

## Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre del año fiscal 2022

---

Consejeros: Alfonso Capurro, Ana Fostel y Aldo Lema

Secretario Ejecutivo: Ignacio Umpiérrez

22 de febrero de 2023

### Resumen ejecutivo

El presente informe del Consejo Fiscal Asesor (CFA) se realiza en cumplimiento del mandato definido en el artículo 18 del Decreto 315/021 al difundirse el cierre anual de las finanzas públicas de 2022. El CFA fue creado por la Ley N° 19.889 en el marco de la construcción de una nueva Institucionalidad Fiscal que tiene como objetivos dotar de mayor transparencia al manejo de la política fiscal, así como velar por la sostenibilidad de las finanzas públicas. El CFA es un órgano técnico, honorario e independiente, siendo su principal cometido “velar que las estimaciones del Resultado Fiscal Estructural (RFE) se apoyen en bases académicas sólidas y objetivas” (Art. 13 del Decreto 315/021).

**El CFA como evaluador del cálculo del RFE.** En base a la revisión de las planillas de trabajo enviadas por el Ministerio de Economías y Finanzas (MEF) y al intercambio con las autoridades, el CFA concluyó que el cálculo del RFE del Gobierno Central-BPS (GC-BPS) realizado por el MEF se ajustó a la metodología vigente.

**Ratios fiscales sujetos a revisión por variaciones en el PIB nominal (denominador) asociadas al impacto de la sequía y un menor incremento del deflactor.** Siguiendo el procedimiento definido por el MEF para la divulgación de los resultados mensuales del sector público, los ratios fiscales efectivos y estructurales del GC-BPS expresados como porcentaje del PIB se publicaron utilizando como referencia el PIB nominal proyectado en instancia de la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021 (junio de 2022). El dato de cierre del PIB para 2022 podría arrojar diferencias respecto a la última estimación del MEF por dos motivos: (i) el efecto de la sequía en el volumen físico del cuarto trimestre, y (ii) el menor crecimiento del deflactor del PIB debido a la caída de los precios de exportación y la apreciación del tipo de cambio real. En definitiva, un PIB nominal de 2022 inferior a lo estimado en el mes de junio podría suponer una corrección al alza del ratio de déficit efectivo y estructural del GC-BPS como porcentaje del PIB de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales. Según el calendario de difusión del BCU, las cifras definitivas se conocerán el 23 de marzo; fecha tras la cual será necesario monitorear y actualizar dichos ratios.

**El resultado fiscal efectivo del GC-BPS mostró un déficit de 3,0% del PIB estimado,** según las cifras divulgadas por el MEF. Esto representa una reducción de 0,8 puntos porcentuales respecto al observado en 2021. Esta disminución estuvo explicada mayormente por factores cíclicos dado que la

economía habría crecido en el promedio del año en torno a tres puntos porcentuales por encima de su tasa de crecimiento potencial o de largo plazo (estimada en 2,1%). No obstante, en el último trimestre de 2022 el déficit fiscal efectivo del GC-BPS acumulado en un año presentó un aumento de 0,8 p.p. del PIB debido a algunos elementos de carácter posiblemente transitorio (aumento de las inversiones del GC, transferencias y gastos extraordinarios vinculados al pago de test de COVID-19 tras resolución judicial), así como por una desaceleración cíclica de la recaudación real de la DGI en el cuarto trimestre que constituye un factor de preocupación a ser monitoreado en los próximos meses.

**El resultado fiscal estructural del GC-BPS reflejó un déficit inferior al efectivo, ubicándose en 2,4% del PIB.** El déficit estructural fue 0,6 puntos porcentuales inferior al efectivo debido a que éste último siguió impactado por la posición cíclica de la economía (por ingresos afectados negativamente y egresos positivamente), así como por algunos factores de naturaleza extraordinaria tales como el Fondo COVID-19. La estimación del RFE se basó en la estimación de crecimiento promedio del PIB potencial para el período 2022-2031 de 2,1% y una brecha del PIB efectivo respecto al potencial de -2,4%. En este sentido, pese al mayor crecimiento del PIB efectivo (en torno a 5%), la economía habría seguido operando con holguras productivas, lo que implicó que los ingresos efectivos del GC-BPS habrían sido 0,5% del PIB inferiores a los cíclicamente ajustados, en tanto que los gastos efectivos del GC-BPS habrían sido 0,3% del PIB superiores a los estructurales. Por tanto, el ajuste cíclico al resultado fiscal efectivo en 2022 se estimó en 0,2% del PIB. Por su parte, el efecto neto de algunas partidas de carácter extraordinario ocasionó un aumento transitorio del déficit fiscal efectivo del orden de 0,4% del PIB.

**Valoraciones del CFA sobre la consolidación fiscal efectuada hasta el momento.** El CFA realizó una valoración positiva del cumplimiento de la regla fiscal por tercer año consecutivo en sus tres pilares: la meta indicativa de Resultado Fiscal Estructural del Gobierno Central, el incremento del gasto real del Gobierno Central por debajo del tope asociado al aumento del PIB potencial y el tope de endeudamiento en dólares. En línea con lo anterior, se visualiza que la puesta en funcionamiento de la nueva institucionalidad fiscal vigente, el cumplimiento de las metas y la disminución del resultado fiscal estructural desde -4,6% del PIB en 2019 a -2,4% del PIB en 2022 han sido acompañadas por una mejora en la calificación crediticia y la consolidación de un spread soberano históricamente bajo. Ello favorece la sostenibilidad de las finanzas públicas y las políticas sociales, junto con atenuar desequilibrios macroeconómicos y preservar el grado inversor.

**Valoraciones del CFA sobre los riesgos del contexto externo y local.** Por un lado, en un contexto donde los ingresos y gastos corrientes reales del GC-BPS evolucionaron en torno al crecimiento del PIB potencial en 2022 (estimado en 2,1%), toda mejora cíclica adicional tendería a generar una reducción del déficit fiscal efectivo sin observarse necesariamente mejoras desde el punto de vista estructural. A su vez, la reversión del gasto correspondiente al Fondo COVID-19 prevista para 2023 no debería interpretarse como un espacio fiscal estructural, ya que es un componente extraordinario.

Por otro lado, en un contexto global de menos inflación, sorpresas desinflacionarias respecto a lo contemplado en el escenario base podrían derivar en variaciones en el gasto público real superiores a las previstas, salvo que esa moderación también se refleje en algunas partidas nominales. Con todo, se trata de un riesgo relevante por la indexación prevaleciente en ciertas partidas de gasto como pasividades, salarios y transferencias. Esto podría tener un impacto alcista en el déficit fiscal estructural.

Finalmente, una corrección del desalineamiento cambiario (como el estimado en los Informes de Política Monetaria del BCU), podría incrementar el ratio de deuda sobre el PIB, tal como se desprende de los análisis de riesgo para la trayectoria de la deuda presentados por el MEF en la Rendición de

Cuentas del ejercicio 2021, aún sin que necesariamente se incumplan los tres pilares de la regla fiscal vigente.

**Valoraciones del CFA sobre los riesgos en decisiones de política.** El CFA advierte sobre riesgos de posible reversión del proceso de consolidación fiscal en términos estructurales dado los anuncios públicos de rebajas impositivas permanentes del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y el Impuesto a la Asistencia de la Seguridad Social (IAS) por parte del equipo económico y el Presidente de la República, así como por la dinámica de algunas partidas del gasto del GC-BPS en 2022 en relación a lo proyectado en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021.

Por el lado de los ingresos estructurales, no hay una mejora del crecimiento potencial consistente con un mayor ritmo de expansión fiscal permanente. Al respecto, el CFA considera que, dado el contexto actual, cualquier impulso fiscal, independiente de su destino y magnitud, tendrá impactos directos sobre la posición fiscal estructural de no verse compensado por ahorros estructurales en las partidas de gasto. Al respecto, a la fecha del presente informe, el CFA desconoce los detalles acerca de la magnitud, composición y fuentes de financiamiento de las rebajas impositivas, razón por la cual se ve limitado en un abordaje con mayor profundidad. En este sentido, se considera relevante que el MEF explicité estos elementos y que cuantifique el impacto de estas medidas en el RFE y en materia de sostenibilidad fiscal, permitiendo así su evaluación al CFA, a las agencias calificadoras de riesgo, al mercado y a toda la comunidad interesada. Esto debería ser analizado con independencia del impacto en términos de distribución del ingreso o asignación de recursos, temas sobre los cuales el CFA no tiene atribuciones ni cometidos.

Por otro lado, una expansión de las partidas más discrecionales del gasto público (inversión y gastos no personales) por encima de la tasa de crecimiento del PIB potencial tal como sucedió en 2022, podría tensionar el cumplimiento del segundo pilar de la regla fiscal, dada la rigidez del resto de los egresos del GC-BPS y los riesgos de desinflación comentados anteriormente.

Con todo, la reducción de las holguras fiscales y por ende de los márgenes de maniobra de la política fiscal en un contexto de estabilidad del crecimiento potencial, implican necesariamente, desde un punto de vista de la responsabilidad y sostenibilidad fiscal, adoptar un criterio de mayor prudencia a la hora de evaluar medidas de política económica con impacto permanente al alza en el gasto y/o a la baja en los ingresos. Toda expansión fiscal de carácter permanente (estructural), vía incremento del gasto o reducciones impositivas, sustentados en una mejora cíclica (transitoria), podrían implicar riesgos de deterioro en la posición fiscal estructural, así como generar eventualmente sesgos procíclicos en la política fiscal.

Sin grandes holguras, eventuales desvíos respecto a la necesaria senda de consolidación fiscal adicional también implicarían un menor espacio para reaccionar (contracíclicamente) a algunos shocks negativos exógenos que puedan presentarse, tales como cambios drásticos en el escenario internacional, la situación de sequía o cualquier otro tipo de evento de carácter excepcional. En el recuadro temático del presente documento (págs. 19 a 22) se hace hincapié en la importancia del enfoque estructural como guía de la política fiscal.

**Recomendaciones y sugerencias del CFA.** Respecto al RFE, el CFA sugiere que a futuro el MEF actualice sus estimaciones de PIB nominal de referencia tras el cierre anual de las finanzas públicas en febrero de cada año. Esto es relevante a los efectos de acotar los eventuales sesgos implícitos en estimaciones del PIB que se generan por la distancia entre las instancias de Rendición de Cuentas o presentación del Presupuesto Quinquenal (junio), el cierre fiscal del año anterior (enero) y la publicación de cierre del año de las Cuentas Nacionales (marzo).

Por su parte, el CFA reitera la necesidad de publicar las elasticidades de las partidas fiscales respecto al PIB que se utilizan para la corrección cíclica de los ingresos y egresos efectivos. Esto es relevante por dos factores: (i) permite la réplica de los cálculos del RFE por parte de terceros, y por ende favorece una mayor transparencia del marco fiscal, y (ii) permite al CFA, la comunidad más interesada y la ciudadanía en general, analizar y comprender con mayor profundidad la evolución de las distintas partidas de ingresos y egresos fiscales en términos estructurales.

En cuanto a la corrección del resultado fiscal efectivo por partidas extraordinarias, el CFA insiste en la necesidad de definir criterios ex-ante de forma explícita y preanunciada para el tratamiento de ingresos o gastos extraordinarios que surgen como transitorios y eventualmente puedan adoptar naturaleza permanente. En este sentido, el Fondo COVID-19 ha sido un ejemplo de herramienta legal de carácter transitorio que debería servir como guía para otras políticas que nacen como respuesta a un evento transitorio.

Prospectivamente, el CFA hace hincapié en la necesidad de seguir profundizando en aspectos metodológicos que permitan robustecer y complementar el marco metodológico vigente: (i) la estimación de las elasticidades de las partidas fiscales de ingresos y gastos respecto al PIB en distintos horizontes temporales, (ii) modelos de sostenibilidad y nivel prudente de la deuda, y (iii) estimaciones complementarias del PIB potencial y brecha del PIB.

Finalmente, en su rol de observador, el CFA reitera la necesidad de publicar y suministrar las series necesarias para la estimación de los insumos de la función de producción con los que se calcula el PIB potencial de cara a la próxima convocatoria al Comité de Expertos, instancia prevista luego de la publicación del cierre de Cuentas Nacionales del 2022.

## Contenido

1.	Introducción .....	6
2.	Escenario macroeconómico .....	6
	2.1. Contexto internacional.....	6
	2.2. Contexto local.....	7
3.	Participación del CFA como revisor del cálculo del RFE.....	8
4.	Análisis de las cifras efectivas y estructurales de 2022.....	9
	4.1. Resultado fiscal efectivo.....	9
	4.2. Resultado fiscal estructural .....	11
	4.2.1. PIB potencial .....	12
	4.2.2. Brecha del PIB .....	12
	4.2.3. Elasticidades de las partidas fiscales al PIB.....	13
	4.2.4. Factores extraordinarios.....	13
	4.2.5. Resultado fiscal estructural .....	14
5.	Regla fiscal y spread soberano.....	16
6.	Valoraciones del CFA.....	23
	6.1. Sobre el proceso de revisión y monitoreo del cálculo del RFE.....	23
	6.2. Sobre la consolidación fiscal efectuada hasta el momento .....	23
	6.3. Sobre los riesgos del contexto externo y local en la trayectoria del RFE.....	23
	6.4. Sobre los riesgos de decisiones de política en la trayectoria del RFE .....	24
7.	Recomendaciones y sugerencias del CFA.....	25
8.	Actividades del CFA en 2022 .....	26
9.	Bibliografía.....	28
10.	Glosario de siglas.....	29

## 1. Introducción

El presente informe se realiza en cumplimiento del mandato definido en el artículo 18 del Decreto 315/0212 al cerrarse el año fiscal 2022.

El Consejo Fiscal Asesor (“CFA”) fue creado por la Ley N° 19.889<sup>1</sup> y su funcionamiento fue reglamentado por el decreto 315/021<sup>2</sup> en el marco de la construcción de una institucionalidad fiscal que tiene como objetivos velar por la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como velar por su mayor transparencia. El CFA es un órgano técnico, honorario e independiente, siendo su principal cometido “velar que las estimaciones del Resultado Fiscal Estructural (“RFE”) se apoyen en bases académicas sólidas y objetivas” (Art. 13 del Decreto 315/021).

Desde 2020, la política fiscal se ha guiado por una regla con tres pilares: i) la meta indicativa del Resultado Fiscal Estructural (“RFE”) del Gobierno Central-Banco de Previsión Social (“GC-BPS”); ii) el tope indicativo de incremento real del gasto, de manera que la variación del gasto primario del GC-BPS no supere la variación del Producto Interno Bruto (“PIB”) potencial estimado para el período; iii) el límite al flujo de endeudamiento neto anual del Gobierno Central (“GC”).

El presente documento resume el pronunciamiento del CFA al cerrarse el año fiscal 2022. La sección 2 analiza el contexto macroeconómico global y local. La sección 3 da cuenta de la participación del CFA en su rol de monitorear y evaluar el RFE. La sección 4 analiza las principales cifras efectivas y estructurales del GC-BPS, la evolución de las variables estructurales y los efectos de carácter extraordinario. La sección 5 analiza el cumplimiento de la regla fiscal vigente, así como la mejora en el spread soberano de Uruguay en el último tiempo. La sección 6 presenta las valoraciones del CFA sobre las cifras estructurales y los riesgos de corto plazo. La sección 7 presenta sugerencias y recomendaciones acogidas o contestadas por las autoridades tras el informe del 7 de julio de 2022. La sección 8 presenta un resumen de las actividades realizadas por el CFA en los últimos meses. Por último, las secciones 9 y 10 contienen la bibliografía y el glosario de siglas respectivamente.

## 2. Escenario macroeconómico

### 2.1. Contexto internacional

El contexto externo se tornó desfavorable desde mediados de 2022, aunque tendió a estabilizarse en los últimos meses, incluso con algunos riesgos atenuados, tal como lo ha indicado el Fondo Monetario Internacional (“FMI”) en su reciente informe de perspectivas económicas (en inglés, WEO)<sup>3</sup>.

Desde el último informe del CFA el 7 de julio de 2022<sup>4</sup>, (más precisamente desde noviembre) se han reducido las probabilidades sobre escenarios de cola negativa para la economía global. En particular, los riesgos de recesión profunda o estancamiento en Estados Unidos se han disipado, al tiempo que, en China, las perspectivas son mejores que hace algunos meses dado el fin de las políticas anti-covid.

---

<sup>1</sup> Ley N° 19.889 (arts. 207-212).

<sup>2</sup> Decreto 315/021 del Poder Ejecutivo del 21 de setiembre de 2021.

<sup>3</sup> FMI (2023). World Economic Outlook. Inflation Peaking amid Low Growth.

<sup>4</sup> CFA (2022). Informe sobre el cálculo del RFE al presentarse por parte del Poder Ejecutivo el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas del ejercicio 2021.

Por su parte, pese al alza de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, las condiciones financieras internacionales para países emergentes se han vuelto menos restrictivas por la caída de las tasas largas y de los spreads soberanos.

De este modo, el escenario base es de un ciclo global menos desfavorable para Uruguay que el contemplado hace algunos meses en cuanto a la evolución de la demanda externa, los precios internacionales, los términos de intercambio, las tasas de interés, los flujos de capitales y el tipo de cambio real.

No obstante lo anterior, en el balance de riesgos existen algunos elementos que podrían cambiar las condiciones financieras repentinamente tales como una intensificación de la guerra entre Rusia y Ucrania, sorpresas negativas en el proceso de desinflación en Estados Unidos o el retorno de restricciones sanitarias en China. Asimismo, una mayor extensión del ciclo global actual podría eventualmente implicar perspectivas menos favorables para la segunda mitad de la década. En particular, las fragilidades estructurales de la economía pre-pandemia tales como el bajo crecimiento potencial, la mayor fragmentación geopolítica, el sobreendeudamiento soberano y corporativo, los problemas de cambio climático, la escasez alimentaria o las desigualdades sociales, entre otras, lejos de resolverse, se agudizaron.

En resumen, es relevante mantener un criterio de prudencia en el entendido que los costos sobre el manejo de las finanzas públicas de sobrestimar el ciclo global podrían ser mayores a los de subestimarlos.

## 2.2. Contexto local

Siguiendo el entorno global y cierta normalización interna, la economía uruguaya presentó una desaceleración durante el segundo semestre de 2022, explicada por el fin del rebote post-pandemia, el entorno externo más desfavorable, los problemas asociados a la sequía y las condiciones monetarias más restrictivas. Todo ello se reflejó en un menor dinamismo del sector agroexportador y la inversión privada. Por su parte, se observó un mejor desempeño del consumo de los hogares en sintonía con la mejora en el margen del salario real y el ingreso de los hogares. Con todo, el PIB desestacionalizado tendió a estancarse durante el segundo semestre de 2022.

En el promedio del año, la estimación de crecimiento del PIB efectivo por parte del Ministerio de Economía y Finanzas (“MEF”) es de 5,0%<sup>5</sup>, levemente por debajo de las estimaciones del Banco Central del Uruguay (“BCU”) en su último informe de política monetaria (5,4%)<sup>6</sup> y las expectativas de los analistas de febrero de 2023 (5,5%)<sup>7</sup>. El resultado superaría, por razones cíclicas, las expectativas privadas y oficiales, que un año atrás se ubicaban en torno a 4,0%<sup>8</sup>. No obstante, aislando el efecto de arrastre estadístico, a lo largo del año el crecimiento habría estado en torno a 2,1%, en línea con el crecimiento de largo plazo de la economía.

Algunos de los factores que afectaron la economía en los últimos meses de 2022, se extenderán al primer semestre de 2023. En particular, se destaca el efecto negativo de la sequía sobre la producción y las exportaciones del sector agropecuario, así como sobre el aporte al PIB de la generación de energía eléctrica. Asimismo, se incorporará la innovación positiva de un buen inicio de la temporada

<sup>5</sup> MEF (2023). [Presentación sobre la situación fiscal y perspectivas macroeconómicas del Uruguay.](#)

<sup>6</sup> BCU (2023). [Informe de Política Monetaria del cuarto trimestre de 2022 \(pág. 27\).](#)

<sup>7</sup> BCU (2023). [Encuesta de Expectativas Económicas de febrero de 2023.](#)

<sup>8</sup> BCU (2022). [Encuesta de Expectativas Económicas de febrero de 2022.](#)

turística en relación al bienio previo y el inicio de la producción de UPM II. Todo eso ha tenido y tendrá implicancias cíclicas en las finanzas públicas.

Las estimaciones de consenso sobre el crecimiento del PIB efectivo en 2023 fluctúan entre 2,0% (MEF)<sup>9</sup> y 2,5% (mediana de analistas privados<sup>10</sup> y BCU<sup>11</sup>).

### 3. Participación del CFA como revisor del cálculo del RFE

En el marco del cumplimiento del literal a) del artículo 13 del decreto 315/021 que regula la ley N° 19.889<sup>12</sup>, el CFA evaluó y revisó el cálculo del RFE incluyendo la determinación de los ingresos y egresos extraordinarios y el ajuste de las partidas asociadas al ciclo económico.

El 6 de febrero de 2023, el MEF envió al CFA las planillas con datos correspondientes a: i) tratamiento de los factores extraordinarios y ajustes cíclicos, ii) el resultado fiscal efectivo y estructural del GC-BPS para 2022 y iii) los supuestos macroeconómicos subyacentes.

El 7 de febrero de 2023, el CFA emitió un comunicado<sup>13</sup> dejando constancia de la recepción de planillas e iniciando formalmente el período de silencio durante el cual los consejeros y el Secretario Ejecutivo no pueden realizar declaraciones públicas relativas a temas fiscales y relacionados, acorde al Reglamento Interno que regula el funcionamiento del CFA<sup>14</sup>.

En la sesión del 9 de febrero de 2023, el CFA analizó las cifras, así como dudas e inquietudes surgidas luego de la recepción y revisión de las planillas con el cálculo del RFE<sup>15</sup>.

El 14 de febrero de 2023, durante una reunión presencial llevada a cabo en las oficinas del MEF, el equipo económico (la Ministra Azucena Arbeleche, la Directora de Política Económica Marcela Bensión, la Directora de la Asesoría Macroeconómica Gabriela Miraballes, el Director de la Unidad de Gestión de Deuda Herman Kamil y los Asesores Ramiro Correa y María Soares de Lima) presentó formalmente al CFA las principales cifras efectivas y estructurales del agregado GC-BPS para 2022. Las cifras presentadas en esta ocasión habían sido actualizadas desde las enviadas en planillas el día 6 de febrero.<sup>16</sup> En esa instancia, el CFA tuvo la oportunidad de formular consultas en su rol de observador y revisor del proceso de cálculo del RFE, así como en otros temas fiscales relacionados<sup>17</sup>.

Finalmente, en base al intercambio con las autoridades y al trabajo precedente sobre el monitoreo de las planillas enviadas por el MEF, el CFA concluyó que los cálculos del PIB potencial, la brecha del producto y del RFE realizados por el MEF para 2022 se ajustaron a la metodología vigente, tal como anunció en comunicado del 15 de febrero de 2023<sup>18</sup>.

<sup>9</sup> [MEF \(2023\). Presentación sobre la situación fiscal y perspectivas macroeconómicas del Uruguay.](#)

<sup>10</sup> [BCU \(2023\). Encuesta de Expectativas Económicas de febrero de 2023.](#)

<sup>11</sup> [BCU \(2023\). Informe de Política Monetaria del cuarto trimestre de 2022 \(pág. 27\).](#)

<sup>12</sup> [Ley N° 19.889 \(arts. 207-212\).](#)

<sup>13</sup> [CFA \(2023\). Comunicado N° 11 del 7 de febrero de 2023.](#)

<sup>14</sup> [CFA \(2022\). Reglamento interno del funcionamiento del CFA. Artículo 24.](#)

<sup>15</sup> [CFA \(2023\). Acta de sesión N° 37 del 9 de febrero de 2023.](#)

<sup>16</sup> El informe profundiza en este punto en la Sección 6.

<sup>17</sup> [CFA \(2023\). Comunicado N° 12 del 15 de febrero de 2023.](#)

<sup>18</sup> [CFA \(2023\). Comunicado N° 12 del 15 de febrero de 2023.](#)



#### 4. Análisis de las cifras efectivas y estructurales de 2022

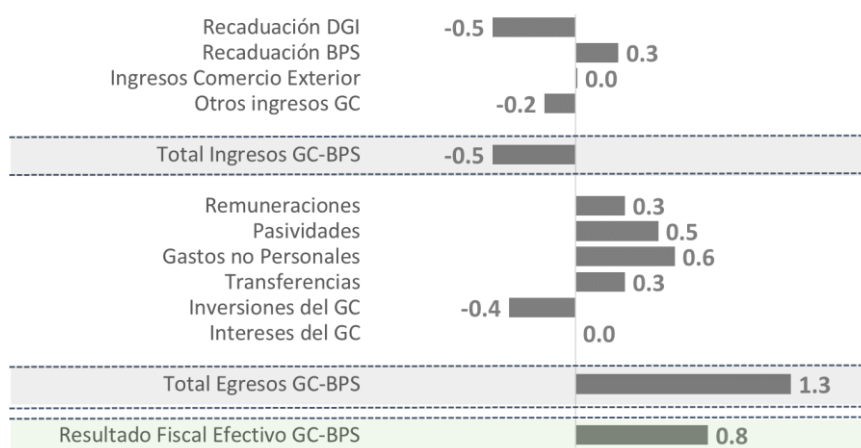
En lo que sigue, siguiendo la metodología utilizada por el propio MEF, las cifras expresadas como porcentaje del PIB surgen de la estimación del PIB nominal presentada por el MEF en la Rendición de Cuentas de 2021 (junio de 2022)<sup>1920</sup>.

##### 4.1. Resultado fiscal efectivo

El resultado fiscal efectivo del GC-BPS en 2022 se ubicó en -3,0% del PIB. Esto representa una reducción de 0,8 puntos porcentuales respecto a lo observado en 2021. La comparación se puede visualizar en el gráfico 1, el cual expone la contribución de las distintas partidas de ingresos y egresos:

Gráfico 1

#### Contribución por componente a la variación del Resultado Fiscal Efectivo del GC-BPS 2022 vs 2021 (en puntos porcentuales del PIB)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF. Nota: Incidencia positiva implica mejora del resultado fiscal y negativa deterioro del resultado fiscal. Las cifras pueden no coincidir con los totales por cuestiones de redondeo.

Por un lado, los ingresos efectivos del GC-BPS cerraron el año en 26,1% del PIB, disminuyendo 0,5 puntos porcentuales del PIB respecto a 2021 (ver gráfico 1). Los ingresos de la Dirección General Impositiva (DGI) cayeron tres décimas del PIB, como consecuencia principalmente de una menor recaudación de Impuesto al Valor agregado (IVA). Por su parte, los ingresos efectivos del BPS se incrementaron 0,1 p.p. del PIB. Esto obedeció a un aumento de 0,3 puntos porcentuales del PIB por mayor recaudación del organismo que más que compensó la caída de 0,2 p.p. del PIB derivados de los ingresos por el Fideicomiso de la Seguridad Social ("FSS"). Adicionalmente, los ingresos provenientes del Comercio Exterior se mantuvieron estables en términos del PIB respecto a 2021. Finalmente, otros ingresos del GC disminuyeron 0,2 p.p. del PIB.

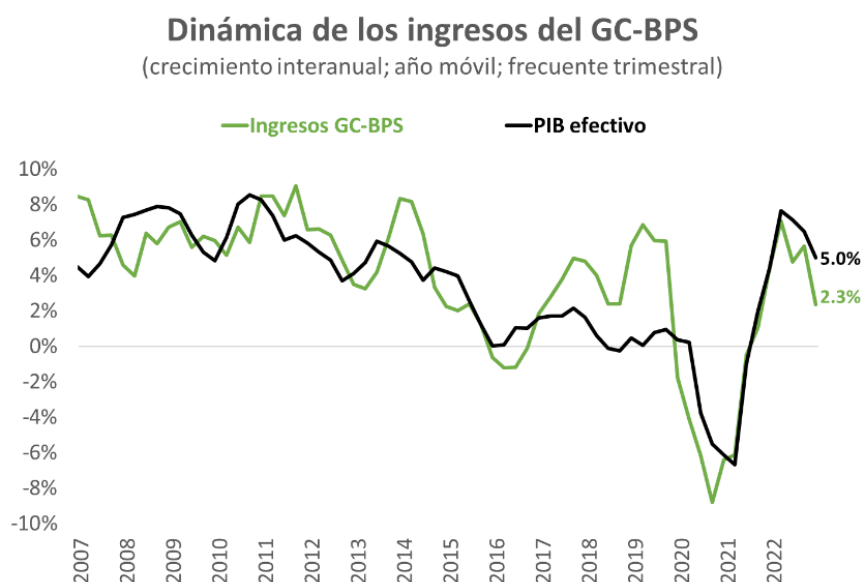
En términos reales, tras dos años donde el crecimiento de los ingresos reales del GC-BPS acompañó el crecimiento del PIB efectivo, estos crecieron sensiblemente menos (2,3%) que lo que habría crecido

<sup>19</sup> Mensaje y Exposición de Motivos del proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal del ejercicio 2021 (pág. 36).

<sup>20</sup> El informe profundiza en este punto en la Sección 7.

el PIB efectivo en el promedio del año (en torno a 5,0%), tal como se muestra en el gráfico 2 y la tabla 1. De hecho, a partir del segundo semestre de 2022, la desaceleración de la tasa anual de crecimiento de los ingresos del GC-BPS fue notoriamente más pronunciada que la tasa de crecimiento del PIB efectivo, consistente con una caída interanual de la recaudación de la DGI en el último trimestre.

**Gráfico 2**



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF y BCU.

**Tabla 1**

<b>Ingresos del GC-BPS en 2022</b>			
	% del PIB	Var. real anual (%)	
		Con FSS	Sin FSS
Gobierno Central	19.3%	1.4%	1.4%
DGI	16.5%	2.5%	2.5%
Comercio Exterior	1.1%	2.2%	2.2%
Otros ingresos	1.7%	-8.7%	-8.7%
Banco de Previsión Social	6.8%	5.0%	8.6%
<b>Ingresos totales GC-BPS</b>	<b>26.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.2%</b>

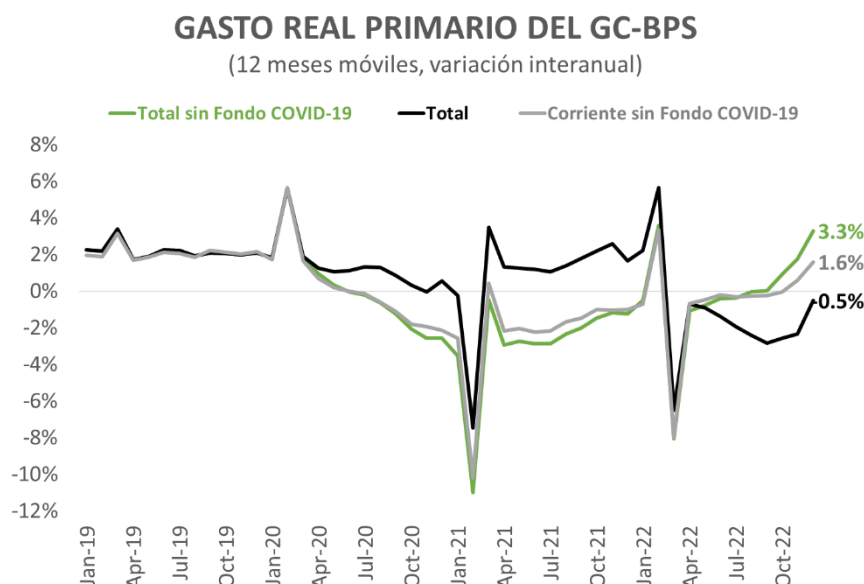
Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

Por otro lado, los egresos totales efectivos del GC-BPS se ubicaron en 29,1% del PIB en 2021, disminuyendo 1,3 puntos porcentuales del PIB respecto a 2021 (ver gráfico 1). Los rubros de remuneraciones y pasividades se redujeron 0,8 p.p. del PIB en su conjunto (0,3 y 0,5 p.p. del PIB, respectivamente). Los gastos no personales mostraron una reducción de 0,6 p.p., mientras que las transferencias cayeron tres décimas, ambos en términos del PIB. Por su parte, el rubro inversiones del GC presentó un incremento de 0,4 p.p. del PIB. Finalmente, la carga de intereses del GC-BPS se ubicó en 2,2% del PIB, una décima superior al registro de 2021.

En términos reales, los egresos del GC-BPS presentaron una caída de 0,5% explicado mayoritariamente por las menores erogaciones vinculadas a la pandemia respecto a 2021. No obstante, sin considerar los gastos incluidos en el Fondo COVID-19 y el gasto extraordinario por pago de test de COVID-19, los

egresos reales del GC-BPS crecieron 3,3% explicado particularmente por la dinámica creciente que adoptó la inversión del GC sobre fines del año. Por su parte, los egresos primarios corrientes (es decir, antes de inversiones) sin considerar los gastos de la pandemia (+1,6%) evolucionaron en línea con la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía. La dinámica de crecimiento del gasto por componentes se presenta en el gráfico 3 y la tabla 2.

**Gráfico 3**



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

**Tabla 2**

<b>Gasto primario del GC-BPS en 2022</b>			
	% del PIB	Var. real anual (%)	
		Con Fondo COVID-19	Sin Fondo COVID-19 ni tests
Egresos Primarios Corrientes GC-BPS	26.9%	-2.3%	1.6%
Remuneraciones	4.6%	-1.3%	-1.4%
Gastos no personales	3.9%	-9.6%	4.2%
Pasividades	8.9%	-1.9%	-1.9%
Transferencias	8.0%	0.5%	6.5%
Inversiones GC	1.5%	43.7%	43.7%
<b>Egresos Primarios GC-BPS</b>	<b>26.9%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>3.3%</b>

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

#### 4.2. Resultado fiscal estructural

El marco metodológico vigente supone corregir el resultado fiscal efectivo por el efecto cíclico en el nivel de actividad, para llegar así al Resultado Fiscal Estructural.<sup>21</sup> Para ello, es necesario contar con una estimación del PIB potencial. Esto permite calcular la brecha del producto, definida como la diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial. Una vez obtenida la brecha del producto, se estiman las distintas partidas de ingresos y egresos del GC-BPS asociadas al ciclo económico. Ello se realiza a

<sup>21</sup> En el recuadro temático de la pág. 18 se analiza la importancia del enfoque estructural a los efectos del manejo de las finanzas públicas.

partir de las elasticidades de ingresos y gastos respecto al PIB. Finalmente, se depura el resultado efectivo de partidas consideradas extraordinarias para llegar al resultado fiscal efectivo.

#### 4.2.1. PIB potencial

La estimación del PIB potencial es relevante para dos de los tres pilares de la regla fiscal vigente: (i) su variación (promedio para los 10 años móviles siguientes) define el tope al incremento anual del gasto primario real del GC-BPS; (ii) su nivel define la brecha respecto al PIB efectivo y por tanto la posición cíclica de la economía, determinante para el cálculo de los ingresos y gastos estructurales.

Según el resultado de la última convocatoria al Comité de Expertos de febrero de 2021<sup>22</sup>, el crecimiento estimado para el PIB potencial de Uruguay es 2,1%. Esto se encuentra en línea con las estimaciones del crecimiento del PIB tendencial del BCU en su último informe de política monetaria (2,2%)<sup>23</sup>.

Es importante notar que posterior al cierre de Cuentas Nacionales informado por el BCU para el 23 de marzo, el MEF anunció una convocatoria al Comité de Expertos (“CE”) para la estimación de los insumos relevantes para el nuevo cálculo del PIB potencial.

En este sentido, será importante monitorear eventuales cambios en los determinantes del crecimiento de largo plazo: el stock de capital físico, la fuerza de trabajo y la Productividad Total de los Factores (“PTF”); así como la naturaleza de estos, ya sean más bien cíclicos o deriven de factores estructurales o de oferta. A modo de ejemplo, el stock de capital podría eventualmente haberse visto afectado por Formación Bruta de Capital Fijo (“FBKF”) creciendo al influjo de la inversión de UPM y su infraestructura conexas; la agudización de los cambios en la composición del empleo post-pandemia, así como la menor participación laboral podrían haber afectado estructuralmente la dinámica de crecimiento del capital humano; o la economía a nivel agregado y en algunos sectores en particular podrían haber procesado una ganancia de productividad, con un crecimiento de la producción superior al crecimiento del volumen de horas de trabajo efectivo.

#### 4.2.2. Brecha del PIB

Como resultado de la evolución del PIB efectivo y potencial, la estimación de brecha de producto del MEF se ubicó en -2,4% en el promedio de 2022 tal como se observa en el gráfico 4. Esto representa 2,9 puntos porcentuales menos que la brecha estimada para 2021 (-4,7%) y en línea con la brecha estimada para 2022 en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021<sup>24</sup>.

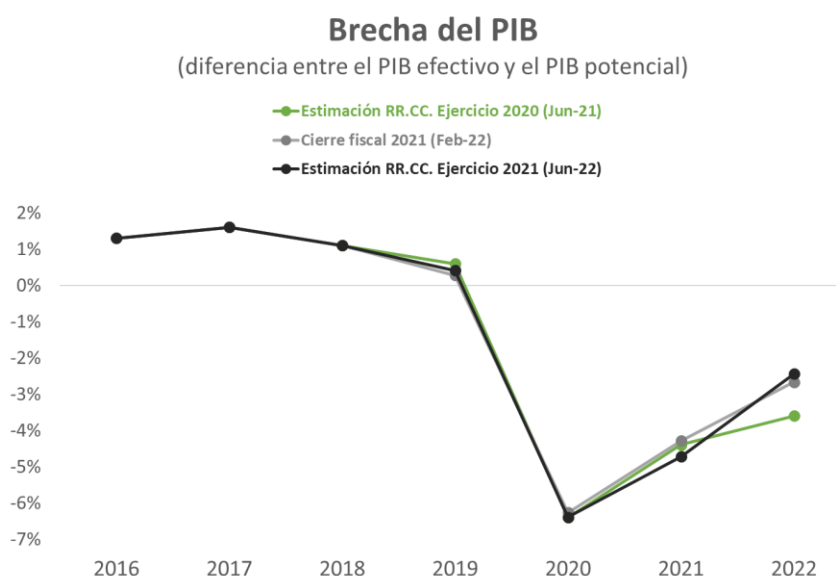
En este sentido, a pesar de que la estimación de la brecha del PIB para 2022 da cuenta de un nivel de actividad que todavía se ubicaría por debajo de su potencial, nuevamente se observó en términos promedio anual (frecuencia relevante para el análisis de las cifras estructurales) una convergencia más rápida hacia niveles considerados de plena utilización sustentable de los factores productivos. No obstante, es probable que, en el segundo semestre de 2022, la velocidad en el cierre de la brecha del PIB se haya aminorado dado el relativo estancamiento del PIB efectivo. Esto último deberá seguir siendo monitoreado en los próximos meses.

<sup>22</sup> [MEF \(2022\). Comunicado N°1: Cálculo del PIB potencial y brecha del PIB del 7 de febrero de 2022.](#)

<sup>23</sup> [BCU \(2023\). Informe de Política Monetaria correspondiente al 4to trimestre de 2022 \(pág. 9\).](#)

<sup>24</sup> [MEF \(2022\). Exposición de Motivos Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal 2021 \(pág. 138\).](#)

**Gráfico 4**



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

Por su parte, la convergencia más rápida del nivel del PIB efectivo respecto al nivel del PIB potencial (y por ende del cierre de la brecha del PIB), supone que la magnitud de los ajustes cíclicos en el cálculo del RFE es de menor magnitud y, por ende, los eventuales errores de medición de una variable inobservable, como es la brecha del PIB, tienen impactos relativos menores.

No obstante, se reafirma el concepto que, bajo un enfoque de sostenibilidad de las finanzas públicas, los costos de subestimar la brecha del PIB podrían ser eventualmente mayores a los costos de sobrestimarla. Una eventual subestimación persistente de la brecha del producto (por ejemplo, a partir de una sobrestimación persistente del PIB potencial), podría generar una sobreestimación permanente de los ingresos estructurales (y por ende del gasto público), induciendo déficits fiscales mayores a los estimados, si fuera el caso.

#### **4.2.3. Elasticidades de las partidas fiscales al PIB**

Las elasticidades de las distintas partidas fiscales al PIB utilizadas en la metodología vigente para el cálculo de los ajustes cíclicos aún no han sido publicadas por el MEF<sup>25</sup>.

Con todo, el ajuste cíclico de los ingresos efectivos ascendió a 0,5% del PIB, dada la brecha negativa del producto (PIB efectivo menor al potencial) y las elasticidades vigentes. Asimismo, el ajuste cíclico de los egresos efectivos del GC-BPS fue de 0,2% del PIB dada la brecha negativa del producto (PIB efectivo menor al potencial) y las elasticidades vigentes.

#### **4.2.4. Factores extraordinarios**

Además del ajuste cíclico, la metodología vigente prevé la depuración del resultado fiscal efectivo por aquellas partidas de ingresos y egresos consideradas extraordinarios y/o regulares pero transitorias

<sup>25</sup> Este punto es retomado en la sección 7.

en el mediano plazo, que introducen distorsiones en la comparación de las cifras fiscales entre un año y otro.

Los ingresos extraordinarios se estimaron en 0,3% del PIB debido principalmente a ingresos al BPS por concepto de Fideicomiso de la Seguridad Social (“FSS”) -0,1 p.p.- y otros ingresos extraordinarios del GC por concepto de utilidades del Banco de la República Oriental del Uruguay (“BROU”) y de la Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas (“UTE”) -0,1 p.p. respectivamente-. Los gastos extraordinarios se estimaron en 0,8% del PIB explicado por los egresos asociados al Fondo COVID-19 (0,5 p.p.), el pago de test de COVID-19 adeudados luego de resolución judicial (0,1 p.p.), adelanto de gastos realizados por el GC-BPS (0,1 p.p.) y medidas tomadas por el MIDES de forma transitoria (0,1 p.p.). Finalmente, la corrección de ganancias o pérdidas de capital por manejo de pasivos de deuda y los intereses vinculados al FSS se estimaron en -0,2% del PIB, lo que significa que los intereses efectivos fueron levemente menores a los estructurales.

#### 4.2.5. Resultado fiscal estructural

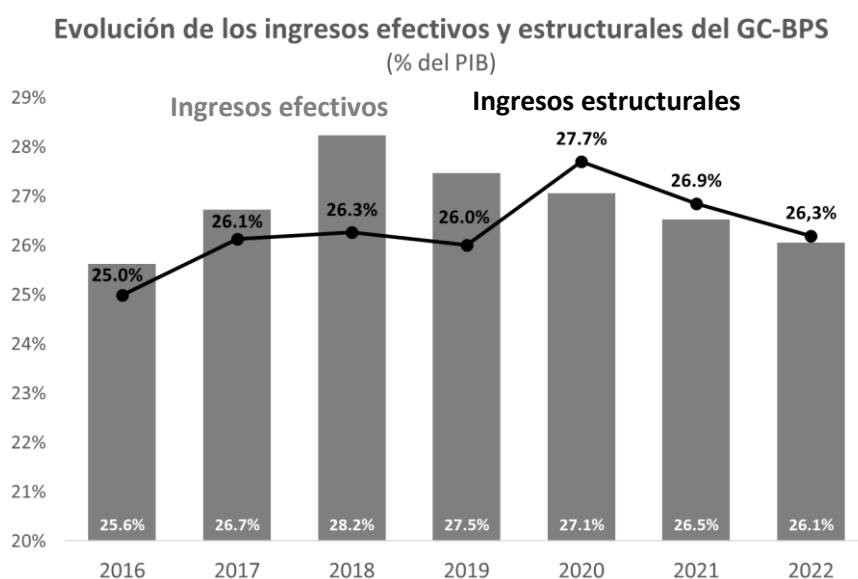
Los ingresos estructurales se estimaron en 26,3% del PIB, 0,6 p.p. del PIB menos respecto a 2021. Los resultados se muestran en la tabla 3 y en el gráfico 5.

Tabla 3

Ingresos del GC-BPS (% del PIB)							
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos efectivos	25.6	26.7	28.2	27.5	27.1	26.5	26.1
Ajuste cíclico	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	1.2	0.9	0.5
Ajustes extraordinarios	-0.4	-0.3	-1.8	-1.4	-0.6	-0.6	-0.3
Ingresos estructurales	25.0	26.1	26.3	26.0	27.7	26.9	26.3

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF. Nota: las cifras pueden no coincidir con los totales por cuestiones de redondeo.

Gráfico 5



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

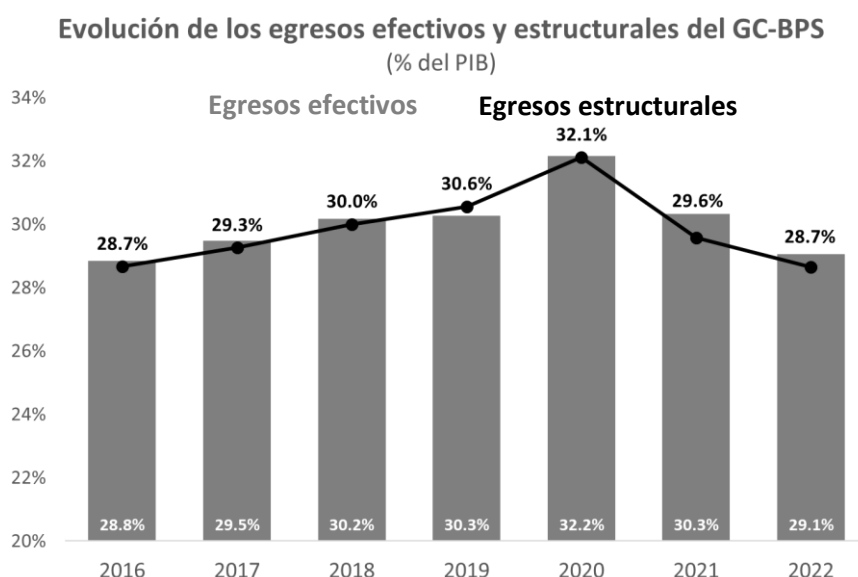
Los egresos estructurales se ubicaron en 28,7% del PIB, disminuyendo 0,9 puntos porcentuales del PIB respecto a 2021. Los resultados se muestran en la tabla 4 y en el gráfico 6.

**Tabla 4**

<b>Egresos del GC-BPS incluyendo intereses (% del PIB)</b>							
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Egresos efectivos	28.8	29.5	30.2	30.3	32.2	30.3	29.1
Ajuste cíclico	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.6	0.4	0.2
Ajustes extraordinarios	-0.2	0.0	-0.1	0.3	-0.7	-1.2	-0.6
Egresos estructurales	28.5	29.4	30.0	30.6	32.1	29.6	28.7

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF. Nota: las cifras pueden no coincidir con los totales por cuestiones de redondeo.

**Gráfico 6**



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

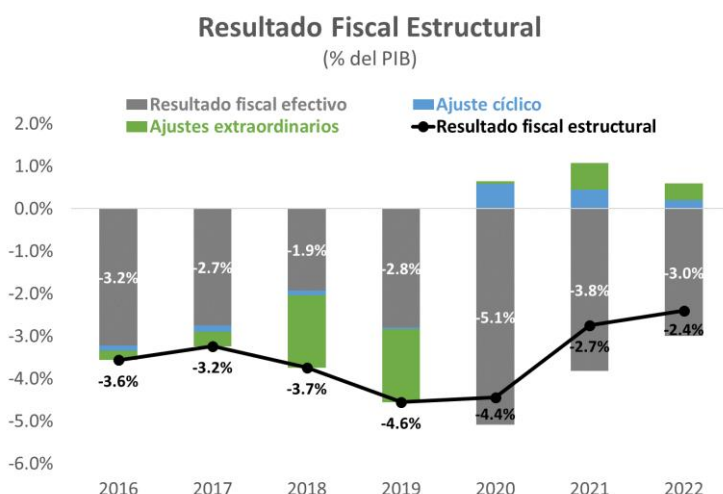
De este modo, el déficit fiscal estructural del GC-BPS presentó una reducción respecto al 2021 de 0,3 puntos porcentuales del PIB, ubicándose en 2,4% del PIB, tal como se muestra la tabla 5 y el gráfico 7. Dicho desequilibrio fue 0,6 puntos porcentuales inferior al efectivo (-3,0% del PIB) debido a que éste último siguió impactado por la posición cíclica de la economía (por ingresos afectados negativamente y egresos positivamente) así como por algunos factores de naturaleza extraordinaria tales como el Fondo COVID-19.

**Tabla 5**

<b>Resultado Fiscal Estructural (% del PIB)</b>							
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Resultado Fiscal Efectivo	-3.2	-2.7	-1.9	-2.8	-5.1	-3.8	-3.0
Ajuste cíclico	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.6	0.4	0.2
Ajustes extraordinarios	-0.2	-0.3	-1.7	-1.7	0.1	0.6	0.4
Resultado Fiscal Estructural	-3.6	-3.2	-3.7	-4.6	-4.4	-2.7	-2.4

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF. Nota: las cifras pueden no coincidir con los totales por cuestiones de redondeo.

**Gráfico 7**

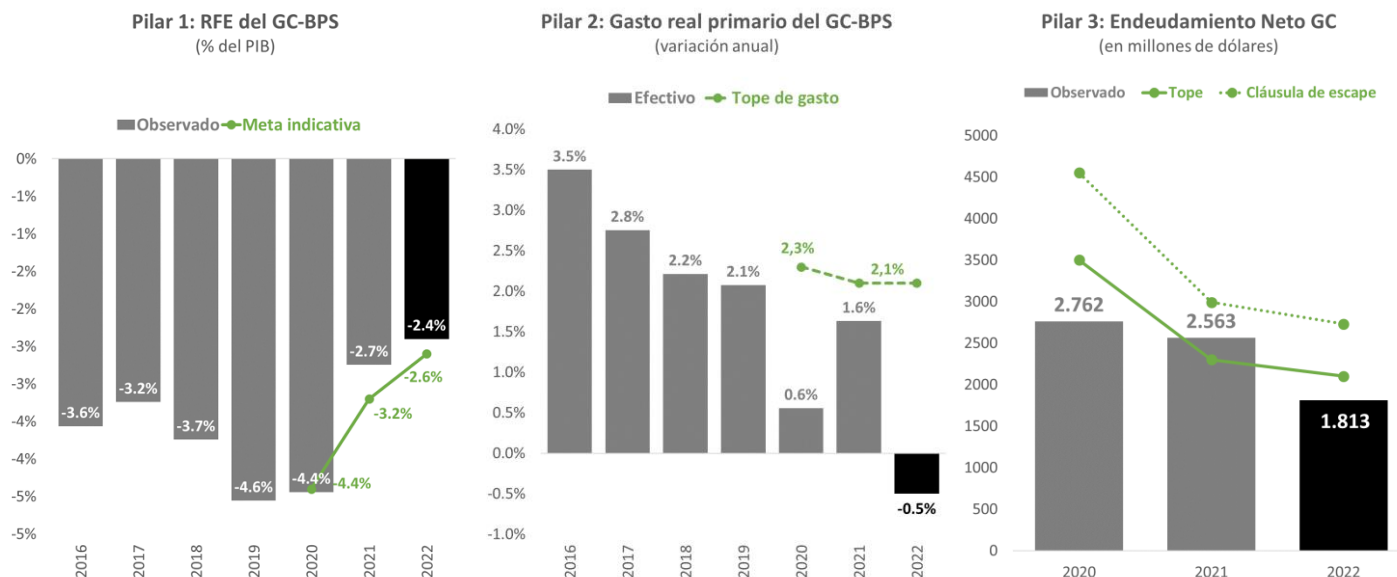


Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

## 5. Regla fiscal y spread soberano

En 2022, según informó el MEF<sup>26</sup>, se cumplió la regla fiscal en sus tres pilares tal como se muestra en el gráfico 8: la meta indicativa RFE del GC-BPS; el crecimiento del gasto público real del GC-BPS por debajo del crecimiento estimado del PIB potencial; y el tope de endeudamiento neto del GC. El cumplimiento de los tres pilares por tercer año consecutivo consolida un escenario de mejoras sucesivas en la posición fiscal desde la conformación de la institucionalidad vigente.

**Gráfico 8**



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF y la Oficina de Gestión de Deuda.

Por un lado, el RFE se ubicó en -2,4% del PIB levemente por debajo de la meta indicativa presentada por el MEF en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021 (-2,6%). Por otro lado, el gasto real del GC-

<sup>26</sup> [Presentación de la Ministra de Economía y Finanzas sobre la situación fiscal y perspectivas macroeconómicas del 15 de febrero de 2022.](#)

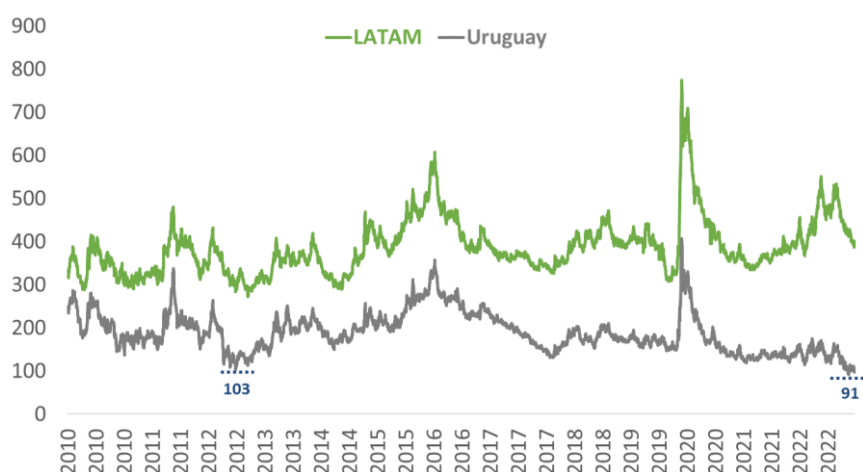


BPS presentó una caída de 0,5%, cumpliéndose el tope que establece que el gasto real primario debe crecer por debajo de la tasa de crecimiento potencial de la economía (2,1%). Finalmente, el endeudamiento neto del GC fue de USD 1.813 millones, por debajo del tope establecido en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021 (USD 2.100 millones).

En este marco, la nueva institucionalidad fiscal, el cumplimiento de las metas indicativas y la senda de consolidación estructural de las finanzas públicas, se vieron acompañados por la caída del spread soberano de Uruguay y la mejora observada en la calificación o perspectiva de la deuda por parte de tres de las cinco principales agencias calificadoras de riesgo en el último año. En los mercados financieros, el spread soberano (“riesgo país”) o el sobreprecio en tasa que paga Uruguay respecto a Estados Unidos por endeudarse, ha fluctuado en torno a los 100 puntos básicos, cerca de mínimos históricos, tal como se muestra en el gráfico 9 y la tabla 6.

**Gráfico 9**

**Spread soberano o riesgo país**  
(puntos básicos)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de JPMorgan (Emerging Markets Bonds Index).

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de JPMorgan (Emerging Markets Bonds Index).

**Tabla 6**

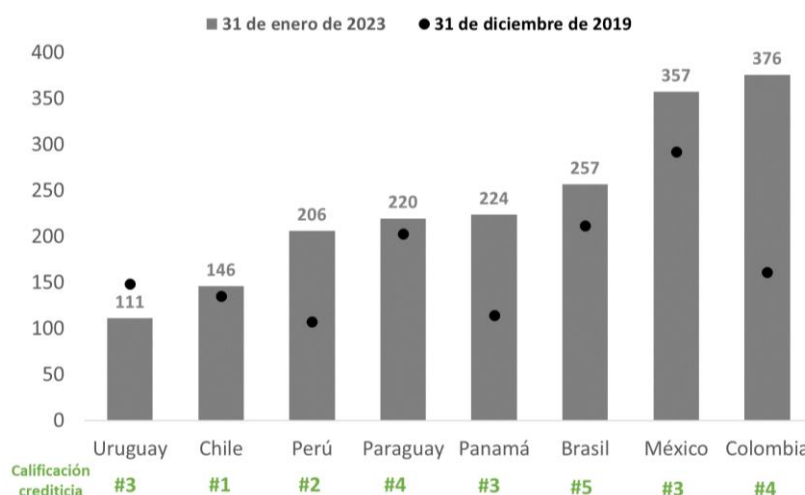
<b>Indicadores de riesgo soberano para Uruguay (puntos básicos)</b>					
	<b>Dic-19</b>	<b>Dic-20</b>	<b>Dic-21</b>	<b>Dic-22</b>	<b>Ene-23</b>
IRU (BEVSA)	150	136	123	72	89
EMBI (JP Morgan)	148	134	127	91	111
Credit Default Swap (10 años)	136	127	145	137	122
UBI (República AFAP)	130	114	105	70	93

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de BEVSA, JP Morgan, Bloomberg y República AFAP. Nota: Datos al cierre de cada mes.

De esta forma, Uruguay se ha consolidado como el país de América Latina con el menor riesgo país a pesar de no tener la mejor calificación crediticia. Incluso, destaca como el único país que disminuyó su spread soberano en relación a la pre-pandemia tal como se observa en el gráfico 10.

Gráfico 10

Spread soberano o riesgo país  
(puntos básicos)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de JPMorgan (Emerging Markets Bonds Index). Nota: menor # implica mejor calificación crediticia según agencia Fitch Rating.

Esto ha sido consistente con referencias a la importancia de la institucionalidad fiscal planteadas en el último tiempo por algunas entidades internacionales tales como Fitch<sup>27</sup>, el FMI<sup>28</sup> y DBRS<sup>29</sup>.

Esta senda favorece la sostenibilidad de la política fiscal y de las políticas sociales, ayuda a mitigar desequilibrios macroeconómicos y a preservar el grado inversor, todo lo cual es fundamental en un contexto de fragilidades latentes en el contexto externo e interno, así como un importante deterioro relativo en los países de la región.

<sup>27</sup> [Fitch Rating \(2022\). Comunicado de prensa: "Fitch Affirms Uruguay at 'BBB-'; Outlook Stable"](#).

"The government has achieved fiscal progress guided by a modified fiscal rule that includes three pillars: a structural balance target, a limit to real government expenditures linked to potential growth (estimated at 2.1%), and a legal limit on net financing. The structural balance helps avoid a pro-cyclical bias that has characterized Uruguay's fiscal policy in the past, while the limit to net financing provides a nominal anchor to the fiscal balance regardless of the output gap. The government has complied with the new fiscal framework over the past two years over the course of the pandemic shock."

<sup>28</sup> [Fondo Monetario Internacional \(2022\). Artículo IV: Country Report No. 2022/016](#).

"Amid public finances that have been weakened by the pandemic, the new fiscal rule is an important step towards ensuring fiscal discipline. The recent establishment of the independent Advisory Fiscal Council is also a key development, as it is expected to help in calibrating the targets, establishing a rigorous and transparent methodology for estimating the structural deficit, discussing policy tradeoffs, alerting of biases and inconsistencies in fiscal projections and advocating for improved policies." (pág. 22)

<sup>29</sup> [DBRS \(2022\). Comunicado de prensa: "DBRS Morningstar Upgrades Uruguay to BBB, Trend Changed to Stable"](#).

"In our view, institutional improvements to the budgetary framework enhance the credibility of the fiscal plan. In particular, the structural fiscal balance rule and the real primary expenditure cap should foster counter-cyclicality and sustainability over the medium term."

## Recuadro temático: Enfoque estructural de las finanzas públicas

### 1. ¿Qué es el enfoque estructural?

Desde 2020, la política fiscal uruguaya se guía por una regla que incorpora el cálculo del Resultado Fiscal Estructural (RFE). La regla fiscal incluye pilares definidos con un horizonte de mediano y largo plazo, a diferencia del análisis más tradicional, basado principalmente en cifras efectivas que dan cuenta de una situación coyuntural del sector público.

El RFE es un indicador que resulta de estimar el resultado fiscal del Gobierno Central y BPS que se obtendría en un año particular si la actividad económica (medida a través del PIB) estuviera en su nivel potencial y no existieran factores de naturaleza extraordinaria o transitoria que alteren circunstancialmente las cifras efectivas.

El nivel de actividad económica potencial (PIB potencial) es aquel asociado a la plena utilización sostenible de los factores productivos. Sin embargo, se trata de un variable inobservable y su estimación admite diversas aproximaciones metodológicas.

En primer lugar, el PIB potencial es fundamental para definir la brecha del PIB. Esta se define como la distancia entre el PIB potencial y el PIB efectivo (que es observable). La brecha define la posición en el ciclo; esto es, si la economía está operando por encima o por debajo de sus capacidades estructurales sostenibles sin desequilibrios. En concreto, si el PIB efectivo se ubica por debajo de su nivel potencial, la brecha es negativa y en caso contrario positiva.

En segundo lugar, el crecimiento del PIB potencial define (mayoritariamente) el ritmo de crecimiento de los gastos e ingresos fiscales estructurales.

Una brecha positiva suele ser consistente con una economía sobrecalentada, por lo que los ingresos tributarios efectivos superan transitoriamente a los ingresos estructurales y algunas partidas de gastos, como los subsidios por desempleo, también están transitoriamente aminoradas.

Por el contrario, una brecha negativa es consistente con una economía operando con holguras productivas, por lo que los ingresos tributarios son transitoriamente menores a los ingresos estructurales y algunas partidas de gasto, como aquellas vinculadas a los salarios reales, también pueden observarse transitoriamente aminoradas.

Para llegar a un cálculo del RFE, es necesario depurar el resultado fiscal efectivo de esos componentes transitorios, de manera que las principales partidas queden en sus valores estructurales o de largo plazo.

Por su parte, también se depuran del resultado fiscal aquellas partidas de ingresos y egresos consideradas extraordinarias y/o regulares pero transitorias en el mediano plazo, que introducen distorsiones en la comparación de las cifras fiscales entre un año y otro.

De este modo, se obtiene una posición más genuina o de largo plazo de las finanzas públicas, es decir, aquella que emergería

bajo condiciones normales para el ciclo económico y sin eventos extraordinarios.

## **2. ¿Por qué el enfoque estructural es importante?**

La literatura académica destaca tres importantes beneficios de adoptar un enfoque estructural en el manejo de las finanzas públicas.

### **Menor prociclicidad**

En primer lugar, en un contexto donde los países emergentes y en particular en América Latina se han caracterizado por políticas fiscales procíclicas (Kaminsky, Reinhart y Vegh, 2004), el diseño y ejecución del enfoque estructural tiene una importante razón contracíclica. Esto es, ahorrar en tiempos de bonanza cuando se reciben ingresos mayores por causa del ciclo económico, para poder gastarlos ya sea cuando la economía se contrae y los ingresos fiscales caen, o cuando se enfrentan coyunturas que hacen que las necesidades de gasto se incrementen.

En este sentido, la lógica detrás de este enfoque indica que el gobierno debería gastar los recursos (ingresos) que normalmente tiene y no los recursos (ingresos) que circunstancialmente puede tener –ya sea por condiciones internacionales, por la instalación de un emprendimiento de gran envergadura, por el descubrimiento de un recurso natural u otros motivos de carácter transitorio- y que no es esperable que se mantengan en el tiempo.

Los recursos que normalmente tiene un gobierno (ingresos estructurales) están definidos mayoritariamente por el comportamiento de la actividad económica en el largo plazo (el crecimiento del PIB potencial), esto es, aislando los

efectos del ciclo económico en el corto plazo. Esto sin considerar eventuales modificaciones tributarias que el sistema político pueda proponer.

En épocas de expansión económica, la recaudación de impuestos suele crecer por encima de la tasa de crecimiento de largo plazo, existiendo ingresos extraordinarios, que, por definición, no se mantendrán en el tiempo. En sentido contrario, en épocas de contracción económica, la recaudación de impuestos suele crecer por debajo de la tasa de crecimiento de largo plazo o aún caer, situación que, también, se revertirá.

Cuando la recaudación fiscal aumenta (cíclicamente) por encima de su tendencia de largo plazo, un manejo de la política fiscal bajo un enfoque estructural implica que el gobierno no debería aumentar el gasto en la misma medida (ahorrando ese excedente); mientras que cuando la recaudación se deteriora (cíclicamente), le permite al gobierno gastar más (o recaudar menos) que lo que venía haciéndolo.

De esta forma, se puede minimizar la volatilidad del ciclo económico, y por ende aumenta el bienestar de la población, así como se pueden inducir (de ser necesario) ajustes fiscales (ya sea aumentando impuestos o recortando gastos) menos costosos e ineficientes; evitando un comportamiento procíclico en el auge (por una supuesta rentabilidad social mayor a la tasa de interés) y en las crisis (por restricciones de financiamiento).

Asimismo, un comportamiento contracíclico otorga mayores márgenes de maniobra para actuar en las recesiones dado una mayor prudencia y precaución sobre las finanzas públicas durante las expansiones.

Para Uruguay, Frankel, Végh y Vuletin (2013), presentan evidencia que la prociclicidad es un rasgo estructural de la política fiscal.

En concreto, encontraron para el período 1960-2009, una correlación positiva entre el comportamiento del gasto público y el PIB; exacerbando el ciclo económico. Adicionalmente, entre 2000 y 2009, la política fiscal se volvió aún más procíclica que en los cuarenta años previos.

**Correlación entre los componentes cíclicos del gasto público y el PIB**  
(países LATAM)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de Frankel, Végh y Vuletin (2013).

Nota: una correlación positiva (negativa) indica una política fiscal procíclica (contracíclica).

### Menor discrecionalidad

En segundo lugar, un enfoque estructural contribuye a disminuir la discrecionalidad de la política fiscal, asociada frecuentemente a los ciclos políticos-electorales. La discrecionalidad se refiere a cuando los gobiernos que aplican políticas supuestamente óptimas en el corto plazo,

y a la larga dejan de serlo, incurriendo en problemas de inconsistencia temporal y por ende de incoherencia intertemporal (e intergeneracional) en la toma de decisiones.

En materia de política fiscal, la discrecionalidad suele estar vinculada a la aplicación de medidas expansivas en un año electoral o en un período de gobierno, a cuenta de ajustes posteriores en las siguientes administraciones. En otras palabras, hay un sesgo asimétrico en el manejo fiscal. Normalmente ocurre cuando se incurren en permanentes déficit fiscales: si este es bajo, se gastan las holguras; si este es alto, no hay ajuste, sino incremento de la deuda.

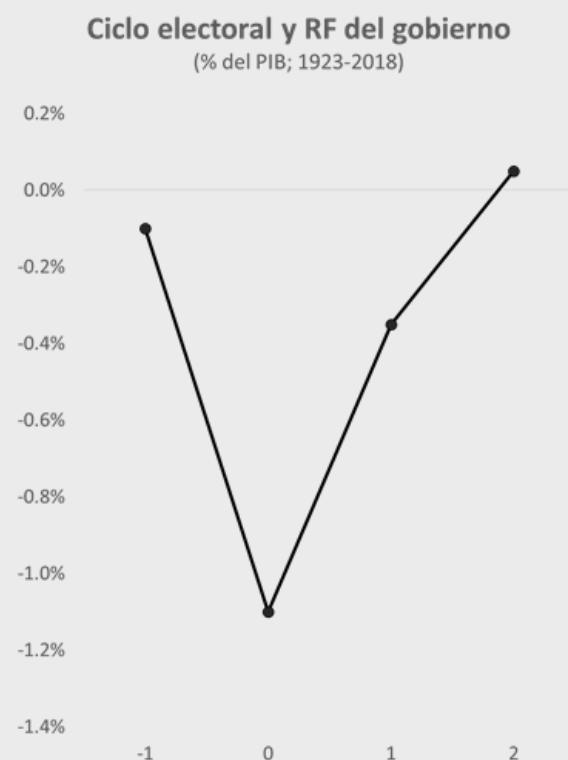
A su vez, dado que los ciclos económicos no tienen por qué estar correlacionados con los ciclos políticos-electorales, pueden evidenciarse sesgos al deterioro del resultado fiscal durante el período pre-electoral y a una corrección en el período post-electoral.

Con un enfoque estructural institucionalizado en una regla, los riesgos de discrecionalidad en el manejo fiscal deberían verse acotados, principalmente porque las consecuencias de incurrir en sistemáticos incumplimientos podrían ser muy negativas en términos de credibilidad y reputación.

En Uruguay, existe evidencia de un manejo discrecional de las finanzas públicas en los ciclos político-electorales (Aboal et. al, 2003a; Vicente y Licandro, 2007; Ithurrealde et. al, 2020).

Ithurrealde et al. (2020) presenta evidencia de que el déficit fiscal en Uruguay en el último siglo tendió a deteriorarse en torno a 1,0% del PIB durante el año electoral y a

mejorar durante los dos años siguientes (primer y segundo año del nuevo gobierno).



Fuente: Tomado de *Fiscalidad y Ciclo Presupuestal en Uruguay: Lecciones, desafíos y recomendaciones*, Pharos (Academia Nacional de Economía) y Centro de Estudios para el Desarrollo (CED), 2020 (pág. 40).

### Mayor sostenibilidad fiscal

En tercer lugar, el enfoque estructural ayudaría a acotar los riesgos de insostenibilidad fiscal, de rebajas en la calificación crediticia o de aumentos del riesgo soberano.

Elevados y crecientes niveles de endeudamiento de un país pueden verse acompañados por un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros y el incremento de la prima de riesgo, situación que implica mayores recursos para el pago del servicio de su deuda, restringiendo el espacio para el gasto público. En muchos casos, la única salida factible es incurrir en recortes del gasto público o incrementos de la carga tributaria, con consecuencias negativas para la inversión, el consumo y la sociedad en su conjunto.

En este sentido, la adopción de un enfoque estructural en el manejo fiscal permite preservar el gasto social a lo largo del tiempo sin comprometer la capacidad de pago ni la estabilidad económica del país.

Al respecto, una de las lecciones que ha dejado la historia de la política económica del último medio siglo en Uruguay, es que la política fiscal ha sido el ancla de la (in)estabilidad macroeconómica (Oddone y Marandino, 2018). La sostenibilidad fiscal estuvo en múltiples episodios amenazada por dinámicas crecientes del déficit fiscal y consecuentemente de la deuda pública, siendo las crisis de 1982 y 2002 un ejemplo de ello.

## **6. Valoraciones del CFA**

### **6.1. Sobre el proceso de revisión y monitoreo del cálculo del RFE**

En primer lugar, en cumplimiento de sus atribuciones, en base a la revisión de las planillas de trabajo enviadas por el MEF y al intercambio con las autoridades, el CFA concluyó que el cálculo del RFE se ajustó a la metodología vigente.

En este sentido, nuevamente se recibió la información necesaria para revisar el cálculo del RFE de acuerdo a los tiempos que establece el decreto 315/021 referenciado anteriormente, así como se destaca el intercambio fluido y la transparencia a la hora del acceso a la información.

No obstante, en esta ocasión, se recibieron planillas preliminares el día de 6 febrero de 2023, que luego fueron reemplazadas por planillas definitivas en la instancia de reunión con las autoridades el día 14 de febrero de 2023, debiendo ajustar de manera sobreviniente los plazos de revisión y publicación del informe correspondiente.

### **6.2. Sobre la consolidación fiscal efectuada hasta el momento**

En segundo lugar, el CFA realizó una valoración positiva del cumplimiento de la regla fiscal por tercer año consecutivo en sus tres pilares: la meta indicativa de Resultado Fiscal Estructural del Gobierno Central, el incremento del gasto real del Gobierno Central por debajo del tope asociado al aumento del PIB potencial y el tope de endeudamiento en dólares.

En línea con lo anterior, se visualiza que la puesta en funcionamiento de la nueva institucionalidad fiscal vigente, el cumplimiento de las metas y la disminución del resultado fiscal estructural desde -4,6% del PIB en 2019 a -2,4% del PIB en 2022 han sido acompañadas por una mejora en la calificación crediticia y la consolidación de un spread soberano históricamente bajo. Ello favorece la sostenibilidad de las finanzas públicas y las políticas sociales, junto con atenuar desequilibrios macroeconómicos y preservar el grado inversor.

Es importante notar que un menor crecimiento del PIB nominal por los factores antes mencionados podría derivar en correcciones moderadas del ratio del RFE sobre PIB estimado para 2022.

### **6.3. Sobre los riesgos del contexto externo y local en la trayectoria del RFE**

En tercer lugar, el CFA cree conveniente tener presente algunos de los riesgos del contexto externo e interno que podrían afectar la trayectoria del RFE y consecuentemente del ratio deuda sobre PIB.

Por un lado, es importante notar que la reducción en el resultado fiscal efectivo del -4,2% del PIB en 2021 al -3,0% del PIB en 2022 estuvo mayormente explicada por factores cíclicos dado que la economía habría crecido en el promedio del año en torno a 3,0 puntos porcentuales por encima de su tasa de crecimiento potencial o de largo plazo. No obstante, en el último trimestre de 2022 el déficit fiscal efectivo del GC-BPS acumulado en un año presentó un aumento de 0,8 p.p. del PIB debido a algunos elementos de carácter posiblemente transitorio (aumento de las inversiones del GC, transferencias y gastos extraordinarios vinculados al pago de test de COVID-19 tras resolución

judicial), así como por una desaceleración cíclica de la recaudación real de la DGI en el cuarto trimestre que constituye un factor de preocupación a ser monitoreado en los próximos meses.

Por otro lado, en un contexto donde los ingresos y gastos corrientes reales del GC-BPS evolucionaron en torno al crecimiento del PIB potencial en 2022 (estimado en 2,1%), toda mejora cíclica adicional tendería a generar una reducción del déficit fiscal efectivo sin observarse necesariamente mejoras desde el punto de vista estructural. A su vez, la reversión del gasto correspondiente al Fondo COVID-19 prevista para 2023 no debería interpretarse como un espacio fiscal estructural, ya que es un componente extraordinario.

Por su parte, en un contexto global de menos inflación, sorpresas desinflacionarias respecto a lo contemplado en el escenario base podrían derivar en variaciones en el gasto público real superiores a las previstas, salvo que esa moderación también se refleje en algunas partidas nominales. Con todo, se trata de un riesgo relevante por la indexación prevaleciente en ciertas partidas de gasto como pasividades y salarios y transferencias. Esto podría tener un impacto alcista en el déficit fiscal estructural.

Finalmente, una corrección del desalineamiento cambiario (como el implícito en los Informes de Política Monetaria del BCU), podría incrementar el ratio de deuda sobre el PIB, tal como se desprende de los análisis de riesgo para la trayectoria de la deuda presentados por el MEF en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021, aún sin que necesariamente se incumplan los tres pilares de la regla fiscal vigente.

#### **6.4. Sobre los riesgos de decisiones de política en la trayectoria del RFE**

El CFA advierte sobre riesgos de posible reversión del proceso de consolidación fiscal en términos estructurales dado los anuncios públicos de rebajas impositivas permanentes del Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y el Impuesto a la Asistencia de la Seguridad Social (IAS) por parte del equipo económico y el Presidente de la República, así como por la dinámica de algunas partidas del gasto del GC-BPS en 2022 en relación a lo proyectado en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021.

Por el lado de los ingresos estructurales, no hay una mejora del crecimiento potencial consistente con un mayor ritmo de expansión fiscal permanente. Al respecto, el CFA considera que, dado el contexto actual, cualquier impulso fiscal, independiente de su destino y magnitud, tendrá impactos directos sobre la posición fiscal estructural de no verse compensado por ahorros estructurales en las partidas de gasto.

Al respecto, a la fecha del presente informe, el CFA desconoce los detalles acerca de la magnitud, composición y fuentes de financiamiento de las rebajas impositivas, razón por la cual se ve limitado en un abordaje con mayor profundidad. En este sentido, se considera relevante que el MEF explicité estos elementos y que cuantifique el impacto de estas medidas en el RFE y en materia de sostenibilidad fiscal, permitiendo así su evaluación al CFA, a las agencias calificadoras de riesgo, al mercado y a toda la comunidad interesada. Esto debería ser analizado con independencia del impacto en términos de distribución del ingreso o asignación de recursos, temas sobre los cuales el CFA no tiene atribuciones ni cometidos.

Por otro lado, una expansión de las partidas más discrecionales del gasto público (inversión y gastos no personales) por encima de la tasa de crecimiento del PIB potencial tal como sucedió en 2022, podría tensionar el cumplimiento del segundo pilar de la regla fiscal, dada la rigidez del resto de los egresos del GC-BPS y los riesgos de desinflación comentados anteriormente.



Con todo, la reducción de las holguras fiscales y por ende de los márgenes de maniobra de la política fiscal en un contexto de estabilidad del crecimiento potencial, implican necesariamente, desde un punto de vista de la responsabilidad y sostenibilidad fiscal, adoptar un criterio de mayor prudencia a la hora de evaluar medidas de política económica con impacto permanente al alza en el gasto y/o a la baja en los ingresos. Toda expansión fiscal de carácter permanente (estructural), vía incremento del gasto o reducciones impositivas, sustentados en una mejora cíclica (transitoria), podrían implicar riesgos de deterioro en la posición fiscal estructural, así como generar eventualmente sesgos procíclicos en la política fiscal.

Sin grandes holguras, eventuales desvíos respecto a la necesaria senda de consolidación fiscal adicional también implicarían un menor espacio para reaccionar (contracíclicamente) a algunos shocks negativos exógenos que puedan presentarse, tales como cambios drásticos en el escenario internacional, la situación de sequía o cualquier otro tipo de evento de carácter excepcional. En el recuadro temático del presente documento (págs. 19 a 22) se hace hincapié en la importancia del enfoque estructural como guía de la política fiscal.

## **7. Recomendaciones y sugerencias del CFA**

Primero, respecto al RFE, el CFA sugiere que a futuro el MEF actualice sus estimaciones de PIB nominal de referencia tras el cierre anual de las finanzas públicas en febrero de cada año.

Esto es relevante a los efectos de acotar los eventuales sesgos implícitos en estimaciones del PIB que se generan por la distancia entre las instancias de Rendición de Cuentas o presentación del Presupuesto Quinquenal (junio), el cierre fiscal del año anterior (enero) y la publicación de cierre del año de las Cuentas Nacionales (marzo). A modo de ejemplo, los ratios fiscales efectivos y estructurales del GC-BPS expresados como porcentaje del PIB se publicaron utilizando como referencia el PIB nominal proyectado en instancia de la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021 (junio de 2022). El dato de cierre del PIB para 2022 podría arrojar diferencias respecto a la última estimación del MEF por dos motivos: (i) el efecto de la sequía en el volumen físico del cuarto trimestre, y (ii) el menor crecimiento del deflactor del PIB<sup>30</sup> debido a la caída de los precios de exportación y la apreciación del tipo de cambio real. En definitiva, un PIB nominal de 2022 inferior a lo estimado en el mes de junio podría suponer una corrección al alza del ratio de déficit efectivo y estructural del GC-BPS como porcentaje del PIB de entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales.

Segundo, el CFA reitera la necesidad de publicar las elasticidades de las partidas fiscales respecto al PIB que se utilizan para la corrección cíclica de los ingresos y egresos efectivos. Esto es relevante por dos factores: (i) permite la réplica de los cálculos del RFE por parte de terceros, y por ende favorece una mayor transparencia del marco fiscal, y (ii) permite al CFA, la comunidad más interesada y la ciudadanía en general, analizar y comprender con mayor profundidad la evolución de las distintas partidas de ingresos y egresos fiscales en términos estructurales.

Tercero, en cuanto a la corrección del resultado fiscal efectivo por partidas extraordinarias, el CFA insiste en la necesidad de definir criterios ex-ante de forma explícita y preanunciada para el tratamiento de ingresos o gastos extraordinarios que surgen como transitorios y eventualmente puedan adoptar naturaleza permanente. En este sentido, el Fondo COVID-19 ha sido un ejemplo de

---

<sup>30</sup> El deflactor del PIB creció 5% interanual acumulado al tercer trimestre, mientras que la proyección de Rendición de Cuentas asumía un crecimiento del deflactor del PIB de 8,5% en 2022).

herramienta legal de carácter transitorio que debería servir como guía para otras políticas que nacen como respuesta a un evento transitorio.

Cuarto, el CFA hace hincapié en la necesidad de seguir profundizando en aspectos metodológicos que permitan robustecer y complementar el marco metodológico vigente:

- i. la estimación de las elasticidades de las partidas fiscales de ingresos y gastos respecto al PIB en distintos horizontes temporales. Esta recomendación se sustenta en primer lugar en que la estimación de estos parámetros suele ser sensible al método econométrico adoptado y a la muestra temporal; por tanto, contar con estimaciones alternativas permitiría evaluar la robustez y los sesgos de las actuales elasticidades. En segundo lugar, es relevante distinguir entre elasticidad de corto y largo plazo.
- ii. modelos de sostenibilidad de la deuda. Dichos modelos permitían estimar la probabilidad de que la deuda alcance ciertos umbrales, ya sea un umbral de insolvencia, nivel prudente de deuda o bien un nivel de balance estructural primario consistente con una trayectoria sostenible del ratio deuda sobre PIB. Esta sugerencia se recomienda por tres motivos. En primer lugar, permitiría evaluar la suficiencia de la consolidación reciente en el RFE consistente con cierta trayectoria óptima del ratio de deuda sobre PIB. En segundo lugar, sería un insumo relevante para establecer las metas indicativas del RFE en el marco de proyecciones fiscales quinquenales móviles. Tercero, para evaluar a futuro eventuales modificaciones a la regla fiscal que incorporen un ancla u objetivo de mediano plazo y los mecanismos de corrección ante desvíos consistente con dicho nivel.
- iii. estimaciones complementarias del PIB potencial y brecha del PIB. Esto permitiría realizar análisis de sensibilidad del RFE ante distintas estimaciones de la brecha de producto y permitiría avanzar en la robustez de las estimaciones que se derivan de la metodología vigente.

Finalmente, en su rol de observador, el CFA reitera la necesidad de publicar y suministrar las series necesarias para la estimación de los insumos de la función de producción con los que se calcula el PIB potencial de cara a la próxima convocatoria al Comité de Expertos, estipulada con posterioridad al cierre de Cuentas Nacionales. En el mismo sentido, sería deseable que el BCU comience a difundir series referenciales sobre el índice de volumen físico del PIB empalmado con la nueva base de 2016 y de stock de capital.

## 8. Actividades del CFA en 2022

En 2022 se lograron y consolidaron algunos objetivos institucionales definidos en el informe del 7 de julio de 2022<sup>31</sup>. A continuación, se realiza un breve repaso al respecto:

- **Intercambios técnicos:** se generó una agenda de intercambios con referentes en temas fiscales a los efectos de intercambiar ideas y recibir aportes sobre el marco metodológico vigente del cálculo del RFE y el PIB potencial, así como aspectos institucionales, en línea con las sugerencias que el CFA realizó en su primer informe del 21 de febrero de 2022.

---

<sup>31</sup> [CFA \(2022\). Informe sobre el cálculo del RFE al presentarse el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas 2021 \(pág. 19\).](#)

Se recibió en distintas sesiones a los economistas Tamara Schandy, Javier de Haedo, Leonardo Vicente, Paula Garda y Herman Kamil, quienes expusieron su visión sobre el tema e identificaron una serie de oportunidades de mejora para robustecer el mismo. El CFA le agradece la disposición y los aportes recibidos, los cuales han sido un insumo relevante para la elaboración de los siguientes informes y la consideración de temas técnicos a profundizar.

- Intercambios institucionales: se mantuvieron reuniones institucionales con
  - representantes de las agencias calificadoras de riesgo Standard & Poor's ("S&P") y Fitch Ratings ("Fitch"); y
  - representantes de los organismos Banco Interamericano de Desarrollo ("BID") y FMI.

En esas instancias se realizó una puesta a punto de los avances de la nueva institucionalidad fiscal, el cumplimiento de la regla fiscal vigente y las oportunidades de Uruguay en un contexto donde, a diferencia de muchos países de la región, se han procesado mejoras en la calificación crediticia y bajos niveles de riesgo soberano. Al respecto, el CFA destaca como los distintos organismos han comenzado a adjudicar en sus informes mayor relevancia relativa a los temas fiscales y comentarios sobre la nueva institucionalidad fiscal.

- el Gerente de Estudios del Consejo Fiscal Autónomo de Chile, Ec. Mario Arend, constituyendo la primera reunión con pares de la región.

Se intercambiaron visiones sobre las funciones y cometidos de ambos consejos, así como sobre temas técnicos vinculados a la brecha del PIB con filtros multivariados y modelos de sostenibilidad fiscal, temáticas sobre las cuales Chile ha evidenciado avances significativos en el último tiempo.

- Participación en eventos académicos: los consejeros del CFA participaron de diversas instancias de discusión académica sobre temas de su competencia.
  - El 19 de julio de 2022, Aldo Lema participó de un panel sobre regla e institucionalidad fiscal en Uruguay organizado por la Sociedad de Economistas del Uruguay ("SEU"). Este expuso la visión del CFA en torno a cómo se enmarcan los pasos de Uruguay en materia de institucionalidad fiscal dentro de los desarrollos globales del tema, así como su caracterización y los desafíos a abordar para la misma.
  - El 18 de agosto de 2022, Alfonso Capurro participó de un panel sobre reglas fiscales y precios de los commodities en el marco de las XXXVII Jornadas Anuales de Economía del BCU. El CFA decidió realizar un abordaje sobre cómo se enmarca la regla e institucionalidad fiscal vigente dentro de los desarrollos globales del tema y la experiencia comparada, la incidencia indirecta para Uruguay de los precios de los commodities en el balance fiscal vía tipo de cambio real y términos de intercambio, así como los desafíos relevantes para la estimación del RFE en este marco.
  - El 19 de agosto de 2022, Alfonso Capurro participó de un panel sobre la política macroeconómica luego de la pandemia en el marco de las X Jornadas Académicas de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración ("FCEA"). Se expuso la visión del CFA sobre la relevancia de los marcos fiscales y cómo estos se han visto afectados por el

COVID-19, así como la respuesta fiscal que sugiere la literatura ante grandes shocks como el mencionado.

- El 16 de noviembre de 2022, Alfonso Capurro participó como comentarista de las 1ras Jornadas de Política Fiscal y Tributaria por parte del Centro de Investigaciones Económicas (“CINVE”). En dicha instancia, se intercambió sobre las ventajas y limitaciones de las diferentes metodologías para el cálculo del PIB potencial, así como los elementos que robustecen a las instituciones fiscales en base a la evidencia comparada.

## 9. Bibliografía

Aboal, D. y Oddone, G. (2003); Reglas versus Discrecionalidad: La Política Monetaria en Uruguay entre 1920 y 2000; XVIII Jornadas Anuales de Economía del Banco Central del Uruguay, Montevideo.

Aboal, D., Lorenzo, F., Moraes, J.A. y Oddone, G. (2003a); La economía política de los déficit fiscales; en Economía Política en Uruguay: instituciones y actores políticos en el proceso económico; editorial Trilce.

Aboal, D., Lorenzo, F. y Rius, A. (2003b); Política partidaria y política cambiaria: La evidencia para Uruguay desde 1920; en Economía Política en Uruguay: instituciones y actores políticos en el proceso económico; editorial Trilce.

Banco Central del Uruguay (2022). Encuesta de Expectativas Económicas febrero de 2022.

Banco Central del Uruguay (2022). Encuesta de Expectativas Económicas febrero de 2023.

Banco Central del Uruguay (2023). Informe de Política Monetaria cuarto trimestre 2022.

Consejo Fiscal Asesor (2022). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre de 2021.

Consejo Fiscal Asesor (2022). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al presentarse por parte del Poder Ejecutivo el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas de 2021.

Consejo Fiscal Asesor (2023). Comunicado N° 11 del 7 de febrero de 2023. CFA recibió del MEF las planillas para evaluar y monitorear el Resultado Fiscal Estructural de 2022.

Consejo Fiscal Asesor (2023). Comunicado N° 12 del 15 de febrero de 2023. CFA se reunió con el MEF para abordar las principales cifras efectivas y estructurales del balance fiscal 2022.

DBRS (2022). Comunicado de prensa del 22 de noviembre de 2022: DBRS Morningstar Upgrades Uruguay to BBB, Trend Changed to Stable”.

Decreto N° 315/021 del Poder Ejecutivo. 21 de setiembre de 2021.

Fondo Monetario Internacional (2022). Consulta de Artículo IV para Uruguay.

Fondo Monetario Internacional (2023). World Economic Outlook: Inflation Peaking amid Low Growth.

Fitch Rating (2022) Comunicado de prensa del 29 de junio de 2022: “Fitch Affirms Uruguay at BBB-; Outlook Stable”.

Frankel J, Végh C. y Vuletin G. (2013); On graduation from fiscal procyclicality; National Bureau of Economic Research, Working Paper 17619.

Kaminsky G, Reinhart C. y Végh C. (2004); When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies; National Bureau of Economic Research, Working Paper 10780.

Lanzilotta, B., Rego, S. y Regueira, P. (2014); Fluctuaciones macroeconómicas en el Uruguay de las últimas décadas: cambios en los patrones de volatilidad y comovimientos cíclicos; en Harari, L., Mazzeo, M. y Alemany, C. (Eds.) Uruguay + 25 (pp. 117-132); Fundación Astur - Red Sudamericana de Economía Aplicada/Red Mercosur; Ediciones Trilce

Ley N° 19.889. República Oriental del Uruguay. 9 de Julio de 2020.

Licandro G. y Vicente L. (2007); Incentivos fiscales e inconsistencia temporal: Uruguay 1970-2006; Revista de Economía - Segunda Época Vol. XIV N° 1 - Banco Central del Uruguay

Mailhos J., Sosa A. (2000); El comportamiento cíclico de la política fiscal en Uruguay; Jornadas Anuales de Economía, Banco Central del Uruguay.

Ministerio de Economía y Finanzas (2022). Comunicado N° 1: Cálculo del Producto Interno Bruto (PBI) Potencial y la brecha del PIB. 7 de febrero de 2022.

Ministerio de Economía y Finanzas (2022). Mensaje y Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal. Ejercicio 2021.

Oddone, G. y Marandino, J. (2018); Monetary and Fiscal History of Latin America 1960-2017: The case of Uruguay; Working paper; University of Chicago.

Oddone, G. et al (2020). *Fiscalidad y Ciclo Presupuestal en Uruguay: Lecciones, desafíos y recomendaciones*, Pharos (Academia Nacional de Economía), Centro de Estudios para el Desarrollo (CED).

Talvi E. y Végh C. (2005); Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy In Developing Countries; Journal of Development Economics, 156- 190.

## 10. Glosario de siglas

BROU: Banco de la República Oriental del Uruguay

BCU: Banco Central del Uruguay

CDS: Credit Default Swap

CE: Comité de Expertos del PIB Potencial

CINVE: Centro de Investigaciones Económicas

CFA: Consejo Fiscal Asesor de Uruguay

DBRS: Dominion Bond Rating Service

EMBI: Emerging Market Bonds Index

FBKF: Formación Bruta de Capital Fijo

FCEA: Facultad de Ciencias Económicas y de Administración

FED: Reserva Federal de Estados Unidos

Fitch: Fitch Ratings

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSS: Fideicomiso de la Seguridad Social

GC-BPS: Gobierno Central-Banco de Previsión Social

IASS: Impuesto de Asistencia a la Seguridad Social

IMS: Índice Medios de Salarios

IRPF: Impuesto a la Renta de las Personas Físicas

IRU: Índice de Riesgo de Uruguay

MEF: Ministerio de Economía y Finanzas

MIDES: Ministerio de Desarrollo Social

PIB: Producto Interno Bruto

PTF: Productividad Total de los Factores

RFE: Resultado Fiscal Estructural

SEU: Sociedad de Economistas del Uruguay

S&P: Standard & Poor's

UBI: Uruguay Bond Index

UPM: UPM-Kymmene Corporation

UTE: Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas