

Estrategia de Financiamiento y Administración de la Deuda del Gobierno

- **Líneas Estratégicas**

El objetivo central de la política de gestión de deuda es cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno en forma oportuna y minimizando el costo esperado, manteniendo niveles, procurando una matriz de riesgos equilibrada y una trayectoria sostenible de deuda. y sostenibles de exposición al riesgo en la composición de la deuda. La estrategia toma en cuenta las alternativas y costos de acceso al crédito en los mercados de capitales y a través de organismos multilaterales, y debe guardar consistencia con el programa fiscal y financiero, así como con el manejo precautorio de la liquidez del gobierno.

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

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

- **Plan de Acción**

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

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

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

Asimismo, la gestión de la deuda del gobierno también continuará la política conservadora de manejo de la liquidez, manteniendo en promedio un nivel precautorio de caja de Tesorería y líneas de crédito con organismos multilaterales que permitan hacer frente el servicio de deuda (amortizaciones más pago de intereses) de al menos los doce meses subsiguientes. Un colchón de liquidez compuesto por disponibilidades en caja, activos financieros líquidos y líneas de crédito con organismos multilaterales, brinda flexibilidad en las operaciones de gestión de la deuda y en el cumplimiento de las obligaciones financieras y presupuestarias de la Tesorería, en
de perturbaciones temporales en los mercados de capitales (como se observó a partir de

febrero 2020). En este sentido, se fortalecerá la red de líneas de crédito precautorias con instituciones multilaterales de crédito.

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

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

Para ello:

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

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

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

La inversión sostenible y de impacto juega un rol cada vez más preponderante en las decisiones de asignación de capital a nivel global. Los inversores y calificadoras están enfatizando e integrando crecientemente los factores ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés, *Environmental, Social and Governance*) en sus evaluaciones de riesgo crediticio y estrategias de inversión en renta fija. Asimismo, los organismos multilaterales están incorporando con mayor frecuencia estándares de inversión responsable y sostenible a sus programas de desembolso de préstamos.¹

¹ Entre los factores ambientales, se incluyen las emisiones de efecto invernadero, uso de combustible fósil, acceso a agua limpia y desarrollo de energía renovable. Los factores sociales pueden incluir indicadores como la tasa de pobreza, igualdad de género, distribución de la riqueza y distribución del ingreso. Entre los factores de solidez

En esta línea, la gestión de deuda buscará capitalizar, y al mismo tiempo apuntalar, los avances que ha mostrado Uruguay en los fundamentos sustentables ESG entre mercados emergentes, que lo posicionan con la mayor ponderación en el índice JESG-EMBI entre mercados emergentes a fines de julio 2020². En particular, explorar maneras de integrar la matriz ESG de Uruguay en su estrategia de financiamiento, con apoyo técnico de organismos multilaterales.

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

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

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

El pilar de esta estrategia de diversificación continuará siendo un enfoque transparente, predecible y proactivo en el relacionamiento con los inversores y la difusión de datos. La UGD continuará manteniendo el diálogo fluido con inversores, bancos, organismos multilaterales, agencias de calificación crediticia, think tanks, proveedores comerciales de datos relacionados con ESG y analistas privados. Asimismo, se continuará compilando y difundiendo información oportuna y detallada sobre los títulos de mercado y estadísticas de deuda pública, indicadores macroeconómicos, reportes de agencias calificadoras, y el marco legal que rige a la deuda pública de Uruguay. Se continuará trabajando para profundizar el contacto fluido que se viene manteniendo con la base inversora a través de un esfuerzo de marketing que comprende conferencias, roadshows virtuales, actualización del sitio web, entre otros.

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

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

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

institucional se toman en consideración, entre otros, la estabilidad política, el estado de derecho, la percepción de corrupción y la independencia del Poder Judicial.

² Índice de referencia para inversores de deuda soberana en dólares elaborado por el banco J.P. Morgan, que incorpora explícitamente indicadores medio ambientales, sociales y de calidad institucional para 73 países emergentes.

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

- **Programa Financiero del Gobierno**

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

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

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

Las fuentes de financiamiento son principalmente la emisión de títulos soberanos en el mercado local e internacional y adicionalmente, los desembolsos con organismos multilaterales de crédito y otras instituciones financieras. La partida "Otros" incluye el efecto neto por la diferencia de cotización en las operaciones de emisión y recompra de títulos del Gobierno Central³, los efectos valuación por fluctuaciones cambiarias, y otras partidas con el resto del sector público que no afectan el flujo de caja.

Para el año 2020, las necesidades de financiamiento del Gobierno Central se estiman en 5.805 millones de dólares. El déficit fiscal representa aproximadamente el 56% del total de usos, mientras que las amortizaciones y cancelaciones de bonos y préstamos (por aproximadamente

³ Esto es, cuando se realiza una emisión y recompra anticipada de títulos públicos a un precio de mercado por encima de su valor facial (es decir, con una prima), o por debajo de su valor facial (es decir, con un descuento).

US\$ 2.152 millones) son el 37%. Las amortizaciones también incluyen los bonos recomprados anticipadamente en operaciones de mercado, que vencían en años posteriores.

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

Usos y Fuentes de Financiamiento del Gobierno Central

En millones de dólares, proyecciones

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

Notas:

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: MEF

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

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