

## 5 ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO Y GESTIÓN DE LA DEUDA SOBERANA

---

### 5.1 OBJETIVOS Y LINEAMIENTOS ESTRATÉGICOS

---

El objetivo central de la política de gestión de deuda es cubrir las necesidades de financiamiento del país en forma oportuna, minimizando el costo esperado en pago de intereses. Al mismo tiempo, se procura mantener niveles prudentes de exposición a riesgos en la estructura por monedas, plazos y tasas de la deuda pública, que contribuyan a una trayectoria sostenible del endeudamiento en relación al tamaño de la economía.

La estrategia de fondeo toma en cuenta el volumen de las necesidades de financiamiento del Gobierno y los niveles precautorios de liquidez de Tesorería, así como las alternativas y costos de acceso al crédito en los mercados de bonos domésticos e internacionales y de préstamos de organismos multilaterales.

Además de nuevo financiamiento, una parte importante de la gestión de deuda supone la administración de obligaciones financieras ya contraídas, atendiendo a la composición por monedas del stock de deuda pública, su cadencia de vencimientos y la estructura en tasas fijas y flotantes. 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 conversiones sintéticas de deuda.

La gestión de deuda del Gobierno también procura promover el desarrollo de un mercado secundario de bonos que sea 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.

Tanto en la búsqueda de nuevo financiamiento como en las operaciones de manejo de pasivos, así como en el desarrollo de los mercados secundarios, la diversidad de la base inversora y la calidad crediticia son factores fundamentales. Acceder a una amplia gama de inversores, tanto residentes como no residentes, y tener una robusta calidad de crédito, ofrece más opciones de financiamiento y da mayor flexibilidad financiera al Gobierno, a la vez que contribuye a una mayor liquidez y calado de los mercados de deuda.

## 5.2 OPERACIONES DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO DURANTE 2025

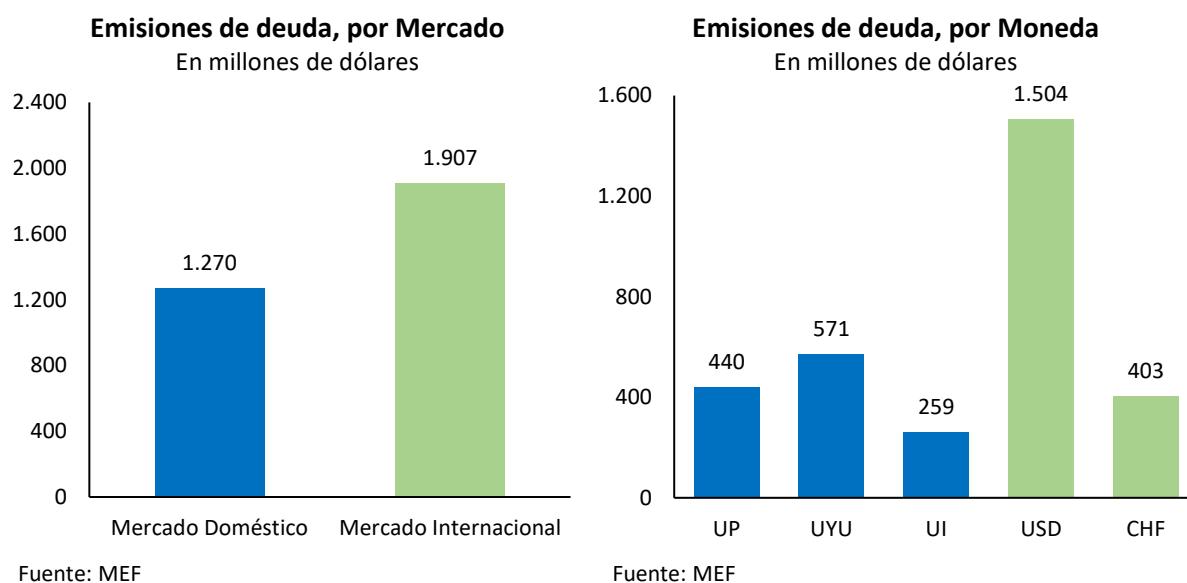
Entre enero y agosto de 2025, el endeudamiento bruto total del Gobierno (emisión de títulos de mercado y desembolsos con organismos multilaterales) alcanzó el equivalente a 3.210 millones de dólares.

Las amortizaciones totales de bonos y préstamos fueron de 1.903 millones de dólares. Así, el fondeo neto durante los primeros ocho meses del año fue de 1.307 millones de dólares. Además, el Gobierno disminuyó su stock de activos financieros en 528 millones de dólares durante este período. Como resultado, el endeudamiento neto del Gobierno acumulado durante el período enero-agosto de 2025 fue de 1.835 millones de dólares.

Del fondeo bruto total, el 99% (3.177 millones de dólares) provino de Notas del Tesoro y Bonos internacionales, en los plazos cortos, medios y largos. El resto (33 millones de dólares) se obtuvo mediante desembolsos de préstamos multilaterales.

Del total de fondeo obtenido en el mercado, el 40% se emitió en el mercado doméstico a través de Notas de Tesorería denominadas en moneda local (1.270 millones de dólares). El monto restante (1.904 millones de dólares) se obtuvo accediendo a los mercados de bonos externos en dos monedas extranjeras: dólares estadounidenses (en febrero) y francos suizos (en junio).

### Emisión total de títulos de mercado entre enero y agosto de 2025



### 5.2.1 Operaciones de financiamiento y de manejo de pasivos en el mercado local

Durante 2025, el Gobierno emitió un total equivalente a 1.270 millones de dólares a través de subastas periódicas de Notas del Tesoro en moneda local (UYU, pesos uruguayos), UI (Unidades indexadas) y UP (Unidades Previsionales). En el primer semestre de 2025, las emisiones totales fueron por el equivalente de 959 millones de dólares. En los dos primeros meses del calendario del segundo semestre (julio y agosto), las emisiones totales fueron el equivalente de 311 millones de dólares.

Asimismo, se continuaron ejecutando operaciones de manejo de pasivos del Gobierno Central, para mitigar riesgos de refinanciamiento de la deuda y mejorar la liquidez en las curvas de rendimiento de Notas. Con ello se busca extender los plazos de vencimientos de deuda y suavizar temporalmente el calendario de amortizaciones. Los inversores tienen la opción de utilizar los Bonos del Tesoro del Gobierno Central de corta madurez y las Letras de Regulación Monetaria (LRM) del Banco Central del Uruguay (BCU) como instrumentos elegibles para canjearlos por su compra de Notas del Tesoro durante las licitaciones. En particular, en lo que va del año, un 68,5% del total emitido de Notas de Tesorería del Gobierno se integró utilizando Notas del Tesoro y LRM del BCU.

**Calendario de licitaciones de Notas en el segundo semestre de 2025.** El 15 de julio de este año el Gobierno presentó el calendario de emisiones en el mercado local para el segundo semestre del año. El diseño del programa de subastas requiere definir un conjunto de parámetros: el número y tipo instrumentos a licitar, en términos de montos base, tipo de moneda nacional, plazos de madurez, la forma de amortización y la frecuencia y secuencia de los títulos a licitar. Asimismo, es necesario fijar los cupones para los títulos a emitirse por primera vez y el conjunto de títulos elegibles del MEF y BCU para canje en cada tipo de instrumento licitado. Para estas definiciones, se tuvieron en cuenta los siguientes elementos y criterios: (i) la evolución de la demanda (en cuanto a monedas, madurez y montos y preferencias por modalidades de integración) por parte de distintos tipos de inversores; (ii) los objetivos de monto de financiamiento del Gobierno en el mercado local dado el programa financiero de 2025; (iii) la compresión y evolución futura de las tasas de las Letras del Banco Central en la parte corta de la curva, (iv) la trayectoria esperada de la inflación y de los salarios reales y (v) el contexto local e internacional y la evolución del valor del dólar a nivel global. En particular, las preferencias por parte de los inversores han rotado en los últimos meses en instrumentos a tasa fija nominal en plazos menores a cinco años, en un contexto de significativa caída de la inflación y de las expectativas de inflación, el continuo aumento en la credibilidad del Banco Central así como el debilitamiento del dólar a nivel internacional. También se evaluaron algunos aspectos estructurales, como la maduración del sistema previsional en su pilar de capitalización individual, con los consiguientes dos efectos: (i) crecimiento del Fondo de Retiro de las AFAPs en el pilar de acumulación, y su impacto en la demanda de títulos del Gobierno de corto plazo (fundamentalmente en UI y tasa fija nominal) y (ii) aumento de activos bajo manejo de las aseguradoras que proveen rentas vitalicias en el pilar de desacumulación, generando una demanda creciente por títulos en UP a largo plazo por razones de calce de balance financiero. Además de inversores institucionales, también se tuvo en cuenta las preferencias del sistema bancario, así como cambios regulatorios del BCU en curso que pueden propender a una mayor tenencia de Notas de Tesorería del gobierno en el balance de los bancos (demanda en el mercado primario) y potenciar su rol de creadores de mercado secundario.

En función de este análisis, el calendario para el segundo semestre se compone de la subasta de cinco instrumentos: dos denominados en Pesos Nominales (UYU), dos en Unidades Indexadas (UI) y el restante en Unidades Previsionales (UP). Tres de las Notas de Tesorería se licitarán por primera vez (las denominados en UYU, y una de las de UI), y en estos tres casos con plazos de vencimiento contractual menores a cinco años. Las restantes dos Notas (la de mayor plazo en UI, y la de UP), corresponden a reaperturas de Notas existentes. El monto base a emitir mediante este calendario se estima en el equivalente a 670 millones de dólares, y el Gobierno podrá

adjudicar hasta el doble de este monto durante el semestre (correspondiente a 1.340 millones de dólares).<sup>34</sup>

El programa de licitaciones del segundo semestre presenta varias innovaciones. Por primera vez, se incorporan dos instrumentos a tasa fija nominal, ambos con un plazo de menos de cinco años. El calendario también incorpora, por primera vez, tres instrumentos de madurez menor a 5 años. Por último, la estrategia de **nominalización** de los instrumentos ofertados implica que títulos en UYU representan la proporción mayor del total de los títulos a emitir, a diferencia de años anteriores. Por último, la inclusión de títulos en UYU y en UI a cinco años de plazo (subastados en fechas cercanas y ambos con pago *bullet* a vencimiento), permite al inversor (institucional y minorista) una mejor lectura de la compensación por inflación (punto de equilibrio) requerida por el mercado, dada la curva de demanda y montos demandados a cada tasa.

El objetivo de ampliar el espacio de financiamiento en moneda local en el mercado doméstico y, en particular, el diseño y ejecución del calendario de licitaciones en curso, busca capitalizar los dividendos de una mayor confianza en una trayectoria descendente de la inflación en Uruguay. La aspiración fundamental es financiar al Gobierno a tasas consistentes con la sostenibilidad fiscal, incorporando los avances en la reducción de inflación, la reducción en las expectativas de inflación, la estabilidad del país y la evolución esperada del salario real. Más allá de su significación en las finanzas públicas, la tasa de interés que paga el gobierno es posiblemente la tasa de interés más importante de la economía, ya que es referencia para costos de financiamiento de empresas públicas y privadas. Así, una reducción en las tasas de interés reales coadyuva a un incremento sostenido de la tasa de inversión y un mayor aporte del capital físico, para lograr una mayor tasa de crecimiento de la economía.

Con la publicación del último calendario, el MEF también avanzó en darle más difusión y visibilidad a la dinámica del mercado primario y secundario de los títulos locales, a través de presentaciones ante inversores en conjunto con las autoridades del BCU, así como la sistematización y difusión periódica de los resultados de las licitaciones a través de reportes mensuales. Con ese objetivo, a partir de agosto de 2025, la Unidad de Gestión de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas comenzó la publicación del Reporte Mensual de Emisiones de Notas del Tesoro en el Mercado Doméstico. Este informe ofrecerá una descripción detallada de los resultados de las licitaciones de Notas, tanto a nivel agregado como por instrumento. Incluirá información sobre las características de los títulos subastados, montos adjudicados, montos demandados y tasas de corte. Asimismo, incorporará información sobre la curva de posturas de los inversores en la licitación de cada instrumento, participación de inversores por categoría institucional y otros indicadores relevantes para caracterizar el comportamiento de los agentes en las emisiones primarias del Gobierno en el mercado doméstico.

La sistematización y difusión periódica de los resultados de las licitaciones, procura dar mayor visibilidad e insumos para el análisis de la dinámica del mercado local y su significancia macroeconómica, con el objetivo de promover una mayor participación, profundidad y eficiencia, en beneficio de todos los participantes.

---

<sup>34</sup> El Gobierno tiene la intención de implementar el calendario de emisiones según lo programado. No obstante, los montos base, los instrumentos, fechas de emisión, instrumentos elegibles u otras características del mecanismo de licitación podrán estar sujetas a modificaciones, en función de la evolución de las condiciones del mercado durante el semestre y los objetivos de gestión de deuda pública, entre otros factores.

Por último, se continúa la coordinación entre el MEF y el BCU en la ejecución de las estrategias de financiamiento y políticas de esterilización, respectivamente, fundamentalmente en el tramo corto de la curva de rendimientos de títulos públicos. La acción coordinada y conjunta sobre los activos (liquidez del gobierno y reservas internacionales del BCU) y pasivos (Notas y Bonos del gobierno y LRM del BCU) a través de operaciones de mercado, contribuye a reducir los descaldes de plazos y monedas de los balances de ambas instituciones.

### 5.2.2 Operaciones de financiamiento y de manejo de pasivos en el mercado internacional

En lo que respecta al mercado internacional, durante los primeros ocho meses de 2025 se concretaron dos emisiones en el mercado global de capitales por un monto total nominal equivalente a 1.907 millones de dólares.

**Bono Global en dólares.** El 6 de febrero de 2025, Uruguay llevó a cabo la colocación de un nuevo Bono Global en dólares con vencimiento final en 2037 (con un plazo promedio ponderado de vida de 11 años) por 1.500 millones de dólares, de los cuales 1.200 corresponden a efectivo, y los restantes 300 millones fueron resultado de la recompra de algunos bonos de menor plazo (bono global 2027 en dólares y bono global 2031 en dólares).

Tras un inicio de semana volátil, desencadenado por la incertidumbre en torno a la política comercial de Estados Unidos, Uruguay aguardó por una apertura estable del mercado para realizar la emisión. El bono se lanzó con un spread inicial de 135 puntos básicos (1,35% anual) por sobre el bono del Tesoro Americano de referencia. Dado el volumen y la elasticidad de la demanda, el valor de escasez de sus bonos en dólares, la percepción de riesgo crediticio y la hábil ejecución del sindicato de bancos, el Gobierno pudo comprimir el spread durante la transacción a 100 puntos básicos (1% anual). Así, la transacción marcó el premio más bajo de la historia de Uruguay para un bono nuevo en dólares de tamaño *benchmark*. El rendimiento anual (y cupón anual fijo) del Bono resultó 5,442%. De esta forma, y considerando el ajuste por extensión de la curva, la República logró un nivel de tasa casi alineado con el *fair value* (niveles de secundario al inicio del día de la transacción), con una concesión por emisión nueva estimada de entre 2 y 4 puntos básicos.

El libro de órdenes mostró una base de inversores diversificada, liderada por fondos de inversión de *real money*, apoyados por un sólido flujo de órdenes locales y una liquidez activa por parte de fondos de cobertura. Además, la demanda de fondos *cross-over* contribuyó de manera significativa a la demanda. En total participaron 254 cuentas, muchas de las cuales invirtieron en bonos uruguayos por primera vez (provenientes de países como Irlanda, Corea del Sur, Emiratos Árabes Unidos, Singapur, Taiwán y Luxemburgo).

**Bono internacional en francos suizos.** El 26 de junio de 2025, Uruguay lanzó su primera oferta de un bono soberano en el mercado suizo, por un total de 320 millones de francos suizos (equivalente a 400 millones de dólares). El rendimiento anual promedio fue de 1,33%. La oferta pública, listada en la Bolsa de Valores de Suiza, comprendió dos tramos iguales de 160 millones de francos suizos, con vencimientos a 5 y 10 años. El rendimiento anual en francos suizos fue del 1,04% (para el de 5 años) y del 1,62% (para el de 10 años), con spreads de 93 y 113 puntos básicos sobre el *mid-swap* SARON, respectivamente. El bono fue emitido con fecha 23 de julio de 2025.

La transacción tuvo dos objetivos principales: (i) avanzar en el programa de financiación internacional de Uruguay para 2025 en función de las necesidades proyectadas y (ii) diversificar las fuentes de financiación (por monedas y base de inversores) accediendo a mercados de economías avanzadas que ofrecen condiciones de financiamiento más favorables via menores tasas de interés.

La emisión estuvo precedida por un extenso proceso de interacción con inversores a través de reuniones presenciales de dos días (con la participación de más de 30 inversores) en tres ciudades suizas (Ginebra, Basilea y Zúrich). A esto le siguió al día siguiente una ronda de reuniones virtuales (que también incluyó inversores de Berna y Lucerna), antes de lanzar la transacción el jueves 26 de junio. Esta interacción con los inversores fue especialmente relevante para el proceso de descubrimiento de precios, ya que pocos soberanos emergentes han emitido bonos en el mercado suizo, y actualmente no hay bonos soberanos latinoamericanos en esta moneda que sirvan de referencia. Un total de 75 cuentas participaron en la operación, principalmente con sede en Suiza.

### 5.2.3 Financiamiento con Organismos Multilaterales de Crédito

---

En coordinación con la División de Relacionamiento con Organismos Multilaterales, se buscó optimizar el uso de los recursos provenientes de estos organismos para el financiamiento del Gobierno Central y de otros entes públicos. Ello incluye la contratación y desembolso de líneas de crédito (líneas de crédito contingentes y préstamos de libre disponibilidad para la Tesorería), con varios organismos multilaterales.

Entre enero y agosto de 2025, el Gobierno desembolsó préstamos de organismos multilaterales por aproximadamente un total de 33 millones de dólares. Los mismos corresponden a préstamos de inversión para promover la educación pública, la igualdad de género, el desempeño empresarial de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME) uruguayas a través de la transformación digital y desarrollo digital, aumentar las acciones para la adaptación y mitigación del cambio climático, contribuir al aumento de la productividad en las áreas rurales, a través de la mejora de la infraestructura de caminos rurales, y promover la producción agroecológica.

Actualmente, el Gobierno se encuentra avanzando en el diseño préstamos de inversión con multilaterales que contribuyan a financiar políticas asociadas al incremento de la productividad del país mediante el fomento de la innovación pública y privada; la mayor eficiencia y transparencia en la gestión fiscal del estado uruguayo; mejora en la eficacia del sistema penitenciario y las investigaciones policiales; en fortalecer la asistencia escolar en la educación media y en apoyar en la eliminación de la pobreza infantil y juvenil, entre otros. Asimismo, el Gobierno se encuentra preparando y negociando préstamos de libre disponibilidad como instrumentos de líneas precautorias de liquidez. Las matrices de resultados estarán basadas en promover reformas orientadas a mejorar la eficiencia en la gestión de los recursos hídricos y fortalecer la economía circular en el manejo de residuos sólidos; en innovación para la descarbonización profunda en el sector energético y para impulsar reformas en el área de políticas sociales (primera infancia, educación y salud mental).

### 5.2.4 Endeudamiento Neto del Gobierno Central en 2025

---

La Ley de Presupuesto Nacional 2020-2024 (Ley No. 19.924) incorporó un nuevo marco normativo de autorización de la deuda pública nacional, en cumplimiento con lo establecido en el numeral 6° del Artículo 85 de la Constitución de la República. Allí se establece un máximo al

total de Endeudamiento Neto del Gobierno (ENG) en un año determinado, definido en millones de dólares corrientes.

El ENG se define como el total del endeudamiento bruto incurrido por el Gobierno Central (el valor nominal de los títulos soberanos emitidos en los mercados de capital y los préstamos desembolsados), menos las amortizaciones de deuda (contractuales y anticipadas), y neto de la variación de activos financieros del Gobierno. De la forma en que está definido, el ENG está estrechamente asociado al déficit fiscal anual del Gobierno.

El límite legal para el endeudamiento neto del Gobierno para 2025 se estableció en 3.450 millones de dólares (Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal del Ejercicio 2024 N° 20.416, Artículo 7º, de fecha 31 de julio de 2025).

Entre enero y agosto de 2025, el endeudamiento bruto contraído por el Gobierno Central ascendió a 3.210 millones de dólares, mientras que las amortizaciones totalizaron 1.903 millones de dólares. Además, en este período, el stock de activos financieros del gobierno se proyecta que haya disminuido en 528 millones de dólares. En consecuencia, el endeudamiento neto del Gobierno (fondeo neto menos el cambio en activos financieros) fue de 1.835 millones de dólares.

<b>ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO ACUMULADO DURANTE 2025</b>	
Millones de dólares, datos preliminares a agosto	
<b>(1) Endeudamiento Bruto</b>	<b>3.210</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Instit. Financieras	33
Emisión Total de Títulos de Mercado	3.177
<i>Emisiones Domésticas</i>	1.270
<i>Emisiones Internacionales</i>	1.907
<b>(2) Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos</b>	<b>1.903</b>
Títulos de Mercado	1.506
<i>Amortizaciones Contractuales de 2025</i>	918
<i>Amortizaciones Anticipadas</i>	588
Préstamos	397
<b>(3) Variación de Activos Financieros</b>	<b>-528</b>
<b>Endeudamiento Neto = (1) - (2) - (3)</b>	<b>1.835</b>

Nota: La suma de los componentes puede no coincidir con los totales por razones de redondeo.

Fuente: MEF.

## 5.3 INDICADORES DE LA ESTRUCTURA DE DEUDA, COSTO DE FINANCIAMIENTO Y RIESGO CREDITICIO

### 5.3.1 Evolución del stock de deuda bruta y neta hasta fin de junio de 2025

La Unidad de Gestión de Deuda del MEF compila y publica trimestralmente las estadísticas de deuda y activos financieros del Gobierno Central en el Reporte de Deuda Soberana.

Las estadísticas de deuda bruta incluyen todos los instrumentos de mercado emitidos, tanto en moneda local como extranjera, bajo jurisdicción doméstica o externa, y en poder de entidades privadas y del sector público (tanto residentes como del exterior). También se incluyen todos los préstamos con Organismos Multilaterales y otras instituciones financieras (residentes u no residentes) cuyo deudor contractual es el Gobierno Central. Las cifras de deuda también incluyen los instrumentos emitidos por el Gobierno Central en poder del Fideicomiso de la Seguridad Social y los Fideicomisos de SiGa (que ofrecen garantía pública a préstamos del sistema bancario a PyMes). La categoría de deuda bruta excluye los bonos, no comercializables, emitidos con el objetivo de capitalizar al Banco Central del Uruguay (BCU).

Los activos financieros del Gobierno Central 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. También se incluyen los activos bajo manejo por inyecciones de capital a los fideicomisos SiGa. Por último, la categoría Otros Activos Financieros excluye los activos bajo manejo del Fideicomiso de la Seguridad Social y del Fondo Fiduciario de créditos hipotecarios reestructurados administrado por la Agencia Nacional de Vivienda (ANV).

Debajo se presenta la evolución de los valores absolutos de deuda, activos financieros y líneas de crédito multilaterales, con las cifras expresadas tanto en miles de millones de pesos, como en millones de dólares.

<b>DEUDA, ACTIVOS FINANCIEROS Y LÍNEAS DE CRÉDITO DEL GOBIERNO</b>										
En miles de millones de pesos uruguayos, a fin de cada período										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Junio 2025
<b>Deuda Bruta</b>	<b>764</b>	<b>824</b>	<b>952</b>	<b>1.114</b>	<b>1.392</b>	<b>1.586</b>	<b>1.639</b>	<b>1.764</b>	<b>2.027</b>	<b>2.015</b>
Activos Financieros	104	99	101	82	117	124	117	113	139	109
<i>Liquidez de Tesorería</i>	74	64	68	45	67	72	64	69	96	66
<i>Otros Activos</i>	30	35	33	37	50	52	53	45	43	43
<b>Deuda Neta</b>	<b>660</b>	<b>726</b>	<b>850</b>	<b>1.032</b>	<b>1.275</b>	<b>1.463</b>	<b>1.522</b>	<b>1.651</b>	<b>1.888</b>	<b>1.906</b>
Líneas de Crédito con Multilaterales <sup>1/</sup>	71	70	79	82	60	83	61	41	34	30

Fuente: MEF.

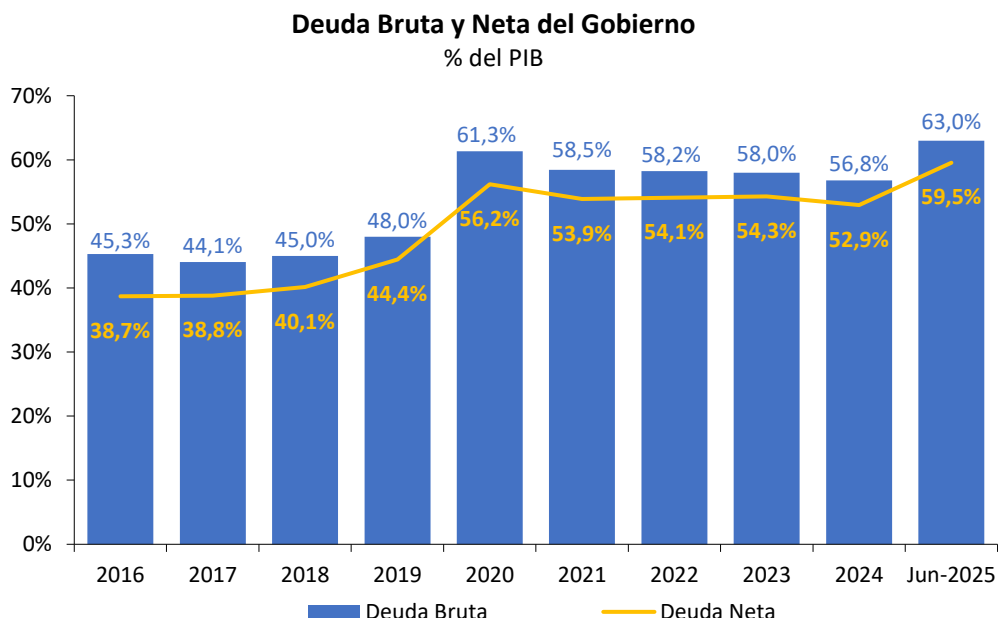
1/ Incluye líneas de crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), y Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

<b>DEUDA, ACTIVOS FINANCIEROS Y LÍNEAS DE CRÉDITO DEL GOBIERNO</b>										
En millones de dólares, a fin de cada período										
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Junio 2025
<b>Deuda Bruta</b>	<b>26.098</b>	<b>28.664</b>	<b>29.383</b>	<b>29.838</b>	<b>32.879</b>	<b>35.498</b>	<b>40.898</b>	<b>45.218</b>	<b>45.946</b>	<b>50.934</b>
Activos Financieros	3.794	3.431	3.174	2.204	2.759	2.773	2.919	2.872	3.117	2.765
<i>Liquidez de Tesorería</i>	2.515	2.230	2.132	1.213	1.582	1.611	1.590	1.762	2.178	1.673
<i>Otros Activos</i>	1.279	1.201	1.042	991	1.177	1.162	1.330	1.111	939	1.092
<b>Deuda Neta</b>	<b>22.304</b>	<b>25.233</b>	<b>26.208</b>	<b>27.634</b>	<b>30.120</b>	<b>32.726</b>	<b>37.979</b>	<b>42.345</b>	<b>42.829</b>	<b>48.169</b>
Líneas de Crédito con Multilaterales <sup>1/</sup>	2.418	2.418	2.434	2.191	1.415	1.865	1.515	1.039	764	764

Fuente: MEF.

1/ Incluye líneas de crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) y Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

El stock bruto de deuda del Gobierno Central alcanzó el 63,0% del PIB a fin de junio de 2025, lo que representa un aumento de 6,2 p.p. del PIB respecto a finales de 2024. La deuda neta alcanzó el 59,5% del PIB, lo que representa un aumento de 6,6 p.p. en comparación con finales de 2024.



Fuente: MEF

Nota: El cociente de deuda sobre PIB se calcula tomando el numerador y el denominador en dólares

En esta sección, el cociente de deuda bruta y neta sobre PIB hasta fin de junio 2025 se calcula tomando el numerador y el denominador expresados en dólares, como forma de cálculo implementada por el MEF desde 2005. En el caso del numerador, se usa el tipo de cambio pesos por dólar a fin del período para convertir a dólares la porción de la deuda denominada en moneda nacional (nominal o indexada), luego utilizando los valores correspondientes de UI y UP a fin de período para la deuda indexada. Para el caso de la deuda en moneda extranjera distinta al dólar, se utilizan los tipos de cambio de arbitraje para expresarla en dólares. El mismo procedimiento se sigue para expresar los activos financieros en dólares americanos, y así poder calcular la deuda neta total expresada en dólares en el numerador. Por su parte, en el denominador se usa el tipo de cambio promedio del período para re-exresar el PIB (publicado

por el BCU en pesos) a dólares. Esto implica que los flujos se expresan en dólares utilizando el tipo de cambio promedio, y los stocks utilizando los tipos de cambio de fin de período.

### 5.3.2 Evolución de la composición de la deuda

---

La proporción de deuda en moneda local en el total de la deuda alcanzó el 54,3% a finales de junio de 2025, aumentando 2 puntos porcentuales respecto a finales de 2024. Del total del endeudamiento bruto durante los primeros seis meses de 2025, el 38,9% estuvo denominado en moneda local (equivalente a 959 millones de dólares). Este volumen de financiamiento en moneda local fue parcialmente compensado por el hecho de que, del total de las amortizaciones de bonos y préstamos del primer semestre de 2025, el 58,3% estuvo denominado en moneda local (695 millones de dólares). La apreciación nominal y real del peso respecto al dólar y de los salarios en dólares durante el primer semestre de 2025 contribuyó a aumentar la proporción del stock de deuda en moneda local debido a los efectos de valuación.

Adicionalmente, a junio de 2025, la participación de la deuda de corto plazo (vencimientos contractuales antes de fin de junio de 2026) representó el 4,0% del stock total de deuda bruta, y el plazo promedio de vencimiento de la cartera de deuda fue de 12,4 años.

En cuanto a la composición de la deuda por jurisdicción, al finalizar junio 2025, el 28,7% del portafolio de deuda se encontraba emitido bajo jurisdicción local, al tiempo que el 71,3% restante ha sido contraído bajo jurisdicción extranjera. La participación de acreedores residentes en la deuda total es de 52%, y la participación de inversores extranjeros en las tenencias totales de títulos públicos globales de mercado alcanza el 60% al cierre del primer trimestre del 2025.

**INDICADORES DE RIESGO Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO**

En % del total, a fin de cada período

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Jun 2025
<b>Por moneda<sup>1/</sup></b>							
Moneda extranjera (ME)	56,1	54,5	52,7	47,4	45,7	47,6	45,7
<i>Dólares</i>	53,9	49,1	47,8	43,6	42,4	41,9	40,0
<i>Otros</i>	2,2	5,4	4,8	3,8	3,3	5,7	5,7
Moneda nacional (MN)	43,9	45,5	47,3	52,6	54,3	52,3	54,3
<i>Pesos uruguayos</i>	8,6	5,6	7,3	6,5	9,0	9,0	9,7
<i>Unidades indexadas (UI)</i>	28,1	31,3	30,0	31,9	28,6	26,8	26,3
<i>Unidades indexadas a salario (UR y UP)</i>	7,3	8,6	10,1	14,2	16,6	16,5	18,3
<b>Por madurez residual</b>							
Corto plazo (menor o igual a un año)	5,6	4,7	5,3	4,4	4,5	5,1	4,0
Medio y largo plazo	94,4	95,3	94,7	95,6	95,5	94,9	96,0
<b>Por tipo de tasa</b>							
Fija <sup>2/</sup>	94,3	95,8	94,6	94,3	92,3	93,9	94,6
Flotante	5,7	4,2	5,4	5,7	7,7	6,1	5,4
<b>Por instrumento</b>							
Bonos	90,8	88,0	87,9	88,7	87,9	87,3	88,2
Préstamos	9,2	12,0	12,1	11,3	12,1	12,7	11,8
<b>Por residencia del acreedor<sup>3/</sup></b>							
Residentes	42,6	42,2	44,3	50,1	50,8	51,2	52,0
No residentes	57,4	57,8	55,7	49,9	49,2	48,8	48,0
<i>Bonos y Notas</i>	48,2	45,8	45,8	38,6	37,2	36,3	35,8
<i>Préstamos con instituciones financieras</i>	9,2	12,0	12,0	11,3	12,1	12,5	12,2
<b>Por jurisdicción contractual</b>							
Local	21,6	22,0	23,4	28,9	29,5	27,0	28,7
Internacional	78,4	78,0	76,6	71,1	70,5	73,0	71,3

Fuente: MEF.

Notas: La suma de los componentes puede no coincidir con los totales por razones de redondeo.

1/ la composición en moneda extranjera se define con criterio contractual. Refleja las conversiones de deuda con organismos multilaterales

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

3/ información refleja los últimos datos disponibles al fin de primer trimestre de 2025.

**INDICADORES DE COSTOS Y RIESGO DE LA DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO**

En % del total, a fin de cada período

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Jun 2025
<b>Tasa de interés promedio<sup>1/</sup></b>							
Dólares	5,0	4,8	4,6	5,1	5,2	5,4	5,4
Euros	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Yenes	1,3	0,9	0,7	0,7	0,7	1,6	1,6
Francos suizos	·	0,3	0,4	0,4	0,3	1,0	1,1
Pesos uruguayos	10,6	9,6	8,8	8,8	9,2	9,1	9,2
Unidades indexadas (UI)	3,8	3,6	3,4	3,3	3,4	3,4	3,5
Unidades indexadas a salario (UR y UP)	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,1	2,1
<b>Riesgo de moneda</b>							
Deuda en ME	56,1	54,5	52,7	47,4	45,7	47,6	45,7
Deuda en ME que vence en un año	1,1	2,3	1,9	1,5	2,3	1,9	2,0
<b>Riesgo de tasa de interés</b>							
Duración (en años)	12,5	12,1	11,7	11,1	10,7	10,6	11,4
Deuda a tasa flotante	5,7	4,2	5,4	5,7	7,7	6,1	5,4
Deuda que reajusta tasa en un año	11,1	8,5	10,0	9,9	11,7	10,8	9,0
<b>Riesgo de refinanciamiento y liquidez</b>							
Madurez promedio (en años)	14,0	13,5	12,9	12,3	12,0	11,7	12,4
Deuda que vence en un año	5,6	4,7	5,3	4,4	4,5	5,1	4,0
(Activos líquidos + Líneas de crédito) / Servicio de deuda un año hacia adelante <sup>2/</sup>	108,0	95,7	105,2	88,3	71,2	73,1	57,7

Fuente: MEF.

Notas:

1/ promedio ponderado por moneda.

2/ servicio de deuda incluye amortizaciones más pago de intereses.

## COMPOSICIÓN DEL STOCK DE TÍTULOS DE MERCADO Y PRÉSTAMOS DEL GOBIERNO, POR MONEDA Y RESIDENCIA DEL ACREEDOR

A fin de junio de 2025, en %

	Residentes	No residentes	Total
<b>Stock de Notas Emitidas en Mercado Local (en % del total)*</b>	99,8	0,2	100
<i>de los cuales:</i>			
Pesos nominales (UYU)	6,4	0,2	6,6
Unidades Indexadas (UI)	30,8	0,0	30,8
Unidades indexadas a salarios (UR y UP)	62,6	-	62,6
<b>Stock de Bonos Emitidos en Mercado Internacional (en % del total)*</b>	40,6	59,4	100
<i>de los cuales:</i>			
Pesos nominales (UYU)	4,8	6,1	10,9
Unidades Indexadas (UI)	25,1	3,9	29,1
Dólares	10,7	48,0	58,7
Euros	-	-	-
Yenes japoneses	-	1,3	1,3
Francos suizos	-	-	-
Renminbi	-	-	-
<b>Stock de Préstamos con Instituciones Financieras (en % del total)</b>	3,1	96,9	100
<i>de los cuales:</i>			
Pesos nominales (UYU)	-	5,7	5,7
Unidades Indexadas (UI)	3,1	-	3,1
Dólares	-	49,5	49,5
Euros	-	0,5	0,5
Yenes japoneses	-	21,0	21,0
Francos suizos	-	20,2	20,2
Renminbi	-	0,0	0,0

Fuente: MEF.

Nota: la suma de los componentes puede no coincidir con los totales por razones de redondeo.

\* Los datos de composición para bonos corresponden a marzo de 2025

La proporción del circulante de los bonos emitidos en el mercado internacional en manos de residentes y no residentes, varía según la moneda de denominación de los bonos globales. De acuerdo a los últimos datos disponibles, la tenencia de no residentes en el total de los bonos globales fue de 59,4%, predominando en la ponderación en los bonos en dólares y yenes, frente a otras monedas. En cuanto a residentes, estos poseen 40,6% del total de los bonos globales, destacándose la proporción de aquellos en unidades indexadas. Respecto a las Notas emitidas en el mercado doméstico, sólo el 0,2% está en manos de no residentes.

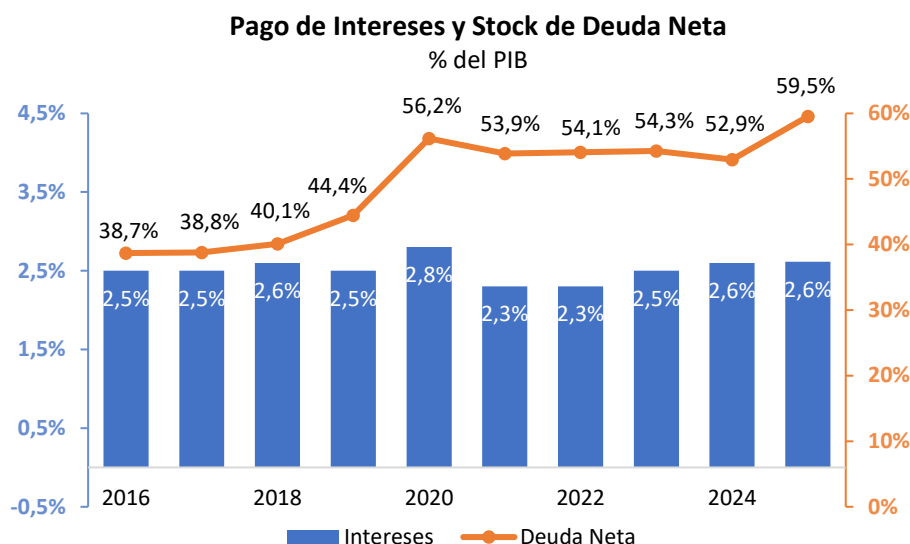
Finalmente, el stock de préstamos con instituciones financieras se encuentra, casi enteramente, ha sido concedido por acreedores de no residentes. Los dólares ponderan poco más de la mitad del total, seguido por los yenes japoneses y francos suizos (éstos últimos derivados de las operaciones de conversión de monedas de préstamos de organismos multilaterales).

### 5.3.3 Evolución del Pago de Intereses y Stock de Deuda Neta sobre PIB

Tal como se mencionó previamente, el stock de deuda neta se ubicó en 59,5% del PIB a junio de 2025. Si esta cifra se compara con la de fin de 2016 (38,7% del PIB), se observa que la deuda neta aumentó 20,8 p.p. en 12 años. Sin embargo, la evolución del gasto neto en intereses por la deuda del gobierno, también medidos como porcentaje del PIB, ha pasado de 2,5% en 2016 a 2,6% en los 12 meses a junio de 2025. En términos absolutos, el aumento fue de 0,1 p.p. del PIB durante el mismo período, reflejando la reducción en la tasa de interés promedio efectiva del stock de endeudamiento público.

Varios factores pueden explicar este fenómeno, que se observa en forma más pronunciada a partir de 2019:

- La fuerte baja en las tasas de interés internacionales (hasta 2022), junto con la fuerte reducción en el premio crediticio de Uruguay, permitió obtener nuevo financiamiento a tasas más bajas que en períodos previos.
- En varias de las operaciones de emisión de deuda local e internacional durante este último período, se canjearon títulos emitidos a tasas más altas que los títulos colocados, tanto en moneda local como en dólares.
- Una parte importante del pago de intereses está asociado a deuda en dólares, por lo que la variación en el tipo de cambio nominal (y, en particular, períodos de apreciación real de la moneda), tienden a reducir el pago de intereses en relación con el PIB.
- Un elemento central de la estrategia de gestión de deuda del país en las últimas dos décadas ha sido la profundización del financiamiento en pesos, capitalizando la reducción de la inflación. Una parte sustancial de estas emisiones, hasta el presente, se han realizado en monedas indexadas (UI, UR y más recientemente UP). A junio de 2025, el 82% del stock de deuda en moneda local estaba en monedas indexadas. En estos casos, sólo el componente real de la tasa es la que se registra en la cuenta de pago de intereses del resultado fiscal: la compensación por inflación o variación del salario nominal en la tasa de interés se capitaliza en el stock de deuda. Ambos factores contribuyen también a explicar la bifurcación entre ambas series como porcentaje del PIB que se observa en la gráfica.
- La diversificación y ampliación de la base inversora también ha contribuido, a lo largo de los últimos veinte años, a obtener tasas progresivamente más competitivas en las emisiones de deuda.
- Las conversiones de préstamos multilaterales en dólares a otras monedas extranjeras (yenes y francos suizos) ha buscado reducir la carga esperada de intereses de la deuda del Gobierno, contribuyendo a atenuar el impacto del endeudamiento incremental sobre el resultado fiscal.
- A partir del año 2024, el Gobierno obtiene una remuneración sobre el saldo de sus activos líquidos en moneda local y extranjera que mantiene en el BCU, contribuyendo a reducir el costo de oportunidad de su política de pre-financiamiento.



Fuente: MEF

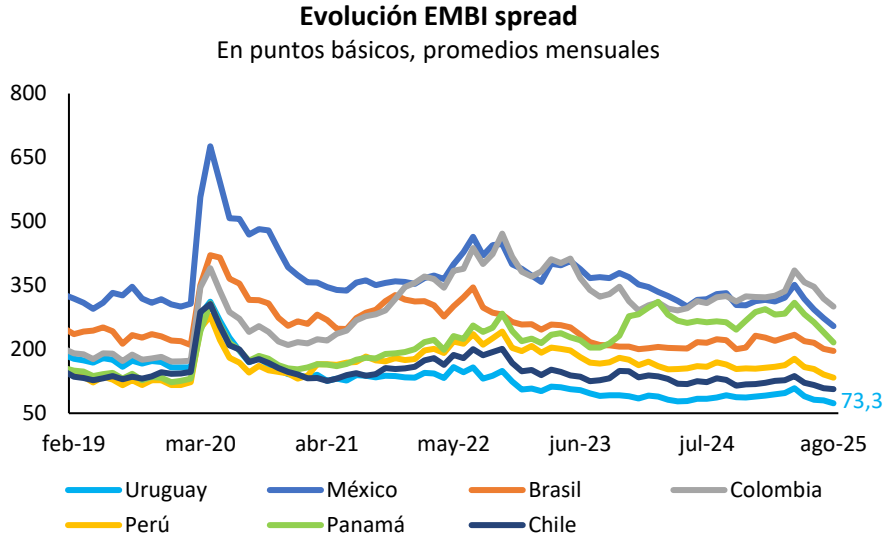
#### 5.3.4 Evolución de la calificación crediticia soberana

En los últimos años, nuestro país logró mejoras de la calificación crediticia por parte de las cinco agencias que califican el crédito soberano del país, de la mano de una compresión de la prima de riesgo soberano. Así, el país logró alcanzar la mayor nota de crédito de su historia, “BBB+”, apenas un escalón por debajo de la categoría “A”.

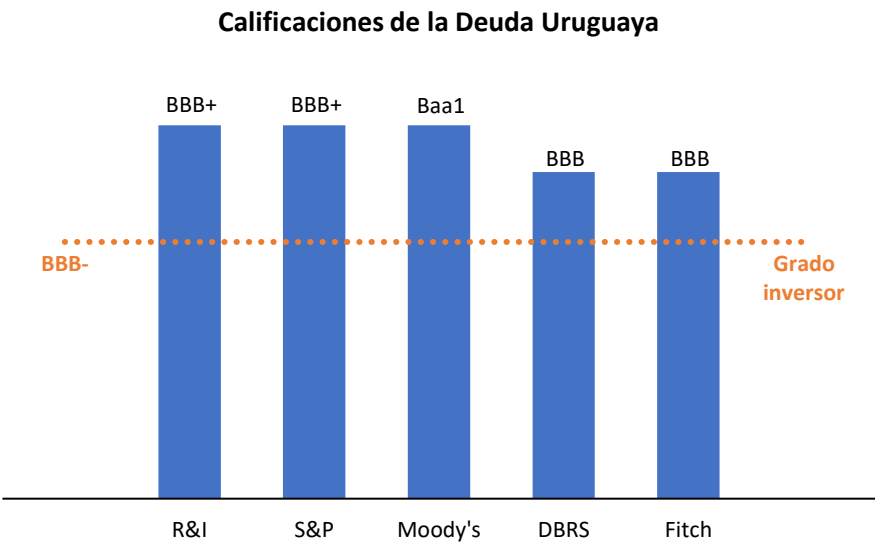
Desde que asumió este Gobierno no se dieron cambios en la calificación crediticia de Uruguay, aunque sí hubo reportes de actualización de crédito de algunas de las agencias calificadoras pero que no implican una acción crediticia.

En particular, el 4 de abril de 2025, Moody's actualizó su análisis crediticio de Uruguay y en agosto publicó su Opinión Crediticia. Según la agencia, el perfil crediticio de Uruguay ("Baa1" con perspectiva estable) está respaldado por su sólida fortaleza institucional y mejores perspectivas de crecimiento. Moody's añadió que la mejora de los marcos de política fiscal y monetaria ha contribuido a políticas macroeconómicas sólidas y respaldan el perfil crediticio soberano. Según la agencia, el Gobierno deberá avanzar en su agenda de reformas para abordar sus desafíos estructurales, incluidos los niveles de inversión relativamente bajos y las rigideces del gasto público.

Por otra parte, el 08 de mayo de 2025 Fitch Ratings hizo público el resultado de una revisión de su Comité de Crédito, que no implicó una acción crediticia. Tanto la nota como la perspectiva de Uruguay se mantienen sin cambios (BBB y estable).



Fuente: JP Morgan.



Nota: Todas las calificaciones poseen perspectiva estable.  
Fuente: Fitch Ratings, Moody's, S&P, R&I, DBRS.

## 5.4 PROGRAMA FINANCIERO DEL GOBIERNO Y DINAMICA DE ENDEUDAMIENTO: 2025-2029

---

El programa financiero 2025-2029 del Gobierno resume las necesidades de financiamiento y fuentes de fondeo con frecuencia anual. El total de necesidades de financiamiento incluye el déficit fiscal primario, el pago neto de intereses, la amortización (contractual y anticipada) de títulos de mercado y préstamos, y la variación de activos financieros. Las fuentes de financiamiento son principalmente las emisiones de títulos soberanos en el mercado local e internacional, además de los desembolsos de préstamos con organismos multilaterales de crédito.<sup>35</sup>

Para el diseño del plan de financiamiento se tuvo en cuenta los supuestos sobre el escenario macro financiero de base, las proyecciones fiscales del resultado primario, el perfil del servicio de deuda (pago de intereses y amortizaciones), la estrategia de fondeo en mercados de capitales y con organismos multilaterales y los objetivos de gestión y administración de deuda y activos.

El programa financiero que respalda esta propuesta presupuestal es un insumo clave para proyectar la dinámica de deuda sobre PBI durante el quinquenio y evaluar su sostenibilidad y convergencia al ancla fiscal, tal como se presenta más adelante.

### 5.4.1 Proyecciones de necesidades, fuentes de financiamiento y endeudamiento neto para 2025

---

Las necesidades totales de financiamiento del Gobierno Central para el año en curso se proyectan en 6.326 millones dólares, de las cuales 2.169 millones de dólares corresponden al pago neto proyectado de intereses y 2.763 millones de dólares a pagos de amortización de capital y cancelaciones anticipadas por operaciones de manejo de pasivos.

La emisión bruta total de títulos públicos en 2025, en mercados internacionales y doméstico, se estima en aproximadamente 5.698 millones de dólares. En los primeros ocho meses del año en curso, el Gobierno lleva emitidos títulos en el mercado por el equivalente a 3.177 millones de dólares (56% de lo programado). Adicionalmente, el financiamiento en 2025 se complementará con préstamos de organismos multilaterales de crédito que se estiman alcanzarían los 533 millones de dólares.

El Endeudamiento Neto del Gobierno derivado del plan financiero para 2025 se proyecta en 3.414 millones de dólares. El tope legal de endeudamiento neto presentado en el Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas de 2024 es de 3.450 millones de dólares.

---

<sup>35</sup> La partida "Otros" incluye el efecto neto de operaciones de financiamiento que no impactan en las estadísticas de deuda bruta; efectos de valuación de mercado por emisiones y recompra anticipada de bonos precios por encima o debajo de la par (valor facial); y fuentes financieras de aumento de caja del Tesoro que no implican un ingreso del gobierno en las estadísticas fiscales.

**PROGRAMA FINANCIERO DEL GOBIERNO PROYECTADO PARA 2025**

En millones de dólares

<b>USOS</b>	<b>6.326</b>
Déficit Primario <sup>1/</sup>	1.340
Pago de Intereses <sup>2/</sup>	2.169
Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos <sup>3/</sup>	2.763
Variación de Activos Financieros <sup>4/</sup>	54
<i>Liquidez de Tesorería</i>	82
<i>Otros Activos Financieros</i>	-28
<b>FUENTES</b>	<b>6.326</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	533
Emisión Total de Títulos de Mercado <sup>5/</sup>	5.698
Otros (neto) <sup>6/</sup>	95
<b>ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO</b>	<b>3.414</b>
<i>Tope Legal para 2025</i>	3.450

Notas: Preliminar

1/ No incluye ingresos estimados del fideicomiso II de la seguridad social.

2/ incluye los pagos de intereses al FSS y al Fideicomiso SiGa por tenencia de títulos del gobierno.

3/ incluye los vencimientos contractuales y los bonos recomprados que vencen en años subsiguientes.

4/ variación de los activos líquidos de Tesorería y de otros activos financieros (activos de los fideicomisos SiGa y activos con otras entidades del sector público, producto de préstamos contractualmente contraídos por la República en representación de las mismas); un valor negativo (-) implica una desacumulación de activos.

5/ incluye bonos emitidos en los mercados doméstico e internacional.

6/ Refleja el efecto neto de operaciones de financiamiento que no impactan en las estadísticas de deuda bruta; efectos de valuación de mercado por emisiones de bonos precios por encima o debajo de la par; y fuentes financieras de aumento de caja del Tesoro que no implican un ingreso del gobierno en las estadísticas fiscales.

**5.4.2 Proyecciones de deuda bruta y neta para 2025**

Para proyectar y analizar la evolución del stock de deuda (bruta y neta) del Gobierno Central como porcentaje del PIB a fin de 2025, se utiliza el modelo determinístico de dinámica y sostenibilidad de deuda desarrollado por la Unidad de Gestión de Deuda (UGD) del MEF, en base a ecuación canónica de la restricción presupuestaria del Gobierno expresada en pesos corrientes.<sup>36</sup> Partiendo del nivel y composición por monedas, instrumentos, tasas y plazos de los pasivos y activos financieros del gobierno a junio de 2025, el modelo incorpora como insumos:

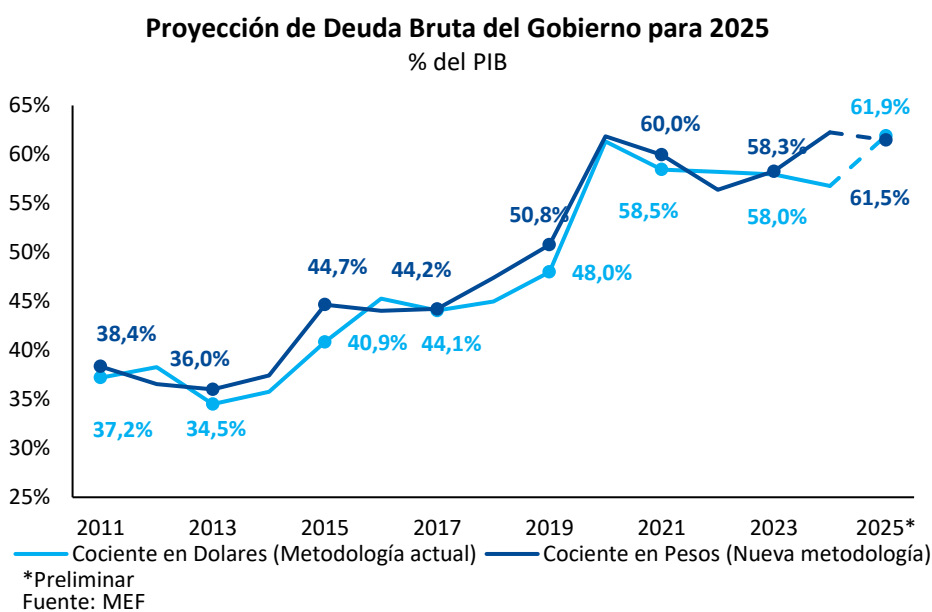
- 1) El escenario macroeconómico de Uruguay e internacional de base para 2025, asumiendo exógenamente la evolución de variables financieras internacionales, en base a proyecciones de fuentes públicas reconocidas.
- 2) El programa financiero descrito anteriormente, que incluye el monto anual de emisiones y desembolsos por moneda y plazos, así como el perfil de servicio de deuda (amortizaciones y pago de intereses).

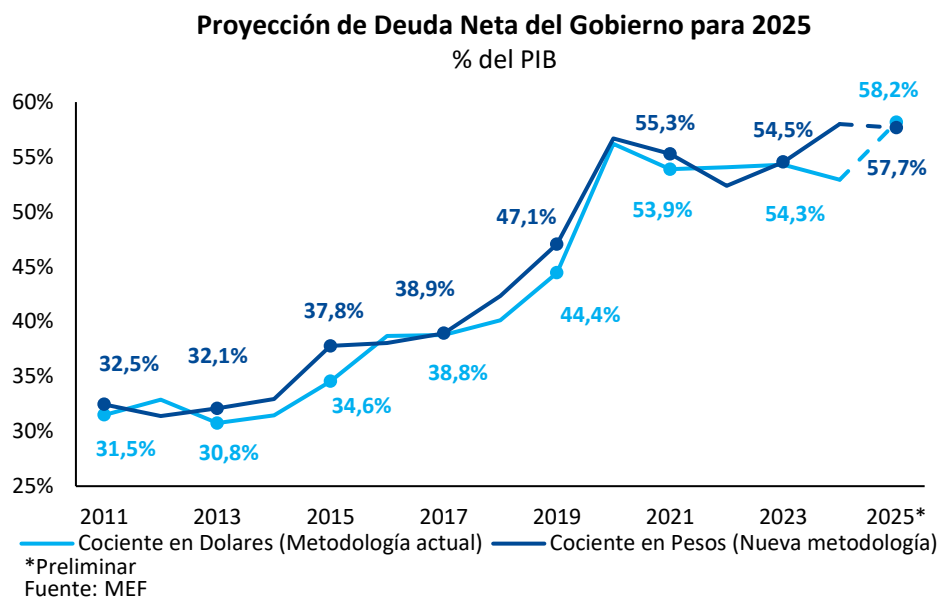
<sup>36</sup> Por más información respecto a la metodología utilizada en el modelo, por favor acceda al anexo metodológico.

### Metodología de Cálculo de Cocientes de Deuda sobre PIB

Tal como se mencionó en la sección anterior, desde que la Unidad de Gestión de Deuda comenzó a publicar las estadísticas oficiales de endeudamiento público en términos del PIB, tanto el stock nominal de deuda bruta y activos financieros, así como el de PIB nominal, se expresan en dólares. Para expresar en unidades de dólares la deuda y activos, al tratarse de stocks al cierre del período, se utiliza la cotización del último día del trimestre o año de los tipos de cambio y unidades indexadas respectivas. En cambio, para convertir el PIB a dólares, al ser una variable de flujo, se recurre al tipo de cambio promedio anual. En tanto la variación del tipo de cambio promedio de año y el de fin de período no se diferencien demasiado, esta metodología no genera grandes diferencias respecto a la alternativa de calcular el cociente expresando el numerador y denominador en pesos nominales. Sin embargo, cuando las fluctuaciones en la cotización del tipo de cambio nominal son tales que el promedio y el de fin de período difieren significativamente, pueden producirse movimientos divergentes en el cálculo del cociente ratio deuda/PIB entre ambas metodologías.

Los cuadros debajo presentan la evolución histórica de los cocientes de deuda bruta y neta como porcentaje del PIB entre 2011 y 2024 a fin de cada año, bajo ambas metodologías. Las series incluyen también la proyección de la deuda como proporción del PIB para 2025, derivado del modelo.





Es posible observar que las series están altamente correlacionadas y exhiben años con exactamente el mismo valor (como en 2017 y 2023). Sin embargo, hay otros años en que una y otra metodología de cálculo arrojan valores dispares, debido a la evolución relativa del tipo de cambio intra-anual y fin de período, y la composición de la deuda bruta (y activos) en moneda local y extranjera.

El promedio anual de la discrepancia para el cociente de deuda neta (en puntos porcentuales del PIB) es de -1%, indicando que el cociente de deuda medido en dólares (fórmula actual), tendió a estar en promedio un punto porcentual por debajo del cociente de haberse expresado en pesos. La discrepancia mayor en este sentido se dio en 2024, donde el cálculo del cociente en dólares reportado fue de 5,1 puntos porcentuales menor al que se hubiese reportado si el cálculo hubiese aplicado la metodología alternativa. Por el contrario, en 2022 el cociente reportado en las estadísticas oficiales (con la metodología de cociente en dólares) estuvo 1,7 puntos porcentuales por encima del que hubiese resultado con la fórmula de cociente en pesos.<sup>37</sup> También es posible observar que en el período de análisis, en 11 de los 15 años, el cociente de deuda medida en dólares estuvo *por debajo* del calculado con el cociente en pesos (con distintos márgenes de diferencia), si bien la desviación estándar de las series son solo levemente diferentes.

En base a estas observaciones, a partir de la publicación correspondiente a valores de fin del año 2025, las estadísticas oficiales de deuda bruta y neta del Gobierno como porcentaje del PIB, serán calculadas expresando las magnitudes en moneda nacional en el numerador y

<sup>37</sup> En el caso de la metodología actual, los efectos de las variaciones del tipo de cambio de fin de año y promedio del año operan en sentido contrario sobre el cociente de deuda neta sobre PIB. Por un lado, un aumento del tipo de cambio promedio tiende a aumentar la deuda neta sobre PIB (ya que reduce el PIB en dólares por “efecto denominador”, con todo lo demás constante). Por otro lado, una suba mayor del tipo de cambio de fin de año, tiende a reducir la deuda neta sobre PIB (ya que reduce el monto en dólares de la porción de la deuda neta en pesos por “efecto numerador”, con todo lo demás constante). Por lo tanto, el impacto combinado de la variación del tipo de cambio sobre la deuda neta sobre PIB será función de las magnitudes relativas de las variaciones del tipo de cambio promedio y fin de año y el porcentaje de la deuda y activos denominados en moneda local. En el año 2024, el aumento del tipo de cambio nominal “punta a punta” (12,8%) fue significativamente mayor a la correspondiente a la evolución del tipo de cambio promedio (3,6%), contribuyendo a una *reducción* en la deuda neta sobre PIB respecto a 2023, pese al déficit fiscal en el año.

denominador al calcular la deuda en términos del PIB. En este sentido, el cálculo del cociente de ancla de deuda ha sido econométricamente calibrado utilizando la serie temporal de los cocientes expresados en moneda local.

Los argumentos para tal decisión son las siguientes. Primero, la práctica habitual a nivel internacional, tanto de la mayoría de las calificadoras de riesgo como de los organismos multilaterales que recopilan y analizan información sobre la deuda uruguaya, es presentar el cociente con ambas cifras en moneda local. Por lo tanto, se entiende que la adopción de la nueva fórmula de cálculo de los cocientes no implicaría una innovación para los observadores externos y a la vez permitiría alinear la metodología con los estándares internacionales. Segundo, dado que históricamente la deuda medida en cocientes en pesos ha estado por encima de la calculada en dólares, reportar las cifras de la primera manera es más conservador desde el punto de vista de la gestión macroeconómica y financiera. Tercero, hasta hace una década y media aproximadamente, la porción mayor de la deuda estaba denominada en moneda extranjera, por lo que resultaba razonable expresar el cociente de deuda/PIB con ambas magnitudes convertidas a dólares. Sin embargo, a medida que la participación de la deuda en moneda nacional fue aumentando —y dado que actualmente representa más de la mitad del portafolio— se entiende más conveniente hacer el cálculo denominando ambas magnitudes en la moneda nacional, en línea con los avances en la desdolarización de los últimos años. Asimismo, se considera que el año 2025 representa una buena oportunidad para hacer esta transición metodológica, ya que el modelo indica que la deuda sobre PIB proyectada bajo ambas metodologías de cálculo sería aproximadamente igual (con una diferencia de -0,5%, que es la mitad de la discrepancia promedio anual del período).

Por último, es importante destacar que, hacia adelante, la adopción de la metodología de cálculo de la proporción deuda sobre PIB con magnitudes definidas en pesos, no implica eliminar completamente el impacto de las fluctuaciones cambiarias o de precios relativos sobre la variación interanual en el stock de deuda neta de fin de período en relación al tamaño de la economía. En la fórmula de cálculo, el único indicador a utilizar de tipo de cambio pesos por dólar (y arbitrajes a otras monedas extranjeras) será el de fin de período, para expresar el componente de la deuda neta de activos en moneda extranjera en el numerador, a pesos nominales. En ese caso, la apreciación de la moneda local “punta a punta” en el año tenderá a reducir la magnitud del numerador y por tanto el cociente calculado, todo lo demás constante. Sin embargo, si esto coincide con una apreciación cambiaria promedio anual, esta dinámica operará aumentando el cociente de la deuda neta, dado todo lo demás, ya que tenderá a reducir el ritmo de aumento de del deflactor del PIB a través de los precios de los transables en la economía. Sin embargo, a diferencia del cálculo del cociente de deuda donde numerador y denominador están medidos en dólares, el valor del tipo de cambio promedio no se aplica directamente (a través del denominador) en el cálculo de los cocientes en pesos.

#### *Descomposición de factores de variación de deuda neta en 2025*

El gráfico debajo resume la contribución de las distintas variables a la variación proyectada de la deuda bruta en porcentaje del PBI durante 2025, en base a la derivación analítica del modelo y los supuestos macroeconómicos y de gestión de deuda.

El principal factor que contribuye a aumentar el cociente es el déficit fiscal, estimado en 4,1% del PIB para 2025. Asimismo, el aumento proyectado de la Unidad Indexada a la inflación y de las otras unidades indexadas a los salarios (Unidad Reajutable y Unidad Previsional) tiene el

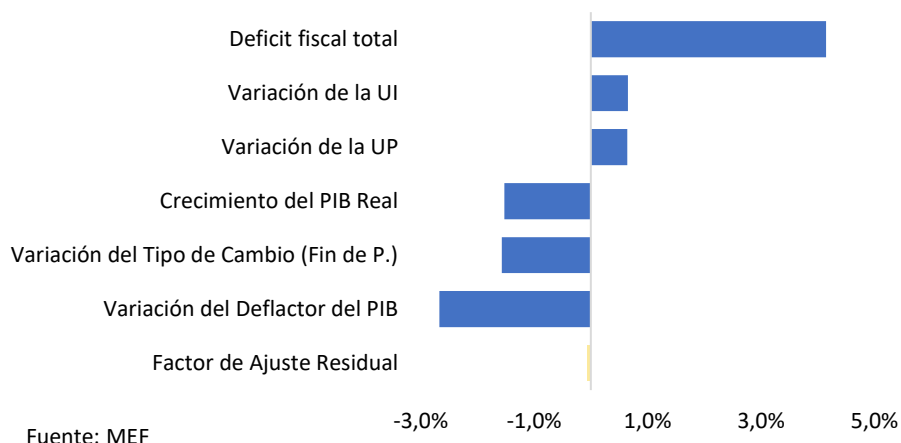
efecto de aumentar el cociente de deuda por el efecto valuación vinculados a la revalorización del stock de deuda en moneda local indexada a inflación del IPC y salarios.

En cambio, la variación proyectada del PIB real y la inflación en el deflactor del PIB contribuyen a reducir el cociente, al aumentar el valor en pesos nominales del denominador. Asimismo, la apreciación interanual del peso proyectada a fin de año (respecto fundamentalmente al dólar, y también al yen y francos suizos) tiene un impacto neto significativo en la disminución del numerador del cociente de deuda sobre PBI, ya que disminuye el valor del stock de deuda neta en moneda extranjera medido en pesos nominales, dada la relativamente alta proporción de deuda denominada en moneda extranjera)<sup>38</sup>.

En conclusión, el impacto de reducción de la deuda neta sobre PIB derivado crecimiento del PIB en términos nominales y reales, en combinación con el efecto del tipo de cambio de fin de período, es suficiente en 2025 para más que compensar el impacto positivo sobre el cociente de deuda neta por el déficit fiscal y los efectos valuación vinculados a la revalorización del stock por inflación y salarios.<sup>39</sup>

### Contribución de Factores a la Variación Anual Proyectada de la Deuda Neta sobre PIB del Gobierno a fin de 2025

en puntos porcentuales del PIB de 2025



<sup>38</sup> Es importante notar el efecto contrario en la deuda neta medida en pesos derivado de la apreciación del tipo de cambio de fin de período, que opera a través de una reducción en el valor en pesos de los activos financieros de Tesorería denominados en dólares, todo lo demás constante. Sin embargo, dada la magnitud relativa de la deuda bruta respecto a los activos financieros, y la composición por moneda de los pasivos y activos, el efecto que domina ampliamente es el de una reducción de la deuda neta medida en pesos ante una apreciación cambiaria de fin de período.

<sup>39</sup> Es relevante destacar que la apreciación proyectada del tipo de cambio nominal *promedio* en el año 2025 también opera a través de distintos canales sobre el cociente de deuda neta, si bien estos efectos ya están incorporados en las otras variables determinantes de la ecuación de dinámica de deuda. Por un lado, la apreciación promedio contribuye indirectamente a *reducir* el cociente vía el nivel del déficit fiscal, por ejemplo, al reducir el valor en pesos de los intereses pagados en moneda extranjera durante el año (donde la magnitud del efecto depende de la cadencia de pagos de intereses a lo largo del año y de la fluctuación intra-anual del tipo de cambio). Por el contrario, la apreciación cambiaria promedio anual opera *aumentando* el cociente de la deuda neta, dado todo lo demás, ya que tiende a reducir el ritmo de aumento de del deflactor del PIB a través de los precios de los transables en la economía. Sin embargo, a diferencia del cálculo del cociente medido en dólares, el valor del tipo de cambio promedio no tiene un impacto *directo* en el cálculo de los cocientes en pesos.

### 5.4.3 Proyecciones de necesidades, fuentes de financiamiento y endeudamiento neto para 2026-2029

Debajo se resume el programa financiero del Gobierno para el período 2026-2029, en base a los supuestos y objetivos de financiamiento del gobierno descritos en la sección anterior:

<b>PROGRAMA FINANCIERO DEL GOBIERNO PROYECCIONES 2026-2029</b>				
En millones de dólares, excepto donde se indique				
	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	<b>2029</b>
<b>USOS</b>	<b>6.667</b>	<b>6.843</b>	<b>6.254</b>	<b>6.078</b>
Déficit Primario	1.345	902	458	3
Pago de Intereses <sup>1/</sup>	2.381	2.520	2.655	2.861
Amortizaciones de Títulos de Mercado y Préstamos <sup>2/</sup>	2.908	3.431	3.155	3.188
Variación de Activos Financieros <sup>3/</sup>	33	-10	-14	26
<i>Liquidez de Tesorería</i>	70	31	26	42
<i>Otros Activos Financieros</i>	-37	-41	-40	-16
<b>FUENTES</b>	<b>6.667</b>	<b>6.843</b>	<b>6.254</b>	<b>6.078</b>
Desembolsos con Org. Multilaterales e Inst. Financieras	600	600	500	500
Emisión Total de Títulos de Mercado <sup>4/</sup>	5.966	6.145	5.652	5.467
Otros (neto) <sup>5/</sup>	101	98	102	111
<b>ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO</b>	<b>3.625</b>	<b>3.324</b>	<b>3.011</b>	<b>2.753</b>
Tope Legal propuesto para 2026 (expresado en millones de UI)	25.115			
<i>(equivalente millones de USD) <sup>6/</sup></i>	3.992			

Notas: Preliminar

1/ incluye los pagos de intereses al FSS y al Fideicomiso SiGa por tenencia de títulos del gobierno.

2/ incluye los vencimientos contractuales y los bonos recomprados que vencen en años subsiguientes.

3/ variación de los activos líquidos de Tesorería y de otros activos financieros (activos de los fideicomisos SiGa y activos con otras entidades del sector público, producto de préstamos contractualmente contraídos por la República en representación de las mismas); un valor negativo (-) implica una desacumulación de activos.

4/ incluye bonos emitidos en los mercados doméstico e internacional.

5/ Refleja el efecto neto de operaciones de financiamiento que no impactan en las estadísticas de deuda bruta; efectos de valuación de mercado por emisiones de bonos precios por encima o debajo de la par; y fuentes financieras de aumento de caja del Tesoro que no implican un ingreso del gobierno en las estadísticas fiscales.

6/ Equivalente en dólares calculado con supuestos sobre proyección de variables financieras a agosto de 2025; el tope legal propuesto estará definido en millones de UI, y el monto en millones de USD presentado en la tabla es a fines informativos para al margen de holgura incluido en el límite legal.

Fuente: MEF.

Para hacer frente a los usos de fondos proyectados, el Gobierno buscará profundizar el financiamiento en moneda local en el mercado doméstico, y una composición equilibrada en términos de monedas (local y extranjera) en las emisiones de deuda internacional. En ambos casos, con foco en reducir el costo fiscal del financiamiento y seguir diversificando la base inversora. Al mismo tiempo, continuará priorizando la profundidad en las curvas en moneda local, e incentivando y fomentando las actividades de formación de mercado por parte de bancos y otras instituciones financieras, tanto domésticas como extranjeras.

El programa contempla adicionalmente la optimización de los recursos provenientes de los organismos multilaterales de crédito (Banco Inter-Americano de Desarrollo, Banco Mundial,

Corporación Andina de Fomento y Fonplata). De esta manera, se espera que en el período los desembolsos con estos organismos cubran el restante 14% 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 liquidez precautoria.

#### 5.4.4 Tope Legal de Endeudamiento Neto del Gobierno para 2026

---

La proyección de endeudamiento neto del gobierno para 2026 que se deriva del programa financiero presentado anteriormente es de 3.635 millones de dólares.

Entre el año 2020 y 2025, el tope legal de endeudamiento neto del Gobierno se ha fijado en millones de dólares. El marco fiscal introducido en 2020 cambió el criterio legal de establecer el tope en Unidades Indexadas que estaba vigente hasta 2019, fijándolo en unidades de millones de dólares. Con ello se buscó darle mayor claridad y simplicidad a la definición de la magnitud del límite legal, particularmente, a la comunidad financiera internacional en un contexto de pandemia global. Asimismo, en la medida que cíclicamente el tipo de cambio tiende a apreciarse durante los períodos de aceleración económica, y dado que en años recientes las emisiones en moneda local habían sido mayores a las amortizaciones de deuda en dicha moneda, una valorización de la moneda local respecto al dólar tendería a “inflar” las emisiones netas en moneda local expresado en dólares, haciendo más restrictivo el tope legal así definido. Ello parecía introducir un componente contra cíclico en la política fiscal que se consideraba deseable.

En la práctica, si bien se ponderaron las virtudes anteriormente señaladas de establecer el tope de endeudamiento neto en dólares, se observó que podía llevar, en algunos casos, a reducir la previsibilidad en el funcionamiento de los pilares del marco institucional que disciplinan la política fiscal. Cuando el tope se fija en dólares, pero las proyecciones de las partidas presupuestales se realizan en pesos, una apreciación de la moneda local mayor a la prevista en el programa macroeconómico, puede tensionar el cumplimiento del límite legal, sin que ello necesariamente y de por sí, implique una conducta fiscal imprudente ni fallas en la planificación, sino debido al impacto de una variable exógena que introduce volatilidad. Por otro lado, en la práctica se observó que más allá del comportamiento promedio del tipo de cambio durante el año, el efecto neto que las fluctuaciones del tipo de cambio tienen sobre el grado de restrictividad del límite fijado en dólares, depende de cuando se dan las fluctuaciones al alza o a la baja del tipo de cambio a lo largo del año y la oportunidad en que se realizan las operaciones financieras de endeudamiento y amortizaciones de deuda en moneda local, las que son luego expresadas en dólares al tipo de cambio vigente en ese momento.

Establecer el tope de endeudamiento en Unidades Indexadas (UI) en lugar de en dólares, puede entonces contribuir a darle mayor consistencia y previsibilidad a la planificación fiscal. Como el endeudamiento se utiliza para financiar, entre otros, el déficit fiscal y tanto los ingresos como los gastos del gobierno se encuentran mayoritariamente denominados en moneda nacional, fijar el tope en UI puede contribuir a dar mayor certidumbre, al indexar el límite legal a una variable actualmente más estable, predecible y consistente con la programación fiscal de mediano plazo.

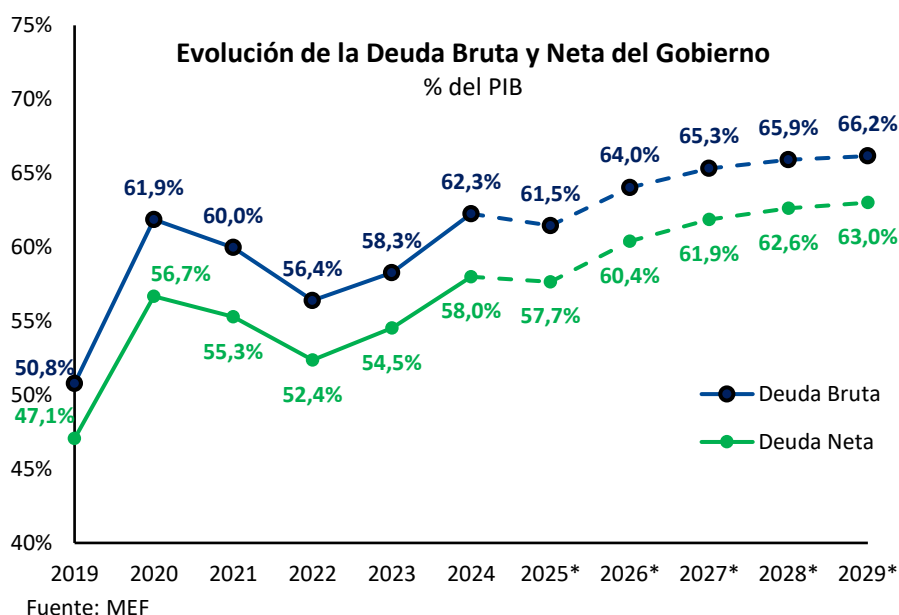
Por lo tanto, para el año próximo y subsiguientes, se plantea que el tope legal de endeudamiento neto del Gobierno sea fijado en Unidades Indexadas. Para el año 2026, se propone que el límite legal de endeudamiento neto se establezca en UI 25.115 millones. Ello es equivalente a USD

3.992 millones, a las cotizaciones proyectadas al momento de preparación de esta Exposición de Motivos.<sup>40</sup>

#### 5.4.5 Dinámica de la Deuda en el Horizonte de Proyección del Presupuesto

La sostenibilidad de la deuda hace referencia a la solvencia financiera de mediano plazo del gobierno, esto es, caracterizado por escenarios en que volumen de deuda en relación a la economía tiende a estabilizarse o, por el contrario, crece indefinidamente. Por ejemplo, en una economía que no crece, un déficit primario constante (excluyendo el pago de intereses de la deuda) y que es financiado con deuda no resulta viable en el largo plazo: cada nueva emisión de deuda genera una mayor carga intereses que aumenta el déficit total (primario más intereses) y presiona la percepción de riesgo soberano y tasas a pagar, exigiendo mayores emisiones de deuda a costos más altos, y así sucesivamente. En consecuencia, la deuda total, como porcentaje del PIB, no tendería a estabilizarse, sino a aumentar en forma sostenida y a un ritmo creciente.

Para analizar la evolución del stock de deuda del Gobierno Central en el conjunto del horizonte de la actual administración (2025 – 2029) se utiliza el modelo determinístico descrito anteriormente (ver el Anexo Metodológico para más detalles). El modelo toma como insumo el escenario macroeconómico, así como el programa financiero descrito en la sección anterior. La proyección de la dinámica de deuda bruta y neta se presenta en el gráfico debajo, donde los cocientes están calculados con las magnitudes del numerador y denominador expresadas en pesos.



El modelo prevé una caída de la deuda bruta y neta del Gobierno Central en términos del PIB a fin de 2025, respecto al nivel observado a fin del año anterior. Se estima una caída en 0,8 puntos porcentuales del PIB en la deuda bruta, y 0,3 puntos porcentuales en la deuda neta del

<sup>40</sup> El equivalente en dólares del tope legal para 2026 está calculado con supuestos sobre proyección de variables financieras a agosto de 2025; el tope legal propuesto estará definido en millones de UI, el monto en millones de USD presentado en la tabla es a fines informativos, para dar transparencia al margen de holgura incluido en el límite legal.

gobierno. En 2026 se prevé un aumento de la deuda neta del Gobierno Central en términos del PIB, de aproximadamente 2,7 puntos porcentuales respecto a 2025.

A partir del año 2027 se proyecta un patrón de desaceleración del crecimiento (en puntos porcentuales) de la deuda sobre PIB durante el horizonte de proyección, sobre la base del programa de convergencia fiscal y los supuestos de un crecimiento sostenido de la economía y tasas de variación del tipo de cambio nominal aproximadamente en línea con el diferencial proyectado entre la inflación doméstica y la de Estados Unidos. Hacia 2029, el cociente de deuda neta sobre PIB aproximadamente se estabiliza en un valor de 63%, 2 puntos porcentuales por debajo del ancla de deuda de la institucionalidad fiscal que se propone en este proyecto de ley de Presupuesto.

Dado el conjunto de supuestos, la proyección de la dinámica de deuda resultante es consistente con: (i) la convergencia de la deuda neta/PBI en niveles por debajo del ancla de deuda calibrada de 65% del PIB, (ii) el objetivo de tender a una ponderación de la deuda en moneda nacional del Gobierno Central levemente por encima del 57% al fin del periodo, que es aproximadamente 5 puntos porcentuales más alta que 2024 y (iii) la estabilidad en la tasa de interés promedio efectiva del stock de deuda, tal como se presenta en la tabla debajo.

VALORES OBSERVADOS Y PROYECCIONES DEL MODELO						
	2024	2025*	2026*	2027*	2028*	2029*
Deuda Bruta (% del PIB)	62,3%	61,5%	64,0%	65,3%	65,9%	66,2%
Deuda Neta (% del PIB)	58,0%	57,7%	60,4%	61,9%	62,6%	63,0%
Deuda en Moneda Nacional (en % del total de deuda)	52,3%	54,7%	56,6%	57,5%	57,1%	57,6%
Tasa de Interés Efectiva anual de la Deuda (en %) 1/	4,4%	4,4%	4,5%	4,4%	4,3%	4,4%

Notas:

\*Proyecciones

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

## 5.5 ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO Y PLAN DE ACCIÓN: 2025-2029

El objetivo fundamental de la gestión de deuda continuará siendo completar las necesidades de financiamiento del Gobierno minimizando el costo esperado, procurando una matriz de riesgos equilibrada y una trayectoria sostenible de deuda. Con ese fin, la prioridad será seguir incrementando gradualmente la proporción de la deuda total denominada en moneda nacional, manteniendo acotados el costo promedio del endeudamiento y los riesgos de refinanciamiento.

La gestión de la deuda del Gobierno continuará teniendo como base una política prudente de manejo de la liquidez e instrumentos precautorios (caja de Tesorería más líneas activas de crédito con organismos multilaterales). 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.

A continuación, se presentan las principales líneas de acción de la gestión de la deuda en lo que resta del 2025 y para los próximos cuatro años:

**I. Avanzar en la desdolarización de la deuda, con el objetivo de alcanzar un 57% o más del total de la deuda denominada en moneda nacional hacia fines del período.**

1. Continuar impulsando el desarrollo del mercado doméstico de deuda en moneda local. Se continuará trabajando para potenciar el desarrollo y funcionamiento del mercado primario y secundario de deuda pública doméstica en moneda local de Uruguay. Se mantendrá la emisión, recurrente y previsible, de nuevos títulos valores o reaperturas de Notas del Tesoro en pesos nominales, UI y UP en un número acotado de puntos de referencia de la curva de rendimientos. En particular, la UGD mantendrá la flexibilidad en el programa de emisiones doméstico de Notas, atento a la dinámica en el mercado secundario y los cambios en las preferencias de los inversores por plazos, monedas e instrumentos. También se continuará brindando a los inversores la mayor flexibilidad financiera posible para comprar los instrumentos emitidos por el Gobierno (incluyendo la posibilidad de incorporar las LRM del BCU como opción de integración). En esta misma línea, se buscará continuar perfeccionando los mecanismos de licitaciones de Notas del Tesoro en el mercado primario doméstico. Con ello se buscará profundizar la liquidez del mercado en moneda nacional y facilitar el proceso de descubrimiento de precios.
2. Potenciar la demanda de inversores extranjeros de títulos domésticos en moneda local. Propiciar un acceso más fácil y eficiente al mercado local a través de acuerdos con los principales custodios internacionales y/o bancos globales depositarios, en coordinación con el BCU.
3. Buscar una composición equilibrada en términos de moneda en la emisión de deuda internacional, tanto en moneda local como extranjera, a tasas fiscalmente sostenibles. Se procurará continuar emitiendo en moneda local en los mercados internacionales (pesos nominales y/o UI), sujeto a que los costos de endeudamiento se mantengan consistentes con una dinámica de deuda sostenible y reflejen los avances en materia de inflación e inflación esperada y el crecimiento tendencial de la economía.
4. Conversión de préstamos con organismos multilaterales de moneda extranjera a moneda local. Como parte de la estrategia para incrementar la proporción de deuda pública en moneda local, la UGD continuará buscando condiciones favorables de mercado y desarrollando instrumentos financieros junto a organismos multilaterales, que permitan la conversión de préstamos denominados en moneda extranjera a tasa flotante a tasa fija en moneda local, tanto en pesos nominales como en UI.
5. Promover el funcionamiento de los mercados secundarios de bonos en moneda local de Uruguay. Fomentar las actividades de formación de mercado por parte de bancos y otras instituciones financieras, promoviendo la transparencia de precios en los mercados secundarios, para impulsar la liquidez de las curvas de bonos en moneda local.

**II. Continuar el manejo proactivo de pasivos del Gobierno Central, mitigando el riesgo de refinanciamiento de la deuda y mejorando la liquidez en las curvas de rendimiento de bonos.**

Se continuará ejecutando operaciones de manejo de pasivos, tanto en los mercados doméstico como externos, incluyendo mecanismos financieros de canje y/o de recompra de instrumentos. Con ello se busca extender los plazos de vencimientos de deuda y suavizar temporalmente el calendario de amortizaciones. Las operaciones de manejo de pasivos también apuntarán a aumentar el tamaño de los valores en circulación, consolidar los bonos de referencia en el mercado y mejorar la liquidez de los bonos, promoviendo el descubrimiento eficiente de precios en los mercados.

### **III. Continuar ampliando y diversificando la base inversora.**

La diversificación de fuentes de financiamiento a través de monedas y mercados, incluyendo Europa, tiene un valor estratégico para Uruguay, dado que contribuye a mejorar los términos de financiamiento, brinda mayor flexibilidad, y asegura un acceso fluido y una demanda estable por instrumentos del gobierno bajo diferentes condiciones en los mercados de capitales.

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 mercados europeos y *sovereign wealth funds*, ya sea para fomentar su participación en las emisiones globales en dólares y moneda local, y/o el eventual retorno a mercados como el de Suiza, por ejemplo.

El pilar de esta estrategia de diversificación continuará siendo un enfoque transparente, predecible y proactivo en el relacionamiento con la comunidad financiera. Las divisiones Unidad de Gestión de Deuda y Unidad de Relacionamiento con Multilaterales, en coordinación con la Unidad de Comunicaciones, continuarán manteniendo un diálogo fluido con inversores residentes y no residentes, bancos y otros intermediarios financieros, organismos multilaterales, agencias de calificación crediticia, think-tanks, proveedores comerciales de datos relacionados con aspectos Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG por su sigla en inglés), el Banco Central y otras empresas públicas, así como analistas privados y equipos de investigación de instituciones financieras internacionales y domésticas. Asimismo, se continuará compilando y difundiendo información oportuna y detallada en la página web de UGD sobre estadísticas de deuda y activos financieros del Gobierno, indicadores macroeconómicos, presentaciones a inversores, conferencias y presentaciones, reportes de agencias calificadoras, informes anuales del Bono Indexado a Indicadores de Cambio Climático y el marco legal que rige a la deuda pública de Uruguay, entre otros aspectos.

### **IV. Fortalecer el financiamiento y tipos de instrumentos disponibles de los organismos multilaterales de crédito.**

En coordinación con la División Unidad de Relacionamiento con Organismos Multilaterales, se continuará trabajando para optimizar el uso de los recursos provenientes de estos organismos para el financiamiento del Gobierno y otros entes públicos. Asimismo, se profundizará las negociaciones para robustecer la red de líneas de crédito precautorias con instituciones multilaterales de crédito. 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, impulsando y aprovechando las innovaciones financieras en los distintos organismos multilaterales de crédito.

También se continuará ejecutando operaciones de conversiones de deuda para el cambio de exposición por monedas y tasas de los préstamos con organismos multilaterales (de dólares indexados a tasas flotantes, a tasas fijas en otras monedas de países avanzados o emergentes). Esto contribuirá a la diversificación del riesgo moneda del sub portafolio de deuda en moneda extranjera y contribuir a estabilizar el riesgo cambiario en el portafolio. En forma concomitante, se buscará reducir la carga esperada de intereses de la deuda del Gobierno Central, contribuyendo a atenuar el impacto del endeudamiento incremental sobre la posición fiscal.

**V. *Profundizar en la estrategia de instrumentos financieros vinculados a indicadores de sostenibilidad ambiental.***

Durante la administración pasada se diseñaron y ejecutaron instrumentos financieros innovadores que permiten alinear la estrategia de financiamiento soberano (en bonos y préstamos multilaterales) con los objetivos y esfuerzos de sostenibilidad ambiental del país asociados a la mitigación de la intensidad de gases de efecto invernadero y conservación del capital natural. Estos instrumentos incorporan la posibilidad de mejorar las condiciones de endeudamiento para el país, en caso de sobre-cumplimiento de objetivos de desarrollo sostenible

Las sucesivas administraciones de gobierno han desarrollado, en las últimas décadas, una gobernanza y sistema estadístico para el reporte, monitoreo y verificación de indicadores ambientales, que es reconocido a nivel internacional. Esta institucionalidad sirve de base para el potencial desarrollo de otros instrumentos de financiamiento sostenible que incorporen incentivos financieros positivos. En esta línea, es dable pensar en mecanismos de financiación soberana que apuntalen una mejor adaptación del tejido productivo y social de Uruguay a los vaivenes extremos del clima, movilizándolo capital para construir resiliencia climática y macroeconómica.

En esta misma línea, se destaca la propuesta de crear el “Fondo para el Clima y la Naturaleza de Uruguay”, incluida en este proyecto de Ley de Presupuesto. El diseño del Fondo prevé la posibilidad de canalizar los potenciales beneficios (reducción de intereses pagados y/o de capital) derivados de los instrumentos de endeudamiento sostenible, existentes o a crearse, hacia la implementación de acciones que permitan avanzar en los compromisos de sostenibilidad ambiental asumidos por Uruguay ante la Convención Marco de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático y su Acuerdo de París. La creación de este Fondo, por tanto, es una oportunidad para reforzar el compromiso del país con las metas ambientales a nivel internacional, y apuntalar la estrategia de Uruguay de inserción internacional comercial y atracción de inversiones y recursos no reembolsables, basada en los avances ambientales y de sostenibilidad del país en las últimas décadas.

**VI. *Profundizar la estrategia de manejo de activos y pasivos del sector público consolidado, y con otras entidades con participación estatal***

La gestión de la liquidez y financiamiento del Gobierno Central se inserta dentro de una estrategia integral de manejo de activos y pasivos del sector público consolidado, que procuran reducir los costos de financiamiento y las vulnerabilidades financieras del sector público en su conjunto.

Se mantendrá la coordinación estrecha entre el Gobierno y el BCU, formalizado institucionalmente en el Comité de Coordinación de Deuda Pública desde 2016. Se profundizará la coordinación en la ejecución de las estrategias de financiamiento y políticas de esterilización por parte del MEF y el BCU, fundamentalmente en el tramo corto de la curva de rendimientos de títulos públicos, acompañando el proceso de consolidación del régimen de metas de inflación de la política monetaria. La acción coordinada y conjunta sobre los activos (liquidez del gobierno y reservas internacionales del BCU) y pasivos (Notas y Bonos del gobierno y LRM del BCU) contribuye a reducir los descalces de plazos y monedas de los balances de ambas instituciones.

También se continuará con la estrecha coordinación con las EEPP y otras entidades con participación estatal o personas públicas no estatales, tanto en el diseño y la ejecución de sus estrategias de financiamiento (créditos con instituciones financieras y en operaciones de mercado), así como en la ejecución de sus políticas de gestión de riesgos, procurando que los costos asociados a estas políticas estén en línea con las tasas de mercado y su capacidad de repago.