cinve
Centro de Investigaciones Económicas
Actividad y Comercio
ISSN: 2301-1289
Enero-Febrero 2015 Nº 133

Contenido:

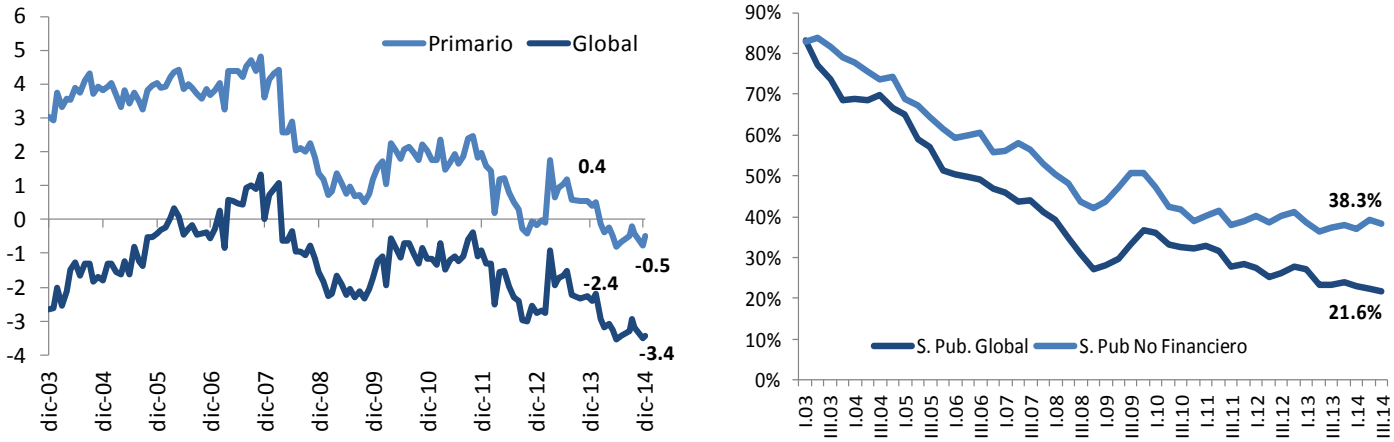
- ¿Hay Espacio Fiscal? El Punto de Partida
- Situación al cierre de 2014
- El espacio fiscal del próximo quinquenio

¿HAY ESPACIO FISCAL? EL PUNTO DE PARTIDA

La cuestión fiscal, y en especial el resultado del sector público ha sido uno de los temas con mayor discusión durante el año pasado. Por un lado ello se encuentra vinculado a los resultados observados, que marcaron una desmejora respecto a años anteriores. Por otro lado, al ser 2014 un año electoral, las cuestiones propias del ciclo político condujeron a darle una mayor importancia relativa al tema.

Al respecto, la última Rendición de Cuentas del año 2013 indica que el Sector Público Consolidado registró en dicho año un déficit de 2,4% del PIB, implicando una mejora respecto a 2012. En 2013 el resultado primario a cerró el año con un superávit de 0,4% del PIB. En tanto, los intereses de la deuda representaron al cierre de 2013 un 2,8% del PIB. Sin embargo, el panorama al cierre de 2014 indica un deterioro respecto a años previos. El Sector Público Consolidado registró un valor negativo, del orden del 0,5%, lo que sumado a un pago de intereses del 3% del PIB redundó en un resultado global consolidado de –3,5% del PIB. Si bien la Rendición de Cuentas esperaba un peor resultado en 2014 que en 2013, el resultado efectivo fue ligeramente peor a lo previsto (déficit de 0,4% para el primario y de 3,3% para el global consolidado). Por su parte, los resultados en términos de gestión de la deuda mantuvieron los buenos resultados de años previos e incluso continuaron mejorando en algunos aspectos.

Gráfico 1. Resultado del Sector Público Consolidado, primario y global
(año móvil, en % del PIB) **y Deuda Neta,** Sector Público Global y No Financiero



Fuente: MEF

A continuación se presenta un análisis detallado del resultado fiscal de 2014 y del perfil de la deuda pública. Éste indaga al interior de las partidas de gastos e ingresos y en las causas de sus movimientos. Finalmente, se presenta un breve ejercicio que estima a partir de la simulación de diversos escenarios macroeconómicos el espacio fiscal disponible en Uruguay para el próximo quinquenio.

SITUACIÓN AL CIERRE DE 2014

Deterioro del Resultado del Sector Público Consolidado

A fines de enero se dio a conocer el resultado del Sector Público Consolidado correspondiente al mes de diciembre y por tanto también se supo el resultado de 2014. Este último mostró un déficit de 3,5% del PIB, resultado menos favorable que el de 2013 (-2,4%) y que el esperado en la última Rendición de Cuentas para 2014 (-3,3%). El deterioro respecto al año pasado se debió tanto a menores ingresos como a los mayores egresos en proporción al PIB.

En primer lugar, los ingresos del Sector Público No Financiero (SPNF) se ubicaron a fines de 2014 en 30,4% del PIB, cayendo 0,1% del PIB respecto al año previo. A su interior se observan tanto incrementos como caídas. Por un lado los del Gobierno Central cayeron 0,4% del PIB respecto a 2013, situándose en 20,8% del PIB. Dicho movimiento está principalmente asociado al resultado de DGI que se redujo en 0,4% del PIB por un menor pago de impuestos de las empresas públicas y un aumento de la recaudación privada de 0,3% del PIB. En tanto los ingresos por Comercio Exterior se mantuvieron incambiados, los "Otros Ingresos" (fondos de libre disponibilidad, aportes de entes e ingresos varios) cayeron 0,2% del PIB. Esto se debió a los comportamientos de UTE que en 2014 efectuó un menor uso de la represa de Salto Grande y a que en 2013 ANTEL aportó ingresos por venta de frecuencia de telefonía celular.

Cuadro 2.1. Ingresos del Sector Público No Financiero (en % del PIB)

	2013	2014	Variación
Ingresos SPNF	**30.4**	**30.4**	**-0.1**
GC	21.3	20.8	-0.5
DGI	17.6	17.3	-0.4
Comercio Exterior	1.1	1.2	0
Otros	2.6	2.4	-0.2
BPS	7.5	7.9	0.4
Empresas Públicas	1.6	1.6	0

Fuente: MEF

Por su parte, en 2014 la recaudación del BPS creció 0,4% del PIB. Este resultado se vincula a las contribuciones por invalidez, vejez y sobrevivencia, seguro de enfermedad y a los ingresos por devoluciones de AFAPs. Además, el resultado primario corriente de las Empresas Públicas se mantuvo incambiado respecto a 2013. Mientras que UTE mejoró su resultado (0,4% del PIB) por menores costos de generación de energía asociados a mejores factores climáticos, ANTEL y ANCAP registraron deterioros (0,2% y 0,3%, respectivamente). En el caso de ANCAP se recuerda que en 2013 se registró una ganancia extraordinaria por la cancelación anticipada de la deuda con PDVSA.

Cuadro 2.2. Egresos del Sector Público No Financiero (en % del PIB)

	2013	2014	Variación
Egresos Primarios SPNF	**30.1**	**30.7**	**0.7**
GC - BPS	26.5	27.4	0.8
Remuneraciones	5.1	5.3	0.1
Gastos no personales	3.8	3.9	0.1
Pasividades	9.2	9.4	0.2
Transferencias	8.4	8.8	0.4
Inversiones	3.5	3.4	-0.2

Fuente: MEF

Por otro lado, los egresos primarios del SPNF se situaron en 2014 en 30,7% del PIB, incrementándose 0,7% del PIB respecto a 2013. En cuanto al gasto corriente todas las partidas registraron incrementos. Los egresos primarios corrientes del Gobierno Central y BPS fueron de 27,4% del PIB, 0,8% mayores que en 2013. Al interior del mismo, las transferencias fueron quienes más crecieron (0,4% del PIB), producto de mayores pagos por seguros de enfermedad, fondos transferidos a las AFAPs y transferencias del Gobierno Central a los Gobiernos Departamentales (0,2%, 0,1% y 0,1% del PIB respectivamente). Por su parte, los egresos por pasividades crecieron 0,2% del PIB, en tanto los gastos no personales y remuneraciones crecieron cada uno 0,1% del PIB.

En cuanto a las inversiones del SPNF (egresos no corrientes) las mismas cayeron en 0,2% del PIB

en 2014. La principal causa de la reducción es el menor stock de petróleo y derivados de ANCAP ya que las inversiones fijas del Gobierno Central y las de las restantes Empresas Públicas se mantuvieron estables.

De esta manera, el resultado primario del Sector Público Consolidado cerró en 2014 en –0,5% del PIB, valor inferior al de 2013. Por su parte, los intereses de deuda pública se ubicaron en 3% del PIB, aumentando 0,2% respecto al año previo (debido al aumento de los del BCU). La suma de ambas partidas configura el resultado global ya mencionado de –3,5% del PIB de 2014.

Cuadro 2.3. Resultado Global Consolidado (en % del PIB)

	2013	2014	Variación
Res. Primario Consolidado	**0.4**	**-0.5**	**-0.9**
Intereses	2.8	3	0.2
Res. Global Consolidado	-2.4	-3.5	-1.1

Fuente: MEF

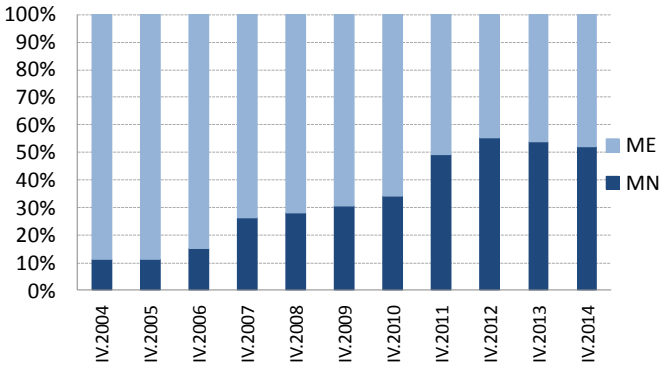
La deuda del Gobierno Central

Si bien aún no se cuenta con información del nivel de deuda al cierre de 2014 en términos del PIB, sí se tienen datos sobre el perfil de la misma. Al respecto, en contrapartida al deterioro registrado en las cuentas públicas, a nivel de gestión de la deuda se evidenciaron algunas mejoras y se mantuvieron los buenos resultados logrados con anterioridad.

En primer lugar, los datos de la Unidad de Gestión de Deuda del MEF evidencian que mientras que a fines de 2004 sólo un 11% de la deuda estaba en moneda nacional, al cierre de 2014 esta proporción alcanza a 52%. Tal proceso registró un notorio salto en 2011. Además, la mayoría de la emisión reciente se encuentra en moneda nacional o en unidades indexadas.

De esta manera, se redujo de forma significativa el riesgo cambiario, el cual se vincula a la composición de la deuda por monedas en que esté emitida. Esto es importante ya que tener una deuda con gran peso de aquella denominada en moneda extranjera conlleva un descalce de monedas entre los ingresos (moneda nacional) y los egresos (moneda extranjera). En este sentido, ante una suba importante y sorpresiva del tipo de cambio respecto a dicha moneda el mismo podría dar lugar a un incumplimiento en los pagos, y sus consecuencias derivadas.

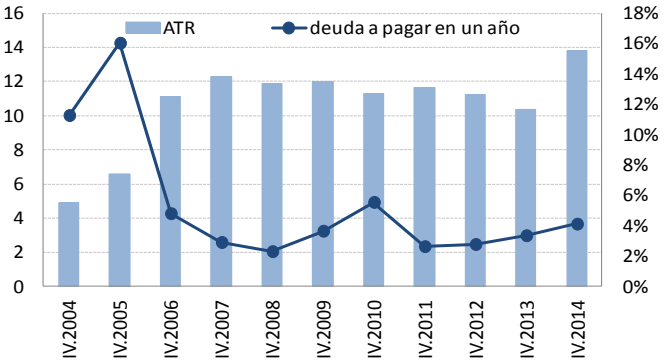
Gráfico 2.1. Composición de la deuda, por monedas



Fuente: MEF

Otros riesgos que también se han reducido desde 2005 son el de *roll over* y el de tasa de interés. Como indicador del primero se toma la proporción de deuda que debe pagarse en un año, en tanto para el segundo se toma el ATR (Average Time to Refixing). Este último es una medida del tiempo promedio ponderado hasta que todos los pagos principales en el portfolio de deuda son sujetos a una nueva tasa de interés.

Gráfico 2.2. Indicadores de riesgo, tasa de interés (barras, eje izquierdo) y roll over (línea, eje derecho).



Fuente: MEF

Al respecto, el gráfico 2.2 revela que en 2014 el riesgo de roll over creció respecto a 2013 en tanto el de tasa de interés se redujo. En cuanto al primero, al cierre de 2014 la deuda a pagar en un año corresponde a un 4,1% del total, en tanto en 2013

dicho valor fue de 3,3%. Si bien es un aumento que no debe pasarse por alto, la situación actual mantiene el indicador en valores reducidos. En cuanto al riesgo tasa de interés el ATR creció respecto a 2013, siendo al cierre de 2014 de 13,8 años. Tal incremento es un aspecto positivo, en tanto mantiene las tasas de interés actuales por un período mayor al que se tenía en 2013 (10,4).

Otro logro se ha dado en el refinanciamiento de la deuda. Hoy se cuenta con un calendario de vencimientos extendido en el tiempo, con pagos decrecientes hasta 2050. Esto permite al Gobierno Central mantener un nivel de liquidez importante y evitar "cuellos de botella" en el pago. Además se destaca la composición de la cartera de financiamiento, donde aumentó el peso de los bonos y cayó el de los préstamos. En tanto a fines de 2004 eran prácticamente mitad y mitad, en 2014 los bonos son un 91% del total.

En línea con estas mejoras y la situación macroeconómica general del país se recuperó el grado inversor e incluso se obtuvo un escalón superior a comienzos de 2014. Además de "reconocer" el trabajo efectuado, contribuye a una mejor perspectiva en la inserción financiera internacional.

¿Qué se espera en materia fiscal?

Para 2015 la última RR.CC. prevé un déficit primario de –0,1% y un resultado global de -3,2%. Esta proyección considera que muchos de los factores que explicaron las correcciones durante 2014 son de carácter permanente (partidas de ingresos, pasividades y transferencias). También incorpora supuestos sobre el nuevo escenario macroeconómico. En caso de cumplirse las variaciones esperadas en la RR.CC para las distintas partidas presupuestales entre 2015 y 2014 (en lugar de los valores proyectados para 2015) y tomando como base el resultado de 2014, el déficit primario en 2015 se ubicaría en 0,2% y el resultado global sería de –3,4%.

Así el deterioro acontecido durante 2014 se transmitiría al menos a 2015. Cabe recordar que al ser año presupuestal, en 2015 no se efectúan nuevos ajustes por lo que partidas presupuestales presentan una rigidez bastante elevada.

EL ESPACIO FISCAL DEL PRÓXIMO QUINQUENIO

Una de las preguntas más relevantes cuando asume un nuevo gobierno es si el mismo contará con los medios necesarios para desarrollar los planes propuestos, especialmente cuando estos implican incrementos reales del Gasto del Sector Público. En otras palabras, resulta clave analizar si los planes que plantea desarrollar el nuevo gobierno son compatibles con una trayectoria fiscal sostenible.

A pesar de que, como se señaló en la primera sección de este informe, el resultado fiscal de 2014 resulta significativo, la trayectoria esperada para los ingresos fiscales durante los próximos cinco años podrían abrir un cierto margen para el incremento del gasto público en términos reales en el marco de un escenario de sostenibilidad fiscal. Ello se explica porque los ingresos del Sector Público se encuentran estrechamente vinculados al nivel de actividad de la economía. En este sentido, en una economía en expansión también se espera que los ingresos fiscales presenten incrementos reales, generando de esta forma Espacio Fiscal.

No obstante, cabe señalar que la utilización de los recursos adicionales que genera el crecimiento económico podrían utilizarse o bien para financiar incrementos reales del gasto público o bien para reducir el actual déficit que se observa en las cuentas públicas.

La utilización de estos recursos en uno u otro objetivo depende en forma importante de las prioridades que se plantee el nuevo gobierno y de la necesidad o no de ajustar la trayectoria fiscal si es que ésta compromete el objetivo de sostenibilidad de la deuda pública.

A modo de ejercicio, en este documento se considera como "Espacio Fiscal" para incrementos del gasto, todo aquel que no comprometan la sostenibilidad fiscal. Operativamente la literatura económica considera que en un determinado momento del tiempo, el balance fiscal es sostenible si la trayectoria proyectada de la Deuda Pública Neta en relación al PIB resulta estable o a la baja.

Los últimos datos del 2014 (al tercer trimestre) señalan que en Uruguay la Deuda Neta del Sector Público No Financiero en relación al PIB se sitúa en un 38,3%, guarismo relativamente reducido tanto en comparación histórica como a nivel internacional. Este guarismo de Deuda Pública en conjunto con su composición por monedas y plazos y las favorables perspectivas de evolución económica han determinado que las principales calificadoras de riesgo a nivel internacional mejoraran en los últimos años la calificación de la deuda uruguaya otorgándole el grado inversor.

Teniendo en cuenta esta percepción favorable del actual nivel de Deuda es que no resulta esperable que el próximo gobierno se plantee objetivos exigentes en materia de reducción del ratio Deuda/PIB. En consecuencia, el cálculo del espacio fiscal que se realizará en este documento **se construye considerando un escenario de menor exigencia en términos de sostenibilidad fiscal, esto es, un escenario en donde el actual ratio Deuda/PIB permanece constante en el quinquenio.**

Cabe aclarar, no obstante, que en el escenario macroeconómico previsto, el objetivo de mantener el ratio Deuda/PIB estable requiere de una mejoría moderada en el resultado primario del Sector Público, algo inferior a un 1% del PIB .

Cálculo del espacio fiscal

Tomando como punto de partida la meta de sostenibilidad fiscal (definida como una trayectoria estable del ratio Deuda-PIB), en el resto del documento se evalúan las posibilidades del próximo gobierno de incrementar el gasto público. El análisis realizado sigue en líneas generales los siguientes pasos:

1. Proyección de los ingresos del sector público para el próximo quinquenio. En la medida en que éstos se encuentran determinados en forma importante por la evolución de la economía, la elaboración de un escenario macroeconómico plausible para los próximos años resulta un requisito previo a la elaboración de las proyecciones de ingresos.

2. Determinación del Espacio Fiscal disponible para ampliaciones del gasto público durante el próximo quinquenio. Si partimos de una situación de sostenibilidad fiscal, siempre que se proyecte un escenario de incrementos reales de los ingresos públicos, obtenemos un Espacio Fiscal para ampliaciones reales del gasto compatibles con la meta de sostenibilidad de las cuentas públicas. En caso de existir Espacio Fiscal, las ampliaciones del gasto público podrían materializarse a partir de incrementos en partidas de gasto ya existentes o en la incorporación de nuevos programas.

Los Escenarios Macroeconómicos

Las estimaciones de los ingresos públicos y Espacio Fiscal realizadas se construyeron en base al escenario macroeconómico previsto para los próximos 5 años. A los efectos de considerar el efecto fiscal de desvíos respecto al escenario macroeconómico base -que constituye desde nuestro punto de vista el escenario más probable- se consideran dos escenarios alternativos uno más optimista y uno más pesimista.

El cuadro 1 presenta la evolución de las principales variables macroeconómicas previstas en el escenario base. Las proyecciones de las variables macroeconómicas se realizaron en base a modelos de largo plazo. En líneas generales, el escenario macroeconómico previsto para los próximos años es relativamente favorable desde un punto de vista fiscal. Nuestras proyecciones sugieren la continuidad del proceso de crecimiento de la economía uruguaya al tiempo que no indican un encarecimiento importante de la deuda pública. En términos de crecimiento, se observaría una desaceleración moderada respecto al quinquenio anterior, en el marco de un proceso de conver-

gencia de la economía uruguaya hacia su nivel actual de crecimiento tendencial. La desaceleración del nivel de actividad se extendería al crecimiento real de los salarios y al del número de ocupados.

En materia de precios, se proyecta un escenario de inflación que converge lentamente a un nivel de 7% anual con una depreciación de la moneda nacional de 5% anual. Finalmente, la tasa de interés promedio de la deuda pública no presentaría modificaciones significativas. Si bien es esperable un encarecimiento moderado de la deuda del Gobierno Central, éste se compensaría al menos parcialmente con una reducción en el costo de la deuda de corto plazo asociada a la política monetaria del BCU. Esta caída en las tasas de las letras de regulación monetaria es esperable que se vaya produciendo en la medida en que la economía consolide un menor ritmo de crecimiento y por lo tanto disminuyan las presiones de demanda que han determinado el alza de las tasas.

Cuadro 3.1 – Escenario Macroeconómico previsto (período 2015 – 2019)

	PIB	IMS	IPC	TC	Interés prom. Deuda Pública
2014*	3.7%	12.0%	8.9%	23.4	4.51%
2015*	2.8%	10.0%	8.5%	25.72	5.10%
2016*	3.5%	9.0%	8.0%	27.41	5.10%
2017*	3.5%	9.0%	7.5%	27.958	5.10%
2018*	3.5%	9.0%	7.0%	28.517	5.10%
2019*	3.5%	9.0%	7.0%	29.088	5.10%

Fuente: Elaborado en base a proyecciones MEF y proyecciones propias.

Si bien este escenario representa la evolución que consideramos más probable para la economía uruguaya en el próximo quinquenio, como todo ejercicio de proyecciones, particularmente cuando las mismas son de mediano o largo plazo existe un significativo margen de incertidumbre . En este sentido, cobra importancia el análisis de escenarios adicionales a los efectos de evaluar la evolución de las variables fiscales y en particular del Espacio Fiscal en caso de desvíos de las principales variables macro respecto a la trayectoria prevista en el escenario base. Es así que el ejercicio realizado se replicó para dos escenarios adicionales, uno más adverso y uno más optimista en términos de las finanzas públicas.

El escenario adverso supone un crecimiento económico significativamente menor (1% promedio anual entre 2015 y 2019), un mayor encarecimiento del servicio de la Deuda Pública y un menor crecimiento del conjunto de precios de la economía. El escenario favorable, por su parte, se caracteriza por un mayor crecimiento económico (4% anual en 2015 y un 4,5% anual entre 2016 y 2019), un menor costo de la deuda y una evolución de los precios similar a la prevista en el escenario base.

Proyección de la Recaudación, gasto y espacio fiscal

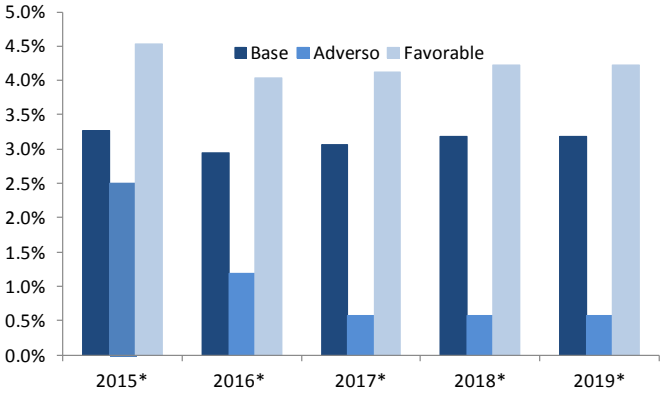
Considerando los escenarios macroeconómicos propuestos en la sección anterior se proyectó la evolución tanto en términos nominales como reales de los Ingresos del Sector Público. A los efectos de su proyección, éstos fueron considerados en tres grupos: i) Recaudación de DGI; ii) Otros ingresos, que incluyen los ingresos por comercio exterior, otros ingresos del Gobierno Central y los ingresos del BPS y iii) Ingresos por concepto de *señoreaje*.

Para proyectar la evolución real de los dos primeros grupos de ingresos, se estimaron modelos de series temporales (VECM) que vinculan la evolución real de los mismos al nivel de actividad de la economía, entre otras. Por su parte, los ingresos por concepto de *señoreaje* surgen del incremento de la cantidad real de dinero; en la medida en que la inflación prácticamente no presenta variaciones se asume una elasticidad unitaria respecto al nivel de actividad.

El gráfico 3.1 muestra el incremento de los ingresos en términos reales previstos en cada uno de los tres escenarios considerados. Se puede apreciar que en todos ellos, aún en el escenario adverso, se espera un incremento real de los ingresos públicos. A su vez, el incremento real esperado de ingresos en el escenario base se ubica en prome-

dio levemente por encima del 3% anual. El incremento de ingresos alcanza a 4,5% real anual en el escenario favorable.

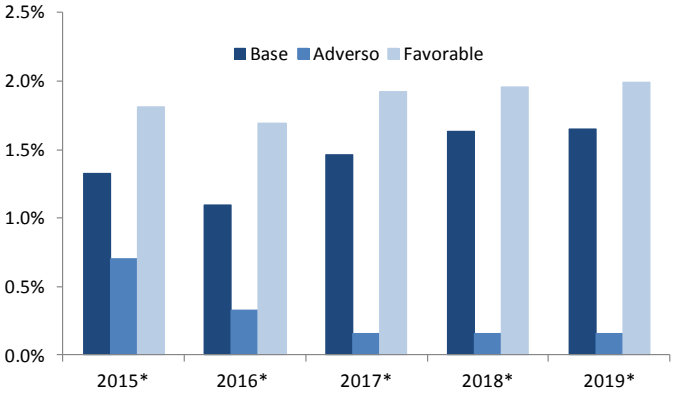
Gráfico 3.1 – Ingresos del Sector Público (período 2015 – 2019)



Fuente: Estimaciones propias

No obstante, un aspecto importante a considerar es que no todo el incremento real de los ingresos podría considerarse Espacio Fiscal. Por razones constitucionales o legales de indexación existen partidas de gasto para las que están determinadas de antemano incrementos en términos reales. En este sentido, las estimaciones del Espacio Fiscal para incrementos reales del Gasto Público requieren previamente de un análisis de las partidas que integran los egresos para determinar aquellos rubros en donde existe un incremento real preestablecido.

Gráfico 3.2 – Evolución real del gasto por motivos de indexación



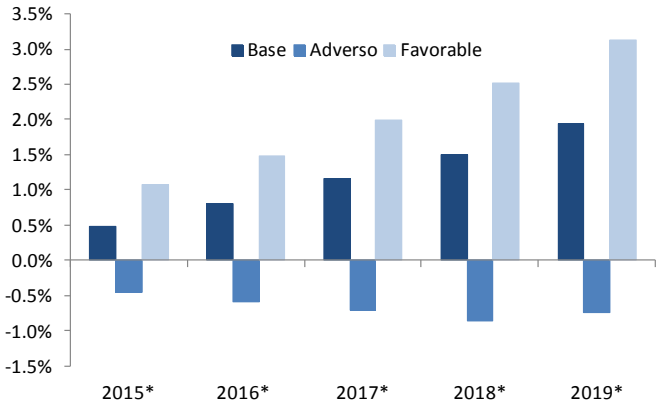
Fuente: Estimaciones propias

Un caso particular de este tipo de egresos indexados por su magnitud, lo constituyen las pasividades, las cuales se encuentran constitucionalmente ligadas al Índice Medio de Salarios (IMS). Por lo tanto, en la medida en que en el escenario previsto exista crecimiento del salario real (ISR), las pasividades recogerían este crecimiento. Otras partidas de egresos que presentarán incrementos reales en nuestro escenario macroeconómico base son las asociadas al rubro transferencias. Por ejemplo, las transferencias a las AFAP acompañan el crecimiento real de los salarios y del empleo. Asimismo, las transferencias a las intendencias se incrementan en términos reales de acuerdo a la evolución del PIB.

El gráfico 3 .2 presenta la dinámica de incrementos reales del gasto público derivada de mecanismos de indexación y por lo tanto no asociados a decisiones discrecionales del gobierno. Podemos apreciar que el incremento real del gasto no discrecional resulta significativo, ubicándose levemente por debajo del 1,5% promedio anual en el escenario base.

En el escenario favorable, el mayor incremento de los salarios reales determina que el incremento real de los egresos por motivos de indexación se eleve hasta aproximadamente un 2% anual. Finalmente, la desaceleración significativa de los salarios reales en el escenario adverso determina un menor incremento real de los egresos que resulta inferior al 0,5% anual.

Gráfico 3.3 – Espacio Fiscal quinquenio 2015 – 2019 (% del PIB)



Fuente: Estimaciones propias

Finalmente, tomando los insumos anteriores podemos estimar el Espacio Fiscal para realizar incrementos discrecionales del gasto público. El gráfico 3.3 presenta el Espacio Fiscal que se estima dispondrá el próximo gobierno en porcentaje del PIB en los próximos 5 años.

Los resultados obtenidos indican que tanto en el escenario base como en el escenario favorable, el Espacio Fiscal se va incrementando a lo largo del quinquenio (en la medida en que se va acumulando un crecimiento de los ingresos mayor al de los gastos indexados) lo que favorece una programación de aumentos del gasto en forma incremental a lo largo del quinquenio. En el caso del escenario adverso, no se genera ningún espacio fiscal durante el quinquenio sino que por el contrario, en este escenario el panorama fiscal requeriría de incrementos de la recaudación o contracciones reales de las partidas de gasto no indexadas para recobrar el objetivo de sostenibilidad.

En síntesis, de cumplirse el escenario macroeconómico que consideramos más probable, el próximo gobierno será capaz de mantener un marco de sostenibilidad fiscal **incluso con incrementos reales del Gasto Público (no indexado) de hasta casi 2 puntos del PIB hacia el quinto año de gobierno.** No obstante, estos recursos son menores inicialmente. Este escenario fiscal sería incluso más holgado si el ritmo de crecimiento resultara mayor.

Cabe señalar que dado que en este documento no se cuantifica el costo de los programas que se plantea desarrollar el nuevo gobierno, no es posible cuantificar si el Espacio Fiscal estimado resulta compatible o no con dichas propuestas.

Un escenario fiscal más restrictivo surgiría en un escenario de crecimiento bajo o muy bajo (1% anual). En este caso, los recursos adicionales derivados del crecimiento económico no alcanzarían siquiera para cubrir los incrementos de los gastos indexados (legal o constitucionalmente).

Esta situación determinaría la necesidad de, o bien realizar algún tipo de ajuste que permita retomar la situación de sostenibilidad o bien relajar el objetivo de sostenibilidad y permitir una trayectoria alcista del ratio Deuda/PIB durante el quinquenio. Si bien en el horizonte de cinco años, una trayectoria levemente alcista de la deuda en términos del PIB, considerando el reducido nivel actual de deuda, podría no comprometer la calificación de la deuda uruguaya, aunque no constituye una situación sostenible a más largo plazo.

Por consultas o comentarios sobre éste o cualquier otro informe elaborado por **cinve** por favor remitirse a:

www.cinve.org.uy / informes@cinve.org.uy / cinve@cinve.org.uy