivel de disponibilidades del gobierno central que resulte adecuado para cubrir las necesidades de financiamiento de los próximos meses. Se presenta en el gráfico que sigue la evolución de los activos líquidos del gobierno central.



Una medida de riesgo resumen de la evaluación de la deuda emitida por Uruguay es el *spread* entre el retorno ofrecido por el título uruguayo y un bono de referencia correspondiente emitido por el gobierno de Estados Unidos. En el siguiente gráfico se muestra la evolución del *spread* del EMBI constituido por los emisores de economías emergentes y el correspondiente a un índice de bonos globales emitidos por Uruguay. El riesgo crediticio de Uruguay ha evolucionado por debajo del promedio de los países emergentes en los últimos meses, poniendo de manifiesto las fortalezas con que es percibida la economía uruguayo en el actual contexto de crisis internacional.



En síntesis, la gestión de pasivos del gobierno central se realizó a través de la Unidad de Gestión de Deuda creada en diciembre de 2005 y se articuló alrededor de una estrategia financiera cuyos principales lineamientos fueron: reducir el riesgo de refinanciamiento, reducir el riesgo cambiario y

logar una combinación adecuada entre la deuda con organismos multilaterales de crédito y títulos privados. Para lograr estos objetivos, en el ámbito privado se llevaron adelante emisiones de títulos en el mercado global y local, se ejecutaron operaciones de canje y recompras de títulos y se retornó al mercado de deuda nipón. En lo que se refiere a organismos multilaterales de crédito, se pre-pagó deuda contraída durante la crisis de 2002, en lo que se destaca la salida del FMI en 2006. Luego se enlenteció el fondeo de parte de los mismos hasta que al agudizarse la crisis internacional se diseñó un plan contingente de financiamiento.

Los resultados principales son una extensión en el plazo para pagar la deuda y un esquema de pagos más distribuido en el tiempo; un incremento significativo del porcentaje de deuda en moneda local que pasa de 11% en 2004 a 21% al cierre del primer trimestre de 2009; una combinación adecuada entre el fondeo del sector privado y el de multilaterales que ha permitido aumentar la eficiencia en el costo de fondeo. De este modo, tanto la evolución del nivel de deuda neta como las mejoras en la composición de la deuda del gobierno central, permiten que Uruguay se encuentre hoy mejor posicionado en el contexto de la actual crisis financiera internacional.



## 1. Emisiones de Títulos del Gobierno Central 2005-Junio 2009 “New Money”

### a. Mercado Internacional.

Bono	Fecha	Monto (en Dólares)	Rendimiento	Spread pbs	Duration
USD 2017	may-05	300	9,25%	499	7,5
USD 2017	jun-05	200	8,88%	479	7,6
EUR 2016	jul-05	300	6,88%	ND	7,2
2022	nov-05	200	8,20%	365	9,2
	ene-06	500	7,52%	313	9,3
2036	mar-06	500	7,63%	283	12,1
2022	jul-06	500	8,05%	301	8,9
2018 UI	sep-06	400	5,00%	226	9,2
2018 UI	oct-06	300	4,63%	217	9,1
2036	oct-06	500	7,53%	263	12,0
2027 UI	mar-07	500	4,25%	194	13,7
2037 UI	jun-07	500	3,70%	95	18,4

### b. Mercado Local.

#### Emisiones en Millones de Dólares

Instrumento	2005	2006	2007	2008
Letras en Dólares	345	87		
Letras en UI	231			
Letras en Pesos	72			
Notas en UI 5 años	220	307	185	29
Notas en UI 10 años	59		114	
Notas en UI 12 años				121

## 2. Operaciones de Manejo de Pasivos en el período 2005 - Junio 2009.

Fecha	Operación	Resultado	Monto (en Dólares)
oct-06	Canje	Emisión Global 2036 USD	285
		Emisión Global 2022 USD	605
	Recompras		302
dic-07	Recompras		240
jun-08	Canje	Emision Global 2036 USD	136
		Emision Global 2030 UI	750
2008	Recompras privadas		175

## 3. Prepagos Organismos Multilaterales de Crédito en el período 2005—Junio 2009

Institución	Pago Anticipado	Tasa Interés	Fecha	Monto	Ahorro VP Mill USD
BID	Préstamo 1417	8,03%	feb-06	400	13
Banco Mundial	Préstamo 7138	8,34%	mar-06	114	3
FMI	Amortizaciones 2006	7,06%	mar-06	628	8
FMI	Amortizaciones 2007	7,07%	jul-06	914	15
FMI	Total saldo adeudado	6,79%	nov-06	1089	11

**Nota:** El concepto de ahorro en valor presente significa que Uruguay cancela una deuda cuyo costo es 6.79% (tasa promedio pagada en DEG “swapeada” a dólares) con fondos que obtiene a 5.86% para un plazo equivalente.