XXVII SEMINARIO NACIONAL DE LA ASOCIACIÓN URUGUAYA DE CONTABILIDAD Y PRESUPUESTO PÚBLICOS (ASUCYP)

Noviembre de 2018

Estrategias de Financiamiento del Gobierno de Uruguay

Herman Kamil

Unidad de Gestión de Deuda

Ministerio de Economía y Finanzas de Uruguay

Organización de la Presentación

1. Objetivos y lineamientos de la estrategia de gestión de deuda pública en Uruguay.

2. Consideraciones para el diseño y ejecución de las operaciones de emisión de bonos.

3. Cambios recientes en el contexto local e internacional y su impacto en estrategias de financiamiento.

1. Lineamientos de la Estrategia de Gestión de Deuda

- Diseñar e implementar la **estrategia de financiamiento y administración de pasivos** del Gobierno a **bajos costos**, asumiendo **niveles prudentes de exposición al riesgo**.

- Potenciar la **calidad crediticia** de la República que asegure el **acceso fluido a los mercados**.

- Desarrollar el mercado de títulos domésticos, estableciendo **referencias en la curva de rendimientos** para los restantes agentes de la economía.

¿Qué necesita financiar el Gobierno?

- **Déficit Primario**
- **Pago de Intereses**

} **Déficit Total**

- **Amortizaciones de Deuda**

¿Qué necesita financiar el Gobierno?

- **Déficit Primario**

- **Pago de Intereses**

- **Amortizaciones de Deuda**
  - **Vencimientos a Madurez**

¿Qué necesita financiar el Gobierno?

- **Déficit Primario**

- **Pago de Intereses**

- **Amortizaciones de Deuda**
  - **Vencimientos a Madurez**
  - **Posible recompras de títulos en circulación**
    - A cambio de efectivo (*buyback*)
    - A cambio de títulos emitidos (canje)

¿Qué necesita financiar el Gobierno?

- **Déficit Primario**
- **Pago de Intereses**
- **Amortizaciones de Deuda**
  - Vencimientos a Madurez
  - Recompras de títulos

Necesidades Totales de Financiamiento

Modalidades de financiamiento

1. **Mercado de capitales a través de títulos de deuda**
   - **Notas y Letras de Tesorería** (mercado local)
   - **Bonos globales** (mercado internacional)

2. **Organismos multilaterales de crédito**
   - **Préstamos de inversión**
   - **Líneas de crédito de rápido desembolso**

3. **Uso de reservas propias**

Pilares estratégicos tras salida de la crisis del 2002

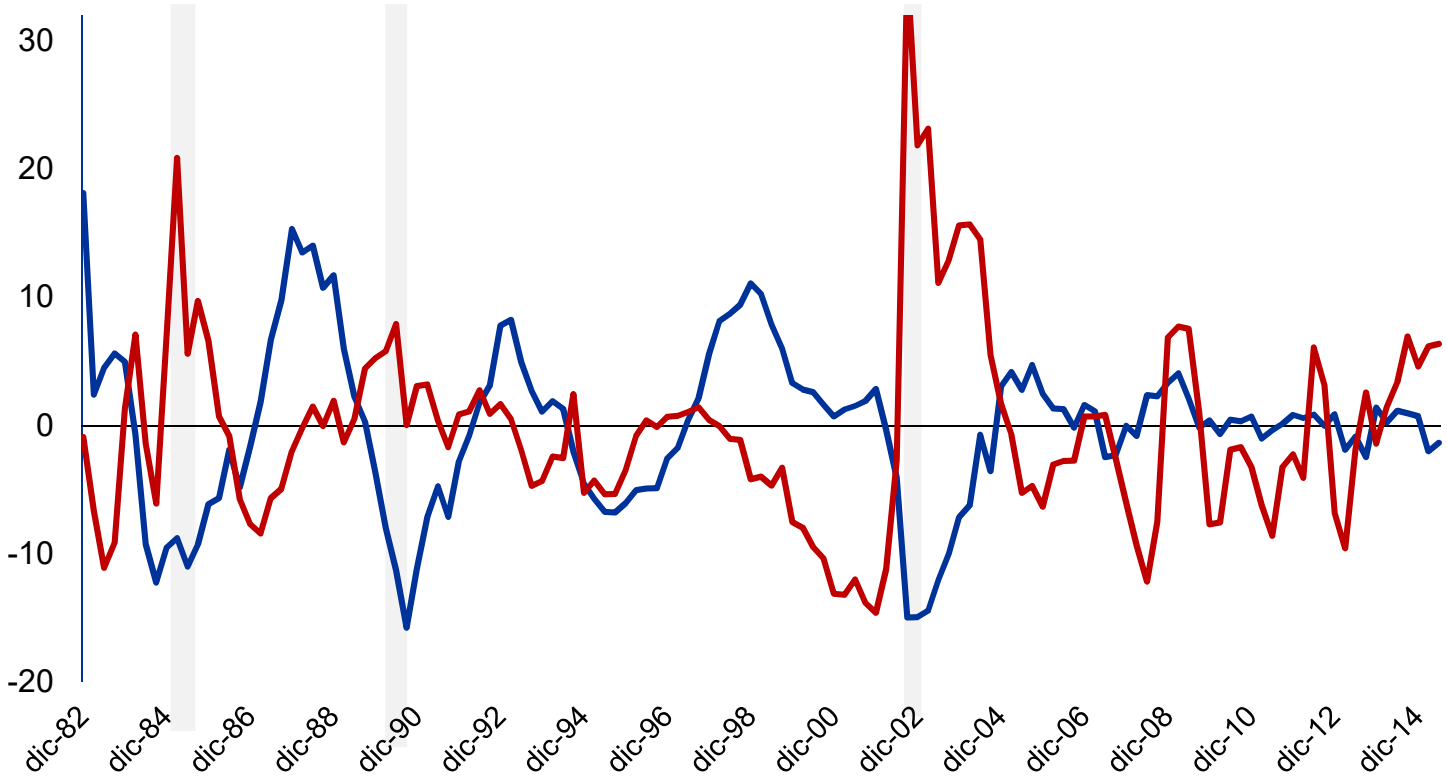
Reducción de las Vulnerabilidades Financieras:

- **Atenuar la exposición a la depreciación de la moneda**
  - Mantener acotado el porcentaje de la deuda denominada en moneda extranjera

Riesgo de endeudamiento en dólares puede verse amplificado por patrón cíclico del tipo de cambio real

Fluctuaciones cíclicas de la recaudación real del gobierno y el tipo de cambio real bilateral con EE.UU.

(en % de desviación de su tendencia)



Fuente: *Ministerio de Economia y Finanzas*

Pilares estratégicos tras salida de la crisis del 2002

Reducción de las Vulnerabilidades Financieras:

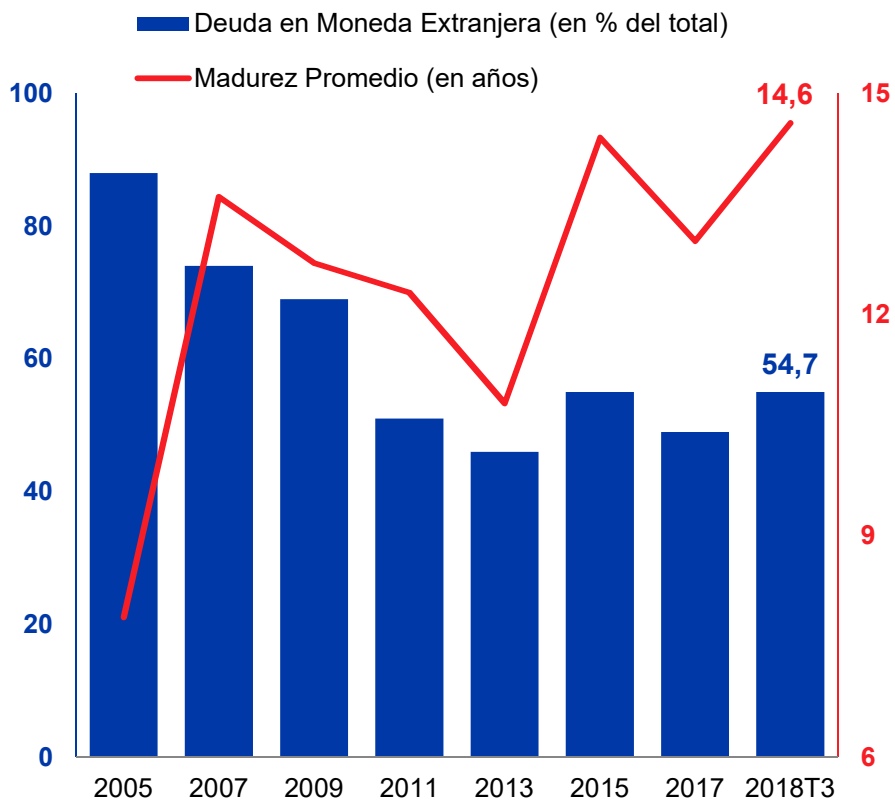
- **Atenuar la exposición a la depreciación de la moneda**
  - Mantener acotado el porcentaje de la deuda denominada en moneda extranjera

- **Disminuir el riesgo de refinanciamiento**
  - Reducir vencimientos de corto plazo
  - Aumentar la madurez promedio de la deuda
  - Suavizar el calendario de amortizaciones

- **Mitigar el riesgo de tasas de interés**
  - Disminuir la porción de la deuda indexada a tasa flotante

Política activa de manejo de deuda ha buscado mejorar el perfil de riesgos de la estructura de pasivos

Estructura de deuda por monedas y madurez
(fin del período)



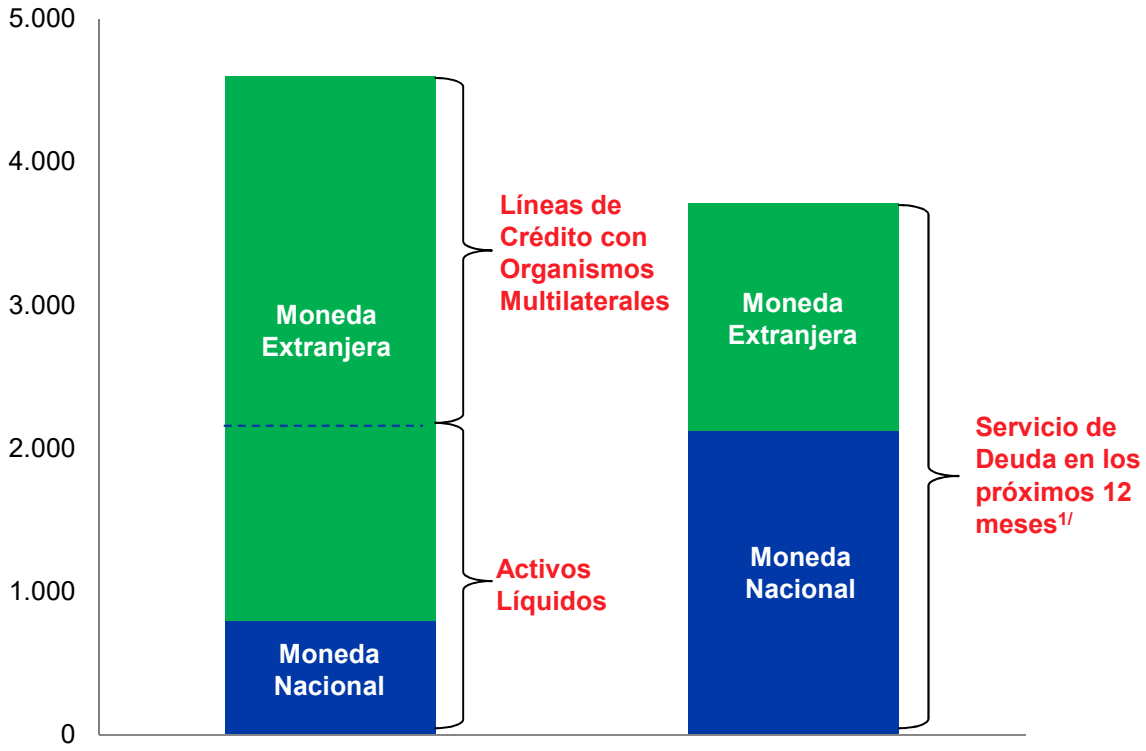
Deuda emitida a tasa fija
(% del total, fin del período)

Fuente: *Ministerio de Economía y Finanzas*

Construcción de reservas precautorias de liquidez a través de pre-financiamiento y líneas de crédito

"Amortiguadores" Fiancieros del Gobierno y Servicio de Deuda[1/]

(en millones de USD, a Setiembre de 2018)



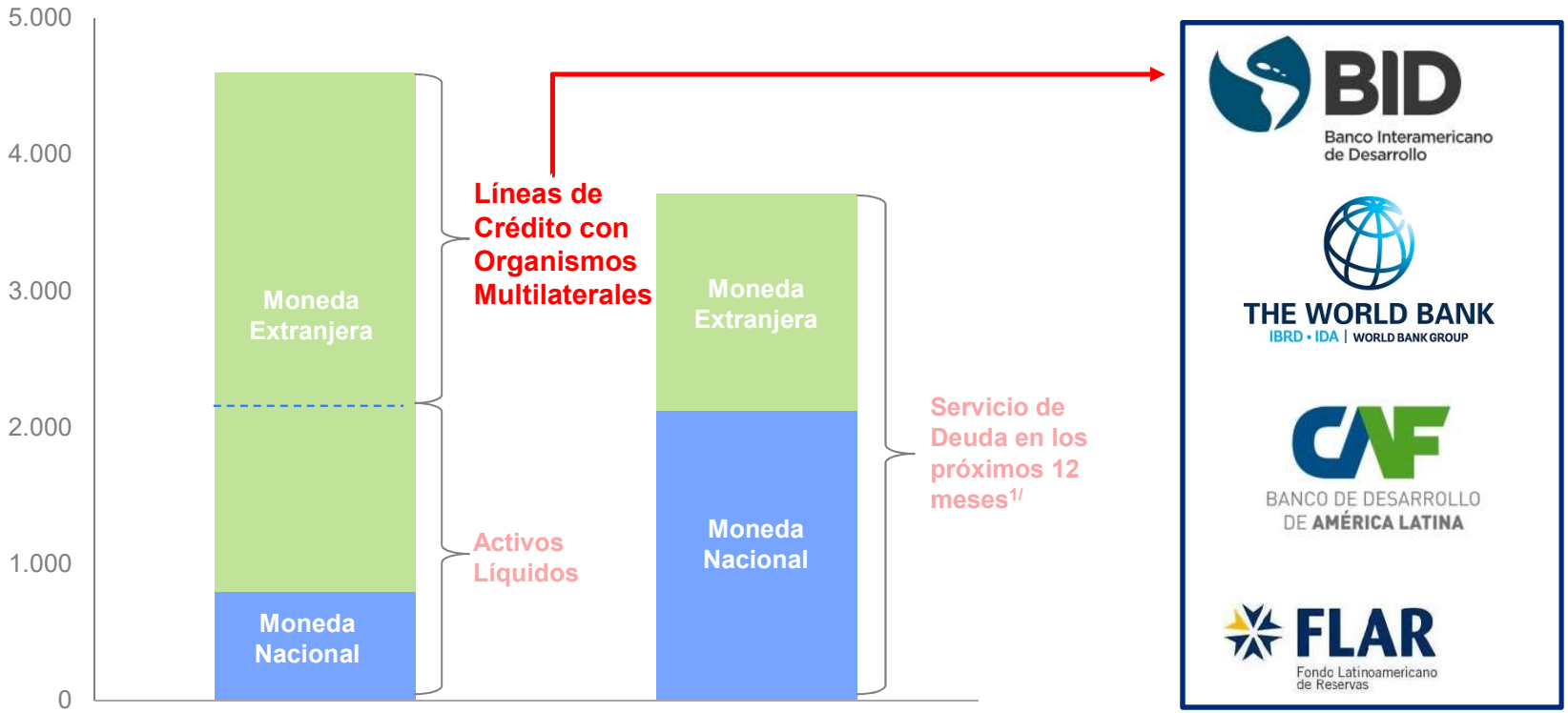
[1/] El servicio de deuda incluye amortizaciones y pago de intereses

Fuente: *Unidad de Gestión de Deuda, Minsterio de Economía y Finanzas*

Construcción de reservas precautorias de liquidez a través de pre-financiamiento y líneas de crédito

"Amortiguadores" Fiancieros del Gobierno y Servicio de Deuda[1/]

(en millones de USD, a Setiembre de 2018)

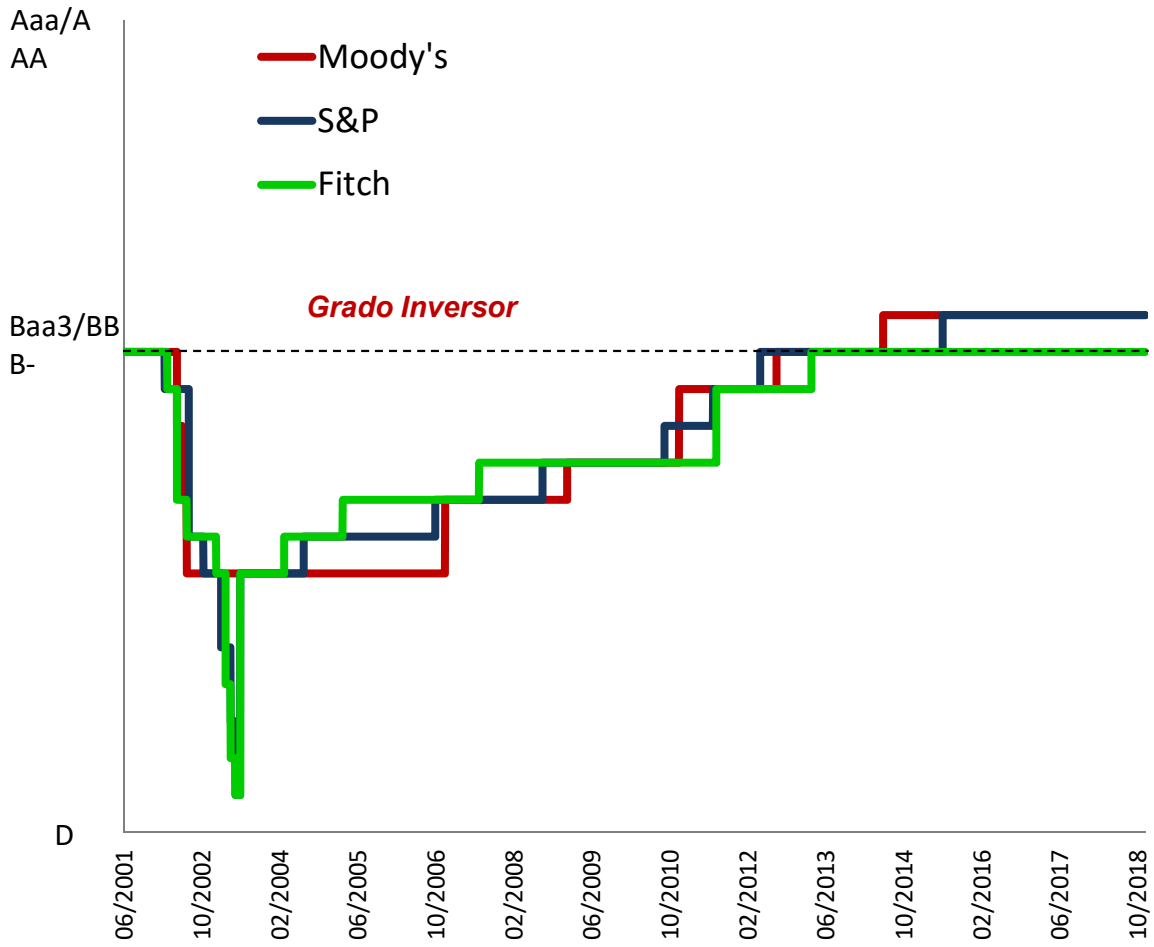


[1/] El servicio de deuda incluye amortizaciones y pago de intereses

Fuente: *Unidad de Gestión de Deuda, Minsterio de Economía y Finanzas*

La calificación de grado inversor de la deuda soberana es un activo financiero fundamental

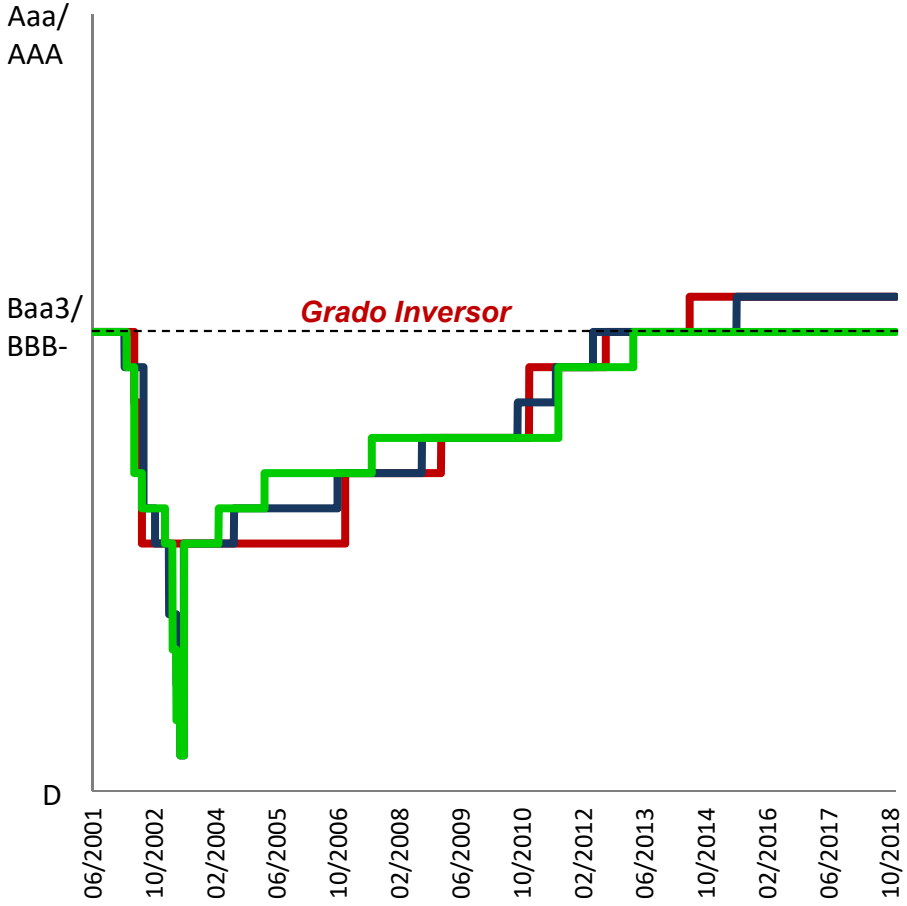
Evolución de la calificación crediticia



Fuente: *Moody's, S&P y Fitch*

Cambios recientes en la perspectiva de la calificación

Evolución de la calificación crediticia



Fuente: Moody's, S&P y Fitch

Últimas acciones de crédito

FitchRatings — **10/2018.** Confirmó calificación en "BBB-", **cambio de perspectiva a negativa desde estable**

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES McGRAW HILL FINANCIAL — **05/2018.** Confirmó calificación en "BBB", **con perspectiva estable**

MOODY'S INVESTORS SERVICE — **07/2018.** Confirmó calificación en "Baa2", **con perspectiva estable**

2. Elementos fundamentales en diseño y ejecución de emisiones de títulos en mercado de capitales

- Moneda (local o extranjera)
- Jurisdicción (doméstico o internacional)
- Tipo de Tasa de Interés (fija o flotante)
- Monto
- Plazo
- Forma de amortización
- Operación concurrente de manejo de pasivos

Opciones de financiamiento por mercados y monedas

1. Mercado Doméstico

Moneda Local:

- Pesos a tasa fija nominal
- Pesos indexados a la inflación (UI)
- Pesos indexados a salario nominal (UR y UP)

Moneda Extranjera:

- Dólares

2. Mercado Internacional

Moneda Local:

- Pesos indexados a la inflación (UI)
- Pesos a tasa fija nominal

Moneda Extranjera:

- Dólares
- Euros
- Yenes

2. Elementos fundamentales en diseño y ejecución de emisiones de títulos en mercado de capitales

- Jurisdicción (doméstico o internacional)
- Moneda (local o extranjera)
- Tipo de Tasa de Interés (fija o flotante)
- Monto
- Plazo
- Forma de amortización
- Operación concurrente de manejo de pasivos

Financiamiento en mercado global en 2017: "Segunda generación de des-dolarización"

Objetivos

Aumentar financiamiento en moneda nacional y ampliar base inversora

- **Reducir la exposición al riesgo cambiario de la deuda pública**
- **Ampliar las fuentes de financiamiento y mejorar sus términos**

Estrategia de financiamiento en mercado global durante 2017

Objetivos	Estrategia
Aumentar financiamiento en moneda nacional y ampliar base inversora • Reducir la exposición al riesgo cambiario de la deuda pública • Diversificar las fuentes de financiamiento y mejorar sus términos	**Desarrollar el mercado de bonos en pesos a tasa fija nominal** ➢ **Aumentar la liquidez y extender duración en bonos soberanos** ➢ **Establecer puntos de referencia eficientes para otros instrumentos en moneda local y reducir dolarización financiera** ➢ **Potenciar canales de transmisión de la política monetaria**

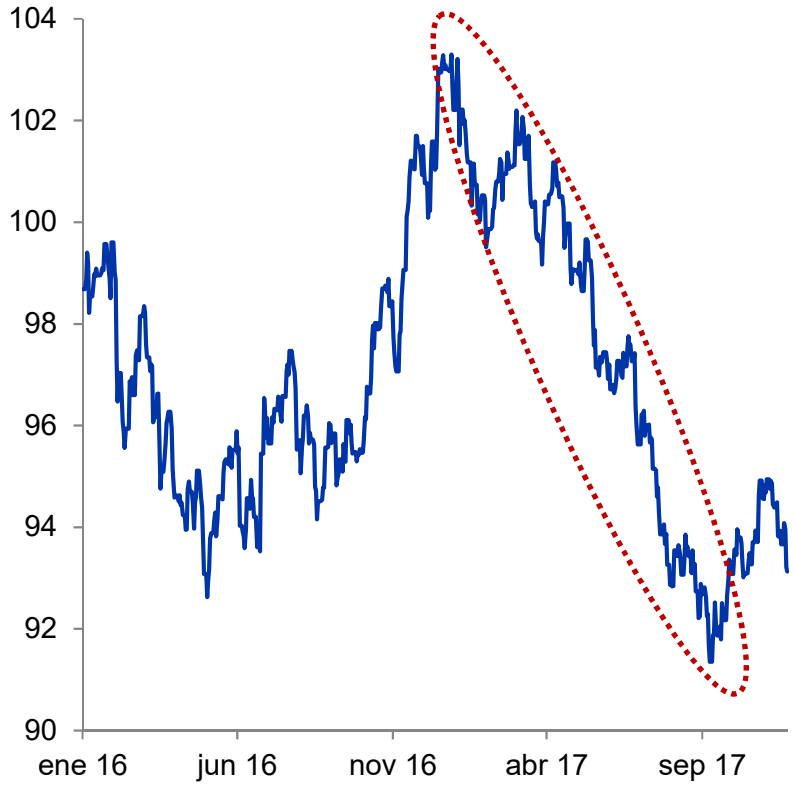
Estrategia de financiamiento en mercado global durante 2017

Objetivos	Estrategia	Implementación
Aumentar financiamiento en moneda nacional y ampliar base inversora • Reducir la exposición al riesgo cambiario de la deuda pública • Diversificar las fuentes de financiamiento y mejorar sus términos	**Desarrollar el mercado de bonos en pesos a tasa fija nominal** • Aumentar la liquidez y extender duración en bonos soberanos • Establecer puntos de referencia eficientes para otros instrumentos en moneda local y reducir dolarización financiera • Potenciar canales de transmisión de la política monetaria	**Emisión de Bonos Globales en Pesos Nominales de Madurez Intermedia y Tamaño "Benchmark"** ➢ Integrar a los inversores extranjeros y generar más competencia en el mercado. ➢ Apuntar a la inclusión de los bonos en los índices de referencia en moneda local de mercados emergentes.

Expectativa de aumento mas gradual de tasas en Estados Unidos y debilitamiento del dólar durante gran parte del 2017

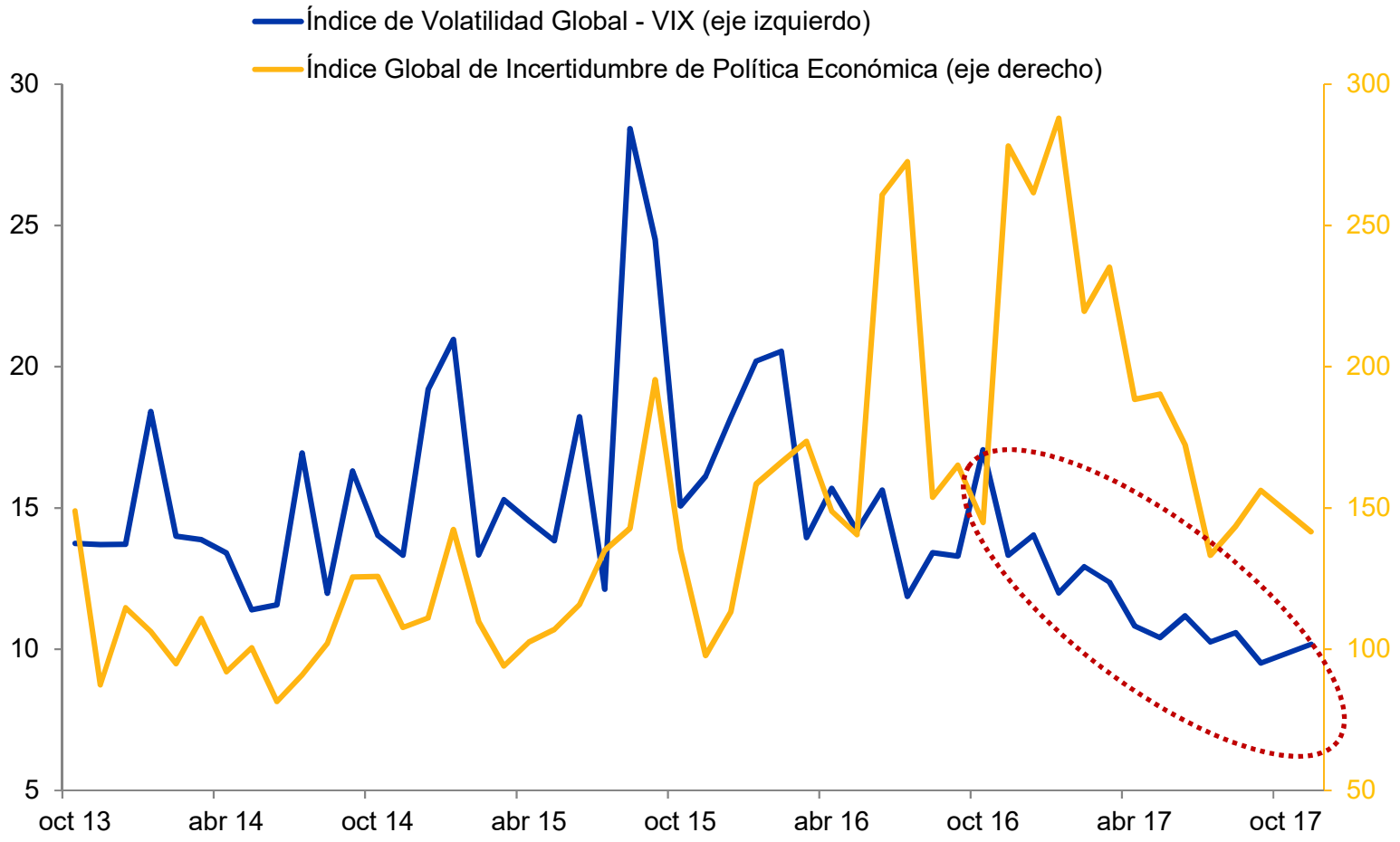
Rendimiento bono del tesoro de EE.UU. a 10 años

Índice multilateral del dólar (*DXY Dollar Index Spot*)



Fuente: *Bloomberg*

Aversión al riesgo en mercados financieros estaban en niveles históricamente bajos pese a incertidumbre política mundial

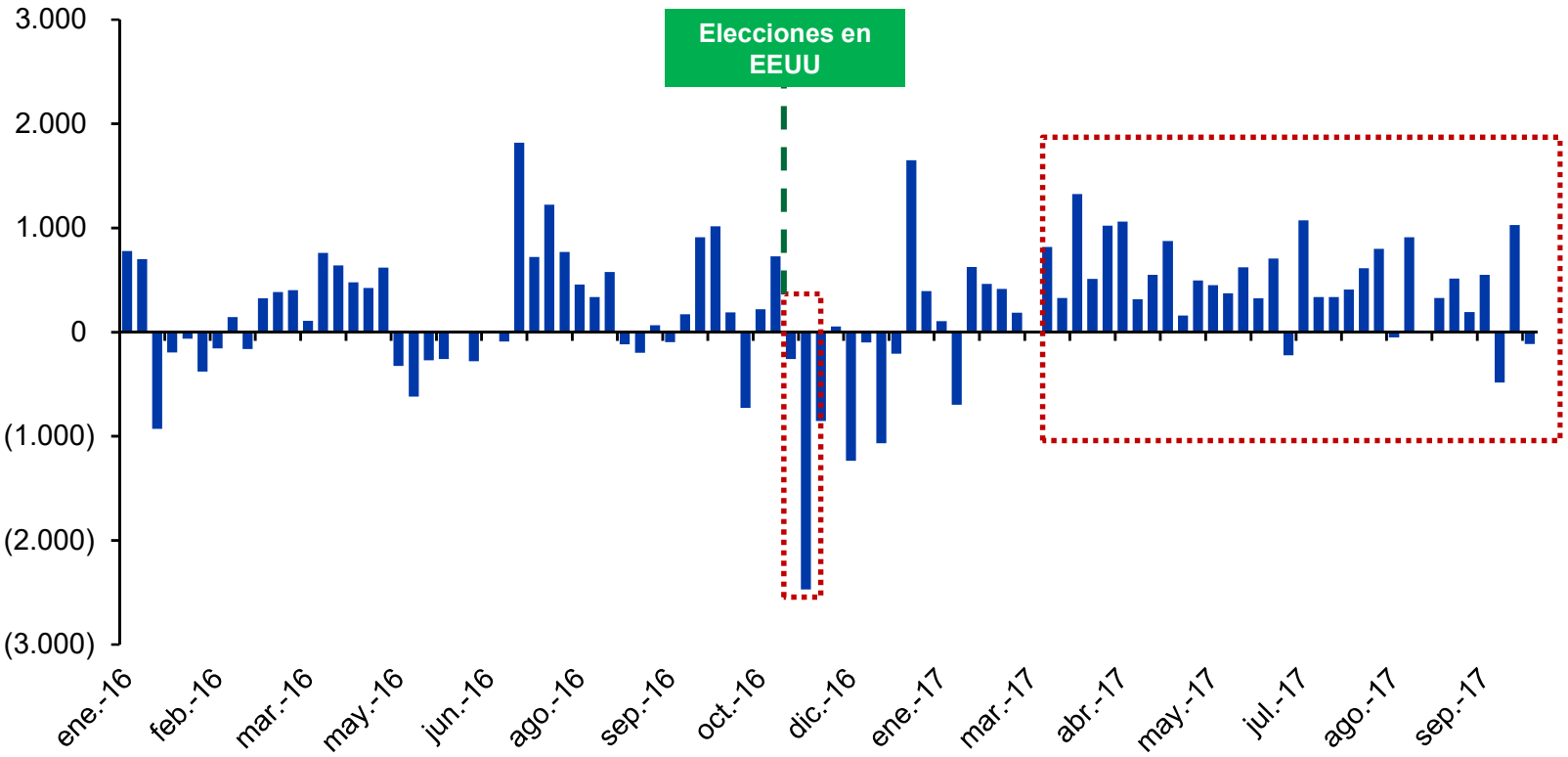


Fuente: *Policy Uncertainty* http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

Reanudación de flujos de capitales a mercados emergentes en moneda local durante 2017

Flujo de capitales a fondos de inversión en moneda local en mercados emergentes

(en millones de dólares)



Fuente: *Bank of America Merrill Lynch*

Avances en la gestión de deuda en 2017

- Emisión en pesos a tasa fija nominal a escala global por primera vez (a 5 y 10 años de plazo).

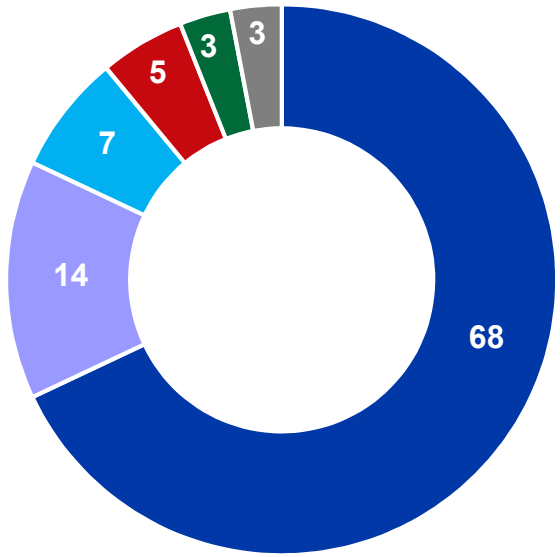
- Inclusión en Índice de Referencia de moneda local a tasa fija para deuda emitida por países emergentes (GBI-EM de JPMorgan).

- Financiamiento del mercado de capitales local e internacional obtenido 100% en moneda nacional.

Diversificación de la base inversora en emisión global en pesos de junio 2017

Adjudicación por tipo de inversor

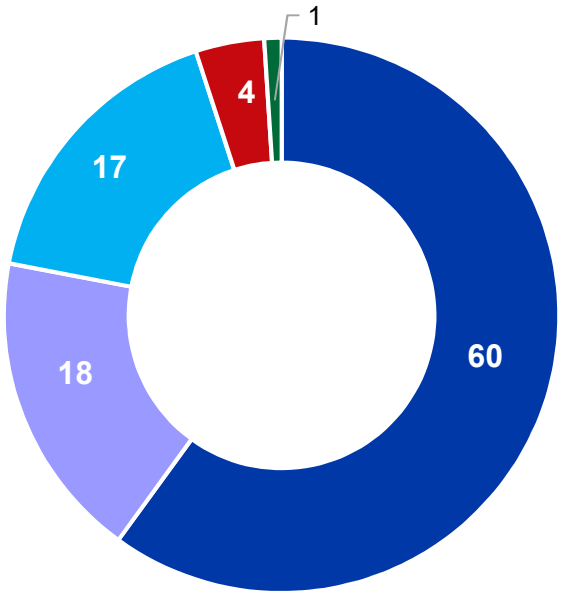
(en % del total emitido)



- Adminstradoras de Fondos
- Fondos de Pensión
- Fondos de Cobertura
- Bancos de Portafolio
- Bancos Privados
- Aseguradoras

Adjudicación geográfica

(en % del total emitido)

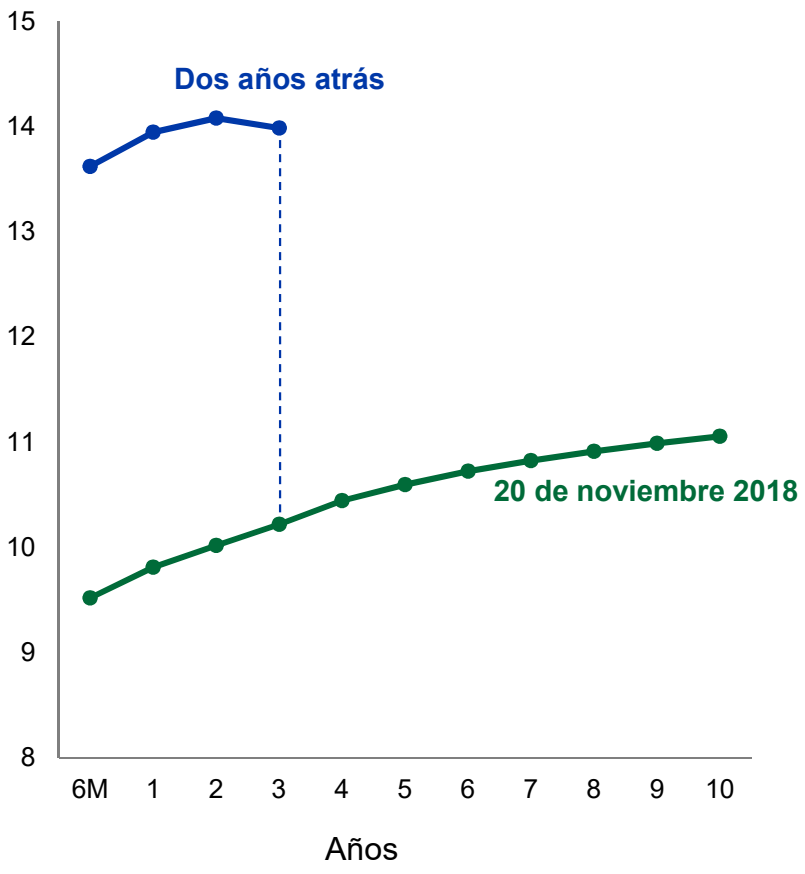


- Estados Unidos
- Reino Unido
- Uruguay
- Otros Europa y Medio Oriente
- Chile

En años recientes se ha observado una disminución del costo de fondeo en moneda local…

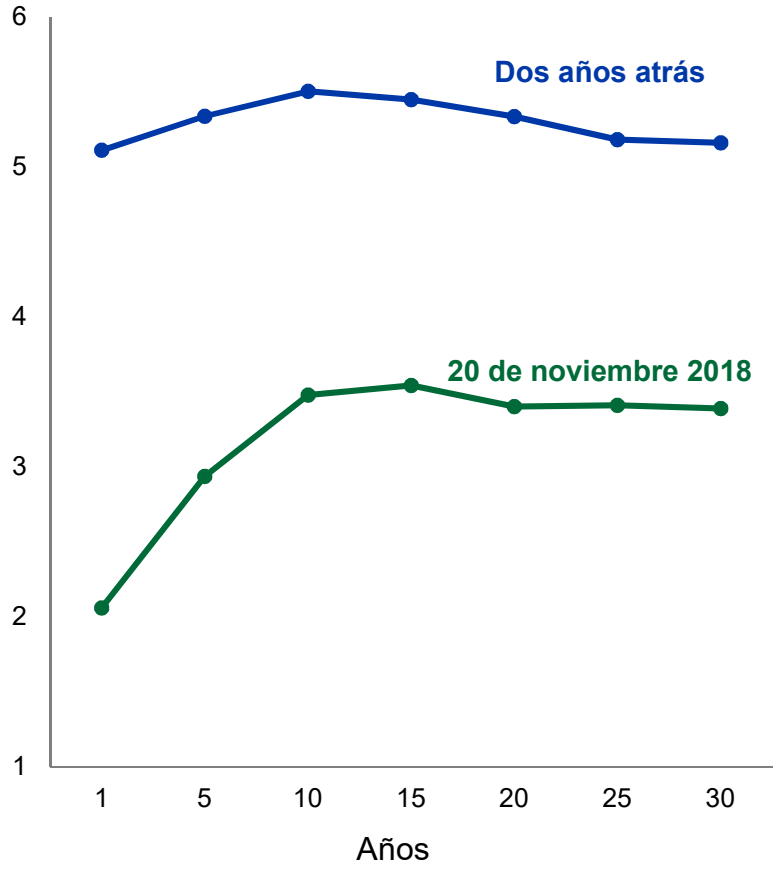
Curva de rendimiento en pesos nominales

(Curva par, en %)



Curva de rendimiento en Unidades Indexadas

(Curva par, en %)

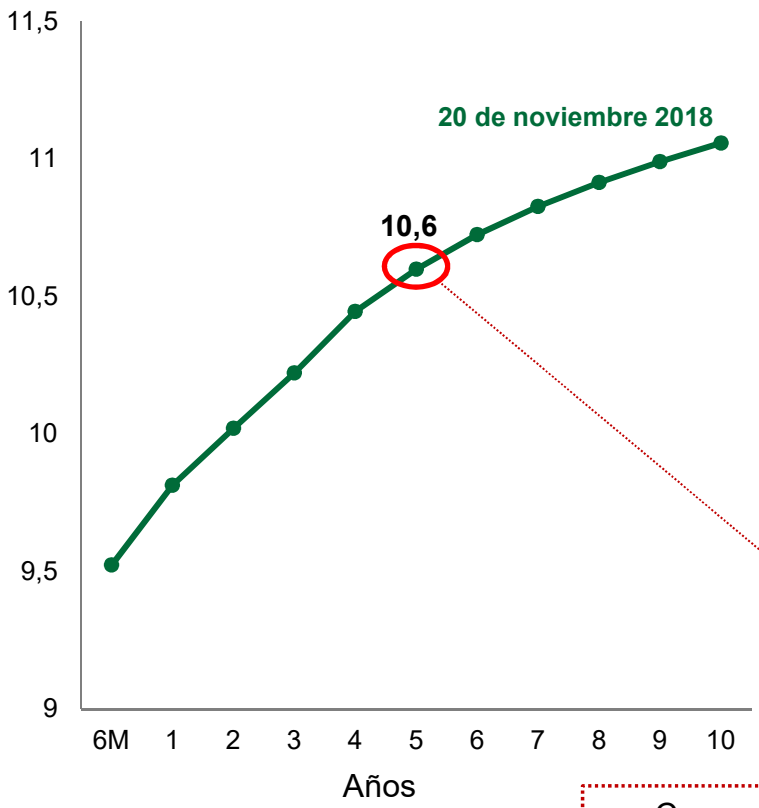


Fuente: *Bolsa Electronica de Valores del Uruguay (BEVSA)*

…y el arbitraje actual de la curvas sugieren una inflación esperada cerca del techo del rango meta

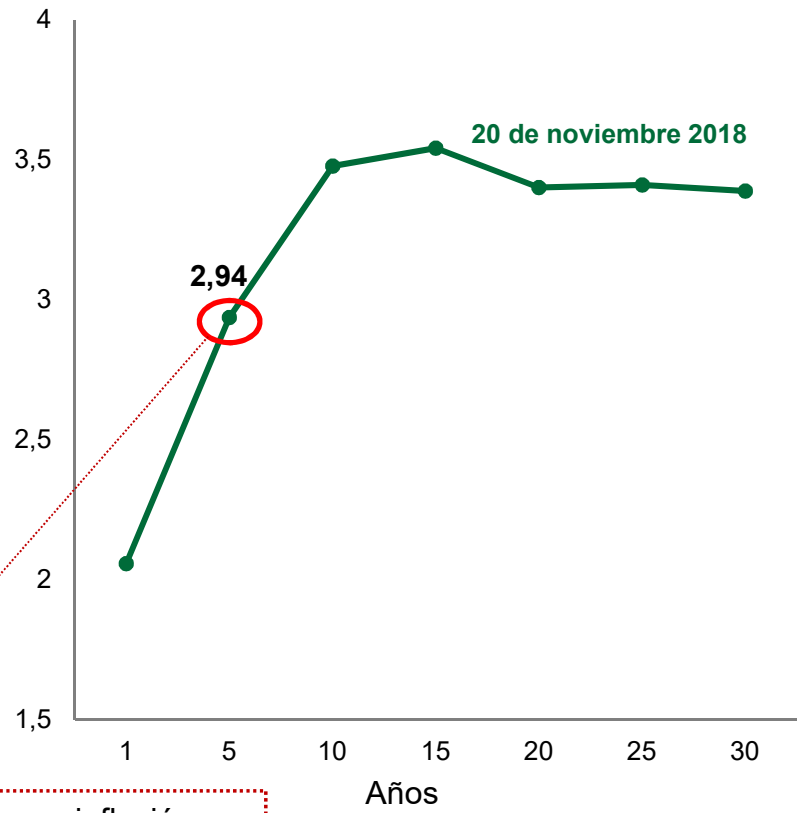
Curva de rendimiento en pesos nominales

(Curva par, en %)



Curva de rendimiento en Unidades Indexadas

(Curva par, en %)



Compensación implícita por inflación (inflación esperada más riesgo inflacionario) es de 7,66% anual promedio en horizonte de 5 años

Fuente: *Bolsa Electronica de Valores del Uruguay (BEVSA)*

Avances en la gestión de deuda en 2018

- Emisión global en dólares con la madurez más extensa en la historia de la República (vida promedio 36 años).

- Creación de la Unidad Previsional (UP) y primera emisión de títulos denominados en ésta moneda en el mercado local.

- Operación conjunta entre el Ministerio de Economía y el Banco Central de emisión y canje de títulos en el mercado doméstico (noviembre 2018).

3. Cambios recientes en el contexto local e internacional y planes para el próximo año

- Firmes expectativas de aumento de tasas en Estados Unidos y gradual fortalecimiento de dólar.

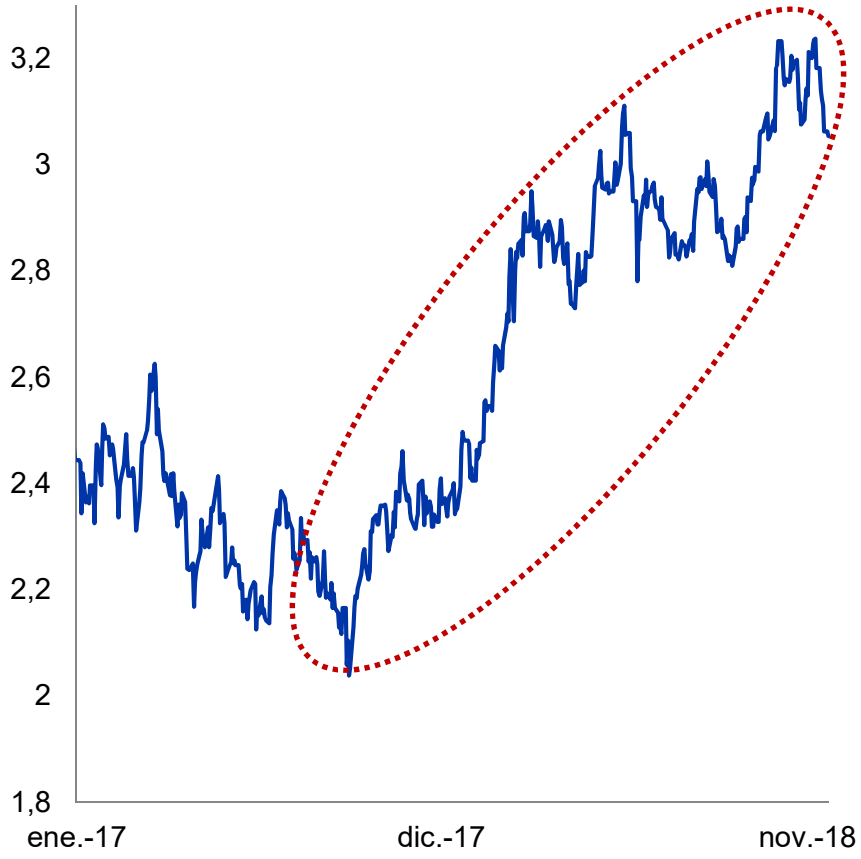
- Ascenso en la aversión al riesgo de los mercados financieros en un contexto de mayor incertidumbre política a nivel global.

- Desaceleración de la económica uruguaya y desafíos fiscales.

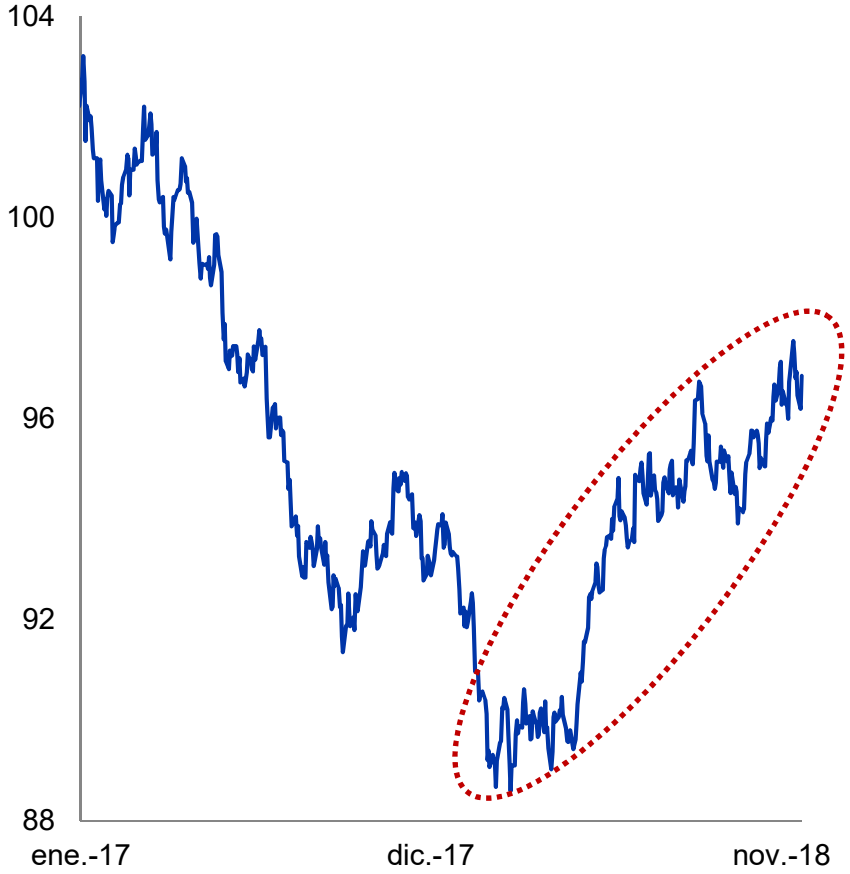
Firmes expectativas de aumento de tasas en Estados Unidos y fortalecimiento de dólar durante 2018

Rendimiento Bono del Tesoro de EE.UU. A 10 años

(en %)

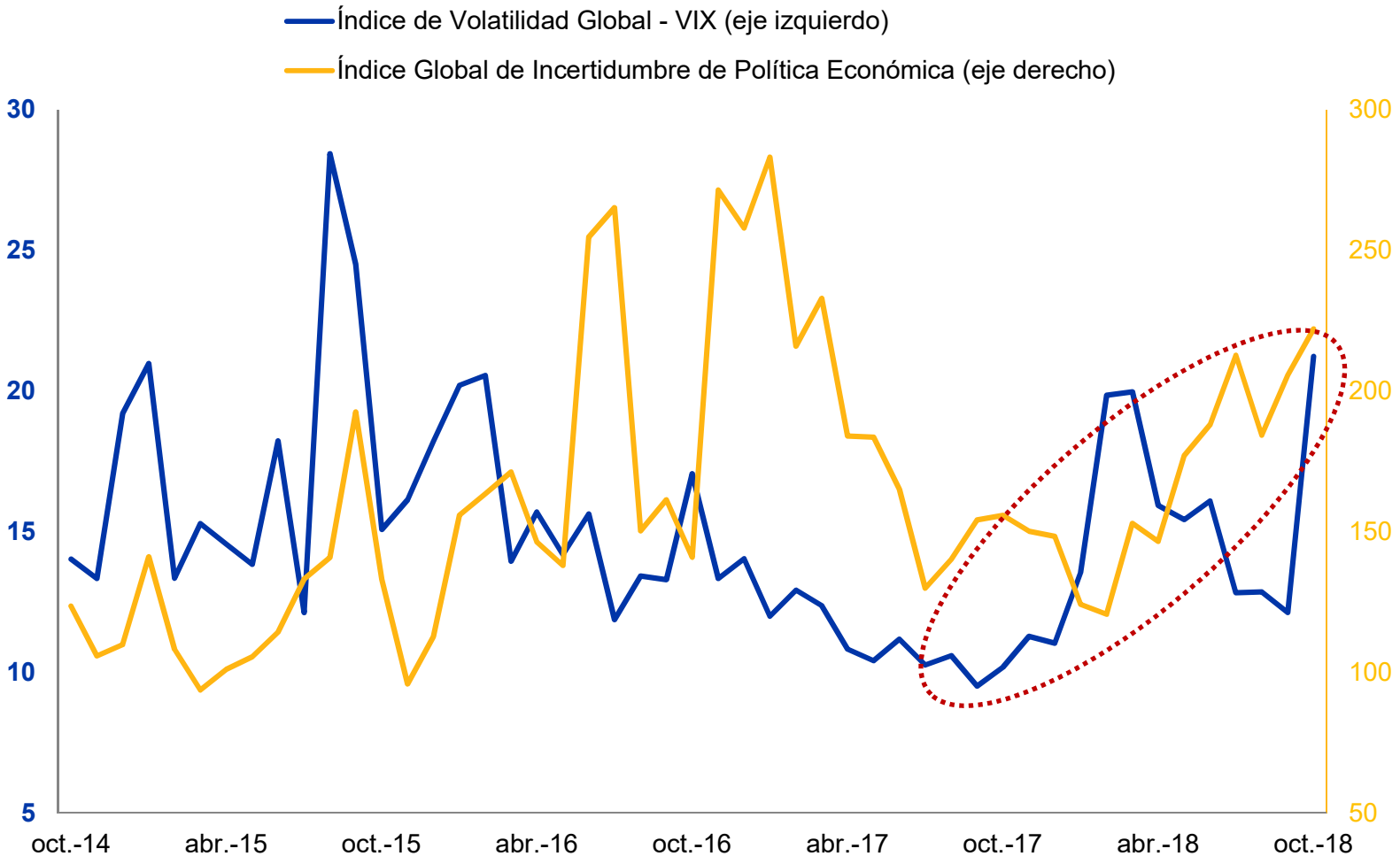


Índice Multilateral del dólar *(DXY Dollar Index Spot)*



Fuente: *Bloomberg*

Ascenso en la aversión al riesgo de los mercados financieros en un contexto de mayor incertidumbre política a nivel global

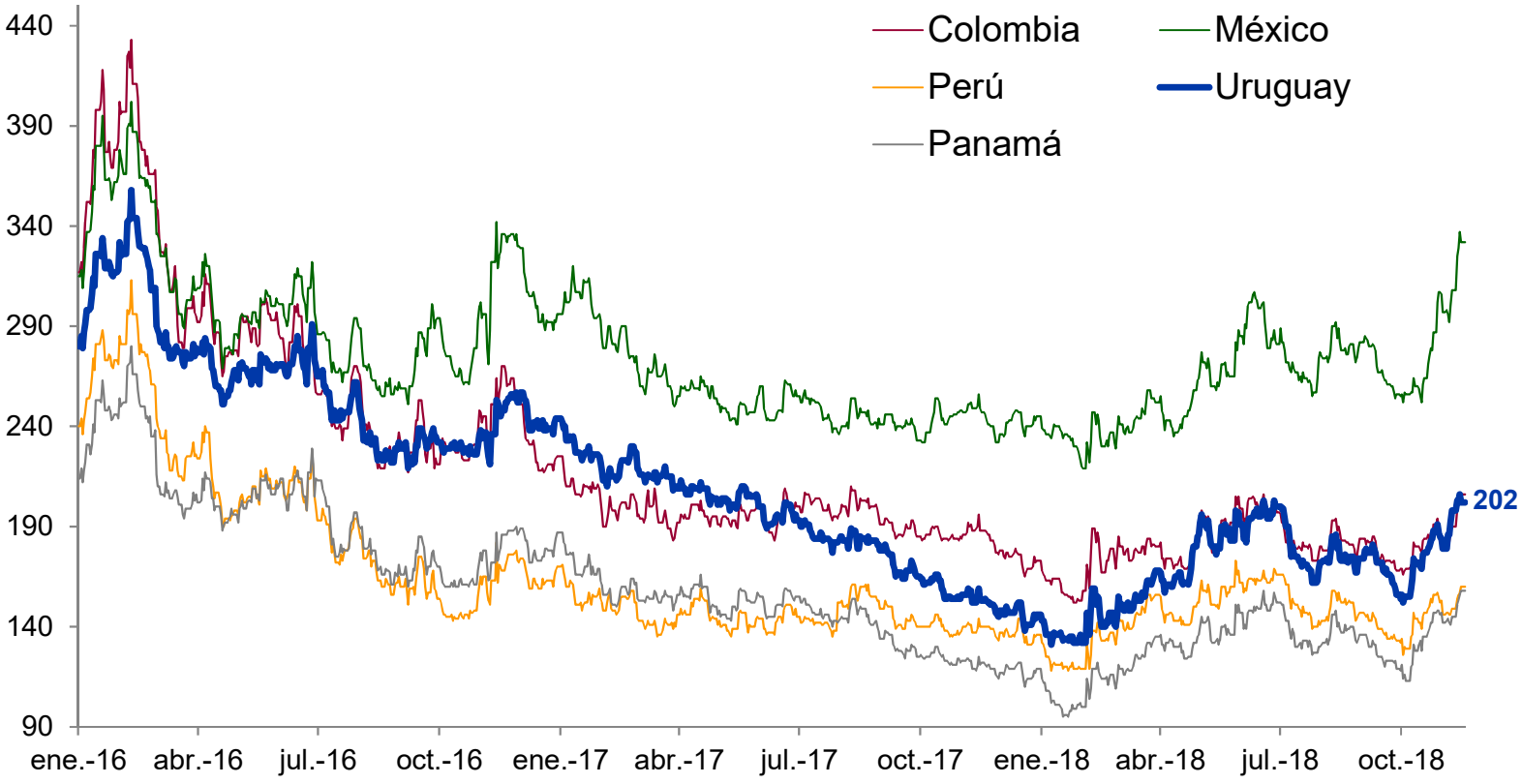


Fuente: *Policy Uncertainty* http://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

Prima de riesgo soberano en niveles similares a pares regionales mejor calificados, aunque con leve crecimiento

Riesgo Soberano (Spread JP Morgan EMBI Index)

(en puntos básicos)



Fuente: *Bloomberg*

Posibles estrategias de financiamiento y administración de deuda en 2019

Sujeto a condiciones de mercado:

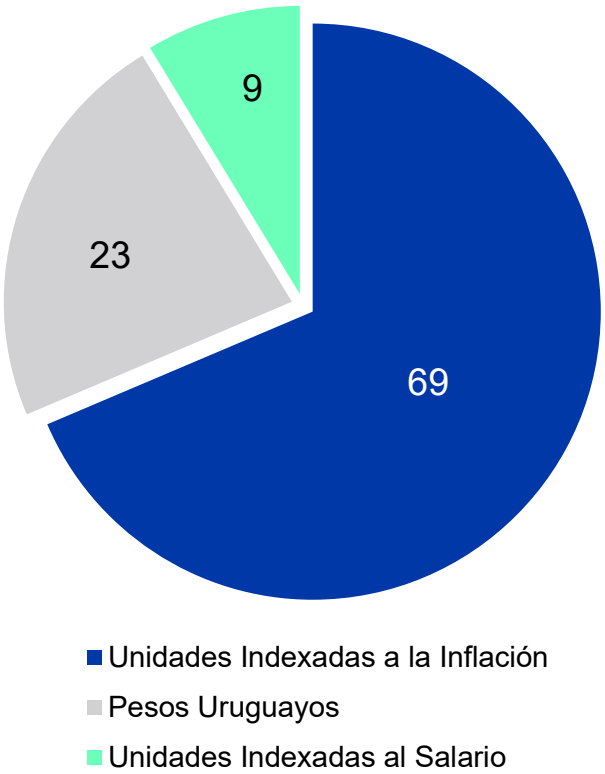
- **Continuar profundizando el mercado de bonos en pesos** a través de:
  - Emisiones de mayor madurez y operaciones de manejo de pasivos
  - Conversiones de deuda en moneda extranjera a través del mercado de swaps
  - Emisiones en UP
  - Coordinación con el Banco Central

- **Regresar al mercado global para fondeo**.

Estructura por monedas del portafolio de deuda

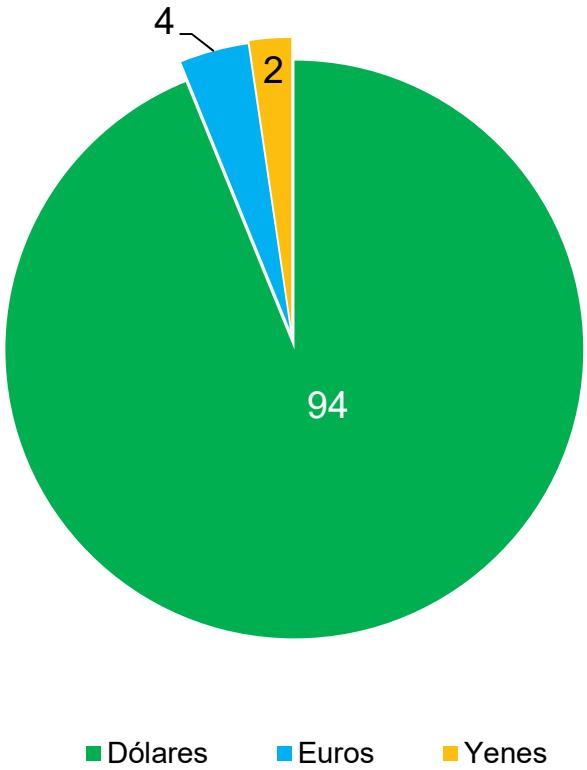
Portafolio en Moneda Local

(en % del total, a setiembre de 2018)



Portafolio en Moneda Extranjera 1/

(en % del total, a setiembre de 2018)



1/ Incluye operaciones de *swaps*

Fuente: *Ministerio de Economía y Finanzas*