

## **II - INFORME DE GESTIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA**

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 a fines de 2005**

A fines de 2005, la deuda bruta del gobierno central ascendía a 11.312 millones de dólares, equivalente al 67% del PIB, mientras que la deuda neta era de 10.338, equivalente al 62% del PIB. Las principales características de la deuda del gobierno se resumen en los siguientes puntos:

- a) elevado riesgo de refinanciamiento en el corto plazo (2006 y 2007) y en los años 2011 y 2015;
- b) alta dolarización de la deuda del gobierno central; sólo el 10% de los pasivos se encontraban en moneda local;
- c) el plazo promedio para toda la deuda del gobierno central era de 8,67 años. Este indicador se ubicaba en 10,58 años para los títulos del gobierno central y 4,5 años para el conjunto de préstamos.
- d) el fondeo en el mercado local se hacía a través de Letras de Tesorería en dólares a dos años de plazo.

### **2. Lineamientos de la estrategia 2006**

A partir de los objetivos básicos de la Unidad de Gestión de Deuda y dadas las características de la deuda del gobierno central a fines de 2005, se definió la siguiente estrategia para el 2006:

- a) disminuir el riesgo de financiamiento en el corto plazo (2006 y 2007), 2011 y 2015, logrando un calendario de amortizaciones más equilibrado;
- b) sustituir deuda condicionada por deuda soberana;

- c) aumentar la duración promedio de la deuda;
- d) disminuir el riesgo cambiario a través del incremento del porcentaje de deuda en moneda local.

Asimismo se definieron los siguientes lineamientos secundarios:

- a) construir una curva global de rendimiento en unidades indexadas (UI);
- b) buscar distintas fuentes de financiamiento y diversificar la base inversora.

### 3. Los resultados de la Gestión de Deuda en 2006

La gestión de deuda en el 2006 se caracterizó por el adelanto de financiamiento en los mercados de capitales externos, en un contexto internacional de alta liquidez, con tasas de interés de los países emergentes relativamente bajas en comparación con la de los países desarrollados, y un mercado internacional donde los instrumentos considerados de referencia no ofrecían mayores retornos a plazos más largos. Este escenario externo favorable fue aprovechado para emitir bonos globales en dólares a plazos largos y para fondearse por primera vez con un instrumento en UI a doce años de plazo.

Las emisiones internacionales llevadas a cabo durante el 2006 fueron las siguientes:

<b>Bono</b>	<b>Fecha de Emisión</b>	<b>Monto</b>		<b>Spread (pbs)</b>	<b>Duración (años)</b>
		<b>en Dólares</b>	<b>Retorno</b>		
2022	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	Set-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
2036	Oct-06	286	7,56%	266	11,96
2022	Oct-06	605	7,29%	257	8,91

### a) El desempeño de los bonos

El desempeño de los bonos emitidos por Uruguay fue superior a los de las economías emergentes y, en particular, mejor a los títulos brasileños, cuyo comportamiento es, en general, muy similar al de los instrumentos uruguayos. En efecto, mientras el *spread*<sup>10</sup> medido a través del Índice de Bonos de los Mercados Emergentes elaborado por JPMorgan (EMBI+ por su sigla en inglés) se redujo en 76 puntos básicos (pbs) entre el 31 de diciembre de 2005 y el 31 de diciembre de 2006, el mismo indicador para Brasil bajó en 119 pbs y el *spread* de los títulos uruguayos disminuyó 125 pbs.<sup>11</sup>

### b) La instrumentación de la estrategia

Las principales acciones llevadas a cabo en el 2006 en el manejo de pasivos del gobierno central fueron las siguientes:

- i- pre-financiamiento en el mercado internacional privado y pre-pago de préstamos de emergencia al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y al Banco Mundial (BIRF);
- ii- operación de reperfilamiento global de los títulos emitidos bajo ley extranjera. Esta operación permitió reducir el riesgo de refinanciamiento con el sector privado en particular en los años 2011, 2013 y 2015, refinanciar bonos que vencerían en los próximos años a tasas de interés de largo plazo relativamente bajas respecto de sus niveles históricos, extender el perfil de vencimientos de la deuda, reducir el riesgo cambiario en el pago de la deuda a través del aumento de la deuda en UI y aumentar la liquidez de los títulos públicos a través de su agrupamiento en bonos de referencia;
- iii- avance en la construcción de la curva de UI a través de la emisión del bono en UI a 12 años por el equivalente a 400 millones de dólares en septiembre y luego su reapertura en la operación de reperfilamiento global por el equivalente a 300 millones de dólares. Esta operación constituyó un importante impulso en la estrategia de desdolarización;

---

<sup>10</sup> Se define el *spread* de un bono como la diferencia entre el retorno ofrecido por dicho bono y el rendimiento ofrecido por otro bono de igual plazo, considerado de referencia. En los ejemplos planteados, se mide el retorno pagado por los instrumentos de mercados emergentes por encima de los bonos correspondientes del Tesoro de los Estados Unidos

<sup>11</sup> El *spread* de títulos uruguayos se midió a partir de un portafolio compuesto por los bonos líquidos emitidos por el Gobierno Central en el mercado internacional (bonos globales con vencimiento en los años 2011, 2015, 2017, 2022 y 2033). Para los cálculos efectuados, se mantuvieron las ponderaciones de dichos instrumentos correspondientes a fines de 2005.

- iv- en el mercado local: suspensión de licitaciones de letras de tesorería en dólares a dos años de plazo y aumento de las emisiones de notas de tesorería en UI a 10 años de plazo;
- v- financiamiento de multilaterales por un total de 160 millones de dólares. Los desembolsos de BID y BIRF fueron muy inferiores a las proyecciones de las instituciones que a principio de 2006 se ubicaban en más del doble de lo que realmente se dio;
- vi- salida del Fondo Monetario Internacional (FMI) a través de pagos adelantados de capital en marzo, julio y de la cancelación total del saldo restante en noviembre. Con esta operación no sólo se logró sustituir totalmente la deuda condicionada del FMI por deuda de mercado, sino que se generó un ahorro de 34 millones de dólares, debido a que la tasa de interés que correspondía pagar al FMI era superior al costo de fondeo de Uruguay para el plazo equivalente.

#### **4. 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, la Administración de Ferrocarriles del Estado, la Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland, la Administración Nacional de Puertos, la Administración Nacional de Correos, la Administración Nacional de Telecomunicaciones, el Instituto Nacional de Colonización, la Administración de las Obras Sanitarias del Estado, la Administración Nacional de Usinas y Trasmisiones Eléctricas, el Banco de Previsión Social y el Banco de Seguros del Estado. El concepto allí definido abarca como pasivo del Banco Central del Uruguay a la base monetaria.

Para el año 2006, el incremento de la deuda neta del sector público autorizado por ley (Artículo 2º, literal A) de la ley 17.947) es de 325 millones de dólares. Según las estadísticas publicadas por el BCU para el control del endeudamiento, a fines de 2005 la deuda neta del Sector Público ascendía a 9.562 millones de dólares, que se descomponía en un total de pasivos por 14.578 millones de dólares y activos por 5.017 millones de dólares. La deuda neta del Sector Público a fines de 2006 alcanzó 9.687 millones de dólares, que surgen de una deuda bruta de

14.273 millones de dólares y activos por 4.587 millones de dólares. Por lo tanto, el aumento de la deuda neta del universo considerado es de 125 millones de dólares, dándose cumplimiento al tope de endeudamiento autorizado por ley.