

Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre de 2023.

Consejeros: Alfonso Capurro, Ana Fostel y Jorge Roldós

Secretario Ejecutivo: Ignacio Umpiérrez

29 de febrero de 2024

Resumen ejecutivo.

El CFA como evaluador del cálculo del Resultado Fiscal Estructural (RFE). En cumplimiento de sus atribuciones, sobre la base de 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) para 2023 realizado por el MEF se ajustó a la metodología vigente.

Shocks en 2023 e impactos en las finanzas públicas. En 2023 la economía uruguaya atravesó un proceso de desaceleración cíclica: el crecimiento del PIB habría sido en torno al 0,5% y la brecha del PIB respecto al potencial se habría ubicado en -3,2% (estimación del MEF en base a la metodología vigente). La desaceleración cíclica de la actividad repercutió negativamente en la recaudación neta de la DGI, que cayó 1,9% en términos reales respecto a 2022. La inflación menor a la proyectada en la Rendición de Cuentas de 2022 (junio de 2023) afectó negativamente el aumento de la recaudación nominal de la DGI (3,7%) respecto al escenario base (4,8%). Esta menor recaudación de DGI fue compensada por una mayor recaudación del BPS dado el incremento en la masa salarial de cotizantes a la seguridad social. Asimismo, la inflación inferior a la proyectada en la Rendición de Cuentas de 2022 (junio de 2023) generó un incremento real de algunas partidas del gasto primario mayor al proyectado; en particular este fue el caso de pasividades y remuneraciones. Este desvío fue compensado por una contracción mayor a la proyectada en transferencias, gastos no personales e inversiones.

Cumplimiento de las metas fiscales en 2023. El CFA valoró positivamente el cumplimiento de la regla fiscal por cuarto año consecutivo en sus tres pilares: la meta indicativa de RFE del GC-BPS (-2,7% del PIB), el incremento del gasto real del GC-BPS (el cual experimentó una caída de 0,4%) por debajo del tope asociado al aumento del PIB potencial (2,1% vigente hasta 2023) y el tope de endeudamiento en dólares (USD 2.424 millones, utilizando el 34% del endeudamiento neto permitido por la cláusula de salvaguarda aplicada en ocasión de la emergencia hídrica). Cabe recordar que la meta de RFE había sido modificada en junio de 2023 en instancia de presentación de la Rendición de Cuentas 2022. En este sentido, el déficit estructural de 2023 fue 0,1 p.p. mayor al registrado en 2022 y 0,4 p.p. menor

al efectivo (3,1% del PIB) debido a que este último siguió impacto negativamente por la posición cíclica de la economía, así como por algunos factores de naturaleza extraordinaria.

Sobre las metas fiscales para 2024. Para el presente año, el MEF modificó la meta del RFE desde -2,6% del PIB establecida en la Rendición de Cuentas del Ejercicio 2022 (junio de 2023) a -2,9% del PIB. El MEF justificó este cambio en la meta por la menor inflación esperada respecto al escenario trazado en la Rendición de Cuentas 2022 (junio 2023) y su impacto negativo en la recaudación nominal, efecto no capturado en la metodología de cálculo del RFE. Por su parte, la regla fiscal contempla para este año un tope de crecimiento real del gasto público primario de 2,8% y un tope de endeudamiento neto del GC de USD 2.300 millones.

Sobre la modificación de las metas de RFE. En primer lugar, el CFA considera que, más allá de la pertinencia de los argumentos utilizados por parte del MEF para fundamentar el cambio en la meta de RFE, esta modificación puede constituir una señal negativa con potenciales daños a la credibilidad de la institucionalidad fiscal. Si bien existe un *trade off* entre cambiar una meta ex ante y su incumplimiento ex post, el CFA entiende que los costos de cambiar la meta pueden ser mayores a eventuales (y poco frecuentes) desvíos transitorios de la meta original que puedan verificarse ex post (en las instancias de cierre fiscal y rendición de cuentas). Esto último, en la medida en que se expliciten sus causas, así como los mecanismos de convergencia necesarios para retomar la senda trazada. Se entiende que existe una oportunidad de mejora en el marco legal respecto a los criterios para modificar las metas del RFE, así como la distinción entre metas y proyecciones, algo que no está estipulado en la normativa vigente.

En segundo lugar, el CFA entiende que las metas de RFE deberían operar como anclas de mediano plazo y deberían definirse en base a objetivos de sostenibilidad fiscal. En este sentido, si bien se han registrado trayectorias decrecientes del déficit estructural primario hacia el eje de 0,3% del PIB, ello no asegura que la posición fiscal actual sea holgada y consistente con una trayectoria de sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo; máxime en un ciclo de tasas de interés internacionales elevadas en perspectiva histórica y con un grado de incertidumbre mayor a nivel global, así como tras una década de crecimiento doméstico promedio (en torno al 1%) por debajo del potencial. Se reafirma, de esta manera, la importancia de converger hacia un balance fiscal con superávit primario estructural y realizar los esfuerzos para continuar la senda de consolidación necesaria.

Riesgos de cumplimiento de las metas en 2024. Dado el acotado margen de maniobra por la rigidez de muchas de las partidas del gasto y la incertidumbre asociada al comportamiento de la recaudación, las estimaciones de déficit efectivo y estructural para 2024 suponen riesgos materiales de incurrir en potenciales desvíos en algunos de los pilares de la regla. En particular, las estimaciones ex ante sugieren un margen de maniobra muy reducido para absorber shocks adicionales sobre el resultado fiscal efectivo, la inflación y/o el tipo de cambio nominal, elementos que podrían tensionar el cumplimiento del pilar 3 (tope de endeudamiento neto), sobre todo en un año en el que no se avizoran elementos que justifiquen invocar nuevamente la cláusula de salvaguarda que permite incrementar el tope de endeudamiento en hasta un 30%. Esto obliga a mantener el criterio de prudencia en el manejo de los ingresos y gastos estructurales.

Riesgos fiscales a monitorear. Así como gran parte de las implicancias fiscales derivadas de los shocks en la actividad y el desempeño de los precios en 2023 presentaron naturaleza cíclica y extraordinaria, también lo sería su reversión parcial en 2024. De esta forma, eventuales mejoras venideras en la

recaudación impositiva o reducciones de gastos incurridos por una única vez podrían apuntalar una mejora del resultado efectivo, pero no deberían interpretarse como un espacio fiscal estructural.

Por otra parte, la dinámica de crecimiento del salario real en 2023 y su indexación en el pago de pasividades para este año, supone un piso de crecimiento del gasto primario de al menos 1,7 p.p. Ello implica necesariamente, desde un punto de vista de la responsabilidad y sostenibilidad fiscal, mantener un criterio de prudencia en la ejecución del resto de las partidas presupuestales del gasto, consistente con el cumplimiento del pilar 2 (con un tope de 2,8% al crecimiento del gasto primario real del GC-BPS).

Sobre la política fiscal a la luz del enfoque estructural. En una mirada de más largo plazo, el CFA realiza una valoración positiva sobre la introducción de la institucionalidad fiscal, el cumplimiento por cuarto año consecutivo de los tres pilares, y la mejora de una serie de indicadores estructurales de las finanzas públicas asociados a la sostenibilidad y prociclicidad de la política fiscal.

Por un lado, se visualiza que el nuevo marco fiscal fue acompañado por una reducción de la *prociclicidad* en el manejo de la política fiscal activa en el período reciente. Ello se refleja en el cálculo de la correlación entre los componentes cíclicos del gasto primario real y del PIB, así como mediante la medición del impulso fiscal (cambio en el balance cíclicamente ajustado) y su comparación con el nivel y el cambio en la brecha del PIB.

Por otro lado, la implementación de una nueva institucionalidad fiscal y de una regla basada en tres pilares complementarios ha estado acompañada por resultados observables que apuntalan una mejora en la *sostenibilidad fiscal*: (i) la reducción del déficit primario estructural registrada en los últimos años, (ii) una moderación del crecimiento del gasto primario efectivo y estructural tanto en términos reales como en relación al PIB, (iii) la estabilización del ratio de deuda neta sobre PIB del GC en torno a 53% del PIB en los últimos tres años (luego del incremento registrado durante la pandemia), favorecido en parte por la apreciación del tipo de cambio. Ello ha sido acompañado por una mejora en la calificación crediticia y la consolidación de un spread soberano históricamente bajo que amortiguó el aumento de las tasas de interés a nivel internacional.

De cara al 2024, la regla y el manejo fiscal enfrentarán una prueba de madurez adicional, dada la evidencia histórica respecto al manejo discrecional de las finanzas públicas durante los ciclos electorales.

Sin perjuicio de estas mejoras, el CFA destaca que la puesta en marcha de la nueva institucionalidad fiscal ha permitido identificar un conjunto de oportunidades de mejora del marco fiscal, que han sido explicitadas en los informes anteriores del CFA y que se profundiza en la sección 6 del presente informe.

Una “Hoja de Ruta para fortalecer el Marco Fiscal en Uruguay”. El CFA valora positivamente el diálogo mantenido con autoridades del MEF para avanzar en un proyecto hoja de ruta orientada a fortalecer el marco fiscal vigente en Uruguay, incorporando las lecciones aprendidas en su etapa de implementación y las tendencias internacionales en la materia. La ejecución del proyecto estará a cargo de los equipos técnicos del Banco Interamericano de Desarrollo (“BID”) y el ecosistema desarrollado por BID para el desarrollo de los marcos fiscales en América Latina (Fiscal Sustainability for Latin America and the Caribbean Countries; FISLAC por sus siglas en inglés). El proyecto implica una revisión de la regla fiscal vigente y sus primeros resultados, orientada a evaluar las fortalezas y

debilidades de los tres pilares de la regla, así como una evaluación del funcionamiento y primeros resultados de los consejos externos (Comité de Expertos y Consejo Fiscal Asesor). En el marco de la construcción de esta hoja de ruta, también se espera identificar propuestas orientadas a mejorar el funcionamiento del Comité de Expertos y el fortalecimiento institucional del CFA (autonomía, independencia jurídica, operativa y financiera, transparencia e información, roles y cometidos, nombramiento de sus integrantes).

Contenido

1. Introducción.....	5
2. Escenario macroeconómico.....	5
2.1. Contexto internacional.....	5
2.2. Contexto local.....	7
2.3. Implicancias fiscales	9
3. Participación del CFA como revisor del cálculo del RFE.....	14
4. Análisis de las cifras efectivas y estructurales del GC-BPS en 2023.....	15
4.1. Resultado fiscal efectivo.	15
4.2. Resultado Fiscal Estructural	17
4.2.1. PIB potencial	18
4.2.2. Brecha del PIB.....	19
4.2.3. Elasticidades de las partidas fiscales respecto al PIB	20
4.2.4. Factores extraordinarios	21
4.2.5. Resultado Fiscal Estructural	22
5. Valoraciones del CFA	29
5.1. Sobre el proceso de revisión y monitoreo del cálculo del RFE.	29
5.2. Sobre el cumplimiento de las metas fiscales.	29
5.3. Sobre las metas fiscales para 2024.	30
5.4. Sobre los riesgos fiscales a monitorear.	32
5.5. Sobre la evaluación de la política fiscal reciente a la luz de sus principios.....	33
6. Recomendaciones del CFA y progresos metodológicos.....	35
6.1. Progresos y mejoras operativas en el último año.....	35
6.2. Oportunidades de mejora del marco fiscal.	36
6.3. Proyecto de Hoja de Ruta para fortalecer el marco fiscal en Uruguay.	38
7. Bibliografía.....	39
8. Glosario de siglas.....	40

1. Introducción

El presente informe se realiza en cumplimiento del mandato definido en el artículo 18 del Decreto 315/021 al cierre del año fiscal 2023.

El Consejo Fiscal Asesor (“CFA”) fue creado por la Ley N° 19.889¹ y su funcionamiento fue reglamentado por el decreto 315/021 en el marco de la construcción de una institucionalidad fiscal que tiene como objetivos velar por la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como contribuir 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 se apoyen en bases académicas sólidas y objetivas*” (Art. 13 del Decreto 315/021)².

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 real 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.

El presente documento resume el pronunciamiento del CFA al cierre del año fiscal 2023. La sección 2 analiza el contexto macroeconómico global y local, así como sus implicancias para las finanzas públicas. La sección 3 describe la participación del CFA en su rol de monitorear y evaluar los cálculos del RFE. La sección 4 analiza las cifras efectivas y estructurales del GC-BPS. La sección 5 presenta las valoraciones del CFA sobre el cumplimiento de la regla fiscal en 2023, las metas fiscales para 2024, los riesgos de corto plazo a continuar monitoreando y un análisis de la política fiscal a la luz de un enfoque estructural. En particular, se presenta un recuadro temático que analiza el impulso fiscal y la ciclicidad de la política fiscal en Uruguay para el período 2000-2023. La sección 6 presenta un resumen de los progresos metodológicos en la implementación operativa del marco fiscal, oportunidades de mejora identificadas por el CFA en el marco de sus atribuciones y los avances del proyecto “Hoja de ruta para fortalecer el marco fiscal en Uruguay”. Por último, las secciones 7 y 8 contienen la bibliografía y un glosario de siglas, respectivamente.

2. Escenario macroeconómico

2.1. Contexto internacional

Desde el último informe del CFA el 7 de julio de 2023 (más precisamente desde octubre) han continuado reduciéndose las probabilidades sobre escenarios de cola negativos para la economía global, con riesgos balanceados según ha indicado el Fondo Monetario Internacional (“FMI”) en su reciente publicación de perspectivas económicas (en inglés, World Economic Outlook)³.

¹ Ley N° 19.889 (art. 210).

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

³ FMI (2024). World Economic Outlook: Moderating inflation and steady growth open path to soft landing.

El escenario base externo es de un ciclo global que continuaría mostrándose resiliente a las políticas monetarias contractivas de los bancos centrales, aunque con señales mixtas desde las principales economías del resto del mundo relevantes para Uruguay.

En **Estados Unidos**, los riesgos de recesión o estanflación han continuado aminorándose. En 2023 el crecimiento sorprendió positivamente y se ubicó en torno al 2,5%, con un PIB por encima de los niveles que se proyectaban por parte de la Oficina de Presupuesto del Congreso (en inglés, Congressional Budget Office) previo a la pandemia para el cierre del año pasado. En la misma línea, el mercado de trabajo continúa mostrando señales de robustez con creación mensual de empleos y la consolidación de una tasa de desempleo baja en términos históricos. Por su parte, la desinflación fue más pronunciada respecto a lo previsto por la Reserva Federal (en inglés, FED) al inicio del año. A pesar de la política monetaria restrictiva, el sacrificio en términos de actividad y desempleo ha sido bajo hasta el momento. De cara al 2024, el escenario base incorporado en las expectativas del mercado contempla una desaceleración del crecimiento (2,1%).

En este contexto, la FED ha sugerido el fin del ciclo de subas en la tasa de fondos federales, tras alcanzar el 27 de julio su pico máximo (5,25%-5,5%), reduciéndose el riesgo de incrementos adicionales. De hecho, aún en un entorno de cierta inercia inflacionaria, se prevén recortes moderados de tasas del entorno de 75 pbs para el segundo semestre de 2024. No obstante, se consolida un escenario con tasas altas en términos históricos (al menos los últimos 15-20 años).

En **China**, las señales son difusas dado que, a pesar de haber impulsado una relajación de las políticas fiscales y monetarias, continúa evidenciando dificultades para alcanzar una recuperación más pronunciada de la actividad. Las presiones deflacionarias a nivel mayorista y minorista constituyen una señal de debilidad de su demanda externa e interna, respectivamente. Adicionalmente, continúan las dificultades en su sector inmobiliario reflejadas en una gran caída de los precios y las ventas.

En 2023 su PIB creció 5,2% impulsado por un efecto de rebote tras las medidas de covid-cero de 2022, aunque se espera para 2024 un crecimiento bajo en términos históricos de las últimas décadas (4,6%).

Esto se ha visto reflejado en cierta estabilidad en el precio del cobre (indicador líder de su actividad industrial y comercio de bienes con el resto del mundo) y del yuan respecto al dólar. Asimismo, se observaron caídas adicionales en los precios de las materias primas agrícolas o agroindustriales relevantes para Uruguay. Deflactados por la evolución del IPC de Estados Unidos, estos se ubican por debajo de los niveles de 2015-19. Es importante notar, que la mayor retracción de los precios relevantes para Uruguay como la carne, los lácteos y la celulosa, tuvo lugar entre el segundo semestre de 2022 y el primer semestre de 2023; con posteriores señales de estabilización y leve rebote. En el caso de los precios de los granos (la soja, en particular), a la debilidad de la demanda de China se le suma el fin de algunas restricciones de oferta que los sostenían en niveles altos en perspectiva histórica.

En la misma línea, el precio del petróleo ha mantenido su tendencia a la baja hacia niveles promedio observados entre 2015-19 dado la desaceleración de la actividad económica mundial y la normalización del suministro de energía en Europa. Esto se ha dado a pesar del conflicto geopolítico en Medio Oriente que añade volatilidad a su trayectoria.

Finalmente, en la región las señales son mixtas. En **Argentina** se avizora un escenario negativo en materia de actividad tras el proceso de ajuste fiscal y estabilización de precios asumidos por el nuevo gobierno en diciembre de 2023. No obstante, los elevados niveles de inflación mensual (entre 15% y

25%) estarían generando un rápido proceso de encarecimiento relativo y, por ende, una reducción de la brecha de precios con Uruguay. En **Brasil**, el escenario continúa siendo moderadamente positivo en un contexto de crecimiento mayor al esperado, desinflación adicional y relativa estabilidad del real, aunque persisten los riesgos asociados al incremento de los desequilibrios fiscales.

La tabla 1 muestra un resumen de algunas de las variables macroeconómicas externas relevantes para Uruguay.

Tabla 1: Variables macroeconómicas externas relevantes para Uruguay

	2022	2023	2024	2025
PIB (variación anual)				
Mundo	3.5	3.1	3.1	3.2
Estados Unidos	1.9	2.5	2.1	1.7
China	3.0	5.2	4.6	4.1
Eurozona	3.4	0.5	0.9	1.7
Argentina	5.0	-1.4	-3.0	2.8
Brasil	3.0	3.1	1.6	2.0
Inflación EEUU (cierre año)	5.0	2.6	2.4	2.1
Tasa FED (cierre de año)	4.4	5.4	4.6	3.6

Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del FMI, Reserva Federal de Estados Unidos (FED) y encuestas de expectativas del Banco Central de Argentina (BCRA) y Brasil (BCB).

Con todo, en el balance de riesgos existen algunos elementos que podrían cambiar las condiciones repentinamente tales como una intensificación de los conflictos geopolíticos actuales, sorpresas negativas en el proceso de desinflación o mayores episodios de stress financiero en Estados Unidos en un contexto de tasas todavía elevadas, así como un desempeño de la economía china peor a lo contemplado. Asimismo, el escenario electoral en Estados Unidos constituye una fuente adicional de incertidumbre. En la región, el principal riesgo proviene desde Argentina y la incertidumbre asociada al éxito del programa de ajuste y estabilización por parte del gobierno, aunque pese a eso, se observa en los últimos meses una mejora de los precios relativos desde la óptica de Uruguay, un elemento que podría amortiguar parte del shock negativo que recibió la economía en 2022 y 2023.

2.2. Contexto local

Actividad y mercado de trabajo

En 2023 la economía uruguaya atravesó un proceso de desaceleración cíclica. Las estimaciones del Ministerio de Economía y Finanzas (“MEF”)⁴, el Banco Central del Uruguay (“BCU”)⁵ y analistas⁶ sobre el crecimiento del PIB efectivo se ubican en torno a 0,5%⁷, por debajo de la tasa de crecimiento potencial. Esta estimación del crecimiento efectivo llevó al MEF a estimar una brecha del PIB respecto al potencial de -3,2%, mayor a la estimada para 2022 (-1,6%)⁸.

4 MEF (2024). [Presentación sobre situación fiscal y perspectivas macroeconómicas del Uruguay.](#)

5 BCU (2024). [Minuta del Comité de Política Monetaria del 29 de diciembre de 2023.](#)

6 BCU (2024). [Encuestas de expectativas económicas de febrero de 2024.](#)

7 El dato definitivo se conocerá el 21 de marzo cuando el BCU difunda las Cuentas Nacionales Anuales de 2023.

8 El dato surge de las planillas enviadas por el MEF al CFA el 14 de febrero de 2024.

El bajo crecimiento del 2023 estuvo particularmente explicado por tres shocks de distinta magnitud. En primer lugar, la situación de déficit hídrico que impactó negativamente en la producción agropecuaria, las exportaciones de bienes agrícolas, el consumo de servicios asociados al agro, la generación de energía eléctrica y el consumo metropolitano de agua potable. En segundo lugar, la inestabilidad nominal de Argentina a lo largo del año, que exacerbó la diferencia de precios relativos e impulsó el turismo emisor a máximos históricos, generando un desvío de consumo con particular afectación del comercio formal en el litoral. En tercer lugar, de menor magnitud, la debilidad de la demanda de China (que se tradujo en un descenso de los precios de las materias primas) y el incremento local de los costos medidos en dólares propiciaron cierta caída en los márgenes de los negocios. Asimismo, la parada técnica de la refinería de ANCAP desde setiembre y la finalización de la planta de UPM 2 y su infraestructura conexas propiciaron una incidencia negativa en el PIB, aunque esto último fue parcialmente compensado por el efecto positivo de la puesta en marcha de la planta de celulosa en su fase primaria e industrial.

Estos shocks negativos fueron parcialmente contrarrestados por un mayor dinamismo del consumo privado apuntalado por la resiliencia del mercado de trabajo y la recuperación del salario real. En términos promedio anual, se crearon 39 mil empleos en relación al 2022 y la tasa de empleo registró los niveles más altos desde 2016. En ese contexto, la tasa de desempleo se ubicó en 8,4% de la población económicamente activa, con un aumento de cinco décimas respecto al año previo dado un incremento de la participación laboral mayor al del número de ocupados. Por su parte, el salario real promedio presentó un incremento de 3,7%, retomando niveles similares a los alcanzados previo a la pandemia.

Adicionalmente, la inversión en activos fijos se contrajo en 2023 (-5% y -11% interanual en segundo y tercer trimestre), en el marco de la finalización de la construcción de la planta de celulosa en Paso de los Toros y sus obras conexas, amortiguada en parte por el aumento de obras públicas en vialidad y por la construcción de viviendas. Pese a esta caída de la inversión en activos fijos, en 2023 se destacó un nuevo incremento de la inversión extranjera directa como porcentaje del PIB (6,7% en los 12 meses a setiembre de 2023, su nivel más alto en al menos una década).

En el segundo semestre de 2023 la economía retomó el crecimiento interanual y desestacionalizado, según lo anticiparon las Cuentas Nacionales del tercer trimestre y el Indicador Mensual de Actividad Económica ("IMAE") para el cuarto trimestre.

Dicho dinamismo continuaría en los próximos trimestres dado los buenos registros preliminares en materia de turismo interno y receptivo, el efecto rebote en la producción agropecuaria y los volúmenes exportados, la recuperación de ventas minoristas en sectores expuestos a la situación cambiaria con Argentina, la producción a pleno de la planta de UPM 2 y el reinicio de actividades en la refinería de ANCAP. Con todo, las estimaciones de consenso para el promedio del año suponen un crecimiento del PIB efectivo de 3,3% (analistas encuestados por el BCU⁹), 3,4% (BCU¹⁰) y 3,5% (MEF¹¹).

Inflación y precios relativos

La inflación cerró el 2023 en 5,1% ubicándose dentro del rango meta (3%-6%) del BCU por primera vez desde 2017. En términos promedio anual, se ubicó en 5,9% por debajo de la estimación del MEF en la

9 BCU (2024). [Encuestas de expectativas económicas de febrero de 2024.](#)

10 BCU (2024). [Minuta del Comité de Política Monetaria del 29 de diciembre de 2024.](#)

11 MEF (2024). [Presentación sobre la situación fiscal y las perspectivas macroeconómicas.](#)

Rendición de Cuentas de 2022 (6,7%). Por su parte, la inflación subyacente calculada por el Instituto Nacional de Estadística (“INE”) se ubicó en 4,5% anual, consolidando el proceso desinflacionario de la economía hacia los niveles objetivo.

Esto se dio en un contexto donde la política monetaria desplegada por parte del BCU adoptó un sesgo contractivo materializado en aumentos de la Tasa de Política Monetaria (“TPM”) entre mediados de 2021 hasta finales de 2022, mientras que cerró el 2023 próximo a una posición neutral luego de recortes en la TPM de 250 pbs a lo largo del año.

Por su parte, el tipo de cambio nominal (relevante para la estimación del endeudamiento neto en dólares y el ratio de deuda sobre PIB) cerró el año en 38,8 UYU/USD con una caída de 2,6% en relación al cierre de 2022 y de 5,6% considerando promedios anuales.

Finalmente, el deflactor del PIB (relevante para la estimación del PIB nominal y por ende los ratios fiscales sobre el PIB) habría cerrado el 2023 con un crecimiento promedio en torno a 4,2%¹² en un contexto de caída de los precios internacionales de las materias primas y cierta moderación de los precios de los sectores no transables del PIB.

Las tablas 2 y 3 muestran un resumen de las principales variables macroeconómicas locales relevantes para el análisis de la situación fiscal y sus expectativas de corto plazo.

Tabla 2: Variables macroeconómicas locales relevantes para el análisis fiscal

	2019	2020	2021	2022	2023
PIB (variación anual, %)	0.7	-6.3	5.3	4.5	0.5
Brecha del PIB (respecto al PIB potencial, %)	0.1	-7.0	-3.8	-1.6	-3.2
Inflación cierre del año (variación anual, %)	8.8	9.4	8.0	8.3	5.1
Inflación promedio (variación anual, %)	7.9	9.8	7.7	9.1	5.9
Deflactor del PIB (variación promedio anual, %)	8.4	9.9	12.6	4.5	4.0
Tipo de cambio (UYU/USD, promedio anual)	35.3	42.1	43.6	41.1	38.8
Tasa de empleo (ocupados/PET)	56.7	54.3	56.0	57.1	58.0
Tasa de desempleo (desocupados/PEA)	8.9	10.4	9.4	7.9	8.4
Salario real promedio (variación anual, %)	1.3	-1.7	-1.5	-0.6	3.7
Spread soberano (EMBI pbs, promedio anual)	171	201	135	139	99

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

Tabla 3: Expectativas de mercado para la proyección de variables fiscales

	2024	2025
PIB (variación anual, %)	3.3	2.5
Inflación cierre del año (variación anual, %)	6.4	6.0
Tipo de cambio (UYU/USD, cierre del año)	41.6	44.0

Fuente: Elaboración del CFA en base a encuestas de expectativas del BCU de febrero de 2024.

2.3. Implicancias fiscales

Recaudación

¹² Dato definitivo se conocerá el 21 de marzo cuando el BCU difunda las Cuentas Nacionales Anuales de 2023.

La desaceleración cíclica de la actividad en 2023 y los shocks que la afectaron repercutió negativamente en la recaudación neta de la Dirección General de Impositiva (“DGI”), presentando una caída de 1,9% en términos reales respecto a 2022. La tabla 4 presenta el desempeño de la recaudación real de este organismo por tipo de impuesto desde 2019.

Tabla 4: Recaudación de la DGI por impuestos en 2023 (variación real respecto al año previo)

	2019	2020	2021	2022	2023
Impuestos al consumo					
IVA	0.7%	-1.6%	9.9%	5.3%	-0.9%
Interno	1.0%	-2.3%	4.0%	7.3%	0.4%
Importaciones	0.1%	0.0%	21.8%	1.7%	-3.2%
IMESI	-0.6%	-4.8%	6.7%	3.3%	-4.1%
Combustibles	1.4%	-4.3%	2.6%	10.3%	-5.9%
Cigarrillos	-2.1%	-10.0%	-4.7%	-4.6%	-5.8%
Autos	-4.6%	4.2%	47.0%	-6.5%	-3.1%
Resto	-2.1%	-5.1%	5.7%	-0.4%	3.0%
Impuestos a la renta					
IRAE	-4.3%	-3.3%	7.9%	4.3%	-4.4%
IMEBA	5.1%	-1.2%	30.1%	5.3%	-29.5%
IRPF	0.3%	-4.7%	3.2%	5.5%	2.1%
Capital (I)	-3.1%	6.1%	11.9%	16.0%	-0.9%
Trabajo (II)	0.9%	-6.7%	1.3%	3.1%	2.9%
IASS	3.6%	-1.5%	5.4%	-0.5%	-2.8%
IRNR	-1.3%	0.1%	23.6%	19.3%	5.5%
Impuestos a la propiedad					
Patrimonio	3.9%	-4.7%	1.4%	5.3%	1.3%
Transmisiones Patrimoniales	-13.2%	4.0%	25.3%	13.6%	-3.2%
Primaria	2.2%	-3.3%	1.9%	1.2%	4.5%
Total bruto	-0.1%	-2.7%	7.6%	5.2%	-1.3%
Total neto	-1.4%	-2.7%	7.0%	2.8%	-1.9%

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

Es importante notar que, si bien el sector agroexportador afectado por la sequía no es intensivo en impuestos directos, la afectación de sus encadenamientos hacia adelante y hacia atrás tienen impactos cíclicos de primera y segunda vuelta en la actividad y en la recaudación (por ejemplo, en el IVA, IRAE e IMEBA).

Asimismo, se observó la materialización de algunos riesgos identificados previamente por el CFA en sus informes del 22 de febrero¹³ y del 7 de julio de 2023¹⁴ que impactaron negativamente en la recaudación de la DGI. En particular:

- i) Las medidas de alivio tributario (con rebajas del IRPF II y el IASS) dispuestas en la Ley N° 20.124¹⁵, cuyo impacto en la recaudación se estimó por el MEF en 0,2 p.p. del PIB.
- ii) La diferencia de precios relativos con Argentina y su impacto en la recaudación por IVA interno e IMESI a los combustibles.
- iii) La dinámica del tipo de cambio real que afectó a la baja la recaudación en pesos reales de impuestos (IMESI de automóviles e IVA a las importaciones) que gravan el consumo de bienes y servicios comercializados en dólares.

¹³ CFA (2023). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre del año fiscal 2022.

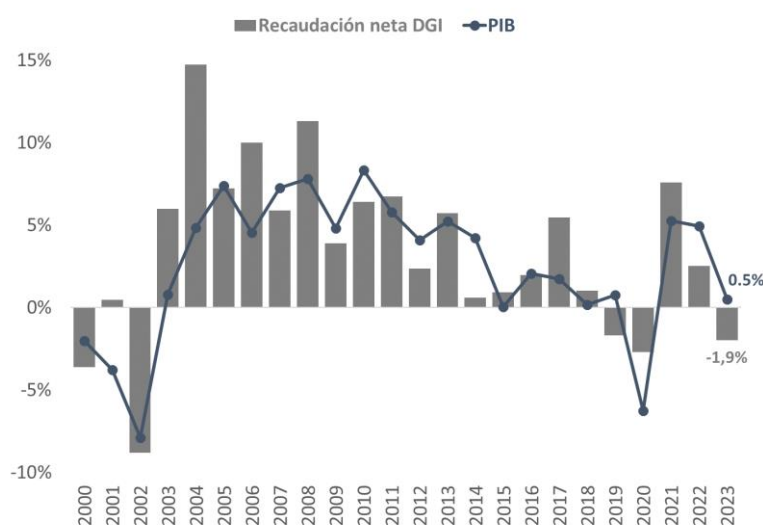
¹⁴ CFA (2023). Informe sobre el I cálculo del Resultado Fiscal Estructural al presentarse el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas del ejercicio 2022.

¹⁵ Ley N° 20.124.

Algunos de estos últimos factores habrían comenzado a revertirse parcialmente desde el cierre de 2023 y deberían continuar mejorando a lo largo de 2024 en sintonía con el escenario de mayor dinamismo esperado de la actividad y eventual reversión de los shocks mencionados anteriormente.

Por otra parte, la inflación menor a la proyectada en la Rendición de Cuentas de 2022¹⁶ (junio de 2023) afectó negativamente el aumento de la recaudación nominal de la DGI (3,7%) respecto al escenario base (4,8%). Al respecto, cabe realizar al menos dos aclaraciones. En primer lugar, se registró una caída de la recaudación de DGI en un contexto de crecimiento del PIB, lo que constituye un evento atípico: 2023 fue el segundo ejercicio fiscal en veinte años donde la recaudación neta de la DGI cayó en un contexto de crecimiento del PIB¹⁷, tal como se observa en el gráfico 1. En segundo lugar, respecto a las razones que explican este fenómeno, podría argumentarse que en un entorno de cambio de precios relativos (apreciación del tipo de cambio real), utilizar el índice de Precios al Consumo (“IPC”) como deflactor de la recaudación podría generar ciertas distorsiones dado que la base gravada de cada uno de los impuestos tiene precios específicos que no evolucionan necesariamente igual que el IPC. Un ejercicio preliminar realizado por el MEF utilizando deflatores específicos en base a los índices de precios implícitos de las Cuentas Nacionales para los distintos tipos de impuestos sugiere que la recaudación de DGI habría crecido en el orden de 0,3% en términos reales en 2023, algo más alineado con la evolución del PIB.

Gráfico 1: Evolución de la recaudación neta de la DGI y el PIB
(variación real respecto al año previo, deflactor IPC para la recaudación)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF, BCU y Álvez et al. (2021).

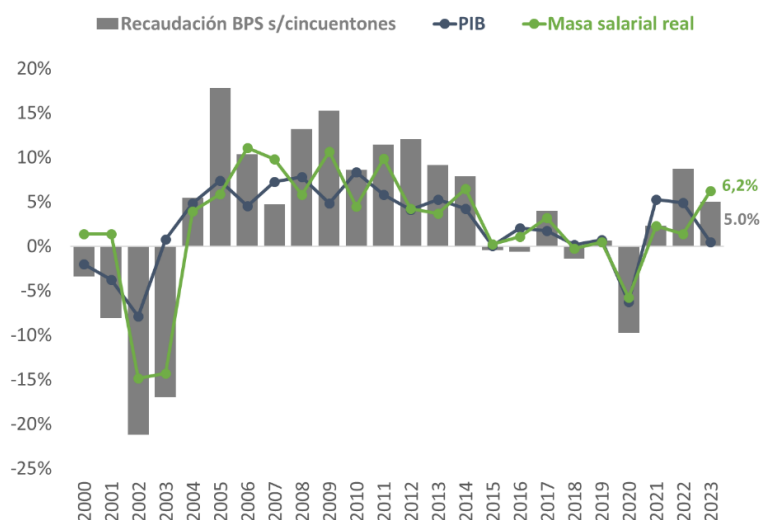
En sentido contrario, el buen desempeño de la masa salarial y el aumento del número de puestos cotizantes a la seguridad social (en 20 mil respecto a 2022) favoreció una mayor expansión de la recaudación real del BPS netos de los ingresos por el Fideicomiso de la Seguridad Social -“FSS”- (+5,0%

¹⁶ MEF (2023). [Mensaje y Exposición de Motivos del proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal del ejercicio 2022.](#)

¹⁷ El otro caso se produjo en 2019.

en relación al año previo) tal como se visualiza en el gráfico 2, amortiguando el mal desempeño de la recaudación de la DGI.

Gráfico 2: Evolución de la recaudación del BPS -sin efecto cincuentones-, PIB y la masa salarial real (variación real respecto al año previo)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF, INE, BCU y Álvarez et al. (2021).

De cara a 2024, el escenario macroeconómico base de las proyecciones fiscales del MEF contempla una mejora adicional de la masa salarial con menor dinamismo del empleo y mayor incidencia de los salarios reales. No obstante, cabe esperar un menor dinamismo en la recaudación del BPS dada la dificultad de replicar el excepcional desempeño que presentó la masa salarial de cotizantes a la seguridad social en el último año y medio, en un contexto donde la tasa de informalidad tendió a crecer desde el segundo semestre de 2023 según los datos reportados por el INE.

Adicionalmente, una inflación esperada para 2024 menor a la estimada en la Rendición de Cuentas de 2022 (junio de 2023) implicaría también una recaudación nominal menor a la esperada en dicha instancia¹⁸. La materialización de este evento se traduciría en una menor recaudación fiscal en relación a lo proyectado en la Rendición de Cuentas del Ejercicio 2022 (junio de 2023), que de acuerdo a estimaciones del MEF tendría un impacto negativo de USD 225 millones en 2024 (0,3 p.p. del PIB).

Gasto primario.

En línea con el riesgo identificado por el CFA en su informe del 22 de febrero de 2023, la inflación inferior a la proyectada en la Rendición de Cuentas de 2022 (junio de 2023) generó ex post un mayor incremento real de algunas partidas del gasto primario del GC-BPS como las pasividades y las remuneraciones estipuladas ex ante en términos nominales. El resto de las partidas evolucionaron en

¹⁸ En la Rendición de Cuentas de 2022 (30 de junio de 2023), el MEF esperaba una inflación para el cierre de 2024 de 5,8%, mientras que la inflación esperada en su última presentación de perspectivas macroeconómicas y fiscales (21 de febrero de 2024) es de 4,9%.

línea o por debajo de lo proyectado por el MEF en la Rendición de Cuentas 2022¹⁹ (junio de 2023) según su visualiza en la tabla 5. En definitiva, el resultado fiscal efectivo del 2023 se dio en un contexto en el que el gasto real en remuneraciones y pasividades fue mayor al proyectado, y ese efecto fue compensado por una contracción mayor a la proyectada en gastos no personales e inversiones, así como en un menor crecimiento de las transferencias respecto al estimado inicialmente.

Tabla 5: Gasto primario por partidas y proyecciones
(variación real de 2023 respecto a 2022)

	Proyectado	Observado
Remuneraciones	2.1%	4.9%
Pasividades	3.2%	4.3%
Gastos no personales	-8.8%	-11.5%
Transferencias	1.9%	1.4%
Inversiones	-23.2%	-24.8%
Total gasto primario	-0.6%	-0.4%

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

Intereses, stock de deuda y flujo de endeudamiento neto.

En lo que refiere a los intereses de deuda del GC, la tasa promedio ponderada del costo de financiamiento del stock de deuda del GC se mostró estable en relación a 2022 a pesar del aumento en las tasas internacionales, la política monetaria contractiva en Uruguay y la inflación menor a lo esperado (que, considerando una tasa de interés nominal fija, implica tasas reales más altas). Eso se vio amortiguado por la disminución del spread soberano (riesgo país) hacia mínimos históricos.

En este sentido, la consolidación de un escenario externo con tasas altas en términos históricos (al menos los últimos 15-20 años), obliga a la prudencia en el manejo de las finanzas públicas e implica riesgos para aquellos países emergentes con importantes desequilibrios macroeconómicos o con fragilidades tales como un elevado ratio de deuda sobre PIB, concentración de vencimientos a corto plazo y/o alta dolarización de la deuda.

Finalmente, cabe aclarar que el endeudamiento neto del 2023 se vio afectado por el gasto fiscal asociado a la sequía (USD 52 millones) y por las diferencias de proyección en el tipo de cambio y el deflactor entre el momento de la programación fiscal y el cierre fiscal 2023. Al respecto, el tope de endeudamiento fijado ex ante se tornó más restrictivo ex post, implicando un déficit efectivo del GC-BPS medido en términos del PIB (consistente con el tope de endeudamiento) menor al estimado inicialmente. En concreto, el tope de endeudamiento neto inicial para 2023 que se estableció en la Rendición de Cuentas de 2021 (junio de 2022) fue USD 2.200 millones²⁰, equivalente ex ante (al momento de la programación fiscal) a un déficit efectivo del GC-BPS de 3,0% del PIB; mientras que ex post fue USD 2.550 (equivalente al 2,8% del PIB, al cierre fiscal 2023).

¹⁹ MEF (2023). [Mensaje y Exposición de Motivos del proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal del ejercicio 2022.](#)

²⁰ En la Rendición de Cuentas de 2022 (junio de 2023) el Poder Ejecutivo solicitó a la Asamblea General la activación de la cláusula de salvaguarda prevista en el artículo 669 de la Ley N° 19.924 (Ley de Presupuesto Quinquenal 2020-24) en virtud de la declaración de emergencia hídrica. La misma implicó aumentar el tope de endeudamiento neto permitido por hasta un 30% (USD 2.860 millones).

Asimismo, la apreciación del tipo de cambio real impactó a la baja del ratio de deuda sobre PIB por un mayor aumento del PIB nominal medido en dólares respecto al proyectado inicialmente.

Implicancias en el balance estructural

Estas implicancias fiscales en los ingresos y egresos primarios efectivos del GC-BPS son relevantes para el cumplimiento de las metas fiscales del marco fiscal vigente.

Desde un punto de vista estructural y dada la metodología vigente, el aumento de las holguras productivas en la economía reflejadas en una brecha del PIB más negativa que en 2022 se traduce en un ajuste cíclico que impacta positivamente en los ingresos (por ingresos efectivos del GC-BPS y por Comercio Exterior menores a los estructurales) y positivamente en los egresos (por gastos en pasividades y remuneraciones menores a los estructurales). Ambos ajustes se tienden a compensarse al medir el déficit estructural, aunque generalmente predomina el ajuste a los ingresos. En 2024, el escenario de recuperación planteado supone una reducción de la brecha del PIB respecto a 2023, aunque la misma continuaría en terreno negativo.

Por su parte, la metodología del RFE no recoge los cambios en las variables macroeconómicas asociadas a los precios (inflación y tipo de cambio), por lo que su efecto en el balance fiscal impacta directamente en la medición estructural.

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 reglamenta la ley N° 19.889, 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 14 de febrero de 2024, el MEF envió al CFA las planillas con los datos correspondientes al resultado fiscal efectivo y estructural del GC-BPS para 2023, el nivel del PIB potencial y la brecha del PIB, el tratamiento de los factores extraordinarios y los supuestos macroeconómicos subyacentes.

El 15 de febrero de 2024, el CFA emitió un comunicado²¹ 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 artículo 24 del Reglamento Interno que regula el funcionamiento del CFA²².

En la sesión del 15 de febrero de 2024, 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.

En los días 19 y 20 de febrero de 2024, el MEF presentó formalmente al CFA las principales cifras efectivas y estructurales sobre el cierre del balance fiscal 2023 y el cumplimiento de las metas fiscales establecidas en el Mensaje y Exposición de Motivos²³ de la Ley N° 20.212 de “Rendición de Cuentas y

²¹ CFA (2024). Comunicado N° 25.

²² CFA (2022). Reglamento interno de funcionamiento del Consejo Fiscal Asesor.

²³ MEF (2023). Mensaje y Exposición de Motivos del proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal del ejercicio 2022.

Balance de Ejecución Presupuestal para el ejercicio 2022²⁴, con la siguiente participación y orden del día.

- **19 de febrero de 2024**

Participaron de esta reunión, por el MEF, por la Dirección de Política Económica, su Directora Marcela Bensión, Ramiro Correa y María Soares de Lima; por la Asesoría Macroeconómica, su directora Gabriela Miraballes y Fernanda Díaz, por la Unidad de Gestión de Deuda, su director Herman Kamil y Jessica Gerpe; mientras que, por el CFA, los Consejeros Alfonso Capurro, Ana Fostel y Jorge Roldós, y el Secretario Ejecutivo Ignacio Umpiérrez.

La Directora de Política Económica expuso en detalle sobre las principales cifras fiscales del agregado Gobierno Central-BPS al cierre del año fiscal 2023, así como el cumplimiento de los tres pilares de la regla fiscal vigente: el resultado fiscal estructural (RFE), el tope a la variación del gasto primario real anual y el tope de endeudamiento neto.

- **20 de febrero de 2024**

Participaron de esta reunión, por el MEF, la Ministra Azucena Arbeleche, por la Dirección de Política Económica, su Directora Marcela Bensión; por la Asesoría Macroeconómica, Fernanda Díaz, por la Unidad de Gestión de Deuda, su director Herman Kamil; mientras que, por el CFA, los Consejeros Alfonso Capurro, Ana Fostel y Jorge Roldós, y el Secretario Ejecutivo Ignacio Umpiérrez.

La Ministra presentó un resumen sobre el escenario macroeconómico 2020-2023 y los supuestos subyacentes sobre los que se basan las proyecciones fiscales en 2024.

En ambas instancias, 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.

En base al intercambio con las autoridades y al trabajo sobre el monitoreo y la revisión de las planillas enviadas por el MEF el 14 de febrero, el CFA concluyó que los cálculos del RFE de 2023 se ajustaron a la metodología vigente, tal como se anunció en comunicado del 20 de febrero de 2024²⁵. Sin perjuicio de ello, el CFA también entiende que la metodología vigente tiene un conjunto de oportunidades de mejora, abordado en informes anteriores y que se profundiza en la sección 6 de este informe.

4. Análisis de las cifras efectivas y estructurales del GC-BPS en 2023.

En lo que sigue, las cifras expresadas como porcentaje del PIB surgen de la estimación del PIB nominal para el 2023 y la revisión para el 2022 presentada por el MEF en el marco de la presentación de las cifras fiscales al cierre de 2023²⁶.

4.1. Resultado fiscal efectivo.

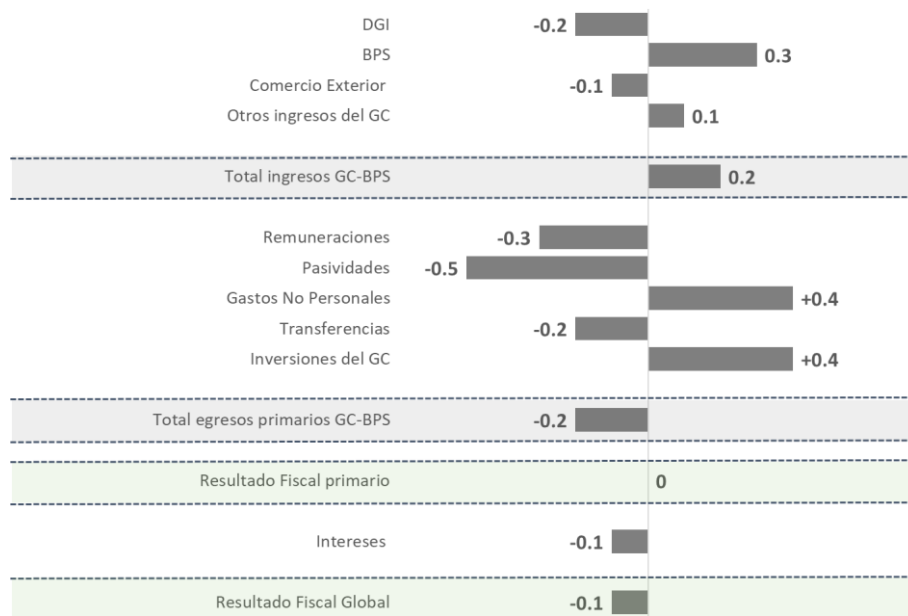
²⁴ [Ley N° 20.212.](#)

²⁵ [CFA \(2024\). Comunicado N° 26.](#)

²⁶ [MEF \(2024\). Presentación sobre la situación fiscal y las perspectivas macroeconómicas.](#)

El resultado fiscal efectivo del GC-BPS en 2023 se ubicó en -3,1% del PIB^{27 28}. Esto representa un leve incremento de 0,1 puntos porcentuales respecto a lo observado en 2022. La comparación se puede visualizar en el gráfico 3, el cual expone la contribución de las distintas partidas de ingresos y egresos.

Gráfico 3: Contribución por componente a la variación del RF efectivo GC-BPS entre 2022 y 2023
(en p.p. del PIB)



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

Nota (i): la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

Nota (ii): incidencia positiva implica una mejora del resultado fiscal e incidencia negativa implica una desmejora del resultado fiscal.

Por un lado, los ingresos efectivos del GC-BPS cerraron el año en 26,4% del PIB, aumentando 0,2 puntos porcentuales del PIB respecto a 2022. El menor incremento nominal ex post de la recaudación nominal comentado en la sección 2.3 se compensó en el ratio de PIB, dado que el denominador experimentó similar (si bien no idéntica) evolución.

Los ingresos de la DGI cayeron dos décimas del PIB, como consecuencia principalmente de una menor recaudación de IMESI, IRAE e IMEBA. Por su parte, los ingresos efectivos del BPS se incrementaron 0,3 p.p. del PIB. Esto obedeció a un aumento de 0,4 puntos porcentuales del PIB por mayor recaudación del organismo que más que compensó la caída de 0,1 p.p. del PIB derivados de los ingresos por el Fideicomiso de la Seguridad Social ("FSS"). Adicionalmente, los ingresos provenientes del Comercio Exterior se presentaron un descenso de 0,1 p.p. del PIB, compensado por un aumento en otros ingresos del GC por igual magnitud.

²⁷ Los ratios calculados sobre el PIB podrían presentar eventuales modificaciones tras la publicación de las Cuentas Nacionales el próximo 21 de marzo por parte del BCU.

²⁸ Es importante notar que, a los efectos del RFE, los ingresos por el FSS constituyen un factor extraordinario que se depura (por ende, el resultado efectivo incluye a este factor).

En términos reales, los ingresos del GC-BPS se mantuvieron estables respecto al 2022 una vez descontado el efecto del FSS, en un contexto donde el dinamismo de la recaudación del BPS tendió a compensar la caída en la recaudación de la DGI, tal como se muestra en la tabla 6.

Tabla 6: Ingresos efectivos del GC-BPS

	% del PIB	Var. Real anual (%)	
		Con FSS	Sin FSS
Gobierno Central	19.3%	-1.7%	-1.7%
DGI	16.4%	-1.9%	-1.9%
Comercio Exterior	1.0%	-11.1%	-11.1%
Otros ingresos	1.8%	7.8%	7.8%
Banco de Previsión Social	7.1%	3.7%	5.0%
Ingresos totales GC-BPS	26.4%	-0.3%	0.0%

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

Por otro lado, los egresos totales efectivos del GC-BPS se ubicaron en 29,6% del PIB en 2023, aumentando 0,2 puntos porcentuales del PIB respecto a 2022. Los rubros de remuneraciones y pasividades incrementaron 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 0,4 p.p., mientras que las transferencias aumentaron dos décimas, ambos en términos del PIB. Por su parte, el rubro inversiones del GC presentó un descenso de 0,4 p.p. del PIB. Finalmente, la carga de intereses del GC-BPS se ubicó en 2,3% del PIB, una décima superior al registro de 2022.

En términos reales, los egresos del GC-BPS presentaron una caída de 0,4% explicado mayoritariamente por las menores erogaciones en inversiones y gastos no personales que más que compensaron los incrementos en pasividades, remuneraciones y transferencias. Los egresos primarios corrientes (es decir, antes de inversiones) presentaron un incremento de 1,1%, tal como se observa en la tabla 7.

Tabla 7: Egresos primarios efectivos del GC-BPS

	% del PIB	Var. Real anual (%)
Egresos primarios corrientes GC-BPS	26.1%	1.1%
Pasividades	9.4%	4.3%
Remuneraciones	4.9%	4.9%
Gastos no personales	3.5%	-11.5%
Transferencias	8.3%	1.4%
Inversiones del GC	1.2%	-24.8%
Egresos primarios GC-BPS	27.3%	-0.4%

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

4.2. Resultado Fiscal Estructural

El marco metodológico vigente²⁹ supone corregir el resultado fiscal efectivo por el efecto cíclico en el nivel de actividad, para llegar así al RFE. Para ello, es necesario contar con una estimación del PIB

²⁹ MEF (2020). Metodología para el cálculo del Resultado Fiscal Estructural.

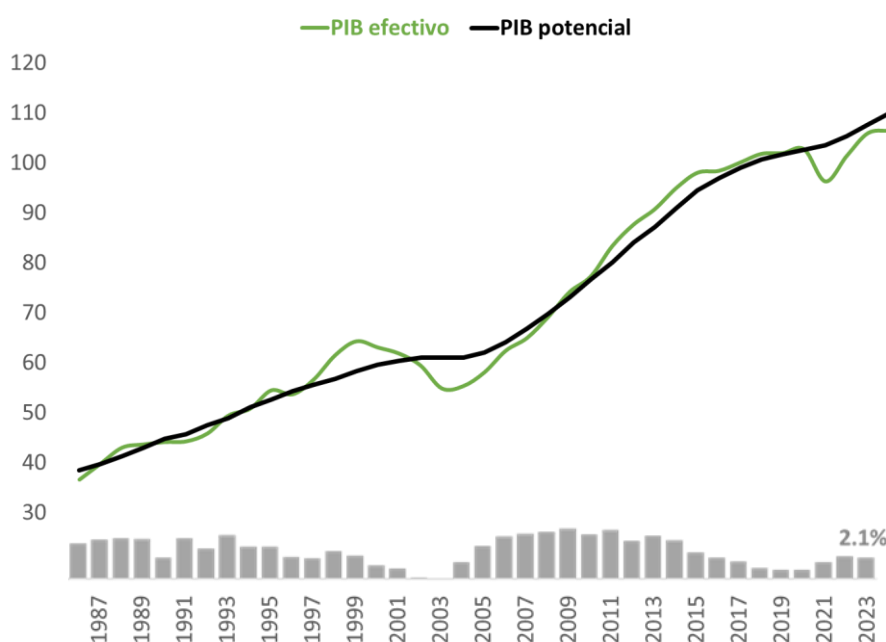
potencial. Esto permite calcular la brecha del producto, definida como la diferencia entre el PIB efectivo y el PIB potencial. Una vez obtenida la brecha del producto, se estiman las distintas partidas de ingresos y egresos del GC–BPS asociadas al ciclo económico. Ello se realiza a partir de las elasticidades de ingresos y gastos respecto al PIB. Finalmente, se depura el resultado efectivo de partidas consideradas extraordinarias para llegar al RFE.

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 indicativo 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 y el RFE.

Según el resultado de la última convocatoria al Comité de Expertos (“CE”) de junio de 2023, el crecimiento estimado para el PIB potencial de Uruguay para el promedio 2023-2032 es 2,8%³⁰, mientras que para el promedio 2021-2030 había sido estimado en 2,1%³¹. El cambio en esta estimación fue analizado por el CFA realizado a solicitud del MEF en su informe del 23 de junio de 2023³². El gráfico 4 presenta el nivel del PIB potencial relevante para determinar la brecha respecto al PIB efectivo, así como la variación anual del PIB potencial.

Gráfico 4: Nivel del PIB potencial y efectivo (índice 100 = 2016), y variación anual del PIB potencial.



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

30 MEF (2023). Cálculo del Producto Interno Bruto (PIB) Potencial 2023-2032 y brecha del PIB.

31 MEF (2022). Cálculo del Producto Interno Bruto (PIB) Potencial 2021-2030 y brecha del PIB.

32 CFA (2023). Informe sobre el proceso de convocatoria al Comité de Expertos y la revisión del cálculo del Producto Interno Bruto potencial 2023-2032.

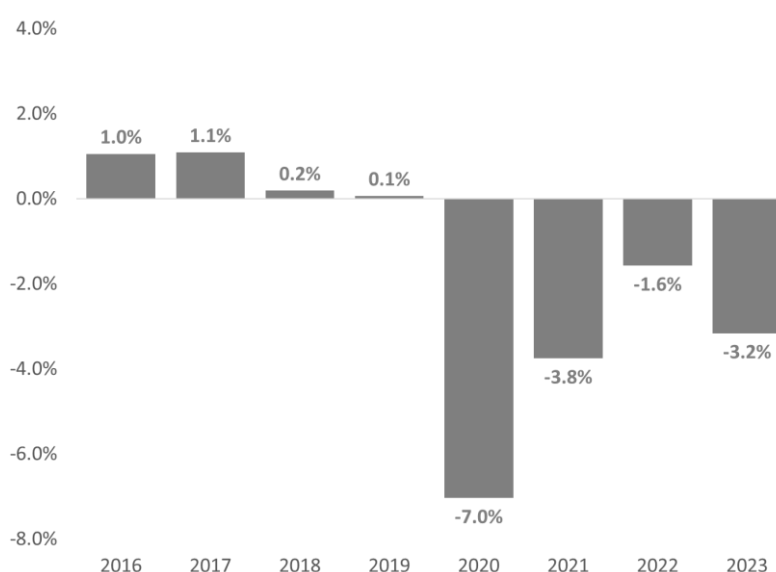
4.2.2. Brecha del PIB

Como resultado de la evolución del nivel del PIB efectivo y el PIB potencial, la estimación del MEF para la brecha del PIB se ubicó en -3,2% en el promedio de 2023 como se observa en el gráfico 5, dando cuenta de un nivel de actividad que continuó ubicándose por debajo de su potencial, tal como lo estuvo desde 2020.

Lo anterior está en línea con las recientes estimaciones del BCU en su análisis para la determinación del nivel de capital contracíclico requerido para las instituciones bancarias³³, para el cual se utilizó una frecuencia anual (relevante para el análisis de las cifras estructurales). Por su parte, otras estimaciones del BCU de frecuencia trimestral (relevante para el análisis y diseño de la política monetaria) dan cuenta que la brecha del PIB se habría ubicado en -1,7% en el cuarto trimestre de 2023³⁴.

La brecha negativa del PIB efectivo respecto al potencial supone un efecto cíclico negativo para los ingresos efectivos de la DGI, el BPS y por Comercio Exterior (por ingresos menores a su nivel potencial), así como para los gastos efectivos en Remuneraciones y Pasividades (por erogaciones menores a su nivel potencial).

Gráfico 5: Brecha del PIB respecto al potencial



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

Nota: Brecha del PIB = (PIB efectivo – PIB potencial) / PIB potencial. Ambas variables definidas en niveles.

Sin embargo, a diferencia del bienio previo, en 2023 se observó una ampliación de las holguras productivas en 1,6 p.p. Ello es consistente con los shocks negativos que atravesó la economía comentados en la sección 2 y el aumento de la tasa de desempleo.

La tabla 8 muestra las diferentes estimaciones de la brecha del PIB para el período 2016-2023 con información disponible en cada instancia de Rendición de Cuentas o actualización de proyecciones fiscales (junio y febrero de cada año respectivamente).

³³ BCU (2024). [Informe sobre el colchón de capital contracíclico en Uruguay.](#)

³⁴ BCU (2024). [Informe de política monetaria del cuarto trimestre de 2023.](#)

Tabla 8: Brecha del PIB con datos observados y estimados

	RRCC 2020 (Jun-21)	Cierre fiscal 2021 (Feb-22)	RRCC 2021 (Jun-22)	Cierre fiscal 2022 (Feb-23)	RRCC 2022 (Jun-23)	Cierre fiscal 2023 (Feb-24)
2016	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%
2017	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%	1.0%	1.1%
2018	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	0.1%	0.2%
2019	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.1%
2020	-6.4%	-6.3%	-6.4%	-6.4%	-7.2%	-7.0%
2021		-4.3%	-4.7%	-4.7%	-3.9%	-3.8%
2022				-2.4%	-1.4%	-1.6%
2023						-3.2%

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

Nota: proyecciones se visualizan en verde y datos observados en negro.

Al respecto, se destaca que las actualizaciones hacia atrás de los datos efectivos y por ende de la posición cíclica de la economía han sido de baja magnitud, lo cual supone que los cambios en los ajustes cíclicos para el cálculo del RFE han sido de muy baja materialidad.

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 y egresos estructurales, distorsionando la medición de los efectos cíclicos para el cálculo del RFE, e induciendo además una mayor expansión estructural del gasto en el marco del pilar de tope al crecimiento del gasto.

4.2.3. Elasticidades de las partidas fiscales respecto 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. Sin perjuicio de ello, cabe aclarar que el CFA tuvo, desde el inicio de su mandato, conocimiento de las elasticidades vigentes en el marco del proceso de revisión del cálculo del RFE.

Sin perjuicio de ello, el 5 de febrero de 2024, el MEF presentó al CFA un avance preliminar donde se discutieron temas metodológicos para su actualización, en línea con las sugerencias del CFA en su informe del 22 de febrero de 2022. El MEF prevé la publicación de las nuevas elasticidades y su documento metodológico en el primer semestre de 2024, así como su utilización para el cálculo del RFE en el año fiscal 2024. Esto se da en el marco de un proceso que contará además con el apoyo del equipo técnico del Banco Interamericano de Desarrollo (“BID”) y el ecosistema desarrollado por este para el desarrollo de los marcos fiscales en América Latina (Fiscal Sustainability for Latin America and the Caribbean Countries; FISLAC por sus siglas en inglés)³⁵.

Siguiendo la metodología referenciada en la sección 4.1, el ajuste cíclico de los ingresos efectivos ascendió a 0,6% del PIB, debido a que estos siguieron impactados negativamente por la posición cíclica de la economía (brecha del PIB negativa). Por su parte, el ajuste cíclico de los egresos efectivos fue de

³⁵ BID (2023). [Fiscal Sustainability for Latin America and the Caribbean Countries](#).

0,3% del PIB, debido a que estos siguieron impactados negativamente por la posición cíclica de la economía (brecha del PIB negativa).

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 en el mediano plazo, que introducen distorsiones en la comparación de las cifras fiscales entre un año y otro. El artículo 7 del Decreto 315/21³⁶ establece la definición y el umbral de materialidad a estos efectos: *“Se entiende como extraordinarias todas aquellas partidas de carácter transitorio que introducen distorsiones en la comparación de las cifras fiscales entre un año y otro. Asimismo, se entiende como extraordinarios aquellos ingresos y egresos que, si bien tienen cierta regularidad anual, son de carácter transitorio en el mediano plazo. A efectos meramente operativos, se restringe el cálculo del Resultado Fiscal Estructural a aquellas partidas extraordinarias que presenten una materialidad significativa, en este caso, mayor o igual a 0,05% del Producto Interno Bruto (PIB) anual”*.

Los ingresos extraordinarios se estimaron en 0,03% del PIB debido principalmente a ingresos al BPS por concepto FSS, ingresos extraordinarios por remates de banda de celulares y la corrección por impacto rezagado de las medidas de alivio tributario; lo cual fue prácticamente compensado por la resignación de ingresos al agua embotellada por la situación de déficit hídrico y la resignación de ingresos a la DGI por la situación de precios relativos en la frontera con Argentina.

Los gastos primarios extraordinarios se estimaron en 0,2% del PIB explicado por los egresos asociados al pago de test de COVID-19 adeudados luego de resolución judicial, medidas tomadas por el MIDES de forma transitoria, el Fondo de Emergencia Hídrica y medidas vinculadas a la emergencia hídrica, así como el pago extraordinario por reclamos y mediaciones de obras complementarias al Ferrocarril Central³⁷. Finalmente, la corrección de ganancias o pérdidas de capital por manejo de pasivos de deuda y los intereses vinculados al FSS se estimaron en 0,1% del PIB, lo que significa que los intereses efectivos fueron levemente menores a los estructurales.

La tabla 9 muestra el neto de ingresos y egresos extraordinarios para cada año. En este sentido, el MEF publica regularmente un desglose más detallado³⁸.

Tabla 9: Ajustes extraordinarios al RFE (% del PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos (-)	0.4%	-0.3%	1.7%	1.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.0%
Egresos (+)	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.9%	1.5%	0.7%	0.2%
Intereses (+)	0.0%	0.0%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
Total ajuste	-0.2%	-0.3%	-1.7%	-1.7%	0.1%	0.6%	0.3%	0.1%

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

Nota (I): la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

³⁶ [Decreto 315/021](#).

³⁷ Documentado en las Adendas 2, 3 y 4 al contrato de “Obra pública para obras adicionales Ferrocarril Central” y en la versión taquigráfica del Ministro de Transporte y Obras en su comparecencia en la Comisión Permanente de la Asamblea General el 21 de febrero de 2024.

³⁸ [MEF \(2023\). Informe de ingresos y egresos extraordinarios](#).

4.2.5. Resultado Fiscal Estructural

Los ingresos estructurales se estimaron en 27,0% del PIB, esto es, 0,7 p.p. del PIB más respecto a 2022. Los resultados se muestran en la tabla 10.

Tabla 10: Ingresos efectivos y estructurales del GC-BPS (% del PIB)

Ingresos del GC-BPS (% del PIB)								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos efectivos	25.5	26.4	27.9	27.1	27.0	25.6	26.2	26.4
Ajustes extraordinarios	-0.4	-0.3	-1.7	-1.4	-0.6	-0.5	-0.3	0.0
Ajuste cíclico	-0.2	-0.2	0.0	0.0	1.3	0.7	0.3	0.6
Ingresos estructurales	24.9	25.9	26.2	25.7	27.8	25.8	26.3	27.0

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

Nota (I): la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

Los egresos estructurales primarios se estimaron en 27,3% del PIB, con un incremento de 0,8 p.p. del PIB respecto a 2022. Los resultados se muestran en la tabla 11.

Tabla 11: Egresos primarios efectivos y estructurales del GC-BPS (% del PIB)

Egresos primarios del GC-BPS (% del PIB)								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Egresos efectivos	26.3	26.7	27.3	27.5	29.4	27.2	27.1	27.3
Ajustes extraordinarios	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.9	-1.6	-0.7	-0.2
Ajuste cíclico	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.7	0.3	0.1	0.3
Egresos estructurales	26.0	26.6	27.2	27.5	29.3	26.0	26.5	27.3

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

Nota (I): la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

De esta forma, el resultado primario estructural del GC-BPS fue deficitario en 0,3% del PIB.

Por su parte, los intereses de deuda del GC descontado el efecto del FSS y la corrección por pérdidas y ganancias por el manejo de pasivos, ascendió a 2,4% del PIB, manteniéndose estables respecto al año anterior.

Con todo, el déficit estructural se estimó en 2,7% del PIB, 0,1 p.p. mayor al registrado en 2022 y 0,4 p.p. menor al efectivo (-3,1% del PIB) debido a que este último siguió impactado por la posición cíclica de la economía (por ingresos y egresos afectados negativamente), así como por algunos factores de naturaleza extraordinaria comentados anteriormente, tal como se visualiza en la tabla 12 y en el gráfico 6.

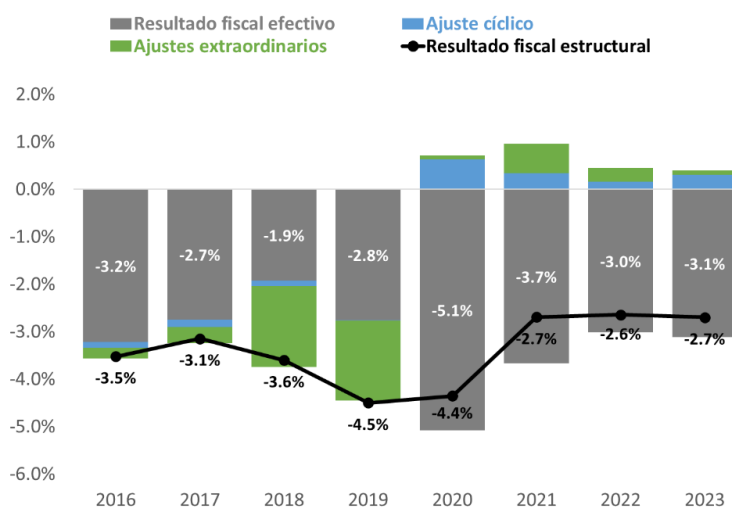
Tabla 12: Ajustes al Resultado Fiscal Efectivo (p.p. del PIB)

Resultado Fiscal Estructural (% del PIB)								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Resultado Fiscal Efectivo	-3.2	-2.7	-1.9	-2.8	-5.1	-3.7	-3.0	-3.1
Ajustes extraordinarios	-0.1	-0.2	-1.7	-1.7	0.1	0.6	0.3	0.1
Ajuste cíclico	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.6	0.3	0.2	0.3
Resultado Fiscal Estructural	-3.5	-3.1	-3.6	-4.5	-4.4	-2.7	-2.6	-2.7

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

Nota (I): la suma de los totales puede no coincidir por razones de redondeo de las cifras.

Gráfico 6: Resultado Fiscal Estructural (% del PIB)

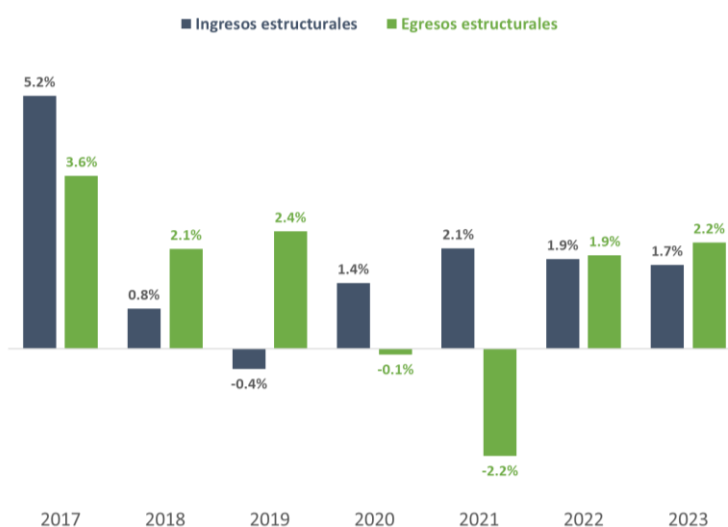


Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF.

Así, en 2023 el RFE estuvo en línea con la meta vigente fijada en la Rendición de Cuentas del ejercicio 2022 (-2,7%) y la establecida inicialmente en el Presupuesto Quinquenal (-2,7%), aunque fue dos décimas superior a la meta que se había establecido en instancia de la Rendición de Cuentas del ejercicio 2021 (-2,5%).

En términos reales, los ingresos estructurales del GC-BPS aumentaron 1,7% anual respecto a 2022, en línea con el promedio de los cinco previos (1,8%). Ello estuvo particularmente explicado por la recaudación del BPS (+5,8%) que más que compensó caídas en la recaudación de la DGI (-0,3%) y Comercio Exterior (-11,0%). Por su parte, los egresos primarios del GC-BPS se incrementaron 2,2% real en relación a 2022, levemente por encima del promedio de los cinco años previos (1,3%), aunque en sintonía con la tasa de crecimiento potencial de la economía vigente hasta 2023 (2,1%). Ello estuvo alentado por aumentos en pasividades (5,8%), remuneraciones (6,1%) y transferencias (+2,0%), que más que compensó los menores egresos en inversiones (-24,7%) y gastos no personales (-0,2%). El gráfico 7 muestra la variación real anual de los ingresos y egresos primarios estructurales.

Gráfico 7: Variación real anual de los ingresos y egresos estructurales primarios (%)



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

Recuadro temático: Impulso fiscal y ciclicidad de la política fiscal en Uruguay

- **El rol estabilizador de la política fiscal**

Para el caso de las economías emergentes, dado los numerosos antecedentes de crisis económicas y financieras originadas por desequilibrios fiscales, tradicionalmente suele vincularse el rol de la política fiscal con la sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo. No obstante, existe otro objetivo relevante vinculado a su rol estabilizador del nivel de actividad.

Si bien en la literatura académica no existe una visión única sobre cuán deseable y efectiva es la política fiscal para suavizar el ciclo económico, en general se busca que esta tienda a ser contracíclica, de forma de apoyar la demanda agregada cuando sus componentes privados (y el nivel de actividad) están en recesión o por debajo de su potencial. O, al menos, evitar que una política procíclica exacerbe el ciclo y sea desestabilizadora.

En este sentido, las partidas corrientes del presupuesto (tanto la recaudación como el gasto público) pueden no ser los mejores indicadores para evaluar este objetivo. Esto se debe fundamentalmente al hecho de estas se ven afectadas por el propio nivel de actividad, más allá de los cambios debido a **medidas de política fiscal activa**. Los ajustes cíclicos que llevan al Resultado Fiscal Estructural controlan por lo primero y también ayudan a medir el **impulso fiscal** y su impacto en el nivel de actividad (expansivo, contractivo o neutro) en distintos momentos del ciclo económico³⁹.

A tales fines, con el avance de las reglas fiscales en los últimos treinta años se han desarrollado múltiples formas para medir (y limitar) esta ciclicidad en las finanzas públicas.

- **Distintas medidas de ciclicidad e impulso fiscal.**

Una primera alternativa es medir el impulso fiscal como el **cambio en el resultado fiscal primario (ingresos menos gastos antes del pago de intereses)**. Si un aumento del PIB es acompañado por una mejora del resultado primario y las recesiones se asocian a un deterioro del mismo, la política fiscal es considerada contracíclica; y viceversa. Este indicador presenta como limitante el hecho de que no aísla los efectos cíclicos de la actividad económica en la recaudación y los gastos, que es justamente el objetivo relevante en este tipo de análisis.

Una segunda alternativa es el cálculo de **correlaciones entre el componente cíclico de los instrumentos de la política fiscal (la tasa impositiva y el gasto público) y el ciclo de alguna variable macroeconómica relevante** (el nivel de actividad o el empleo). A modo de ejemplo, una política fiscal podría ser caracterizada como procíclica (contracíclica) si el coeficiente de correlación entre la tasa impositiva y la variación del PIB fuera negativo (positivo) para un determinado período de tiempo o positivo (negativo) si midiéramos la correlación entre la variación del gasto público y la variación del PIB. Por su parte, un

³⁹ La causalidad bidireccional de variables fiscales y la actividad económica (PIB) se captura correctamente solo en modelos de equilibrio general; en este recuadro temático se utilizan aproximaciones empíricas de carácter parcial.

coeficiente cercano a cero indicaría una política fiscal acíclica o independiente del ciclo, y por tanto no existiría una relación sistemática

Una tercera alternativa es medir el impulso fiscal como el **cambio en el resultado fiscal primario cíclicamente ajustado y su comparación con el nivel y el cambio en la brecha del PIB**. Al respecto, la política fiscal es expansiva (contractiva) cuando el impulso fiscal es positivo (negativo), o neutra si este es cercano a cero. Asimismo, para evaluar la orientación de la política fiscal se compara el impulso fiscal calculado con el nivel y la

entre las fluctuaciones de corto plazo de la variable analizada y el comportamiento de la actividad económica.

variación de la brecha del PIB. Así, por ejemplo, una política fiscal es contracíclica (procíclica) si el impulso fiscal es expansivo (contractivo) en fases de desaceleración y recesión, y contractivo (expansivo) en fases de boom o recuperación de la actividad económica. De esta forma, es posible diferenciar aquellos componentes que se encuentran directamente vinculados al ciclo respecto de aquellos que responden a medidas de política fiscal activa o discrecional, y luego evaluar la política en función del momento cíclico.

- **Evidencia para Uruguay y algunos resultados recientes.**

En Uruguay, existe evidencia de un comportamiento procíclico de la política fiscal (Mailhos y Sosa, 2000; Licandro y Vicente, 2007).

En particular, Frankel, Végh y Vuletin, 2013, estimaron para el período 2000-2009, una correlación de 0,8 entre el componente cíclico del gasto público y el componente cíclico del PIB; lo que habría exacerbado el ciclo económico. Adicionalmente, encontraron que

entre 2000 y 2009, la política fiscal se volvió aún más procíclica que en los cuarenta años previos. Una actualización de estos resultados (Vegh, 2021) demuestra que dicho comportamiento se mantuvo hasta al menos 2017.

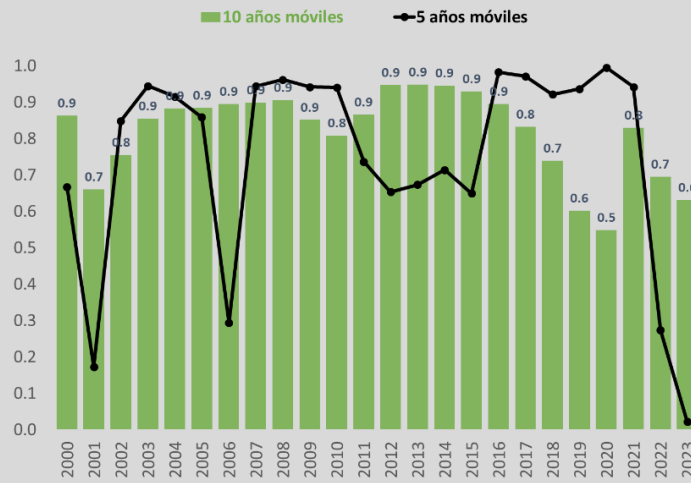
A continuación, se presentan algunos resultados recientes tras la incorporación del nuevo marco fiscal y la adopción de un enfoque estructural de las finanzas públicas.

Correlaciones entre el componente cíclico del gasto primario y del PIB:

Siguiendo la metodología de Frankel, Végh y Vuletin (2013) y utilizando ventanas móviles de 5 y 10 años, se visualiza en la figura A, en una primera aproximación (dado que no contempla el lado de los ingresos), que el nuevo marco fiscal estuvo acompañado por una reducción del sesgo procíclico de la política fiscal. En concreto, en la ventana de 2019-2023, el coeficiente de correlación entre el componente cíclico del gasto primario y del PIB

se aproximó a cero, indicando una política fiscal acíclica o independiente del ciclo. Por su parte, en la ventana de 2014-2023, el coeficiente de correlación mencionado se ubicó en 0,6, recogiendo una década donde la política fiscal fue menos procíclica que en los veinte años previos (donde alcanzó coeficientes entre 0,8 y 0,9 en línea con las estimaciones de los autores mencionados).

Figura A: Coeficiente de correlación entre el componente cíclico del gasto primario real del GC-BPS y el componente cíclico del PIB (ventanas móviles de 5 y 10 años)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos del MEF, IECON, BCU y Álvez et al. (2021).

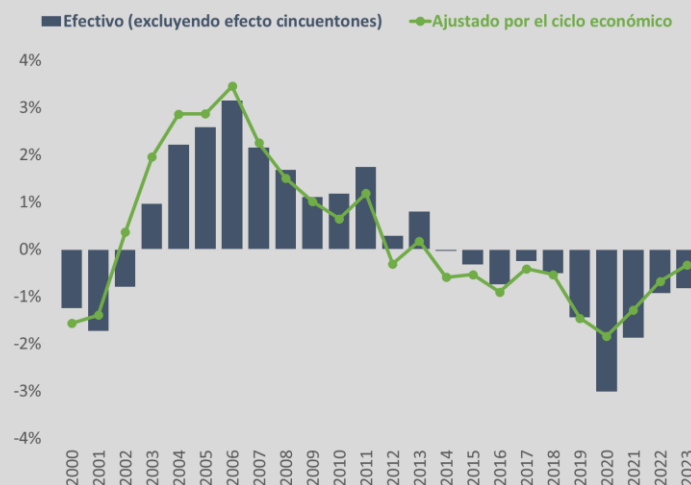
Nota: El componente cíclico del gasto primario del GC-BPS y el componente cíclico del PIB fueron estimados a partir de un filtro de Hodrick-Prescott ("HP") con parámetro de suavizamiento 100 (utilizado para series anuales). A los efectos de evitar problemas al final de la muestra, característicos de este tipo de filtros, se asumió hacia 2030 un crecimiento del PIB y el gasto primario real de 2,8%, en línea con la estimación del MEF para el crecimiento del PIB potencial. La estimación del componente cíclico del PIB (brecha respecto a su nivel potencial) para todo el período está en línea con la estimada por el MEF por el método de función de producción. De hecho, para 2023, la estimación de la brecha del PIB con el filtro de HP es de -2,9%. Para el caso del gasto primario real, se utilizaron datos del Instituto de Economía ("IECON") para el período 1990-99 y datos del Ministerio de Economía y Finanzas (2000-2023). Para los datos del PIB se utilizaron las estimaciones de Álvez et al. (2021) y datos de Cuentas Nacionales del BCU, con sus respectivos empalmes.

Cambio en el balance cíclicamente ajustado y su comparación con el ciclo económico:

Otra forma de evaluar la política fiscal es a través del cálculo del balance primario cíclicamente ajustado y su comparación el ciclo económico. La figura B muestra la evolución

del resultado primario ajustado por el ciclo económico y el efecto cincuentones para el período 2000-2023, expresado en términos del PIB potencial.

Figura B: Resultado fiscal primario del GC-BPS observado (en % del PIB efectivo) y Resultado fiscal primario del GC-BPS ajustado por ciclo y por efecto cincuentones (en % del PIB potencial).



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

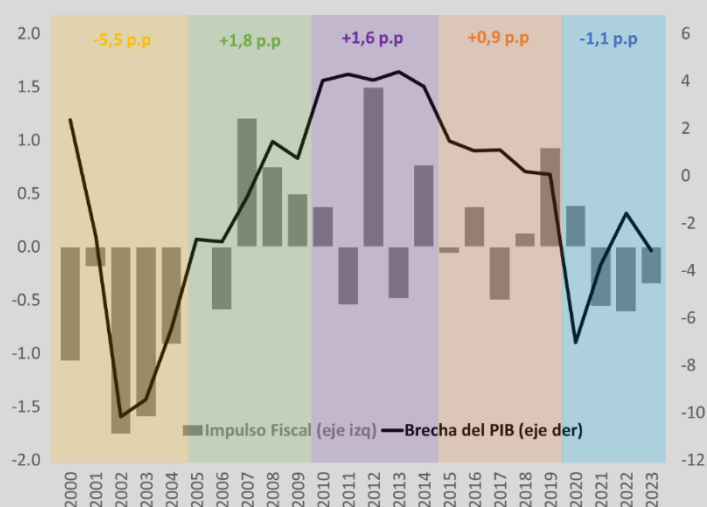
Nota: Los ajustes cíclicos para el período 2000-2015 se realizaron siguiendo la misma metodología operativa para el período 2016-2023.

Entre 2000 y 2003, el contagio de eventos en Argentina y Brasil repercutió en la crisis financiera y de deuda de 2002, la cual restringió el acceso al crédito en los mercados internacionales y obligó a converger rápidamente hacia un balance fiscal primario superavitario (desde déficits primarios del entorno de 1,5% del PIB). Estos se acumularon mayoritariamente entre 2004 y 2011, una vez se ajusta por el ciclo económico; en línea con el objetivo de recuperar la sostenibilidad fiscal y disminuir el ratio de deuda sobre PIB. En 2006, el superávit primario cíclicamente ajustado alcanzó su nivel más alto de la década (3,5%). Posteriormente, se observó un deterioro del mismo hasta alcanzar un déficit de 1,5% en 2019. Dicho déficit se amplió en 2020 a razón de la pandemia y posteriormente

se redujo al entorno de un déficit de 0,3% en 2023.

De esta forma, es posible calcular el impulso fiscal como el cambio en el balance cíclicamente ajustado de un año a otro. Para este cálculo se incluyen los factores extraordinarios (a excepción de los ingresos por el FSS) por considerarse parte de la respuesta de política fiscal activa del gobierno. La figura C muestra el impulso fiscal (en p.p. del PIB potencial) y la brecha del PIB para cada año (a los efectos de comparar el impulso con su nivel y variación anual). Adicionalmente, en la parte superior de la figura se mide la política fiscal activa para cada período de gobierno (a partir de la suma de los impulsos en cada quinquenio).

Figura C: Impulso Fiscal en cada período de gobierno (en p.p. del PIB potencial) y nivel de la brecha del PIB (respecto al potencial)



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

Nota (i): El impulso fiscal se calcula como la variación anual del resultado fiscal primario del GC-BPS ajustado por el ciclo económico y el efecto cincuentones, expresado en términos del PIB potencial. No se excluyen factores de naturaleza extraordinaria por considerarse parte del set de decisiones política fiscal activa del gobierno (por ejemplo, el gasto o la resignación de ingresos vinculado a la pandemia, o la sequía, así como la versión de utilidades extraordinarias de las empresas públicas a Rentas Generales para financiar gasto, por mencionar los de mayor materialidad) y por no contar con información disponible para el período 2000-2015 (aunque la materialidad del resto de los componentes extraordinarios identificados en el actual cálculo del RFE es muy baja y no alteraría sustancialmente los resultados).

Nota (ii): las cifras destacadas en la parte superior del gráfico corresponden a la suma de los impulsos fiscales para cada período de gobierno.

En el período analizado, la política fiscal activa habría sido contractiva en el período 2000-04,

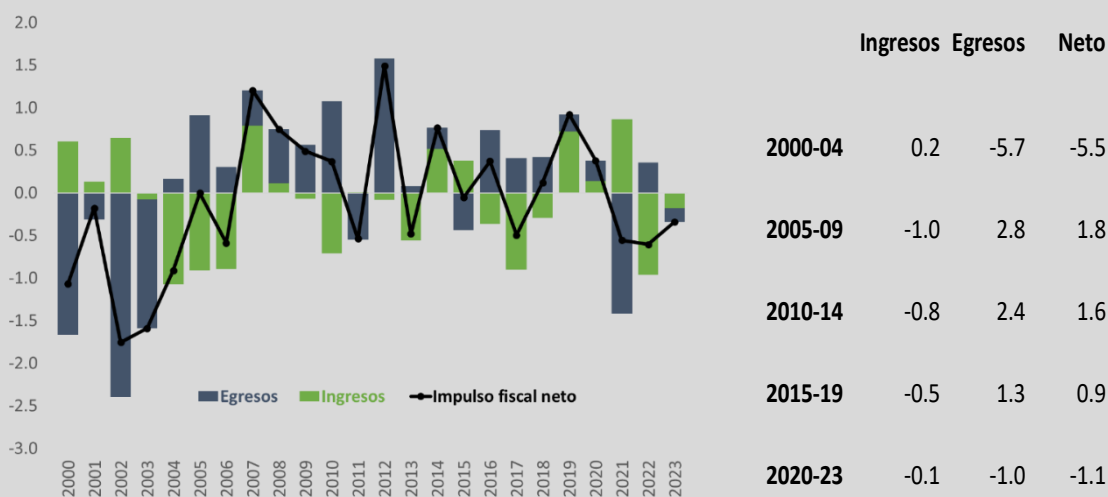
expansiva en los períodos 2005-09, 2010-14 y 2015-19 y contractiva en 2020-23.

Al comparar el impulso fiscal con el nivel y el cambio en la brecha del PIB, se observa que la política fiscal tendió a ser fuertemente procíclica tanto en períodos recesivos como expansivos. Entre 2000 y 2004, a razón de retomar la sostenibilidad de la deuda. Entre 2005 y 2014, el ciclo de fuerte incremento en el precio de las materias primas y las condiciones financieras laxas a nivel global, que propició un período de alto crecimiento doméstico, coincidió con una política fiscal expansiva, y, por ende, de alta prociclicidad. En la desaceleración de 2015-19, la política fiscal fue más bien acíclica, aunque fue interrumpida con un fuerte sesgo contractivo (procíclico) en 2017 y presentó un comportamiento expansivo en 2019, posiblemente asociado al ciclo electoral. Desde 2020, la política fiscal habría sido acíclica en promedio, presentando un sesgo expansivo en 2020 a razón del shock

de la pandemia, contractivo en 2021 y 2022 consistente con la recuperación de la actividad, y levemente contractivo en el 2023 que mostró una desaceleración con señales mixtas. En efecto, el año pasado hubo signos negativos por el shock transitorio de la sequía y la diferencia de precios con Argentina, pero positivos por la continuidad en la recuperación del mercado de trabajo.

La figura D muestra la descomposición del impulso fiscal para el período analizado por el lado de los ingresos y los egresos del GC-BPS. Se destaca que el impulso fiscal procíclico tanto en los períodos recesivos como expansivos se debió mayoritariamente al comportamiento del gasto primario del GC-BPS, en línea con los resultados para el coeficiente de correlación estimados anteriormente.

Figura D: Impulso fiscal por ingresos y egresos del GC-BPS (en p.p. del PIB potencial)



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

De este modo, el análisis del impulso fiscal a partir del balance cíclicamente ajustado también sugiere que la introducción del nuevo marco fiscal estuvo acompañada por una reducción de la prociclicidad característica en los años previos. Ello está en línea con uno de

los beneficios de adoptar un enfoque estructural de las finanzas públicas, que es otorgar mayores márgenes de maniobra para actuar en las recesiones dado una mayor prudencia durante las expansiones, y así suavizar la volatilidad del ciclo económico.

5. Valoraciones del CFA

5.1. Sobre el proceso de revisión y monitoreo del cálculo del RFE.

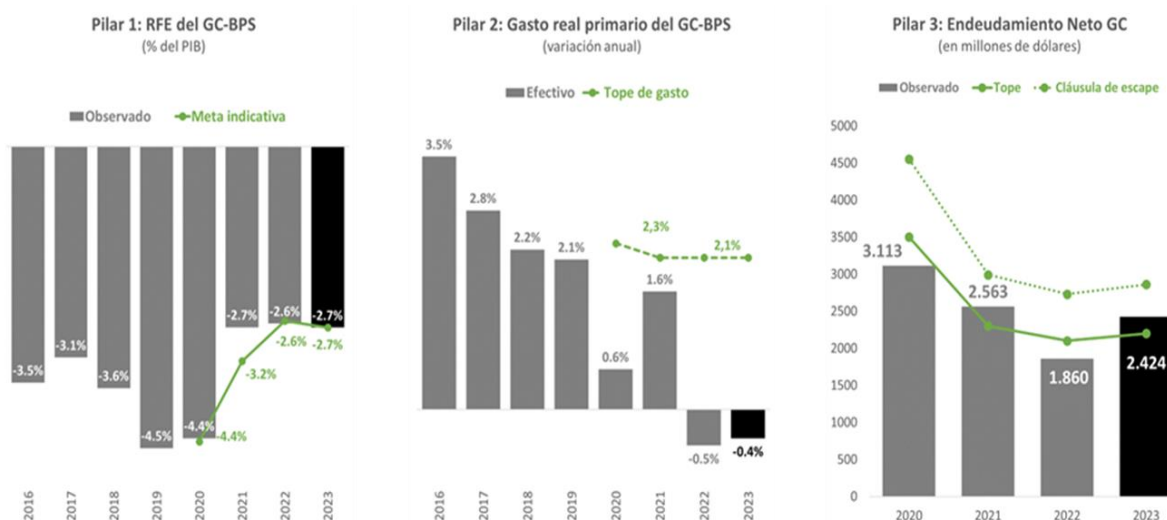
En cumplimiento de sus atribuciones, y sobre la base de la revisión de las planillas de trabajo enviadas por el MEF y al intercambio con las autoridades, el CFA concluyó que el cálculo del RFE de 2023 se ajustó a la metodología vigente.

En este sentido, se recibió la información necesaria para revisar el cálculo del RFE de acuerdo a los tiempos que establece el decreto 315/021 referenciado anteriormente. También se destaca el intercambio fluido, la transparencia a la hora del acceso a la información por parte del MEF y la presentación de distintas perspectivas y de los factores que afectaron el cierre fiscal 2023.

5.2. Sobre el cumplimiento de las metas fiscales.

El CFA valoró positivamente el cumplimiento de la regla fiscal por cuarto año consecutivo en sus tres pilares: la meta indicativa de RFE del GC-BPS, el incremento del gasto real del GC-BPS por debajo del tope asociado al aumento del PIB potencial y el tope de endeudamiento en dólares, como se visualiza en el gráfico 10.

Gráfico 10: Cumplimiento de los pilares de la regla fiscal 2020-2023



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

En primer lugar, el RFE del GC-BPS se ubicó en -2,7% en línea con la meta indicativa fijada en la Rendición de Cuentas de 2022 (junio de 2023). En segundo lugar, el crecimiento real del gasto público primario del GC-BPS fue de -0,4% respecto a 2022, por debajo del tope de 2,1% (vigente hasta 2023). Finalmente, el endeudamiento neto del GC fue de USD 2.424 millones, por debajo del tope ampliado por la cláusula de salvaguarda activada por la emergencia hídrica (que permitía un endeudamiento

neto de hasta USD 2.800 millones). Al respecto, se utilizó el 34% del endeudamiento adicional permitido por la cláusula.

Es importante destacar que los pilares de la regla fiscal no deben de ser concebidos de forma aislada e independiente. La coexistencia y complementariedad de los tres pilares hace que el cumplimiento de la regla se de en un marco en el que, en algunos años, algunos pilares presentan cifras muy ajustadas en relación a la meta establecida, mientras que en otros casos se registran holguras o espacios fiscales, aunque la política fiscal no puede maximizar esos espacios porque estaría incumpliendo otro de los pilares. A modo de ejemplo, en 2023 maximizar el pilar de tope del gasto primario (incrementando el gasto primario en 2,1% real) o el tope de endeudamiento neto (utilizando el 100% del endeudamiento ampliado por la cláusula de escape) hubiese sido incompatible con el cumplimiento de la meta del RFE.

5.3. Sobre las metas fiscales para 2024.

Para 2024 el MEF modificó la meta del RFE desde -2,6% del PIB establecida en la Rendición de Cuentas del Ejercicio 2022 (junio de 2023) a -2,9% del PIB y cuatro décimas por encima de lo contemplado inicialmente en el Presupuesto Quinquenal (agosto de 2020), tal como se muestra en la tabla 12. El MEF justificó este cambio en la meta por la menor inflación esperada respecto al escenario trazado en la Rendición de Cuentas 2022 (junio 2023) y su impacto negativo en la recaudación nominal, efecto no capturado en la metodología de cálculo del RFE.

Tabla 12: Metas de RFE según instancias de Presupuesto, Rendiciones de Cuentas o cierre fiscal (% del PIB)

	Presupuesto 2020 (agosto 2020)	RRCC 2020 (junio 2021)	RRCC 2021 (junio 2022)	RRCC 2022 (junio 2023)	Cierre fiscal 2023 (febrero 2024)
2020	-4.4%	-4.3%	-4.4%	-4.4%	-4.4%
2021	-3.0%	-3.2%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
2022	-2.8%	-2.7%	-2.6%	-2.6%	-2.6%
2023	-2.7%	-2.7%	-2.5%	-2.7%	-2.7%
2024	-2.5%	-2.5%	-2.3%	-2.6%	-2.9%

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

Nota: metas/proyecciones se visualizan en verde y datos observados en negro.

En primer lugar, el CFA considera que, más allá de la pertinencia de los argumentos utilizados por parte del MEF para fundamentar el cambio en la meta de RFE, esta modificación puede constituir una señal negativa con potenciales daños a la credibilidad de la institucionalidad fiscal. Si bien existe un *trade off* entre cambiar una meta ex ante y su incumplimiento ex post, el CFA entiende que los costos de cambiar la meta pueden ser mayores a eventuales (y poco frecuentes) desvíos transitorios de la meta original que puedan verificarse ex post (en las instancias de cierre fiscal y rendición de cuentas). Esto último, en la medida en que se expliciten sus causas, así como los mecanismos de convergencia necesarios para retomar la senda trazada. En este marco, se entiende que existe una oportunidad de mejora en el marco legal respecto a los criterios para modificar las metas del RFE, así como la distinción entre metas y proyecciones, algo que no está estipulado en la normativa vigente.

En segundo lugar, el CFA entiende que las metas de RFE deberían operar como anclas de mediano plazo y deberían definirse en base a objetivos de sostenibilidad fiscal. En este sentido, si bien se han registrado trayectorias decrecientes del déficit estructural primario hacia el eje de 0,3% del PIB, ello no asegura que la posición fiscal actual sea holgada y consistente con una trayectoria de sostenibilidad de la deuda en el mediano plazo; máxime en un ciclo de tasas de interés internacionales elevadas en perspectiva histórica y con un grado de incertidumbre mayor a nivel global, así como tras una década de crecimiento doméstico promedio (en torno al 1%) por debajo del potencial. Se reafirma, de esta manera, la importancia de converger hacia un balance fiscal con superávit primario estructural y realizar los esfuerzos para continuar la senda de consolidación necesaria.

Finalmente, dado el acotado margen de maniobra por la rigidez de muchas de las partidas del gasto y la incertidumbre asociada al comportamiento de la recaudación, las estimaciones de déficit efectivo y estructural para 2024 suponen riesgos materiales de incurrir en potenciales desvíos en algunos de los pilares de la regla. En particular, las estimaciones ex ante sugieren un margen de maniobra muy reducido para absorber shocks adicionales sobre el resultado fiscal efectivo, la inflación y/o el tipo de cambio nominal, elementos que podrían tensionar el cumplimiento del pilar 3 (tope de endeudamiento neto). Sobre todo, en un año en el que no se avizoran elementos que justifiquen invocar nuevamente la cláusula de salvaguarda que permite incrementar el tope de endeudamiento en hasta un 30% (tal como ocurrió en 2021 y 2023 por la emergencia sanitaria y la emergencia hídrica, respectivamente).

En términos de diseño, el pilar 3 funciona como un tope al déficit efectivo del GC medido en dólares. Sin embargo, en la práctica el déficit fiscal efectivo del GC no coincide necesariamente con la variación del endeudamiento neto debido a la variación de activos financieros que no tienen contrapartida en la medición del déficit fiscal efectivo del GC-BPS⁴⁰. En concreto, el endeudamiento neto se define como *“el total de la suma de emisiones de títulos de deuda pública de mercado y desembolsos de préstamos de instituciones financieras y organismos multilaterales de crédito, deducidas las amortizaciones y cancelaciones contractuales o anticipadas de dichos instrumentos financieros, así como la variación de activos financieros del Gobierno Central (disponibilidades líquidas y otros activos financieros) durante el ejercicio”*⁴¹.

Para 2024, si bien la programación financiera de la Unidad de Gestión de deuda (UGD) considera un déficit fiscal efectivo ex ante de USD 2.495 millones (3,0% del PIB estimado ex ante), se prevé un endeudamiento neto de USD 2.284 millones por debajo del tope establecido en la Rendición de Cuentas 2022 (junio de 2023) de USD 2.300 millones. El endeudamiento neto proyectado para 2024 se corresponde con la emisión de títulos de mercado y desembolsos por USD 4.541 millones a los que se deducen las amortizaciones y cancelaciones contractuales o anticipadas de estos instrumentos por USD 2.068 millones y la variación de activos financieros del GC estimada en USD 189 millones⁴². En este sentido, a partir del presente año y por los siguientes 19 ejercicios la variación de activos financieros del GC incorporará la transferencia de fondos del FSS al BPS según establece en su artículo 13 la Ley N° 19.590⁴³.

⁴⁰ Ver línea “Otros (neto)” en el cuadro de Necesidades y Fuentes de Financiamiento del Gobierno de los [reportes trimestrales de deuda soberana de la Unidad de Gestión de Deuda \(UGD\)](#).

⁴¹ Art. 697 de la Ley N° 19.924.

⁴² UGD (2024). [Reporte de deuda soberana del primer trimestre de 2024](#).

⁴³ [Ley N° 19.950](#).

El límite de endeudamiento neto establecido ex ante y el hecho de que este denominado en valores absolutos, operan como un elemento restrictivo a destacar en un contexto donde la evidencia sugiere un manejo discrecional de las finanzas públicas en años electorales. Adicionalmente, el hecho de que este tope este fijado en dólares corrientes lo vuelve, en general, un pilar contracíclico. No obstante, los acotados márgenes de maniobra y los riesgos fiscales que se comentan en la sección 5.4, obligan a mantener el criterio de prudencia en el manejo de los ingresos y los gastos estructurales en el presente año.

5.4. Sobre los riesgos fiscales a monitorear.

En primer lugar, así como gran parte de las implicancias fiscales derivadas de los shocks en la actividad y el desempeño de los precios en 2023 presentaron naturaleza cíclica y extraordinaria, también lo sería su reversión parcial en 2024. De esta forma, eventuales mejoras venideras en la recaudación impositiva o reducciones de gastos incurridos por una única vez podrían apuntalar una mejora del resultado efectivo, pero no deberían interpretarse como un espacio fiscal estructural y por ende como un mayor margen de maniobra para la política fiscal.

En segundo lugar, se destacan un conjunto de riesgos domésticos que podrían afectar el balance estructural:

- (i) una recaudación de la DGI que, si bien en términos estructurales se mostró resiliente al shock de la pandemia en 2020 y rebotó en 2021, creció por debajo del 2% real en 2022 y cayó en 2023. Eso requiere un análisis más profundo sobre aspectos como cambios en la composición de bienes y servicios de la canasta de consumo de los hogares con distinta carga tributaria, eventuales cambios en la composición sectorial del crecimiento y sus efectos en la recaudación de impuestos, así como la evolución de la actividad y la situación de precios relativos con Argentina.
- (ii) cabe esperar un menor dinamismo en la recaudación del BPS dada la dificultad de replicar el excepcional desempeño que presentó la masa salarial de cotizantes a la seguridad social en el último año y medio, en un contexto donde la tasa de informalidad tendió a crecer desde el segundo semestre de 2023.
- (iii) la dinámica de crecimiento del salario real en 2023 y su indexación en el pago de pasividades para este año, supone un piso de crecimiento del gasto primario de al menos 1,7 p.p. Ello implica necesariamente, desde un punto de vista de la responsabilidad y sostenibilidad fiscal, mantener un criterio de prudencia en la ejecución del resto de las partidas presupuestales del gasto, consistente con el cumplimiento del pilar 2 (con un tope de 2,8% al crecimiento del gasto primario real del GC-BPS).

Finalmente, el escenario de tasas de interés históricamente altas a nivel global y la incertidumbre asociada a los conflictos geopolíticos en curso, también supone un riesgo a monitorear; 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.

5.5. Sobre la evaluación de la política fiscal reciente a la luz de sus principios.

En una mirada de más largo plazo, el CFA realiza una valoración positiva sobre la introducción de la institucionalidad fiscal, el cumplimiento por cuarto año consecutivo de los tres pilares, y la mejora de una serie de indicadores estructurales de las finanzas públicas asociados a la sostenibilidad y prociclicidad de la política fiscal.

En Uruguay, la política fiscal en los últimos 50 años presentó tres características. En primer lugar, la *prociclicidad*, vinculada a comportamientos expansivos en épocas de boom que generaron ingresos superiores a los estructurales, y contractivos en períodos de recesión; exacerbando el ciclo económico. En segundo lugar, ciertos riesgos de *insostenibilidad de las finanzas públicas*, en ocasiones por dinámicas crecientes del déficit fiscal y la deuda pública, y en otras, por la materialización de shock externos fuertemente negativos. En tercer lugar, En tercer lugar, la *discrecionalidad* asociada frecuentemente a políticas expansivas en períodos electorales, a cuenta de ajustes posteriores en las siguientes administraciones. Esta caracterización fue objeto de análisis en el informe del CFA del 22 de febrero de 2023 en el *Recuadro Temático: Enfoque estructural de las finanzas públicas*⁴⁴.

El presente informe profundiza el análisis de la prociclicidad en el Recuadro Temático: Impulso Fiscal y ciclicidad de la política fiscal en Uruguay.

Prociclicidad

Desde un enfoque del rol estabilizador de la política fiscal, se visualiza una reducción de la prociclicidad en el manejo de la política fiscal activa en el período reciente.

Ello se refleja en primer lugar en el cálculo de la correlación (utilizando ventanas móviles de 5 y 10 años) entre el componente cíclico del gasto primario real del GC-BPS y el componente cíclico del PIB. Siguiendo la metodología utilizada por Végh et al., (2013) para la ventana 2019-2023 esta se aproximó a cero, indicando una política fiscal acíclica o independiente del ciclo económico. Por su parte, en la ventana de 2014-2023, el coeficiente de correlación mencionado se ubicó en 0,6, recogiendo una década donde la política fiscal fue menos procíclica que en los veinte años previos (donde alcanzó coeficientes entre 0,8 y 0,9).

En segundo lugar, la medición del impulso fiscal a través del cambio en el balance cíclicamente ajustado y su comparación con el nivel y el cambio en la brecha del PIB sugieren que la política fiscal habría sido acíclica en promedio entre 2020 y 2023. La misma habría presentado un sesgo expansivo en 2020 a razón del shock de la pandemia, contractivo en 2021 y 2022 consistente con la recuperación de la actividad, y levemente contractivo en el 2023 que mostró una desaceleración con señales mixtas. En efecto, el año pasado hubo signos negativos por el shock transitorio de la sequía y la diferencia de precios con Argentina, pero positivos por la continuidad en la recuperación del mercado de trabajo. Como resultado, el impulso fiscal acumulado entre 2020 y 2023 mostró un valor negativo de 1,1 p.p. del PIB potencial, lo que reveló un retiro gradual del impulso positivo requerido por la pandemia.

De esta forma, ambos indicadores sugieren que la introducción del nuevo marco fiscal estuvo acompañada por una reducción de la prociclicidad característica en los años previos. Ello está en línea con uno de los beneficios de adoptar un enfoque estructural de las finanzas públicas, que es otorgar

⁴⁴ [CFA \(2023\). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al cierre del 2022 \(págs. 19-22\).](#)

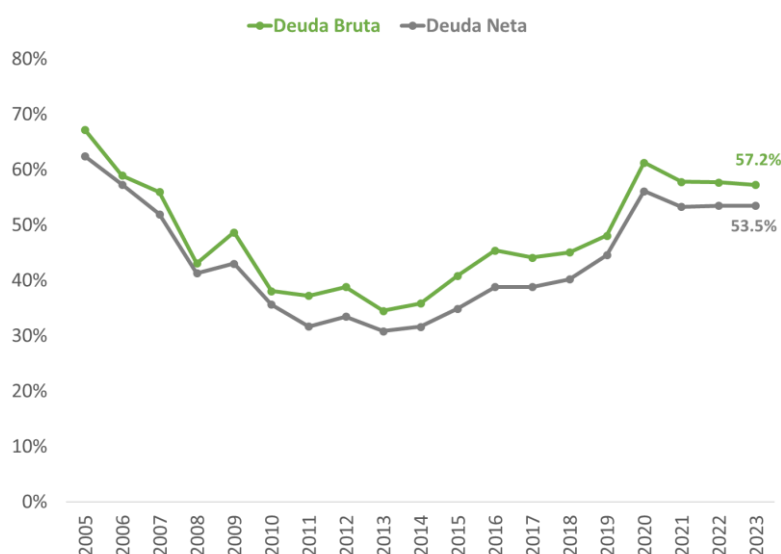
mayores márgenes de maniobra para actuar en las recesiones dado una mayor prudencia durante las expansiones, y así suavizar la volatilidad del ciclo económico.

Sostenibilidad

Desde un enfoque de sostenibilidad, la consolidación fiscal necesaria realizada hasta el momento despejó algunos riesgos fiscales que se habían acumulado debido a: (i) la persistencia de los déficit fiscales acumulados y el deterioro en el balance estructural primario entre 2012 y 2019 (ii), un persistente crecimiento promedio del gasto primario del GC-BPS efectivo y estructural por encima de la tasa de crecimiento potencial de la economía, y (iii) una trayectoria alcista del nivel de deuda en términos del PIB para el GC entre 2013 y 2020.

La implementación de una nueva institucionalidad fiscal y de una regla basada en tres pilares complementarios ha estado acompañada por resultados observables que apuntalan una mejora en la sostenibilidad fiscal: (i) la reducción del déficit primario estructural registrada en los últimos años, (ii) una moderación del crecimiento del gasto primario efectivo y estructural tanto en términos reales como en relación al PIB y su tasa de crecimiento potencial (2,1%), (iii) la estabilización del ratio de deuda neta sobre PIB del GC en torno a 53% del PIB en los últimos tres años (luego del incremento registrado durante la pandemia), favorecido en parte por la apreciación del tipo de cambio real. El gráfico 11 presenta la trayectoria del ratio de deuda sobre PIB comentada.

Gráfico 11: Deuda bruta y neta del GC (% del PIB)



Fuente: Elaboración del CFA en base a datos de la Unidad de Gestión de Deuda.

Al respecto, es importante mencionar que la trayectoria del ratio de deuda sobre PIB en 2023 estuvo afectada negativamente por la apreciación del tipo de cambio real y positivamente por el menor crecimiento del PIB nominal (por un crecimiento real y del deflactor del PIB menor al previsto). En este sentido, si bien la apreciación de la moneda en los últimos tres años ha contribuido a la caída del nivel de la deuda sobre PIB dada la aún alta dolarización de la deuda y el más bajo componente transable en la estructura del PIB, es importante destacar que el proceso de desdolarización de la deuda ha reducido parcialmente la vulnerabilidad del balance financiero a la volatilidad del tipo de cambio.

Por último, la puesta en funcionamiento del nuevo marco fiscal desde 2020 ha sido acompañado por una mejora en la calificación crediticia y la consolidación de un spread soberano históricamente bajo que amortiguó el aumento de las tasas de interés a nivel internacional. En concreto, como se visualizó en la tabla 2, el riesgo país cerró el 2023 por debajo de los 100 puntos básicos y ha oscilado en torno a 80 puntos básicos en las últimas semanas.

Discrecionalidad e impulso fiscal en el año electoral.

De cara al 2024, la regla y el manejo fiscal enfrentarán una prueba de madurez adicional, dado los incentivos a un manejo discrecional de las finanzas públicas asociado al ciclo electoral con incrementos del déficit fiscal entre 0,5 y 1,0 p.p. del PIB en promedio, tal como la evidencia histórica recoge para Uruguay (Aboal et. al, 2003a; Vicente y Licandro, 2007; Ithurralde et. al, 2020). Esto también se visualiza en la figura C del recuadro temático. La misma indica que la política fiscal activa, medida a través del impulso, fue expansiva en 0,5, 0,8 y 0,9 p.p. del PIB en 2010, 2014 y 2019, respectivamente. En este sentido, es importante destacar que 2024 será la primera vez que el país ingrese en un ciclo electoral con un marco fiscal que incluye una regla con tres pilares y comités externos.

6. Recomendaciones del CFA y progresos metodológicos.

En el marco de sus cometidos (literal d, artículo 13 del decreto 315/021) y en base a la implementación operativa de distintos aspectos de la regla fiscal, el CFA identificado en sus informes anteriores un conjunto de oportunidades de mejora del marco fiscal vigente, tanto en lo que refiere a elementos de diseño institucional, como en aspectos metodológicos y en procedimientos operativos para el establecimiento de metas fiscales y la publicación de resultados.

6.1. Progresos y mejoras operativas en el último año.

El CFA valora positivamente el intercambio mantenido con el MEF respecto a las distintas oportunidades de mejora del marco fiscal vigente. Adicionalmente, el CFA valora positivamente los progresos en distintos aspectos vinculados a la implementación operativa del marco fiscal, como ser:

- La publicación y el suministro de las series necesarias para la estimación de los insumos de la función de producción con los que se calcula el PIB potencial en el marco de la convocatoria del Comité de Expertos⁴⁵. Sin perjuicio de esta mejora, el CFA reafirma la necesidad de contar con estimaciones complementarias de PIB potencial y brecha de PIB, de manera de tener cierta certeza sobre la robustez de las estimaciones de la metodología vigente.
- La creación y publicación de un Reglamento de funcionamiento del CE⁴⁶, así como la publicación de actas de reuniones mantenidas con los integrantes del Comité⁴⁷, aspectos que promueven la transparencia y rendición de cuentas sobre el proceso de intercambio. También

⁴⁵ MEF (2023). [Publicación de series históricas referenciales utilizadas para el cálculo del PIB potencial.](#)

⁴⁶ MEF (2023). [Reglamento interno para el funcionamiento del Comité de Expertos.](#)

⁴⁷ [Actas de reuniones del Comité de Expertos.](#)

se acogió la sugerencia del CFA de incorporar cronograma explícitos y preanunciados para la convocatoria del CE.

- La actualización por parte del MEF de las estimaciones de PIB nominal de referencia tras el cierre anual de las finanzas públicas en febrero de cada año, a efectos de acotar los eventuales sesgos implícitos en estimaciones del PIB que se generan por la distancia entre las instancias de Rendición de Cuentas⁴⁸.
- Si bien a la fecha no se han publicado las elasticidades de las partidas fiscales de ingresos y gastos respecto al PIB utilizadas para la estimación del RFE, el MEF está trabajando en la estimación de nuevas elasticidades utilizando modelos de corrección del vector de errores (en inglés, VECM), en el marco de un proceso que cuenta además con el apoyo del equipo técnico del BID y la red FISLAC. Estos modelos se utilizan para modelar y analizar relaciones a corto y largo plazo entre series de tiempo cointegradas (como son las partidas fiscales y el PIB). El MEF prevé la publicación y la presentación de su documento metodológico en el primer semestre de 2024, así como su implementación operativa para el cálculo del RFE a partir de este año.

6.2. Oportunidades de mejora del marco fiscal.

En el informe del CFA del 7 de julio de 2023 se detallaron un conjunto de oportunidades de mejora metodológicas que continúan vigentes, y se explicitan nuevamente a continuación.

- **Sobre el establecimiento de las metas del RFE:**
 - Marco normativo y mecanismos de exigibilidad de las metas.
 - Horizonte temporal respecto a su fijación, actualización de proyecciones y evaluación de su cumplimiento.
 - Establecimiento de cláusulas de escape y mecanismos de corrección en caso de desvíos.
 - Vínculo de las metas indicativas con un ancla de Deuda/PIB de mediano plazo.
- **Sobre la metodología de cálculo y análisis complementarios:**
 - Análisis de sensibilidad del RFE ante distintas metodologías y estimaciones del PIB potencial y la brecha del PIB.
 - Análisis de sensibilidad del RFE ante elasticidades de las partidas fiscales de ingresos y gastos respecto al PIB.
 - Tratamiento de factores no necesariamente recogidos en el ciclo económico tales como cambios no cíclicos en la recaudación impositiva, impacto de los precios relativos u otros factores que son difíciles de clasificar en permanentes o transitorios en tiempo real.
 - Seguir avanzando en el tratamiento de las estimaciones de los expertos en la metodología de cálculo del PIB potencial.

⁴⁸ MEF (2024). [Nota metodológica: criterios para incorporar el PIB en las publicaciones fiscales.](#)

- Avanzar en la definición de 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.

Adicionalmente, en el marco de la instancia de cierre fiscal de 2023 y la actualización de estimaciones fiscales para 2024 por parte del MEF, se identificaron nuevos elementos a tener en cuenta en un proceso de mejora del marco fiscal vigente.

- **Mayor estabilidad de las metas de RFE.** Tal como se muestra en la tabla 11 de este informe, las metas de RFE para 2024 han sido objeto de varias modificaciones desde la instancia de Presupuesto Quinquenal de 2020. Si bien las metas de RFE deberían mantener cierto grado de flexibilidad ante ocurrencia de shocks que afecten la actividad (en uno u otro sentido), una propiedad deseable es que las metas sean relativamente estables y estén fijadas en base a criterios que establezcan una conexión explícita con objetivos de sostenibilidad de la deuda.
- **Distinción entre metas de RFE y proyecciones fiscales.** El marco fiscal vigente no distingue las metas de las proyecciones fiscales, algo que la práctica genera un *trade off* entre credibilidad fiscal por cumplimiento de las metas ex ante (en la instancia de programación anual) y rendición de cuentas ex post (en caso de eventual desvío). La distinción entre metas y proyecciones permitiría a la política fiscal incurrir en desvíos transitorios del RFE proyectado (ex ante) y observado (ex post) en relación a las metas, bajo un marco adecuado de rendición de cuentas que contemple una explicación de los desvíos y un plan de convergencia a las metas que deberían tener un carácter más estructural, como se mencionó en el punto anterior. Un esquema de este tipo contribuiría a solidificar la noción que la meta de RFE establece un límite a la discrecionalidad de la política fiscal activa y que ese límite es consistente con la sostenibilidad de las finanzas públicas en un horizonte de largo plazo.
- **Proyecciones fiscales recogiendo incertidumbre.** Si bien el MEF ha introducido parcialmente los análisis de riesgos en las proyecciones de deuda, parece necesario incorporar este enfoque a las proyecciones fiscales integrales a efectos de evaluar el riesgo de incumplimiento de los pilares de la regla fiscal y el margen de maniobra de la política fiscal ante distintos escenarios.
- **Evaluar la pertinencia de introducir shocks en variables nominales como factores extraordinarios.** La experiencia reciente sugiere que la evolución de las variables nominales puede ser tan importante como el ciclo real a la hora de valorar el manejo de la política fiscal activa. Esto es particularmente relevante en economías emergentes y dolarizadas como Uruguay, donde la volatilidad de las variables nominales afecta en forma diferente los distintos rubros del presupuesto y las bases impositivas.

Finalmente, en línea con su mandato de mejorar la metodología de la regla fiscal y con las recomendaciones de previos informes, el CFA valora positivamente la realización de una evaluación del funcionamiento de la regla por parte de expertos en el tema, como se destaca a continuación.

6.3. Proyecto de Hoja de Ruta para fortalecer el marco fiscal en Uruguay.

Tal como se mencionó en el informe del CFA del 7 de julio de 2023, el CFA entiende que la consolidación de un marco fiscal robusto es un proceso de largo plazo y que parte del funcionamiento de la institucionalidad fiscal tiene que ver con generar una hoja de ruta de mejoras metodológicas y de funcionamiento que tengan como premisa incorporar en forma progresiva nuevos elementos basados en las mejores prácticas y estándares a nivel internacional.

En este marco, el CFA valora positivamente el diálogo mantenido con autoridades del MEF sobre estos temas durante el último año y la definición este último para avanzar en un proyecto de **“Hoja de Ruta para fortalecer el Marco Fiscal en Uruguay”**⁴⁹. La ejecución del proyecto estará a cargo de los equipos técnicos del **BID y FISLAC**, que trabajarán con el **objetivo** de delinear una hoja de ruta orientada a fortalecer el marco fiscal vigente en Uruguay, incorporando las lecciones aprendidas en la etapa de implementación y las tendencias internacionales en la materia⁵⁰. Concretamente, el equipo a cargo del proyecto deberá evaluar la puesta en práctica, funcionamiento y primeros resultados de la regla fiscal en el marco de la nueva institucionalidad fiscal vigente desde 2020. También deberá realizar una evaluación del funcionamiento y primeros resultados de los consejos externos (Comité de Expertos y Consejo Fiscal Asesor), además de identificar propuestas orientadas a mejorar el funcionamiento del Comité de Expertos y el fortalecimiento institucional del Consejo Fiscal Asesor (autonomía, independencia jurídica, operativa y financiera, transparencia e información, roles y cometidos, nombramiento de sus integrantes).

El proyecto también supone una **revisión de la regla fiscal vigente**, orientada a evaluar las fortalezas y debilidades de los tres pilares de la regla. Entre otras cosas, es de interés evaluar y proponer mejoras en las siguientes dimensiones:

- (i) El establecimiento de las **metas fiscales** y su marco normativo; criterios y oportunidades para revisión y ajustes de metas fiscales; mecanismos de exigibilidad y monitoreo; horizonte temporal relevante y evaluación del cumplimiento de los objetivos;
- (ii) La **metodología** de cálculo de parámetros necesarios para el funcionamiento de la regla vigente (PIB potencial, brecha del PIB, elasticidades de las partidas fiscales respecto al PIB y tratamiento de factores extraordinarios al ciclo económico);
- (iii) La definición del **perímetro fiscal**. Esto supone evaluar por un lado la naturaleza económica de las instituciones que integran el sector público y las que forman parte del perímetro definido por la regla fiscal. Esto implica también evaluar la pertinencia sobre el tratamiento a considerar para gastos o inversiones relevantes que se materializan fuera del perímetro definido por la regla y eventualmente discutir la conveniencia de implementar una regla o algún pilar de la regla que defina un tratamiento diferencial para el gasto corriente y para las inversiones⁵¹.

⁴⁹ CFA (2023). [Comunicados N° 18 y 19](#).

⁵⁰ CFA (2023). [Acta de sesión N° 68](#) y [Comunicado N° 22](#). El CFA acordó participar de la red de Instituciones Fiscales de la región que se creó en el contexto del seminario organizado por el BID en Washington D.C., los días 14 y 15 de noviembre de 2023, denominado “Diálogo Regional de Políticas: Construyendo Instituciones Fiscales Robustas en América Latina y el Caribe”, el cual contó con la participación de la Consejera Ana Fostel.

⁵¹ Ver a modo de ejemplo: [“A targeted Golden rule for public investments? A comparative analysis of possible accounting methods in the context of the review of Stability and Growth Pact”](#).

- (iv) **Otros aspectos** asociados al diseño de la regla, tales como potenciales modificaciones en alguno de sus pilares, eventuales cambios en la metodología de su medición, posible incorporación de un ancla explícita de mediano plazo, y eventual establecimiento de cláusulas de escape y mecanismos de corrección ante desvíos.

El proyecto de “Hoja de Ruta para fortalecer el Marco Fiscal en Uruguay” es una buena oportunidad para construir una agenda sólida con oportunidades de mejoras y elementos a destacar del nuevo marco fiscal que recojan las lecciones aprendidas en Uruguay y las mejores prácticas internacionales en la materia. En esta línea, el CFA reitera que, estos y otros elementos deben tener como premisa apuntalar y consolidar en el tiempo el fortalecimiento de la institucionalidad como tal, más allá de los cambios en las preferencias políticas propias de cada ciclo electoral.

7. Bibliografía.

Aboal, D., Moraes, J., Lorenzo, F. y Oddone, G (2001). La Economía Política de los Déficit Fiscales en Uruguay. TRILCE, CINVE y DECON e ICP (Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de la República).

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.

Banco Central del Uruguay (2024). Encuesta de Expectativas Económicas febrero de 2024.

Banco Central del Uruguay (2023). Informe de Cuentas Nacionales del segundo y tercer trimestre de 2023.

Banco Central del Uruguay (2024). Informe sobre el colchón de capital contracíclico en Uruguay.

Banco Central del Uruguay (2024). Informe de Política Monetaria del cuarto trimestre de 2023.

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

Consejo Fiscal Asesor (2023). Informe sobre el proceso de convocatoria al Comité de Expertos y la revisión del cálculo del PIB potencial para el período 2023-2032.

Consejo Fiscal Asesor (2023). Informe sobre el cálculo del Resultado Fiscal Estructural al presentarse por parte del Poder Ejecutivo el proyecto de Ley de Rendición de Cuentas de 2022.

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

Fondo Monetario Internacional (2024). World Economic Outlook: Moderating inflation and steady growth open path to soft landing.

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

Ley N° 19.889.

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 (2020). Mensaje y Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 2020-2025.

Ministerio de Economía y Finanzas (2021). Mensaje y Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal. Ejercicio 2020.

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.

Ministerio de Economía y Finanzas (2023). Mensaje y Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Rendición de Cuentas y Balance de Ejecución Presupuestal. Ejercicio 2022.

Ministerio de Economía y Finanzas (2023). Documento de Trabajo: Publicación de series referenciales para el cálculo del PIB potencial.

Ministerio de Economía y Finanzas (2023). Comunicado N° 2: Cálculo del Producto Interno Bruto (PBI) potencial y la brecha del PIB. 23 de junio de 2023.

Ministerio de Economía y Finanzas (2023). Informe sobre ingresos y egresos extraordinarios.

Ministerio de Economía y Finanzas (2023). Reglamento interno para el funcionamiento del Comité de Expertos.

Ministerio de Economía y Finanzas (2024). Criterios para incorporar el Producto Interno Bruto (PIB) en las publicaciones fiscales.

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).

Végh, C. (2021). "Discussion of the History of Uruguay 2", en Kehoe and Nicolini, eds., "A Monetary and Fiscal History of Latin America, 1960-2017".

8. Glosario de siglas.

AFAP: Administradoras de Fondos Previsionales

ANCAP: Administración Nacional de Combustibles, Alcohol y Portland

BCU: Banco Central del Uruguay

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

BPS: Banco de Previsión Social

BROU: Banco de la República Oriental del Uruguay

CE: Comité de Expertos

CFA: Consejo Fiscal Asesor

DGI: Dirección General de Impositiva

FISLAC: Fiscal Sustainability for Latin America and the Caribbean Countries

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSS: Fideicomiso de la Seguridad Social

GC: Gobierno Central

HP: Hodrick-Prescott

IASS: Impuesto de Asistencia a la Seguridad Social

IMAE: Indicador Mensual de Actividad Económica

IMEBA: Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios

IMESI: Impuesto Específico Interno

INE: Instituto Nacional de Estadística

IPC: Índice de Precios al Consumo

IRAE: Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas.

IRPF: Impuesto a la Renta de las Personas Físicas

IVA: Impuesto al Valor Agregado

LUC: Ley de Urgente Consideración

MEF: Ministerio de Economía y Finanzas

MIDES: Ministerio de Desarrollo Social

PIB: Producto Interno Bruto

RFE: Resultado Fiscal Estructural

TPM: Tasa de política monetaria

UGD: Unidad de Gestión de Deuda

UTE: Administración Nacional de Usinas y Transmisiones Eléctricas