Necesidades de Financiamiento Uruguay 2017-2021

En este anexo se presenta una estimación de las necesidades de financiamiento futuras a las que deberá hacer frente el Gobierno de la República del Uruguay (GROU). Para ello se estimó un escenario base tomando en cuenta el calendario de servicio de deuda publicado por el Banco Central del Uruguay (BCU) a fines de 2016 y las últimas estimaciones disponibles del FMI, BCU y el BID a agosto de 2017.

En el escenario base, se estima que el Sector Público no Financiero (SPNF) enfrentará vencimientos de intereses y amortizaciones de deuda de US$3.336 millones promedio anuales entre 2017 y 2021. Considerando el resultado primario, las necesidades netas de financiamiento del SPNF serán en promedio de US$2.991 millones entre 2017 y 2021 (4,7% del PIB). La principal fuente de financiamiento para el periodo lo constituye el mercado de capitales.

**Cuadro 1: Necesidades de financiamiento SPNF en el escenario base**

**(mil. US$ datos a agosto de 2017)**



**1.- Escenario Base**

En términos generales se utilizó un escenario base según los últimos datos disponibles del FMI, BCU y BID. A continuación se describen los principales supuestos detrás de las estimaciones.

1. **Balance Primario:** Las proyecciones del balance primario del SPNF se obtuvieron del Artículo IV del FMI de febrero de 2017.
2. **Desembolsos BID:** Para el período 2017-2021 se cuenta con proyecciones de desembolsos internas del Banco sobre la cartera activa. Se asume además que cada año se desembolsa una proporción constante correspondiente a nuevos préstamos.
3. **Desembolsos Multilaterales:** Los desembolsos totales de organismos multilaterales se estiman como un porcentaje fijo de los desembolsos del BID (excepto para 2017). Según datos a 2014 el stock de deuda con el BID representaba el 52% del total de deuda con organismos multilaterales. Esta proporción se asume fija para todos los años. Además se asume que los nuevos préstamos son a tasas variables y tienen un período de 5 años de gracia y una madurez de 20 años. Para proyectar las tasas de interés de estos préstamos se usan las proyecciones de la tasa Libor a 6 meses del World Economic Outlook para 2017 y 2018 y luego se converge gradualmente a 4% en 2021. A esto se le sumó el margen vigente a la fecha para los préstamos del BID (0.93bps).
4. **Emisión en el Mercado Local o Internacional:** Toda nueva emisión se asume se realiza al principio del año por lo cual paga intereses en el mismo año que se emite. Se asume que la madurez de la nueva emisión se distribuye uniforme en el tiempo hasta un máximo de 20 años y la amortización es al vencimiento. Además se asume que toda nueva emisión paga una tasa fija la cual se estima es 5,2% en 2017, y crece hasta converger en 6,5% en 2021.
5. **Uso de Activos:** Los datos para 2017 y 2018 surgen del informe de deuda del MEF publicado en junio de 2017. Para el resto de los años se asume una variación similar a 2018 (US$200 millones por año).
6. **Pago de Intereses y Amortizaciones:** Las proyecciones del pago de intereses y amortizaciones para la deuda existente se obtienen de datos del Banco Central del Uruguay (BCU) publicados en marzo de 2017. A esto se le suma las amortizaciones e intereses generados por nueva emisión y préstamos los cuales se calculan usando los supuestos anteriormente descriptos, y amortizaciones anticipadas por US$239 millones efectuadas en junio de 2017.

**2.- Escenarios Alternativos**

Uruguay enfrenta algunos riesgos macroeconómicos los cuales podrían afectar negativamente algunos de los supuestos usados en el escenario base. Por ejemplo, tasas de crecimiento menores en la región o la baja de los precios de los *commodities* tendrían efectos negativos sobre el balance primario del gobierno así como implicarían un menor crecimiento en el largo plazo. Del mismo modo, la mayor suba a lo esperado de la tasa de interés en USA implicaría una apreciación del dólar, mayores tasas de interés sobre el endeudamiento del país y probablemente una menor entrada de capitales.

A continuación se cuantifican estos efectos *ceteris paribus*, es decir dejando el resto de los supuestos constantes.

Deterioro en el balance primario

Si se asume un deterioro en las cuentas públicas y un balance primario igual a cero a partir de 2018, las necesidades de financiamiento serían considerablemente mayores y llegarían a US$3.433 millones en promedio.

Menor crecimiento en el largo plazo

Bajo el supuesto de un crecimiento de 1% a partir de 2018 (en el escenario base se estima un crecimiento superior al 3%), las necesidades de financiamiento serían de US$3.023 millones. Sin embargo, en este escenario se mantiene el supuesto del escenario base que el balance primario crecería hasta alcanzar 0,9% del PBI en 2021. Para ver los efectos de un resultado más adverso en el balance primario, los resultados serían similares al escenario anterior.

Mayores tasas de interés

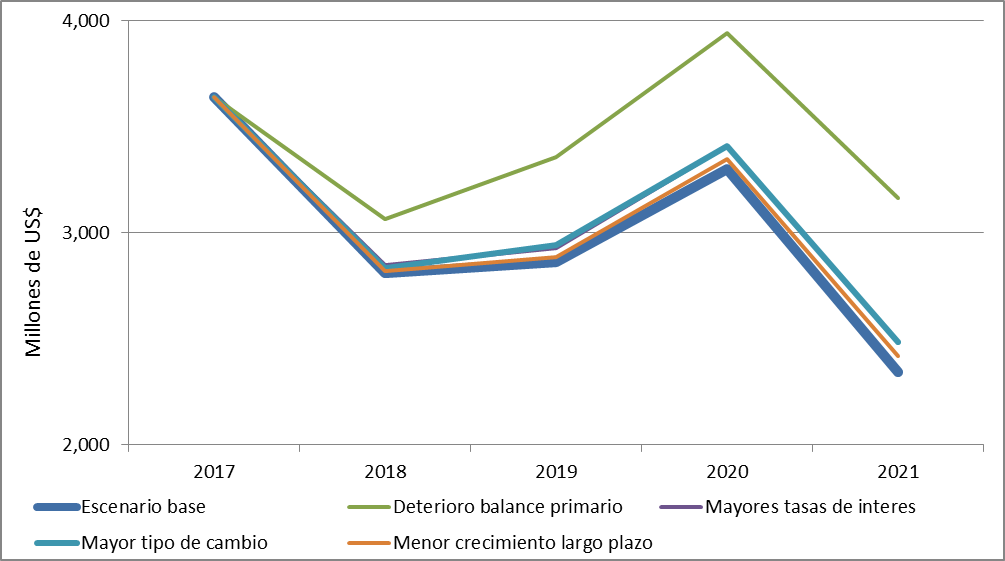
En un escenario donde las tasas de interés fueran 100bps mayores al escenario base a partir de 2018, las necesidades de financiamiento ascenderían a US$3.061 millones al año. Cabe resaltar que dado que la mayor parte de la deuda está a tasa fija, este aumento de tasas no afectaría al stock de deuda sino a las nuevas emisiones.

Mayor tipo de cambio

Bajo el supuesto de un tipo de cambio mayor al del escenario base, las necesidades de financiamiento se verían afectadas directamente[[1]](#footnote-2) en dos sentidos contrarios. Primero, a través de un menor resultado primario medido en dólares. Segundo, a través de un menor pago de intereses y amortizaciones expresados en dólares para la deuda en moneda nacional. En este ejercicio se considera solamente el primer efecto y no el segundo. Se asume que la depreciación es 10pp mayor al escenario base en 2018 y 2019, lo cual llevaría a que las necesidades de financiamiento sean de US$3.063 millones en promedio al año. El efecto de una mayor depreciación de la moneda a través del pago de intereses y amortizaciones haría que estas necesidades fueran menores.

En el gráfico 1 se presenta la evolución temporal de las necesidades de financiamiento bajo los distintos supuestos.

**Gráfico 1: Necesidades de financiamiento bajo supuestos alternativos**



Fuente: Elaboración Propia.

1. No se consideran efectos indirectos sobre el resultado primario debido a cambios en la recaudación o gastos. [↑](#footnote-ref-2)