



Proyecto de Presupuesto Nacional 2015-2019

Exposición de Motivos Capítulo V. – Programa Financiero y Estrategia de Deuda

V. PROGRAMA FINANCIERO Y ESTRATEGIA DE DEUDA

1. Proyección Programa Financiero

Se presenta a continuación la proyección de las cifras fiscales del Sector Público Consolidado¹ para este quinquenio. En las mismas se incorporan las proyecciones de ingresos que, como fuera mencionado anteriormente, se realizaron de acuerdo con el escenario macroeconómico esperado para los próximos años. Asimismo, en lo que respecta a las empresas públicas, se reflejan los compromisos en términos de mejora del resultado operativo, al tiempo que se recogen sus planes de inversiones para el período. Por otra parte, se contemplan las estimaciones de los gastos ya comprometidos por normas vigentes y compromisos contractuales adquiridos, y se agregan las asignaciones de gastos incrementales incluidos en el Proyecto de Presupuesto Nacional que envía el Poder Ejecutivo.

Se prevé que el resultado global del Sector Público Consolidado alcance un déficit de 2,5% del PIB en 2019, mientras que el resultado primario se proyecta en 1% del PIB para ese año.

Como fue mencionado anteriormente esta senda programada implica una mejora del resultado respecto a las cifras de partida que permite la consolidación de las finanzas públicas, asegurando una senda sostenible para el endeudamiento público.

¹ Cifras en base caja.

RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cifras en % del PIB						
INGRESOS SECTOR P. NO FINANCIERO	29,0	29,1	29,2	29,3	29,5	29,6
<i>Gobierno Central</i>	19,9	19,9	20,0	20,0	20,1	20,2
DGI	16,5	16,8	16,8	16,8	16,9	17,0
Comercio Exterior	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Otros	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<i>BPS</i>	7,6	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5
<i>Resultado Primario Corriente Empresas Públicas</i>	1,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
EGRESOS PRIMARIOS S.P NO FINANCIERO	29,3	28,8	28,9	28,8	28,7	28,5
<i>Egresos Primarios Corrientes Gob Cent - BPS</i>	26,1	26,0	26,1	26,1	26,0	25,8
Remuneraciones	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Gastos no personales	3,7	3,6	3,7	3,7	3,6	3,5
Pasividades	9,0	9,2	9,2	9,1	9,1	9,0
Transferencias	8,4	8,2	8,3	8,3	8,3	8,3
<i>Inversiones</i>	3,2	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7
RESULT. PRIMARIO OTROS ORG (Intendencias, BSE, BCU)	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
RESULTADO PRIMARIO SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO	-0,6	0,0	0,1	0,3	0,6	1,0
<i>Intereses</i>	2,8	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4
Gobierno Central	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5
Empresas Públicas	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Intendencias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BCU	0,6	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8
BSE	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
RESULTADO GLOBAL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO	-3,5	-3,3	-3,1	-2,9	-2,7	-2,5

En lo que respecta a los ingresos del Sector Público no Financiero, se espera un incremento de 0,6% del PIB en 2019 respecto a 2014. La mejora obedece en partes prácticamente iguales al Gobierno Central-BPS y las empresas públicas.

En lo que refiere al Gobierno Central-BPS, se espera una mejora paulatina de la recaudación de acuerdo al crecimiento esperado del PIB y la masa salarial, al tiempo que se agrega la estimación de ganancias de eficiencia recaudatoria, que se proyectan sensiblemente menores a las observadas en la pasada década, en la medida que el núcleo sobre el cual avanzar se ha reducido sistemáticamente.

Por su parte, en lo que respecta a las empresas públicas se prevé una mejora de acuerdo al compromiso de mejora del resultado primario corriente.

Respecto a los egresos primarios corrientes del Gobierno Central-BPS, se proyecta que hacia 2019 se ubiquen en 25,8% del PIB. Esto implica una caída de 0,3% del PIB respecto a 2014, cuando los mismos se ubicaron en 26,1% del PIB. Cabe recordar que las cifras de 2014 incluyeron el aporte

realizado al Fondo de Estabilización Energética (FEE) por 0,3% del PIB. Dejando de lado ese factor extraordinario, se espera que los egresos primarios corrientes permanezcan estables como porcentaje del PIB hacia el fin del período. Esta proyección contempla el aumento esperado del gasto endógeno así como el incremento de recursos adicionales contemplados en este Proyecto.

Se prevé que el rubro remuneraciones se ubique en 5% del PIB a lo largo del período, lo que incluye el mantenimiento de los salarios reales para los organismos de la Administración Central y los comprendidos en el artículo 220 de la Constitución, a lo que se agregan los recursos asignados en este Proyecto para este rubro y que se concentran en las áreas de educación, salud y seguridad.

Asimismo en la proyección de gastos se incluyen los incrementos de recursos presupuestales incluidos en el presente Proyecto, entre los que se destacan los destinados a educación y al Sistema de Cuidados, entre otros.

Las inversiones del Sector Público no Financiero se mantendrán en niveles de entre 2,8% y 2,7% del PIB a lo largo de todo el período. En esta proyección se contemplan los planes de inversión de las empresas públicas, así como los recursos que ejecutará el gobierno. En lo que refiere al primer caso, luego de un quinquenio de fuertes inversiones, se proyectan nuevos flujos de inversión que permitan finalizar los proyectos en marcha así como avanzar en las iniciativas contempladas en sus planes estratégicos. Para el caso del gobierno, se contemplan los recursos contemplados en el presente proyecto, en los que se destacan los destinados al MTOP para el área de vialidad, al Sistema de Cuidados, entre otros.

Por último, en función de la evolución prevista de la deuda pública y de las variables macroeconómicas relevantes se prevé el mantenimiento que la partida de intereses en torno a 3,4% del PIB hacia 2019.

En resumen, la programación financiera compatible con el presente proyecto presupuestal contempla una trayectoria de consolidación de las finanzas públicas suponiendo una reducción gradual del déficit del Sector Público Consolidado hasta 2,5% del PIB en 2019, al tiempo que se espera que el resultado primario se ubique en 1,0% del PIB en ese año.

2. Resultado Estructural

Continuando con la práctica de las instancias presupuestales anteriores se presenta a continuación la estimación del resultado fiscal estructural.

La metodología de cálculo se encuentra detallada en el Informe Económico-Financiero que acompañó a la Rendición de Cuentas 2013².

De forma resumida cabe recordar que la misma implica realizar dos tipos de ajustes. En primer lugar, se realizan correcciones por “efectos por una sola vez”, es decir se excluyen los ingresos y egresos de carácter extraordinario y transitorio. En segundo lugar, se realiza la corrección por el ciclo económico. Por un lado, se ajustan los ingresos del Gobierno Central-BPS de acuerdo a la estimación de la brecha del producto. Adicionalmente, atendiendo al mecanismo de ajuste de las pasividades aplicado en nuestro país, que las vincula directamente a la evolución de los salarios, también se realiza una corrección de los egresos por pasividades.

Como fue mencionado anteriormente, en 2014 el resultado global del Sector Público Consolidado observado se ubicó en 3,5% del PIB, en tanto el resultado estructural se estimó en -4,1% del PIB.

En lo que respecta a los ingresos del Gobierno Central-BPS, los principales ajustes en 2014 refieren al ingreso por el aporte de UTE al Fondo de Estabilización Energética (FEE), que como fuera mencionado en anteriores ocasiones, dada su operativa queda reflejado como ingresos y egresos en el Gobierno Central. Asimismo, en 2014 se sumaron ingresos extraordinarios por devoluciones de Afaps en el marco de la Ley 19.162. En lo que refiere a los egresos del Gobierno Central-BPS en 2014 los principales conceptos incluidos son el FEE, los costos de las elecciones, y la variación de la deuda con proveedores.

Los ajustes en la medición del resultado de las empresas públicas contemplaron el costo de generación de energía eléctrica, el FEE y la variación de stock de petróleo y derivados de ANCAP.

En relación al primero, como se ha mencionado en instancias anteriores, se contempla la diferencia entre el costo de generación eléctrica observado y el estructural que es el que se contempla a la hora de fijar las tarifas. En 2014 el costo observado fue menor al estructural en 0,5%. Buena parte de ese menor costo fue vertido al FEE, lo que también se considera en la

² https://www.cgn.gub.uy/innovaportal/file/9974/1/informe_economico_financiero_-_final_version_2.pdf

medición del resultado estructural. Por lo tanto, al considerar ambos factores se corrige por el efecto neto del menor costo en las finanzas públicas en 2014, luego de realizar el aporte al FEE.

En lo que refiere al stock de petróleo y derivados de ANCAP, éste se redujo 0,1% del PIB en 2014, por lo que se considera esa corrección.

De esta forma, el resultado global de 2014 ajustado por factores extraordinarios se ubicó en -3,9% del PIB. A esto se suma la corrección por el ciclo económico, que se estimó en 0,2% del PIB en el pasado año. Por lo tanto, el resultado global ajustado por factores extraordinarios y ciclo económico se ubicó en -4,1% del PIB.

Por su parte, para el presente año, se proyecta un resultado global del Sector Público Consolidado de -3,3% del PIB, en tanto el resultado estructural se ubicaría en -3,6% del PIB. Los ajustes más relevantes considerados en 2015 contemplan un costo energético algo por debajo del estructural en lo que va del año, así como una leve reducción del stock de petróleo de ANCAP y egresos extraordinarios en el gobierno (por elecciones departamentales y variación de deuda flotante).

RESULTADO GLOBAL ESTRUCTURAL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% del PIB)						
	2014	2015*	2016*	2017*	2018*	2019*
Resultado Global	-3,5	-3,3	-3,1	-2,9	-2,7	-2,5
Ingresos extraordinarios GC-BPS 1/	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Egresos extraordinarios GC-BPS 2/	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Sobrecosto-Subcosto energético 3/	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo de Estabilización Energética	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación de stock ANCAP	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado Global ajustado por extraordinarios	-3,9	-3,5	-3,1	-2,9	-2,7	-2,4
Ajuste ingresos por ciclo económico	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Ajuste egresos por ciclo económico	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado Global Estructural	-4,1	-3,6	-3,1	-2,9	-2,7	-2,4

Notas:

1/ Incluye devoluciones AFAPs, desfasaje ingreso al Tesoro de la recaudación DGI, desfasaje versión utilidades BROU al GC, ingreso aporte FEE al GC.

En 2014 ingresos extensión concesión aeropuerto Carrasco.

2/ Variación de deuda con proveedores del GC, egreso en el GC por aporte al FEE. En 2014, 2019 : costos elecciones.

3/ Diferencia entre costo de abastecimiento de la demanda observado y costo financiado con tarifas.

3. Proyección del endeudamiento público

Partiendo de las cifras de deuda observadas en 2014 y teniendo en cuenta la evolución esperada de las variables macroeconómicas y las metas fiscales previstas, se presentan a continuación las proyecciones de endeudamiento público para el período 2015-2019.

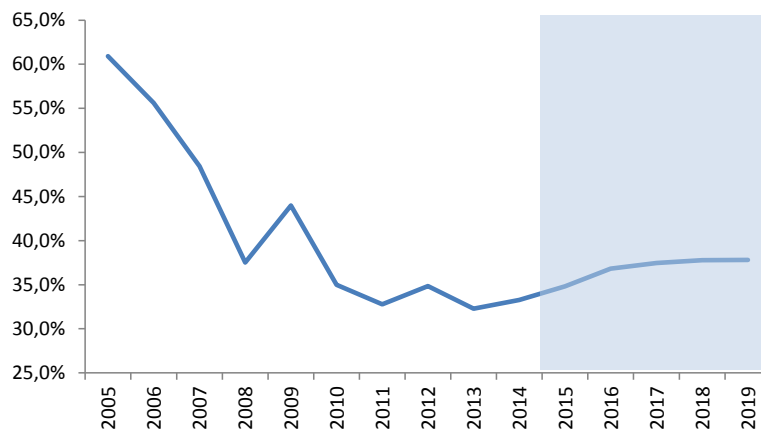
ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO GLOBAL
En % del PIB

	Var. prom TC	Var. prom IPC	Var. PIB	PIB en US\$	Resultado Global	Resultado Primario	Deuda Bruta	Activos excl. encajes	Deuda Neta excl. encajes
2014	13,5%	8,9%	3,5%	57.471	-3,5%	-0,6%	58,4%	25,2%	33,3%
2015	16,2%	8,4%	2,5%	54.761	-3,3%	0,0%	60,3%	25,5%	34,8%
2016	9,8%	7,6%	2,5%	54.970	-3,1%	0,1%	62,2%	25,4%	36,8%
2017	6,4%	6,3%	2,8%	56.819	-2,9%	0,3%	62,6%	25,1%	37,5%
2018	5,5%	5,7%	3,0%	59.105	-2,7%	0,6%	62,9%	25,1%	37,8%
2019	5,0%	5,0%	3,0%	61.458	-2,5%	1,0%	62,8%	25,0%	37,8%

La deuda neta de activos (excluidos los activos de reserva cuya contrapartida son depósitos de encajes de instituciones financieras en el BCU) presentará una trayectoria levemente creciente en los primeros años del escenario de proyección, para alcanzar una senda estable hacia el final de este período de gobierno.

La evolución del endeudamiento público proyectado supone al cierre del ejercicio de proyección una composición de deuda por monedas similar a la actual, en línea con la estrategia de reducción del riesgo cambiario que ha caracterizado a la actual administración.

Deuda Pública Neta (excluidos encajes)
En % del PIB



Con la fijación de las metas fiscales establecidas en esta iniciativa presupuestal, se asume una postura fiscal responsable que permite

estabilizar el peso de la deuda y por tanto alcanzar una trayectoria de endeudamiento sostenible en el mediano plazo.

Cabe destacar que en este proyecto de Presupuesto se incluyen modificaciones al tope de endeudamiento establecido en la Ley 17.947 y sus modificaciones posteriores. Los nuevos topes establecidos son consistentes con la proyección fiscal para el actual período, de forma que la variación de deuda prevista se ajusta a la misma. De esta manera, se establecen topes decrecientes a lo largo del período, en consonancia con la reducción esperada del déficit de las cuentas públicas. El tope establecido parte de 16.000 millones de UI para 2015 y se va reduciendo sistemáticamente en cada año, de forma de alcanzar los 13.500 millones de UI en 2019. Asimismo, el incremento previsto para los casos en que se verifiquen factores extraordinarios fue reducido de 100% a 50%.

4. Estrategia de financiamiento del Gobierno Central

El objetivo fundamental de la estrategia de gestión de deuda es cubrir las necesidades de financiamiento del Gobierno a bajos costos y asumiendo niveles prudentes de exposición al riesgo, potenciando la calidad crediticia que asegure el acceso fluido a los mercados. Al mismo tiempo, se busca fortalecer la posición financiera de liquidez del sector público ante posibles shocks externos.

La recuperación del grado inversor constituye un activo clave a la hora de mejorar el acceso a los mercados de capitales ya sea a tasas más bajas como a plazos más extensos, y constituye un elemento central en la gestión de márgenes de maniobra para absorber posibles *shocks* externos.

i. Principales lineamientos de la estrategia financiera

Los principales lineamientos de la estrategia de endeudamiento público para el período 2015-2019 están centrados en consolidar la reducción de las vulnerabilidades financieras alcanzadas en la última década. En particular:

- 1) Reducción del riesgo de refinanciamiento.** La política de gestión de la deuda logró una importante mitigación del riesgo de refinanciamiento, despejando vencimientos que se concentraban en los primeros años de gobierno. Se continuará trabajando en reducir aún más el riesgo de refinanciamiento a través de operaciones de

manejo de pasivos, que permitan obtener un perfil de amortizaciones distribuido regularmente en el tiempo y mantener un alto plazo promedio de madurez de la deuda.

Al mismo tiempo, el Gobierno continuará trabajando para fortalecer su política de pre-fondeo procurando tener en todo momento la liquidez necesaria para cubrir las obligaciones de deuda en los siguientes doce meses, así como también disponer de un margen ante eventos adversos que perjudiquen transitoriamente el resultado fiscal.

Sumado a esta política precautoria en materia de liquidez, se cuenta con líneas de crédito contingentes con organismos multilaterales de crédito que aumentan los márgenes de maniobra para enfrentar posibles interrupciones en el financiamiento proveniente de los mercados de capitales.

- 2) **Mantener y reforzar la reducción del riesgo cambiario.** El Gobierno continuará trabajando para mantener la actual composición por monedas de su deuda, en un contexto caracterizado por un cambio en la preferencia de los inversores hacia la moneda extranjera. En este sentido se buscará participar de manera más activa en el mercado de *swaps* de monedas y tasas de interés, administrando en forma más flexible el riesgo cambiario. La suavización del perfil de vencimientos de la deuda en moneda extranjera también contribuirá a reducir los efectos que un eventual aumento del tipo de cambio pudiera tener sobre el monto de las amortizaciones de capital.
- 3) **Mantener los avances en la disminución del riesgo de tasa de interés.** Ante la expectativa de un alza gradual en las tasas de interés internacional, el Gobierno continuará monitoreando y analizando los riesgos inherentes a cambios en las tasas de interés, tanto en la refinanciación de los instrumentos a tasa fija como en el impacto de la evolución de tasas de interés sobre los pasivos contratados a tasa variable. Se continuará priorizando la emisión de títulos a tasa fija.
- 4) **Promover el desarrollo de un mercado de bonos locales líquido y profundo, trabajando en coordinación con el Banco Central.** En este sentido, se continuará trabajando para promover el buen funcionamiento de los mercados locales, fortaleciendo la liquidez y eficiencia en su operación, así como el proceso de formación de precios de los instrumentos del gobierno en sus distintos plazos. Se

mantendrá un ritmo de licitaciones en el mercado local predecible y continuo, que brinde previsibilidad a los participantes del mercado. Se trabajará también en evaluar nuevos instrumentos y mecanismos de mercado que permitan el mejor acceso y brindarles mecanismos de cobertura a los no residentes, diversificando también la base inversora. Para ello, se continuará afianzando la coordinación en el mercado de bonos local entre las políticas de financiamiento del Gobierno y la política monetaria del Banco Central.

5) Diversificar las fuentes de financiamiento así como la base inversora del Gobierno Central. Se planea intensificar las acciones orientadas a captar nuevos inversores en los mercados externos para mejorar los términos de acceso al financiamiento.

ii. Plan de Financiamiento 2015-2019

El programa financiero que respalda esta propuesta presupuestal para el período 2015-2019 contempla un nuevo contexto internacional signado por el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externas, el cambio en las preferencias de los inversores locales e internacionales hacia la moneda extranjera, y el deterioro de la percepción de riesgo de nuestros países vecinos. Asimismo, la programación financiera se basa en una política de gestión de la liquidez del Gobierno que sigue un criterio conservador consistente con mantener la cobertura del servicio de deuda para los siguientes doce meses.

FLUJOS DE FONDOS DEL GOBIERNO CENTRAL

En millones de dólares

	2015	2016	2017	2018	2019
NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO	2.646	2.135	2.923	2.877	2.885
Intereses	1.278	1.424	1.565	1.413	1.489
Amortizaciones	1.052	662	1.309	1.414	1.346
Préstamos	120	126	252	109	110
Títulos Públicos	932	536	1.057	1.305	1.236
Otros	316	49	49	49	49
FUENTES DE FINANCIAMIENTO	2.646	2.135	2.923	2.877	2.885
Superávit Primario Proyectado	0	30	75	180	325
Desembolsos	110	120	246	103	106
Emisiones	2.655	2.000	2.200	2.000	2.000
Otros	230	209	215	94	91
Uso de Reservas*	-348	-224	187	500	363

* Positivo indica una reducción de reservas.

El servicio de deuda del Gobierno en el período 2015-2019, se compone en amortizaciones de deuda por un total aproximado de 5.784 millones de dólares e intereses a pagar por 7.170 millones de dólares.

En cuanto a las fuentes de financiamiento se dará prioridad al mercado de capitales, siendo la preferencia el endeudamiento en moneda nacional. En la medida que las condiciones de mercado así lo permitan, se priorizará el mercado doméstico sobre el externo en las nuevas colocaciones para el financiamiento. Se proyecta realizar un total de emisiones en ambos mercados por el equivalente a 10.855 millones de dólares aproximadamente.

En el programa presentado se contempla un menor uso de los recursos provenientes de los organismos multilaterales de crédito (Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Mundial y Corporación Andina de Fomento), por un total de 686 millones de dólares, en tanto las condiciones de acceso al financiamiento en el mercado de capitales sean positivas. Si bien se estima que los desembolsos netos serán prácticamente nulos, vale la pena mencionar que en este período es posible sustituir el nivel de financiamiento proveniente de los organismos multilaterales respecto al del mercado, en particular en un contexto de incremento en las tasas internacionales de interés en el mediano plazo. En este sentido, el Gobierno dispone actualmente de 2.000 millones de dólares de líneas de crédito contingente con los organismos multilaterales de crédito, los cuáles pueden ser desembolsados en cualquier momento.

Por último, se prevé un uso de los saldos de las cuentas del Gobierno, teniendo en cuenta que se utiliza un criterio conservador de mantener activos líquidos para cubrir el servicio de deuda de los siguientes doce meses, y que como se mencionó anteriormente el Gobierno dispone de Líneas de crédito contingentes con los organismos multilaterales de libre disponibilidad. Se estima que el superávit primario aporte recursos por 610 millones de dólares.